

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

### Distorsivos ¿para quièn?

El flanco fiscal del gobierno admite dos interpretaciones que, según cómo se analice la cuestión, pueden ser coincidentes o diferentes. No corresponde que me introduzca en honduras económicas, pero sí clavar los puntales de la crítica en el aspecto político. En este orden de cosas la administración kirchnerista admite ser comparada con una locomotora que no para de recaudar. Los números de junio son, al respecto, más que elocuentes. Es cierto —y el Fondo Monetario Internacional no ha dejado pasar la oportunidad de recordárselo a Lavagna— que la solvencia de las cuentas públicas descansa, en buena medida, sobre dos impuestos distorsivos. De cara a la negociación con ese organismo de crédito internacional, a punto de recomenzar en las próximas semanas, el dato no debería pasar desapercibido. Pero no es menos cierto que la performance recaudadora, a medida que se afianza, genera una suerte de statu quo cuya modificación resulta más y más difícil conforme transcurre el tiempo.

Desde la óptica específicamente económica las retenciones y el impuesto al cheque son vulnerables a los cuestionamientos. Vistos, en cambio, desde las necesidades del gobierno resultan inamovibles. Como tantos otros instrumentos de emergencia, si dan los resultados esperados dejan de ser coyunturales y se convierten en estructurales.

*Desayuno abierto*

*próximo martes 5 - 8.30*

reservas: [inc@ba.net](mailto:inc@ba.net)

El FMI también ha objetado las transferencias discrecionales a las provincias, objeción que esconde, apenas disimulada, la vieja idea de ese organismo de que haya una nueva ley de coparticipación. Sin embargo, la contracara política del tema —menciono tan sólo dos de los muchos ejemplos que pueden enumerarse— lo transparenta, en primer lugar, el acuerdo gestado entre el presidente Néstor Kirchner y el gobernador José Manuel de la Sota y el intendente de Córdoba, Luis Juez, en uno de los cuatro distritos claves de cualquier elección en la Argentina. En efecto, la decisión de la Casa Rosada es apoyar —billetera abierta de por medio— al PJ del mandatario provincial y al Frente Nuevo del intendente, con lo cual es probable que sume a su favor 8 de los 9 diputados que se hallan en disputa en Córdoba. La segunda movida presidencial se está gestando en Santa Fe, donde es conveniente no descartar la posibilidad de que Néstor Kirchner terminase apostando a la carta del socialismo. Es por todos sabido que el PJ marcha segundo, lejos, de momento, de Hermes Binner, y que, a su vez, éste ha señalado a quien quisiera escucharlo que no es antikirchnerista. De ahí a una alianza no media un paso, pero están dadas todas las condiciones para intentarlo: Kirchner tiene los fondos que necesita Rosario e ideológicamente es más afín al socialismo que al PJ santafecino; por su parte el socialismo tiene los votos. Más claro y redondo imposible.

Semejantes jugadas —que se repiten, con más o menos éxito a lo largo y ancho de toda la geografía electoral— no podrían siquiera pensarse seriamente si no fuese por los famosos impuestos distorsivos.

Como la prioridad del gobierno son los comicios próximos y no la negociación con el FMI es seguro que de aquí al mes de octubre habrá un crecimiento del gasto político; no parece tan seguro, en cambio, que el acuerdo fáctico que existe con el Fondo se convierta en uno de jure. Dicho de

---

manera diferente: Kirchner tiene la oportunidad dorada de transformar una serie de elecciones provinciales en un plebiscito a su favor y no la desaprovechará. Para eso, lo que desde esta newsletter hemos denominado unitarismo fiscal es fundamental. El presidente premia o castiga con la billetera, y como bien decía alguien que conocía mejor que nadie a los argentinos, Juan Domingo Perón, la víscera mas sensible es el bolsillo.

¿Porqué habría Kirchner de modificar cuanto ha demostrado ser exitoso? Sobre todo en razón de que con el FMI hay un pacto implícito: la Argentina protesta, vocifera, pero paga religiosamente: desde enero del 2002 a la fecha, la actual administración kirchnerista nunca dejó de honrar los compromisos contraídos con el Fondo, convirtiéndolo, de hecho, en acreedor privilegiado. En ese lapso de tiempo, según datos oficiales difundidos en Washington, canceló el 22% de su deuda, lo cual no es poco si se tiene presente que la Argentina se hallaba en default y el presidente despotricaba contra el FMI en cuanta oportunidad tenía. Por lo tanto, la negociación que se abrirá a mediados de Julio no traerá demasiadas novedades.

En cuanto a la relación Kirchner-Duhalde, no tiene ningún fundamento la idea –lanzada a correr en las últimas horas– según la cual si no arreglan sus diferencias antes del 7 de julio, se desatarían las hostilidades. En rigor, la fecha límite es el 27 de agosto, fecha en la cual vence el plazo para formalizar alianzas. Esto quiere decir, en buen romance, que uno y otro pueden presentar sus listas respectivas, escalar en su esgrima verbal y finalmente zanjar de un día para otro sus rencillas antes de que termine agosto. Nadie ha dicho la última palabra y todavía falta bastante para saber a qué atenerse en el duelo. ¿Duelo?, del santacruceño y el de Lomas. Hasta la semana próxima.

### Compacto y destacado

- El tercer trimestre, a punto de comenzar, será particularmente exigente para el manejo financiero del gobierno.
  - Se deben pagar U\$ 4250 MM por servicios de BODEN, Préstamo Garantizado y organismos multilaterales.
  - Agosto es el mes que concentra más vencimientos, con U\$ 2750 MM, mientras que en diciembre alcanzan los U\$ 2500 MM.

- 
- La necesidad de no sufrir mínimos traspies antes de las elecciones y la postergación hasta después de octubre –para resguardar la imagen de “negociador duro” con la mira puesta precisamente en las elecciones– de la firma de un nuevo acuerdo con el Fondo estrechan el margen de maniobra.
  - Seguiremos reemplazando crédito barato con fondos caros: el gobierno dispondría en las próximas semanas el llamado a licitación para colocar al menos \$ 2000 MM adicionales de BODEN 2014.
  - El monto a colocar de nueva deuda en caso de no lograrse un acuerdo con el FMI será de U\$ 3300 MM mientras que con una refinanciación de todos los vencimientos con los multilaterales, la emisión de deuda adicional se podría limitar a unos U\$ 1300 MM.
  - Una salida al mercado internacional está por el momento descartada por el riesgo de sufrir nuevos embargos.
  - La demora en firmar un nuevo acuerdo –que muy probablemente se alcance en forma inmediata a la cumplimentación de los comicios– conviene tanto al oficialismo argentino como al directorio del Fondo.
    - Al primero le permite capitalizar electoralmente su trabajada imagen de “duro defensor de la dignidad nacional”.
    - Para el Fondo, significa seguir reduciendo exposición a riesgo argentino: según el organismo, en 2005 los pagos netos ascenderían a unos U\$ 4200 MM, a lo que se sumarían casi U\$ 700 MM adicionales correspondientes al Banco Mundial.

Sólo en el primer trimestre, hubo cancelaciones netas por casi U\$ 1200 MM a los organismos multilaterales.
- Si bien la recaudación se mantiene en buenos niveles, la presión del gasto tiende a complicar la situación fiscal hacia fin de año.
- La recaudación de junio superaría los \$ 10500 MM, lo que significaría un 14 % de suba interanual.
  - Todo el superávit fiscal (y algo más) se explica por la suma de las retenciones y el impuesto al cheque (representan poco menos que la quinta parte de la recaudación total), que el Fondo viene exigiendo desde el anterior acuerdo que sean eliminados por distorsivos.
  - En mayo, el gasto corriente subió un 36 % interanual, principalmente por los mayores intereses pagados como consecuencia de completar el canje.
  - El gasto de personal se incrementó 20 % interanual mientras que las transferencias por coparticipación se mantuvieron estables.
  - El superávit de mayo representa una caída de 24 % interanual (\$ 1070 MM menos) y el acumulado de los cinco primeros meses es 2,5 % inferior al del mismo período de 2004.
- La inconsistencia intrínseca a la actual política cambiaria y fiscal lleva a un creciente desequilibrio monetario y fiscal.

- 
- La semana pasada el BCRA marcó la máxima intervención histórica al comprar el miércoles U\$ 160,5 MM, pero no pudo evitar un deslizamiento de la divisa, que cerró en el menor nivel en más de un año. Junio supera el récord marcado en mayo.
  - En el segundo semestre el BCRA deberá comprar unos U\$ 3500 MM para absorber el excedente cambiario.
  - El modelo de tipo de cambio (artificial) alto con superávit fiscal holgado tiende necesariamente a la revaluación de la moneda (es decir, a un tipo de cambio más bajo).

El importante nivel de las reservas, la suba de tasas y el holgado superávit primario presionan a esa apreciación del peso.

- El grueso del excedente de divisas no es generado por el ingreso de fondos de cartera sino por el superávit del sector externo (eje del modelo sustitutivo). Las ansiadas exportaciones juegan en contra del ansiado tipo de cambio.
  - El control de capitales no reduce mayormente el excedente pero sí afecta el crédito y la inversión.
  - Desde el anuncio de las medidas, se perdió la cuarta parte del monto que se venía negociando en la Bolsa.
  - Al perder liquidez el mercado, también las colocaciones primarias de papeles se ve afectada.
  - El control de capitales está dirigido a no residentes. Supone una ficción: que hay un volumen significativo de inversores extranjeros ansiosos por tomar riesgo argentino.
- La esterilización de la masa monetaria emitida para intervenir en el mercado genera un aumento constante de los pasivos financieros del BCRA.
- Para el segundo semestre, el Central deberá esterilizar cerca de \$ 5500 MM (de los casi \$ 10100 MM que emita para comprar el excedente cambiario) para cumplir con las metas monetarias.
- El incremento de los pasivos del BCRA implica un creciente costo financiero –gasto cuasifiscal, ya representa \$ 2000 MM al año– para atraer la masa de fondos necesaria.
- En el tiempo, el crecimiento permanente de los pasivos del BCRA con tasas crecientes genera un efecto “bola de nieve” que concluye con una (nueva) crisis del sistema bancario y drástica caída de las reservas.

Los inversores reclaman cada vez tasas más altas para mantener su colocación, hasta que llega un momento en que la percepción de riesgo es tal que no existe nivel de tasa suficiente para detener su éxodo hacia activos seguros.

- Adicionalmente, la actual política cambiaria no ha logrado su declamado propósito competitivo: el tipo de cambio sigue deteriorándose en términos reales (y nominales). En los primeros cinco meses de este año, con una inflación local acumulada de 5,2 %, el dólar experimentó una baja del 3,4 %.

- 
- La inflación ha funcionado así como un mecanismo de ajuste para la desviación cambiaria: su efecto es el de producir una depreciación del valor local del dólar en términos reales.
  - El pobre nivel de la inversión condiciona el futuro de la actividad económica pero tiende sombras también sobre la evolución de la inflación.
    - En marzo fue de 17,2 % del PBI, cayendo 1,9 % respecto a diciembre y evidenciando que la inversión se limita a proyectos de limitada envergadura y de corto plazo.
    - Los crecientes niveles de utilización de la capacidad instalada imponen, sin embargo, un nivel significativo de inversiones para ampliar capacidad y poder seguir creciendo.
    - La progresiva saturación de la capacidad instalada (por crecimiento del consumo) ante un nivel de la inversión bruta insuficiente (incluso para mantener el stock de capital productivo) generará presiones adicionales sobre los precios.
    - La IED durante el primer trimestre sumó sólo U\$ 588 MM.
    - Una política de tasas pasivas negativas y activas positivas no transmite señales adecuadas ni a la inversión (castiga el ahorro interno, esencial para que crezca la inversión bruta ante la escasez de IED) ni a los precios (alienta el gasto y eleva los costos).
  - Aumentos salariales no ligados a mejoras en la productividad pueden tener doble efecto: inflacionario y recesivo.
    - En aquellos sectores competitivos, que operan con márgenes estrechos y demanda elástica, los aumentos salariales pueden generar complicar la situación económico-financiera y conducir a una disminución de la actividad por despidos, suspensiones, recorte de gastos, o cierre.
    - Los sectores monopólicos u oligopólicos podrán trasladarlos a sus precios, que incidirán sobre el índice de inflación.
    - Para computar adecuadamente la mejora en la productividad, las mejoras deben acordarse en el seno de cada empresa y no a nivel de sector.
  - El desempeño de mayo indicaría una nueva desaceleración de la economía, lo que podría repetirse de aquí a agosto.
    - Si bien en los próximos meses no se esperan variaciones importantes –la inflación rondaría 0,6 % en junio– hacia el último cuatrimestre se harán notar los efectos adversos de la puja salarial, la saturación de la capacidad instalada y factores estacionales.
    - La desaceleración que se observa en el consumo puede estimular a nuevas concesiones salariales por parte del gobierno que conduzcan a un nuevo recalentamiento de los precios sobre los últimos meses.
    - Como advertimos a principios de año, los precios minoristas han comenzado a limar la notoria brecha que los separa de los mayoristas desde el abandono de la convertibilidad: los primeros subieron 63 % mientras que los últimos treparon 120 %.

- 
- El frente externo sigue ayudando, pero con volatilidad.
    - Los mejores precios de la soja, la suba del crudo y el achatamiento de la curva de rendimientos en EEUU (tasas de corto en alza y levemente inferiores a las de largo) favorecen a la economía argentina.
    - Con bonos argentinos se puede obtener hasta doce puntos más de retorno anual que con un bono estadounidense de similar duración (4 %).
    - La pérdida de 15 MM de toneladas en la cosecha brasileña puede llevar a una menor superficie cultivada en la próxima temporada, impulsando a la suba los precios de la soja.
    - En trigo, Brasil podría perder hasta un millón de toneladas, lo que significaría un aumento de exportaciones a quien ya es nuestro principal comprador en ese rubro.
    - Pero la actividad local podría sufrir si se acentúa la desaceleración de la economía brasileña en los próximos meses.
    - Una esperada nueva suba de la tasa de referencia generará algún grado de volatilidad adicional en los mercados emergentes.
    - La actividad global constituye otro factor amenazante: el mencionado achatamiento de la curva de rendimientos, si bien por el momento favorece a los mercados emergentes, podría anticipar una futura recesión a escala mundial.
    - La suba del crudo eleva los costos de producción, presionando sobre los precios, lo que puede llevar al alza de las tasas de interés para mantener bajo control la inflación.
    - Estos niveles de precio del barril de crudo pueden provocar una disminución de hasta 1 % anual en el crecimiento argentino, de los EEUU y de Japón. Afectaría algo más a Europa y muy particularmente a China y la India, que podrían recortar su crecimiento entre 1,5 % y 2,5 %.
  
  - Grave, argentinos en libertad condicional: mañana miércoles Diputados votaría las nuevas normas sobre procedimientos previsionales.
    - El radicalismo comprometió el quórum pero votaría en contra.
    - Independientemente de la realidad fáctica, la AFIP podrá presumir basándose en indicios de “realidad económica” un número mayor de empleados a los declarados por el empleador o el pago de sueldos superiores, lo que podría llevar a que se exceda fácilmente el mínimo de deuda previsional punible con prisión de 2 a 6 años.
    - Ese monto quedaría fijado en \$ 10000. Para los agentes de retención sería de \$ 15000.
    - El principio de “realidad económica” permite considerar indicios tales como el movimiento bancario, la superficie explotada, la energía o las materias primas consumidas para determinar de oficio el tamaño de la dotación y los salarios pagados.
    - La AFIP también podrá asumir una fecha anterior de ingreso a la declarada por el empleador cuando éste no haya cumplido con el “alta temprana”.

- 
- La próxima semana podría decidirse la situación de Aguas Argentinas.
    - Ante el desgaste de una negociación que parece interminable, el directorio de la empresa podría tomar la decisión de rescindir el contrato en su reunión del 7 de julio si no hay acuerdos mínimos para esa fecha.
    - La reestructuración del pasivo de la compañía y el manejo de los fondos destinados a inversiones son las principales cuestiones sin resolver.
    - Suez reclama un crédito oficial de \$ 300 MM para encarar la reestructuración de la deuda por U\$ 600 MM de Aguas Argentinas. El gobierno rechaza esta posibilidad por los riesgos electorales que supone.
    - Suez se niega a resignar el manejo del programa de inversiones.
    - El gobierno ofreció 20 % de aumento de las tarifas en enero y otro 15 % en julio del año próximo.
    - El grupo francés hizo conocer una carta enviada a los ministerios de Economía y de Infraestructura en la que anuncia la posibilidad de su inminente retiro del país.