

---

## ***El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde***

### El fraude y el poder

En todos los países en donde el peso de las instituciones resulta insignificante, episodios como el ocurrido el pasado domingo 2 en las elecciones de la provincia de Córdoba, parecen cortados por la misma tijera: si un candidato pierde por un porcentaje de votos mínimo –en el caso que nos ocupa habría sido del 1.11%– inmediatamente pondrá el grito en el cielo, acusando a su vencedor de haber cometido fraude. Enseguida montará una campaña mediática y tratará de movilizar a la mayor cantidad de gente posible para ocupar el espacio público y, desde allí, solicitar el recuento de votos. Por supuesto, el ganador, de cuyo lado se halla la legalidad, se amparará en ésta y negará cualquier conducta sospechosa respecto de cómo se ha desarrollado el proceso de cómputos. El paso decisivo vendrá después y, salvo que el perdedor tenga la suficiente fuerza como para encabezar una revuelta o para gestar un conato revolucionario, sus denuncias irán perdiendo audiencia, sus reclamos serán tenidos, conforme transcurran los días, menos en cuenta y sus esfuerzos por lograr que el recuento sea voto a voto quedarán en veremos. En rigor, debe ser así a menos que se desee sentar el precedente de recontar los votos cada vez que algún candidato o partido sospeche que ha sido escamoteada la voluntad popular.

Lo que sucedió en la Docta entre Luis Juez y Juan Schiaretti no fue distinto –al menos en sus aspectos esenciales– a lo que se vivió en Méjico hace pocos meses, en oportunidad de substanciarse allí la última elección presidencial. El candidato del oficialista PAN, Felipe Calderón dio

*Desayuno abierto*

***próximo martes 18 de septiembre***

Kirchnerismo o cristinismo

Los hombres del Presidente

Los dilemas de la oposición

¿Viento de cola o vendaval de trompa?

... y el dólar resucitó

Gasto, endeudamiento e inflación: la historia oficial

Perspectivas financieras

Reservas al 4314-8600 ó a [inc@ar.inter.net](mailto:inc@ar.inter.net)

Av. Quintana 161

cuenta del entonces alcalde del Distrito Federal, Andrés Manuel López Obrador, por una suma casi infinitesimal de votos. La airada reacción del vencido fue idéntica a la montada aquí por el lord mayor de la ciudad de Córdoba, mientras la posición del hoy presidente azteca fue la versión original de la copia que de aquella acaba de hacer Schiaretti.

¿En qué desembocaron las gigantescas movilizaciones y amenazas de López Obrador? Desde el punto de vista del poder —que es cuanto interesa en términos políticos— en nada. Siguió gritando y gesticulando pero, pasadas las primeras semanas después de los comicios, consiguió el inocuo título de ganador moral. Schiaretti, por su lado, herido y todo, será gobernador.

Pues bien, el de ganador moral es el destino que tiene reservado Luis Juez a no ser que pueda, sin sombra de duda, presentar alguna prueba contundente de que fue objeto de un fraude en su contra. Para colmo de males, no ha encontrado mejor manera de plantarse de cara al futuro y a los comicios de octubre que al través de una abstención que terminará beneficiando al kirchnerismo.

En resumen: nadie preveía la formidable elección de Luis Juez, aunque siempre será previsible la reacción de cualquier perdedor, en cualquier país latinoamericano, si son pocos los votos que lo

---

separan del vencedor. La contracara de lo hasta aquí analizado es el caso de los Estados Unidos o de Alemania. Bastaría recordar el proceso que condujo a la presidencia norteamericana a George Bush por primera vez, y a Ángela Merkel al cargo de primer ministro de su nación para notar el abismo que separa, en situaciones de virtual empate electoral, a países con instituciones sólidas de aquellos que solo declaman su existencia.

La cuestión principal no es si hubo o no fraude en Córdoba. Cuando menos, no en tanto la sospecha invada el campo de la prueba. Lo fundamental es cómo queda parado el kirchnerismo, en general, y la candidatura de la senadora Cristina Fernández, en particular, luego de lo acontecido en la provincia mediterránea. ¿Por qué? Por la sencilla razón de que, aún cuando no se pueda demostrar el fraude, hay cientos de miles de cordobeses que piensan que Juez fue perjudicado por el candidato oficialista que tiene el respaldo —por mínimo que haya sido y sea hasta octubre— de Néstor y Cristina Kirchner.

¿Cuántos de los sufragios que cosechó Schiaretti respaldarán al Frente para la Victoria dentro de 46 días? ¿Cuántos de los que votaron por Juez lo harán el 28 del mes próximo por Cristina Fernández? Sobre todo teniendo presente el clima enrarecido que existe hoy en esa provincia y la indignación de los seguidores del intendente que se consideran —no importa si con o sin razón— estafados.

Las preguntas que anteceden carecen de respuesta seria. No hay siquiera un indicio cierto de qué puede ocurrir el 28 de octubre, aunque no sería de extrañar que, como sucede de ordinario en la Argentina, otros problemas o escándalos lograsen en ese lapso de tiempo que el caso de Juez dejase de ser materia de tanta atención. Si los comicios fuesen la semana próxima, seguramente el costo que deberían pagar De la Sota y los Kirchner sería alto si se lo compara con un escenario en el cual no hubiera habido sospecha alguna de fraude. Pero las elecciones tendrán lugar recién el 28 de octubre.

Tal como vienen desarrollándose los acontecimientos de seis meses a esta parte, sería sorprendente que en los próximos 46 días no estallasen nuevos escándalos o se produjesen hechos conmocionantes que, eventualmente, pudieran ponerle algo de suspenso a los resultados finales del 28 de octubre. Hasta la próxima semana.

---

### Compacto y destacado

- Los datos del empleo en EEUU confirmaron que la crisis ya afecta la economía real.
  - En agosto se perdieron 4000 puestos de trabajo en EEUU.
  - La baja fue especialmente significativa, ya que los analistas esperaban un alza de 100000 puestos.
  - En los primeros ocho meses del año los despidos crecieron 85 % interanual y la mitad de ellos se dieron en sector financiero.
  - Los analistas del mercado inmobiliario esperan que se profundice la disminución de los precios de las casas.
  - La caída en los precios de la vivienda y en la creación de empleo restringirá el gasto de los hogares.
  - Los problemas en el sector de bienes raíces han precedido habitualmente a ciclos recesivos.
  - La OCDE revisó a la baja el crecimiento esperado de las principales economías durante 2007: para EEUU estimó un aumento del PBI de 1,9 %, para Alemania, 2,6 %, para Francia e Italia 1,8 % y para Japón lo mantuvo en 2,4 %.
  - Japón, sin embargo, revisó su estimación del PBI en el segundo trimestre, informando una contracción de 1,2 % acompañada de un descenso en las compras de bienes de capital.
  - El dólar cayó al mínimo en 15 años frente a las principales monedas; eso es consistente con la expectativa de los agentes económicos sobre una reducción de la tasa de referencia.
  - Las adquisiciones apalancadas de compañías cayeron el mes pasado 64 % interanual y hay casi US\$ 400000 MM de transacciones pendientes de ejecución (US\$ 120000 MM corresponden a operaciones en Europa).
  - Se han retrasado operaciones de fusiones y adquisiciones y emisiones de equity y de bonos corporativos por casi US\$ 500000 MM.
  
- Atemorizados por la desaparición del crédito y la necesidad de cumplir con sus compromisos de underwriting ante el colapso de las colocaciones de commercial papers, los bancos tomaron un volumen récord de fondos –pago de altas tasas mediante– durante agosto.
  - Aún resta ver el impacto de la nueva apreciación del riesgo en los balances de las entidades financieras.
  - Los bancos presionan para que la Fed disponga un recorte de 50 pb en la tasa de referencia.
  - Los principales bancos estadounidenses tomaron un promedio de US\$ 1340 MM por día durante la semana pasada.

- 
- La contracción del crédito obedece fundamentalmente al desconocimiento de la situación real de las contrapartes, lo que no puede ser resuelto por una rebaja en la tasa de referencia.
    - Por otra parte, tasas relativamente altas son consistentes con las necesidades de financiamiento del Tesoro norteamericano.
    - Pero, como el mercado ya ha descontado un recorte de la tasa, si eso no se produjera podría impulsar una nueva ola vendedora.
    - El BCE mantuvo sin cambios su tasa de referencia mientras continuaron ampliándose las asistencias de liquidez en EEUU, Europa y Asia.
    - La Reserva Federal cuenta con buen espacio para darle aire a la economía.
      - Se parte de un nivel apreciable de tasa de interés; la situación sería particularmente difícil de administrar si hubiera tomado a la Reserva con una tasa relativamente baja, con poco margen para aplicar reducciones.
      - Como marcamos en 2005, aquellas subas servirían para darle paño ante una eventual desaceleración de la compañía.
  
  - Se acentúa la fuga hacia activos seguros.
    - La tasa de los bonos estadounidenses a 10 años tocó su mínimo desde diciembre de 2005.
    - Tal como anticipamos en nuestras presentaciones de agosto, el oro comenzó su recorrido ascendente; mantenemos los objetivos de suba formulados en esa oportunidad.
      - Sube 4,4 % en septiembre y 10,5 % en lo que va del año.
      - Durante la última semana, se observó una fuerte toma de posiciones largas en oro.
  
  - Como ocurre en casi todas las crisis, el descalce de plazos entre activos y pasivos ocupa el centro de la escena.
    - Los vehículos de inversión estructurada recurrieron a un fuerte descalce, colocando commercial papers a tres meses para financiar activos empaquetados de largo plazo.
    - En las próximas semanas vencen decenas de miles de millones de dólares de estos papeles, sin la menor probabilidad de refinanciarse con nuevas colocaciones.
    - Para ello recurrirán a los bancos que al momento de estructurar la emisión se comprometieron a financiarlos, obligándolos a perder efectivo y llenarse de activos sin liquidez.
    - Las entidades no tienen contabilizada esa deuda contingente, salvo una referencia al pie en sus balances.
    - Nadie conoce dónde están las pérdidas ni su magnitud; es difícil valorar los quebrantos por tratarse de derivados de derivados.
    - Uno de cada siete préstamos hipotecarios subprime sufre atrasos en los servicios y sigue creciendo el número de ejecuciones.

- 
- La morosidad se encuentra en el nivel más alto de los últimos 17 años.
  - Las compañías de tarjetas de crédito pasaron a pérdida 4,6 % de los pagos del primer semestre de 2007, casi 30 % más que un año atrás. Los pagos atrasados también aumentaron.
- En el marco local, ya se observan acortamientos de plazos y subas en las tasas de los préstamos y se suspenden emisiones de deuda corporativa.
- Reaccionando al descenso que comienza a observarse en los depósitos a plazo fijo del sector privado, los bancos llegaron a pagar 15 % anual por las imposiciones mayoristas.
  - Para el Banco Central la suba de la tasa BADLAR implica un importante aumento de los intereses que paga por las letras y notas ajustables por esa tasa.
  - En el mercado secundario, las NOBAC rinden ya más de 18 % anual.
  - No obstante la liquidez que se ha volcado al mercado vía pases y cancelaciones de LEBAC, las tasas interbancarias experimentaron una persistente suba, llegando a tocar el 16,5 %.
    - Se renovaron solo parcialmente los vencimientos de LEBAC y NOBAC de la semana pasada y para hoy se llamó a licitación por menos de la mitad de lo que vence.
    - También se recompraron \$ 47,7 MM de LEBAC y se llamó a licitación para efectuar mañana una nueva compra.
  - Las tasas de los préstamos hipotecarios ya han sufrido aumentos de entre 3 y 5 puntos porcentuales.
  - Algunas líneas de crédito –vg. leasing– están de a poco desapareciendo de la oferta de los bancos.
  - En agosto se colocaron apenas U\$ 7,9 MM de obligaciones negociables, contra U\$ 147 MM el mes previo.
  - Los fondos de renta fija perdieron el 50 % del capital desde el 21 de julio.
  - La falta de financiamiento puede impedir la concreción de algunas aspiraciones del gobierno, como la adjudicación del tren de alta velocidad o la compra de YPF por grupos empresarios cercanos al kirchnerismo.
  - Debido al derrumbe de los bonos soberanos, solo en la primera mitad de agosto los fondos administrados por las AFJP perdieron \$ 4780 MM, lo que significó una caída de 5,2 % respecto a los \$ 90580 MM de fin de julio.
- En agosto el volumen de divisas transado por lo bancos en el mercado abierto fue tres veces mayor al del mismo mes del año pasado. En el mercado de futuros el monto negociado duplicó al de agosto 2006.
- Las normas que impiden el descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera evitaron una delicada situación para el sistema bancario en este contexto.
  - Desde el 24 de julio hemos perdido U\$ 1074 MM de reservas.

- La relación (base + LEBAC + NOBAC + pases) / reservas es de 3,42.
- Ante el fuerte deterioro de la situación fiscal, y a la vista de las reiteradas experiencias de nuestra economía, el público percibe que el ajuste del gasto del gobierno vendrá por vía de una nueva licuación por devaluación de nuestra moneda.
  - La pretensión de mantener un superávit fiscal del 4 % que Kirchner adjudicó al eventual gobierno de su mujer, requeriría –dado el carácter estructural del aumento ocurrido en el gasto– de un fuerte ajuste, solo disimulable bajo la forma de una nueva devaluación.
  - Por otra parte, en un marco de severa iliquidez internacional, se necesitará de un excedente fiscal de al menos U\$ 7200 MM para hacer frente a los vencimientos de aquí hasta fin del año próximo.
    - Solo en lo que resta del año hay que cubrir necesidades por U\$ 1150 MM.
    - Ya no se contará con la asistencia venezolana, donde la tasa interbancaria trepó al 120 % anual.
    - Los casi \$ 14000 MM de la ANSES corren peligro de apropiación por parte del Tesoro en estas circunstancias.
  - De continuar la caída de la liquidez y el éxodo de ahorristas hacia el dólar, se complicará la situación de la deuda cuasifiscal, que representa el 35,1 % del total de los depósitos bancarios y el 44,3 % de las reservas internacionales.
  - Paradojalmente, la suba –ahora natural y no bancada con emisión– del dólar trae algunos beneficios, al contener el crecimiento insustentable –como repetidas veces advertimos– de esos pasivos no monetarios del BCRA.
- El BCRA autorizó a dibujar los estados contables de las entidades financieras.
  - Por comunicación A 4702 les permite contabilizar los títulos públicos como “disponibles para la venta”.
  - De esta forma, la pérdida de valor –de hasta 30 %– que tuvieron los bonos se reflejará en el patrimonio de los bancos pero no en su cuadro de resultados.
  - Para disimular las pérdidas patrimoniales sufridas por los bancos en el último mes, ya había flexibilizado las normas de contabilización para las letras y notas del BCRA.
- Inflación: cada vez más lejos de la realidad.
  - Dibujo de por medio y tal como predeterminaron, los precios minoristas aumentaron 0,6 %. Acumulan tan solo 5 % de suba en los siete primeros meses.
    - Los mayores retoques se observaron en frutas (supuestamente, aumentaron 2,6 % pero acumulando una caída de 16,4 % en los ocho primeros meses), verduras (suben 7,4 %, pese a que durante el mes se denunciaron subas de hasta 70 %), y las comidas fuera del hogar (apenas 0,1 %).

- 
- Dentro de las hortalizas, la papa se computó a \$ 1,40 el kilogramo cuando el precio real superó el doble; el zapallito se tomó a \$ 3,40 cuando el precio llegó a casi triplicar ese valor; la cebolla se computó a \$ 1,40 mientras que se comercializó por encima de dos veces ese importe.
  - La indumentaria cayó 2,5 % y el turismo –pese a incluir una semana de vacaciones– perdió 3,7 %.
  - Los juguetes se mantuvieron sin cambios pese a las importantes subas por el día del Niño.
  - Pese a que la canasta alimentaria subió 2,2 %, el rubro alimentos del IPC aumentó solo 1,2 %
  - Según la ficción del INDEC, el rubro turismo ha caído 14,4 % en lo que va del año.
  - En gastos médicos nunca se computó la suba de 22 % que tuvieron los planes en enero y acumulan solo 3,7 % en estos siete meses.
  - Esta vez la tergiversación de la información alcanzó a los precios mayoristas, que aumentaron solo 0,6 % mensual. Acumulan 10,4 % en lo que va del año.
    - Para bajar el índice, computaron en el rubro cereales y oleaginosas los subsidios o compensaciones a los productores.
    - Eso permitió mostrar una supuesta baja de 18 % mensual en el trigo, de 14,4 % en el maíz y de 26,1 % en la soja.
    - Si no se computan las compensaciones, la suba habría sido de 1,9 %.
  - Por cada punto que se le recorta a la suba mensual de la inflación, los tenedores de bonos indexados –fundamentalmente futuros jubilados– pierden ingresos por unos \$ 1800 MM.
  - Con el patrocinio de Defensa Ciudadana, afiliados al sistema de capitalización se presentaron como querellantes en la causa de tergiversación estadística y pidieron que se convoque a declarar a C. Fernández por su reciente defensa, en IDEA, de esa práctica.
- Los cambios metodológicos que estudia el gobierno apuntan, como era de esperar, a reducir el impacto de la inflación en la etapa de ajuste tarifario “gradual” prometido por la virtual heredera.
- Buscarían eliminar –a la manera estadounidense– los precios de la energía y los alimentos de la medición de inflación.
  - Además, siguiendo el modelo español, no se relevarían precios a través de encuestadores sino que las mismas empresas enviarían los datos; en la Argentina, caracterizada por la enorme discrecionalidad con que cuentan los funcionarios y el prebendario servilismo del alto empresariado, las compañías se limitarían a enviar las listas oficiales.
  - Un problema no menor es el creciente alejamiento de las series históricas respecto de la realidad; la inevitable regularización supondrá un fuerte salto en la estadística inflacionaria y requerirá el ajuste de la serie, con los consiguientes conflictos entre partes.



- 
- La manipulación oficial afecta ya a casi toda la información económica.
    - Inflación, actividad, pobreza, indigencia y situación fiscal –esta última proporcionada por la secretaría de Hacienda– son los casos más conocidos.
    - La digitación de los índices de precios acarrea una sobreestimación del PBI a valores constantes, inflando artificialmente el crecimiento de la actividad.
  - Caños a valor de departamentos: el presupuesto para la provisión de tubos para el gasoducto del Noreste, implica un valor de U\$ 1120 por metro lineal sin colocar para los 1465 km que tendrá.
    - Además de SIAT, Siderca y Confab, del grupo Techint, se presentaron dos compañías chinas, dos ucranianas, una india y otra japonesa.
    - Se trata de una licitación –hay varias más que componen la obra– con un presupuesto de U\$ 1641 MM.
    - Están pendientes las licitaciones de turbocompresores y turbinas para la obra, el relevamiento catastral y la obra de ingeniería propiamente dicha.
    - La inauguración parcial, prevista para fines de 2008, difícilmente ocurra antes del invierno de 2009.
  - Octubre feliz: Kirchner promulgó la amnistía para delitos y deudas previsionales de obras sociales y prestadores de salud.
    - Involucra unos \$ 1200 MM por capital, intereses y punitivos, cuya mayor parte corresponde a obras sociales y hospitales públicos.
    - También libera de sanciones penales y civiles las retenciones de aportes personales que pudieran haberse realizado desde el 2001.
    - Contempla un plan de pagos a 15 años sin ajustes con una tasa de apenas el 6 % anual, con lo que la deuda terminará licuándose.
    - Los juicios de ejecución fiscal que se hubieren iniciado se considerarán desistidos.