



Indice

Crónicas políticas pág. 1

Compacto y destacado pág. 3

Elementos sobresalientes pág. 10

Novedades pág. 23

Qué se puede esperar pág. 25

Massot / Monteverde & Asoc.

6/3/07

inc@ar.inter.net

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

Lo verdadero y lo verosímil

El anuncio al través del cual Jorge Telerman fijó el 3 de junio como fecha de los venideros comicios de la Capital Federal, no levantó a su paso un terremoto político. Pero, a juzgar por sus efectos visibles, tampoco puede decirse que haya sido insignificante. Por de pronto ha tenido ya dos consecuencias de no poca importancia si se tiene en cuenta que Mauricio Macri –decidido a disputarle a Kirchner la presidencia– viró en redondo y en menos de setenta y dos horas cambió de opinión y decidió jugar su futuro político en la ciudad. No sólo el presidente de Boca sufrió lo que, a esta altura del partido, cabría denominar el efecto Telerman. También Elisa Carrió, la primera en anotarse, hace meses, en la carrera presidencial, el pasado fin de semana dejó abierta la posibilidad de bajar a la capital y allí dirimir supremacías con Daniel Filmus, Mauricio Macri y el actual jefe de Gobierno.

Ahora bien, más allá de los hechos arriba señalados, que no admiten dudas, han comenzado a circular, sin solución de continuidad, un sin fin de versiones que resultan algo así como subproductos del anuncio de Telerman. Conviene, pues, distinguir –siguiendo al viejo Aristóteles– lo verdadero de lo verosímil y, al mismo tiempo, lo posible de lo probable. A mano alzada y sin agotar todas las combinaciones pertinentes, no es verosímil ni probable que Néstor Kirchner se presentase como candidato a gobernador de su provincia natal. En cambio, no sería inverosímil y podría resultar probable que si, finalmente, el santacruceño optase por la reelección y Daniel Scioli sufriese un traspie en la justicia, Cristina Kirchner fuese ungida candidata para ocupar el sillón de Dardo Rocha. Sería

Próximo desayuno abierto

martes 27 de marzo

Los dilemas kirchneristas

Las alianzas en curso

El mapa electoral

Amistad con EEUU vs relaciones carnales con Venezuela

Inflación y actividad de cara a las elecciones

Perspectiva del dólar y tasas de interés

La economía global: ¿crisis o corrección pasajera?

Reservas al 4314-8600 ó a inc@ar.inter.net

Av. Quintana 161

posible aunque harto improbable que, si Mauricio Macri ganase en la segunda vuelta y resultase elegido jefe de Gobierno, dejase a los porteños en la estacada y apuntase, en los comicios de octubre, a la Rosada. En cambio, si su performance –aún siendo destacada– una vez más no alcanzara, como en el 2003, para triunfar, no habría que descartar la probabilidad de su candidatura presidencial.

Por último, si acaso Elisa Carrió también se sumara a la disputa en la ciudad y Daniel Filmus no levantara vuelo en las encuestas, es verosímil pensar en un probable acuerdo entre Néstor Kirchner y Jorge Telerman. Como es fácil apreciar, a caballo de las versiones echadas a correr –con fundamento algunas, otras del todo disparatadas– se pueden tejer infinitos escenarios, posibles o probables según los casos.

Sería exagerado sostener que el efecto Telerman ha logrado –conscientemente o no, esa es una cuestión diferente– adelantar la elección presidencial de octubre. Pero si al menos hasta hoy no ha podido eso, ha obligado a reposicionarse, en su totalidad, a las piezas del tablero político nacional.

Ninguna de las principales figuras, ni siquiera el todopoderoso Néstor Kirchner, ha podido mantener la distancia y mirar con olímpico desinterés lo que sucede en la Reina del Plata.

Claro que la atención del santacruceño está puesta hoy menos en la capital que en la Provincia de Buenos Aires, que ha debido pagar —endeudándose de una manera similar al 2002— el aumento al gremio docente que le vino impuesto como rebote de una decisión tomada en el distrito federal. A Kirchner no le importa demasiado la suerte que corra Felipe Solá, pero no puede desentenderse de la situación bonaerense por ser el 2007 un año electoral. Si no hubiese habido comicios, difícilmente se habría concedido un aumento como el anunciado por Filmus, cuyos efectos a nivel nacional no podía ignorar un político avezado como Kirchner. Imaginar, siquiera, que se sorprendió por las dificultades de Solá y la renuncia de su ministro de Economía, Gerardo Otero, sería no conocerlo.

La dirección que ha tomado el Presidente y que, de aquí a octubre, seguramente no abandonará, es clara: aumentos salariales a gremios estatales; convalidación, como valor testigo, de los aumentos que obtenga para su gremio el principal aliado del oficialismo en el escenario sindical, Hugo Moyano; congelamiento de las tarifas domiciliarias de los servicios públicos; demagogia antinorteamericana directa, aunque tenue, o indirecta —acto de Chávez— pero encendida; intransigencia en el tema de las pasteras y, si le dan los tiempos, hasta podría montar, con base en las causas de la ESMA y el Primer Cuerpo de Ejército, una suerte de mini-Nuremberg para consumo interno.

Kirchner cree tener todas las cartas ganadoras en su manos, desde la intención de voto y los altos índices de imagen positiva hasta la siempre abultada billetera que le permitirá incrementar —este año como ningún otro— el gasto público hasta topes pocas veces vistos.

Entiéndase bien, no es que al Presidente le tenga sin cuidado la crisis bonaerense. En absoluto. Pero considera que está bajo su control. Sabe, mejor que nadie, que Solá carece de poder y no ve la hora de llegar a diciembre y calzarle la banda a su sucesor. Si alguna preocupación —que no lo desvela— tiene Kirchner, es la decisión que pueda adoptar la Justicia respecto de la dudosa legalidad de la candidatura de Daniel Scioli. Los casi mil millones de dólares que acumula como déficit la principal provincia argentina —que sería un casus belli en otras circunstancias— al santacruceño no le quitan el sueño. En cambio, si Daniel Scioli se viese imposibilitado de participar en la elección de

octubre, debería sacar de la galera un candidato –o candidata– en su reemplazo. Hasta la próxima semana.

Compacto y destacado

- Se esfuma la ilusión del aterrizaje suave de la economía estadounidense a la par que cunde la percepción de recalentamiento en China e India.
 - En los últimos cinco días hubo una caída generalizada de los activos de riesgo.
 - Durante la semana pasada, el Dow Jones perdió 4,2 % mientras que el BOVESPA cayó 7,9 % y las acciones del Merval se desmoronaron 9,3 %.
 - Los bonos emergentes acompañaron el derrumbe, con caídas en los locales de más de 5 %.
 - Los T-bonds estadounidenses actuaron como activos de resguardo y sus rendimientos cayeron en todos los plazos y tendió a aplanarse la curva de rendimientos.
- Intentar explicar lo ocurrido en función a novedades de los últimos días es errar en la comprensión de estos fenómenos.
 - Ni el mercado accionario de Shanghai es lo suficientemente grande –sólo 2 % de la capitalización global– para arrastrar al resto de las bolsas mundiales ni la causa hay que buscarla en los comentarios de Greenspan sobre una posible recesión: la caída de Wall St. no se produjo en la rueda subsiguiente a la conferencia del antiguo chairman de la Fed, sino un día después.
 - Tampoco se puede adjudicar semejante corrección a la perspectiva de regulaciones más severas para desalentar las compras apalancadas en el mercado de capitales chino.
 - Lo que sí ocurre son circunstancias que no son nuevas y que sólo el apetito de ganancias es capaz de despreciar, pero sólo por un tiempo:
 - Una es que los mercados mundiales vienen de una larga onda expansiva, montada –como ocurre siempre en estas situaciones– en un formidable leverage (apalancamiento de los resultados que surge de comprar activos financieros sin usar fondos propios, tomando créditos garantizados por esos mismos activos).
 - Otro factor, ligado a ese apalancamiento, es la proliferación de vehículos de inversión y derivados que ha significado un crecimiento de los activos financieros por encima aún de la fuerte suba de los activos reales a ellos vinculados.
 - Otro elemento es el descenso a niveles minúsculos de los premios por riesgo, como es el caso del riesgo-país de países como Ecuador –al borde de un default– o de la Argentina –que ha repudiado deuda por decenas de miles de millones de dólares correspondientes a holdouts.

-
- Por último tenemos la exorbitante y siempre creciente magnitud del endeudamiento estadounidense, con las consiguientes dudas sobre la disposición de los inversores a refinanciar y ampliar continuamente ese crédito.
 - Por cierto que algunos eventos permitían avizorar la proximidad de resbalones más serios: el previsible derrumbe inmobiliario en los EEUU no representó un acontecimiento menor al ahora de estimar la evolución del resto de la economía más grande del mundo.
 - El apalancamiento negativo que genera la explosión de burbuja inmobiliaria tiene serio impacto sobre el mercado del crédito hipotecario y financiero en general.
 - La caída de los bienes raíces está aún lejos de concluir debido al lag existente entre el momento en que se inicia una obra y su finalización: esto significa que grandes cantidades nuevas viviendas –iniciadas con posterioridad al derrumbe– continuarán inundando un mercado que ya es claramente excedentario.
 - Por lo tanto, cabe esperar que la caída de los valores y la paralización del sector se prolonguen y acentúen al menos en los próximos seis meses.
 - Mientras las caídas de los activos puedan ser absorbidas por los inversores apalancados no acarreará una reversión del leverage, que implicaría una difusión y realimentación a ritmo exponencial de las pérdidas.
- Tal como vinimos sosteniendo en los últimos meses, al alertar sobre las consecuencias globales de un aterrizaje más brusco que lo esperado, los mercados de materias primas y commodities agropecuarios acusaron el sacudón.
- Si bien el shock de la semana pasada no alcanza a constituir aún la reversión de un ciclo, puede ser su preludio; y debe quedar claro que no somos inmunes a una crisis externa.
 - Habíamos destacado los inocultables vasos comunicantes entre la economía estadounidense y los gigantes emergentes asiáticos, como también advertimos la falta de realismo de un supuesto aislamiento local a un crack externo.
 - En las crisis, activos que no están relacionados entre sí pueden comportarse de manera parecida; el vínculo lo pueden dar los lazos económicos y financieros existentes entre los inversores de esos activos.
 - El alza del yen está estrechamente ligada a la caída los mercados.
 - Ella se debió a liquidaciones de carry trade para cubrir pérdidas en activos de riesgo.
 - Las bajísimas tasas japonesas habían estimulado el endeudamiento en yenes para fondear compras de activos de alto rendimiento nominados en otras monedas, que ahora se revierte.
 - Este fly to quality, resultante en una liquidación de activos en baja y recompra de yenes revaluados, puede dar lugar una peligrosa realimentación de las pérdidas.

-
- Los fondos de inversión especializados en mercados emergentes sufrieron una sangría de casi U\$ 10000 MM la semana pasada.
 - La soja tuvo la semana pasada el mayor derrumbe del año y se observó una marcada corriente vendedora por parte de los fondos fundamentales (especializados en cereales y materias primas).
 - El trigo y el maíz también sufrieron pérdidas.
 - Ni siquiera el petróleo y los metales pudieron escapar a una repetición de ruedas bajistas en los mercados financieros.
- Con poco más de un tercio del PBI mundial, una desaceleración pronunciada de los EEUU —y un eventual incremento en sus barreras comerciales— tendrá serias consecuencias en las economías de China y la India.
- Hemos advertido en varias oportunidades que en el caso de China se añade cierta falta de fiabilidad de la información económica y financiera oficial.
 - Un deterioro de la economía de los dos gigantes asiáticos impactaría seriamente en el precio de cereales y materias primas.
 - Lo que tendría, a su vez, graves consecuencias para nuestra actividad económica y para la situación fiscal (por caída de los ingresos públicos).
- A contramano de lo sostenido por muchos analistas, la Argentina no es invulnerable a un agravamiento del marco internacional.
- El relativo aislamiento financiero de la Argentina, antes que preservarla, sólo demora y encamina por otras vías el impacto de una crisis de alcance global.
 - No comenzaría con una corrida contra las reservas sino que golpearía primeramente nuestras exportaciones, retrayendo el valor de los activos locales y el nivel de actividad, y provocando un fuerte deterioro de la solvencia fiscal.
 - El crac de la semana pasada se cobró una primera víctima local: el gobierno bonaerense debió suspender sin plazos la colocación de un eurobono a 20 años.
- En el caso particular de China, vinimos advirtiendo que al extraordinario e incesante crecimiento se sumaban interrogantes sobre ciertas cuestiones, como la verdadera calidad de las carteras activas de los bancos chinos.
- En el último año, el índice de la bolsa de Shangai saltó 130 % gracias al enorme apalancamiento y pese a que las compañías exhiben ganancias moderadas.
 - El gobierno ordenó el viernes a los bancos reducir la toma de préstamos de corto plazo en el exterior.
 - La Asamblea Popular china discute esta semana las medidas tendientes a suavizar el crecimiento y desalentar la conformación de una burbuja financiera.

-
- Impulsan una reforma de los bancos estatales, la apertura financiera y el desarrollo de áreas rurales.
 - El gobierno chino buscará reducir el gigantesco saldo comercial y proyecta un crecimiento de 8 % para este año, un cuarto menor al 10,7 % de 2006.
 - Eliminarían la intervención estatal en los precios de la energía y desalentarán –como habíamos anticipado– la inversión en industrias contaminantes o intensivas en energía.
- Restricciones en la ejecución presupuestaria, más compras de divisas y renovado impulso a la demanda interna serían algunas de las medidas que el gobierno argentino implementaría para suavizar el impacto de una crisis que se generalizara.
- Sigue el dibujo estadístico en el INDEC.
- La interventora en la Dirección de Índices de Consumo, B. Paglieri, recibe personalmente, e incluso objeta, las planillas con los datos de los encuestas.
 - Las funcionarias removidas declararon ante la Fiscalía y los empleados del organismo marcharon al ministerio de Economía en protesta por la manipulación oficial de las estadísticas.
 - La anunciada suba del IPC en febrero fue la menor en siete meses. Los rubros que se aprecia sufrieron una mayor manipulación fueron la medicina privada, el turismo, la educación y la indumentaria.
 - El colmo de la tergiversación se da en los servicios de salud: la intervención en el INDEC, que nunca tomó la suba de 22 % que en enero tuvieron los planes habituales de medicina prepaga, computó ahora una baja de 0,8 % al darse marcha atrás a la suba de 2 % autorizada para los nuevos planes con copagos.
 - Los servicios educativos registraron un alza de tan sólo 0,3 %; para la canasta escolar se tomó un alza de apenas 0,2 % mientras tres asociaciones de consumidores denuncian saltos de hasta 30 %.
 - El turismo, que en enero –descartando lo que arrojaba el relevamiento– se había asumido que mantenía idéntico nivel de precios que un año antes, registró ahora una baja, lo que significaría que las tarifas actuales son inferiores a las de febrero 2006.
 - También es sospechosa la insignificante suba de 0,1 % en las expensas cuando en febrero los consorcios debieron absorber un aumento de 15 % en la electricidad.
 - La notable baja de 3 % en la ropa, si bien en parte explicada por las liquidaciones de temporada, es inconsistente con el simultáneo ingreso de la colección otoño-invierno.
 - También llama la atención la modesta suba registrada para las verduras (0,1 %) y las frutas (0,6 %).

-
- Por cada punto de subestimación en la tasa de inflación, el gobierno birla unos \$ 1700 MM a los tenedores de títulos indexados.
 - Nótese el creciente ritmo inflacionario en la recaudación de tributos fuertemente ligados a la marcha de los precios.
 - El IVA DGI recaudó 35,9 % más que en febrero del año pasado; la suba interanual del bimestre fue 34,6 %. Por mucha mejora en la efectividad recaudatoria que se compute, queda claro que la inflación real marcha muy por delante de la oficial.
 - El impuesto a los débitos y créditos bancarios recaudó 42,3 % más que un año atrás.
 - El anuncio de la recaudación de febrero, con un día de demora y en el marco del escándalo en el INDEC, dio lugar a diversas suspicacias.
 - La manipulación del IPC daña un activo público y puede acarrear algunas paradojas.
 - La percepción de amordazamiento del índice impulsará a los diferentes actores económicos a sobreestimar, con fines protectivos, la magnitud de los aumentos a aplicar en los precios y en los costos de los factores.
 - Amordazar el índice implica disimular una apreciación en términos reales del peso, lo que significa una traición a la doctrina “productivista”.
 - De la misma forma, la adopción como válida de la “inflación oficial” puede llevar a implementar involuntariamente –siempre desde el credo “productivista”– una política restrictiva a la hora de planear los agregados monetarios.
 - Marzo es un mes en que se hará notable la presión de algunos precios con alta estacionalidad.
 - Será el caso de la indumentaria y la educación; también incidirá el aumento de 45 % en el estacionamiento público del centro porteño.
 - Se esperan subas superiores al 20 % en los transportes y comedores escolares.
 - Los colegios privados pedirán más subsidios para no trasladar a las cuotas la incidencia del aumento salarial concedido por el candidato D. Filmus,
 - Decae la calidad de la solvencia fiscal.
 - El superávit primario de enero marcó una caída en términos reales y como proporción del PBI.
 - El resultado financiero informado fue negativo si no se computaran como recursos los irregulares pero ya habituales aportes de los organismos descentralizados y los fondos fiduciarios.
 - Subsidios que se multiplican, costos crecientes de la obra pública –con frecuente modificación de los presupuestos originales– y previsibles mejoras a la administración pública, jubilados y planes sociales en el marco de un año electoral seguirán presionando sobre el resultado primario.

-
- No se puede esperar que esta gestión elimine alguno de los dos impuestos más distorsivos: las retenciones a las exportaciones y el impuesto a los débitos, excedieron en enero en 35 % a todo el superávit primario.
 - Tal como advertimos en enero, merced a nuevos subsidios otorgados a las obras sociales sindicales el gobierno lograría limitar a 15 % las subas salariales.
 - Cayó el régimen de indemnización agravada al cumplirse la condición resolutoria establecida por la ley: que la desocupación relevada por el INDEC resultase inferior a 10 %.

Elementos sobresalientes

1. Al 23 de febrero, los depósitos bancarios crecen 0,7 % (\$ 1034 MM) en saldos.
 - Los PF privados a tasa nominal crecen 1,8 % (\$ 837 MM) en saldos.
 - Por su parte, los PF privados ajustables por CER caen 1,6 % (\$ 60 MM) en saldos. El control de la canasta de precios que conforma el IPC –y paralelamente el CER– quita atractivo a esta indexación.
 - Los depósitos a la vista del sector público crecen \$ 920 MM (4,3 %) en saldos.
 - Para montos menores a \$ 100000, la tasa de plazo fijo a 30 días era 6,7 %. Para montos superiores a \$ 1 MM, se pagó 7 %.

Las tasas pasivas negativas en términos reales estimulan el consumo.

Enero fue un mes estacionalmente líquido. Se espera que en marzo se note un aumento de las tasas para anticiparse a la mayor demanda de dinero propia de marzo.

- El sector público representa 30 % del total de los depósitos contra 12 % en marzo de 2003.

| | Depósitos en MN | | D. en ME |
|---------------|-----------------|--------|----------|
| | PF | Total | Total |
| Diciembre '02 | 20113 | 68286 | 793 |
| Junio | 37116 | 77582 | 1333 |
| Diciembre '03 | 34687 | 84076 | 1951 |
| Junio | 36099 | 95320 | 3521 |
| Diciembre '04 | 41132 | 102960 | 3988 |
| Enero '05 | 43757 | 106142 | 3942 |
| Febrero | 44732 | 105250 | 4323 |
| Marzo | 45941 | 108071 | 3422 |