InC.

Indice

Crónicas políticas pág. 1
Compacto y destacado pág. 3
Elementos sobresalientes pág. 8
Novedades pág. 29
Qué se puede esperar pág. 33

Massot / Monteverde & Asoc. 31/7/07 inc@ar.inter.net

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

Danza de candidaturas

Faltan noventa días, poco más o menos, para que se substancien los comicios presidenciales y hay tantas incógnitas como certezas en punto a las candidaturas. Sobre todo si se tiene en cuenta que el próximo 28 de octubre se elegirán también gobernadores, en Buenos Aires y Santa Fé, o sea, en dos de los cuatro distritos electorales más importantes del país.

El Frente para la Victoria acaba de completar con el radical Cobos su fórmula mayor, pero aún falta decidir quién acompañará a Daniel Scioli. Las especulaciones al respecto están a la orden del día y nada se sabrá antes del acto que, en el Luna Park, planea realizar el kirchnerismo la semana entrante. Una cosa es casi segura a esta altura del partido: la decisión la tomará el santacruceño y no el actual vicepresidente. Ello significa que Kirchner se reservará el derecho de blindar la formula con un hombre de su entera confianza. Porque Scioli está donde está en razón de la necesidad, que suele tener cara de hereje. Suponer, pues, que el ex motonanta tendrá arte y parte en la elección es no entender la lógica política de Kirchner.

Scioli será hasta el 28 de octubre a la noche –cuando finalicen las elecciones– la pieza fundamental de la estrategia oficialista. Si faltase a la cita o –como quieren algunos soñadores incorregibles del peronismo disidente– decidiese pasarse de bando, el flanco abierto que dejaría en el ejercito K difícilmente podría ser cubierto por el gobierno que, malgrado todo el poder acumulado en estos cuatro años, ha sido incapaz de presentar en la capital federal y en la provincia de Buenos Aires candidatos de su riñón con capacidad ganadora.

Pero inmediatamente después del 28 de octubre la importancia de Scioli disminuirá en la medida en que el kirchnerismo solo lo necesita para ganar en las urnas –donde aquel resulta irremplazable– y no tanto para gobernar. A partir de la fecha que Felipe Solá le ceda el sillón de Dardo Rocha, el nuevo gobernador, cualquiera que haya sido su performance electoral, quedará, como su antecesor, prisionero de un déficit que solo el tesoro nacional –en manos de la Casa Rosada– puede enjugar.

De modo tal que si bien existen diferencias entre Carlos Kunkel, Alberto Balestrini, José Pampuro y Florencio Randazzo –los que suenan con más posibilidad de acompañar a Scioli– todos tienen en común su dependencia directa respecto del santacruceño. Sea quien sea el escogido, lo cierto es que el espacio de acción de Scioli estará acotado desde antes de hacerse cargo de un poder que Néstor Kirchner, por razones obvias no está dispuesto a cederle. La enorme fuerza de Scioli terminará el 28 de octubre a la noche. La debilidad de los Kirchner en Buenos Aires epilogará ese mismo 28 a la misma hora.

En el arco opositor, mientras tanto, todo está en veremos. Juan Carlos Blumberg se ha largado sólo y no sería de extrañar –falto de estructura y de recursos como está– que, en definitiva, resulte el candidato de Jorge Sobisch o de los justicialistas desterrados del poder que no terminan de ponerse de acuerdo si Rodríguez Saa, Menem o Puerta será su candidato.

Como Blumberg ha cortado todo vínculo con Mauricio Macri –que lo tentaba para encabezar la lista de diputados nacionales pero no lo quería como candidato a gobernador– el PRO parece decidido a conformar una fórmula con Francisco De Narváez y Jorge Macri. La dupla no es mala pues combina buena parte de los ingredientes necesarios para pelear el segundo puesto, aunque para ello debe resolver dos problemas de no poca envergadura: por un lado, acotar el número de candidatos que disputan un mismo espacio ideológico. Si efectivamente se presentase Juan Carlos Blumberg, Macri / De Narváez y Luis Patti, para mencionar a los más representativos, dividirían –lo que es indistinto a decir que perderían– buena parte de sus votos. Por el otro, el PRO carece hoy de un candidato presidencial con una razonable intención de voto y ello constituye el principal quebradero de cabeza de Mauricio Macri. En un país donde el electorado no está acostumbrado a cortar boleta, marchar a elecciones en la provincia de Buenos Aires, por ejemplo, con espacios en blanco en punto a la fórmula presidencial, sería otorgarle a sus adversarios un handicap indescontable.

No es del caso volver sobre el tema que fue objeto de análisis la semana anterior, pero nada ha cambiado desde entonces. Macri no sabe todavía como resolver el intríngulis y, para colmo de males, se encuentra tironeado desde un costado por Ricardo López Murphy –que le exige definiciones– y desde el otro por el kirchnerismo que claramente ha puesto en evidencia que lo considera un enemigo a batir y no un futuro jefe de gobierno capitalino con el cual cohabitar civilizadamente en la ciudad.

En cuanto a Roberto Lavagna y Elisa Carrió, interesados como los demás opositores en forzar una segunda vuelta, por mucho que sea su esfuerzo, de momento no obtienen resultados envidiables en las encuestas que se conocen. A falta de otros contendientes de fuste, disputan –bien lejos de Cristina Fernández– un segundo puesto que, en caso de concretarse, haría las veces de premio consuelo. Es que ni por asomo llegan, ni uno ni otro, al 30% que necesitarían a los efectos de pensar seriamente en un ballotage.

De esta manera Cristina Fernández, sin esforzarse demasiado y sin todavía aparecer de lleno en el centro de la escena, no tiene razones para preocuparse por lo que hagan o dejen de hacer sus adversarios electorales. En el peor momento del gobierno, al cabo de cuatro años de ejercer el poder discrecionalmente, con una crisis energética revoloteándole sobre su cabeza, turbulencias en los mercados financieros mundiales, una inflación inquieta y diversos escándalos de corrupción que le han estallado en sus narices, al matrimonio K, sin embargo, las encuestas de opinión le siguen sonriendo. Hasta la semana próxima.

Compacto y destacado

- Alarmado por el vuelco de la situación financiera durante la semana pasada, el BCRA se ha impuesto la doble consigna de contener la suba del dólar y simultáneamente alimentar la liquidez para bajar las tasas.
    - La autoridad monetaria decidió diferir el cumplimiento de la exigencia de efectivo mínimo de julio a lo largo de agosto y redujo por un mes los requisitos mínimos diarios de efectivo de las entidades, de 50 % a 40 %.
    - También salió a recomprar LEBAC en el mercado secundario para defender su valor y proveer liquidez a los bancos, a la vez que decidió no realizar la subasta de esta semana (aprovechando que no había vencimientos).

- La pretensión de dominar ambas variables –contener el dólar y bajar las tasas– es inconsistente.
  - Los mercados siempre se arbitran: el Central terminará subsidiando la compra de dólares, con tasas y tipos de cambio artificialmente bajos.
  - Buscar contener el alza del dólar mediante ventas a futuro entraña para la autoridad monetaria el poco transparente rol de proveer seguros de cambio a tasas exiguas en el marco de una precipitada fuga de capitales.
  - La mejora ocurrida ayer en los mercados internacionales ha facilitado por el momento el trabajo del BCRA.

- ¿Por qué el dólar es hoy alcista si hasta la semana pasada hubo que sostenerlo?
  - En principio, si flotara libremente y nos atuviésemos al respaldo de reservas con que cuenta la base monetaria ampliada –U$ 1 por cada $ 2,05– debiera valer mucho menos.
  - Sin embargo, poco menos del 50 % de las reservas internacionales ha sido comprado con deuda del BCRA vía letras, notas y pases. Eso significa que en una situación extrema –que es la que interesa analizar– el BCRA no contaría con todas las reservas para entregar dólares a cambio de pesos.

- Además, cabe advertir que la economía es un juego cruzado de cuestiones de fondo (fundamentals) y de comportamientos sociales agregados (technicals), de hechos y elementos que son objetivos o concretos y de percepciones, sensaciones o impresiones que pueden tener o no correspondencia con los primeros.
  - En las situaciones extremas –convulsión en los mercados– hay que reparar en este último aspecto: las expectativas sociales.
  - Cuando una sensación de desazón, desconfianza o inseguridad se apodera de los agentes económicos, el problema es que –si esas percepciones se generalizan– los factores objetivos o fundamentales pierden importancia (al menos hasta que la inconsistencia de lo que está ocurriendo respecto a las condiciones objetivas se haga muy manifiesta, y vuelvan entonces a enderezarse las expectativas).
  - Desde este punto de vista, hay que monitorear las llamadas barreras psicológicas –valores que si se perforan tuercen las percepciones del conjunto social.
    - La incertidumbre externa y las tensiones locales disminuyen la propensión al riesgo y sostienen al dólar, más allá de lo que arroje el tipo de cambio de equilibrio.
    - La menor propensión al riesgo ha llevado a buscar entornos más seguros y a exigir tasas crecientes para permanecer en activos de riesgo (se percibe más riesgo frente a una misma situación).
    - En este contexto, quebrar la barrera psicológica de $ 3,30 por dólar podría haber disparado un nocivo reacomodamiento de las expectativas.
    - Si esa barrera se hubiese perforado, las expectativas de conjunto habrían sufrido un vuelco irreversible y el público buscaría protección en divisas sin importarle

mayormente las razones objetivas –la relación reservas / base monetaria– para que valga menos.

- Cuando se produce un vuelco en las expectativas sociales, la situación objetiva termina por descalabrarse precisamente como consecuencia ex-post del comportamiento del mercado (la profecía autocumplida).
    - El dólar treparía hasta alcanzar valores inconsistentes, ridículos, que volverían a reordenar las expectativas, pero en un punto de equilibrio más alto.
    - Y como la economía es un sistema interconectado, los desbarajustes provocarían estallidos en otras áreas: reacomodamiento brusco de precios relativos, caídas de depósitos y debilidad bancaria, paralización de algunos ramos productivos, desplome de la solvencia fiscal.

➢ Aún sin vuelco de expectativas, difícilmente se vuelva a la situación previa.

- En los EEUU hay desequilibrios importantes que requieren ajustes.
- Y los cambios que están ocurriendo van en dirección de resolverlos. La caída del dólar y del gasto de los hogares americanos es necesaria y beneficiosa para resolver su dramático déficit externo.
- Y eso –más tarde o más temprano– terminará afectando al comercio global y a otras regiones que han crecido vendiéndole a EEUU, y alterará los términos de intercambio.
- Con o sin catástrofe, la fiesta va llegando a su fin...

➢ Tenemos entonces que el clima de negocios ha cambiado, hay una contracción estructural de la liquidez y los efectos concatenados de la crisis hipotecaria se evidenciarán con el correr de las semanas.

- El malestar en el sector inmobiliario sigue profundizándose y provoca una fuerte contracción del crédito, afectando a otros mercados, incluso de activos con grado de inversión.
    - El stock de casas no vendidas alcanzó el máximo de los últimos 15 años.
    - Las ventas de casas usadas cayeron 3,8 %, a un ritmo de 5,75 MM al año, el más bajo desde 2002.
    - Superando los pronósticos, las ventas de casas nuevas cayeron 6,6 % en junio.
    - Ya se están demorando importantes fusiones y adquisiciones –vg. la compra de Chrysler por Cerberus.
- La evolución de la situación local será fuertemente dependiente de lo que ocurra en el marco externo.
- Pero lo sucedido la semana pasada ya arrojó vastas consecuencias para nuestra economía.

- Al menos por un buen tiempo, hemos perdido acceso al financiamiento internacional. Para afrontar los vencimientos de agosto, el gobierno espera poder colocarle a Venezuela bonos por U$ 500 MM.
- Se abre un nuevo ciclo: difícilmente se recomponga la propensión de los inversores al riesgo, por lo que los activos emergentes no retornarán a los niveles de inicio.
- El derrumbe de los bonos soberanos –una variable que escapa al control oficial– afecta peligrosamente la solvencia del sistema financiero.
- Las bajas tasas pasivas en un clima de incertidumbre financiera y con creciente aceleración de la inflación estimulan el retiro de depósitos.
- Creemos que, más allá del reacomodamiento de las tasas locales resultante de los esfuerzos oficiales para contenerlas, éstas se ubicarán en un nuevo piso y mantendrán tendencia al alza.
- Esto se trasluce en los contratos a futuro, que tienen implícitas tasas bien por encima de las orientadas por el BCRA.

- Tasas, dólar e inflación en alza componen un amenazante panorama para la deuda pública.
  - El alza de las tasas significará un deterioro del cuadro de resultados del BCRA por los mayores retornos –de al menos 200 pb más– que deberá ofrecer por las LEBAC y NOBAC. El 53 % de esa cartera paga tasa variable.
  - Una dispara inflacionaria tendría un fuerte impacto en los servicios de la deuda pública: 42 % de la misma es ajustada por CER.
  - La suba del dólar, en tanto, impacta sobre el 40 % de la deuda.
- Si se profundiza la caída de la liquidez y la reducción del gasto de consumo en EEUU, los precios de los commodities agropecuarios terminarán siendo afectados.

➢ Desendeudamiento, pero al revés: notable aumento de la deuda pública durante la gestión Kirchner.

- Según lo informado en el balance de pagos, los pasivos del gobierno (U$ 96488 MM más la deuda con atrasos, que a marzo 2005 sumaba U$ 43674 MM) ascienden a U$ 140.200 MM, con lo que ha alcanzado los niveles previos a la declaración del default.
  - Ha trepado más de U$ 10000 MM en dos años.
  - Entre julio e 2006 y junio de 2007, fuimos el principal tomador de créditos del Banco Mundial, por U$ 1750 MM.
- Pero ese importe no incluye los U$ 26000 MM (sin intereses) adeudados a <u>holdouts</u> (acreedores que no ingresaron al canje), la letra por U$ 9530 MM con el BCRA por el pago anticipado al FMI y los U$ 20000 MM de deuda por LEBAC y NOBAC.
- Tampoco computa la deuda contingente por reclamos ante tribunales arbitrales, que supera los U$ 20000 MM.

- Se observa un marcado deterioro de la situación fiscal.
  - Sin tomar ingresos extraordinarios, el superávit primario acumulado en el primer semestre cayó 8,7 % –en lugar del crecimiento informado de 13,8 %.
  - En junio, el resultado financiero sin ingresos extraordinarios fue deficitario en $ 186 MM.
  - El gasto en junio saltó 52 % interanual (21 puntos porcentuales por encima de la recaudación de ese mes) y muestra una fuerte aceleración.
  - El reciente aumento del mínimo no imponible costará unos $ 1500 MM anuales.
  - El resultado primario sin ingresos extraordinarios podría caer este año al 2,7 % del PBI.
  - Y en 2008 podría ser levemente negativo.
  - Es urgente encarar un rediseño completo de la estructura tributaria para poder enfrentar el inevitable ajuste –sea voluntario o forzoso– de precios relativos.