



## Índice

*Crónicas políticas* pág. 1

*Compacto y destacado* pág. 3

*Elementos sobresalientes* pág. 11

*Novedades* pág. 37

*Qué se puede esperar* pág. 38

Massot / Monteverde & Asoc.

23/10/07

[inc@ar.inter.net](mailto:inc@ar.inter.net)

---

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

#### Nada ha cambiado

En las postrimerías del gobierno alfonsinista se produjo un hecho de carácter subversivo que, por su extemporaneidad y su crudeza, conmovió a todos. Cuando se conoció el ataque y posterior toma del regimiento de La Tablada y nadie sabía a ciencia cierta quién era el grupo político responsable, parte de la administración radical apuntó a una facción disidente del Ejército. La versión, tomada por el periodismo, corrió como reguero de pólvora e hizo falta que pasaran varias horas para establecer la verdad: los carapintadas nada habían tenido que ver en el asunto y sí, en cambio, el MTP.

Pocos años después, durante el primer mandato de Carlos Saúl Menem, voló por el aire el edificio de la Embajada de Israel en Buenos Aires y no faltó, en el seno del oficialismo de turno, la clásica acusación contra los carapintadas que se repitió, en parte, cuando el blanco de la locura terrorista fue la AMIA.

Esa reacción refleja que desde 1983, ante cualquier hecho mayúsculo de violencia, el adjudicar la autoría del mismo a los militares del Proceso, a la mano de obra desocupada o a grupos antidemocráticos, sigue vigente. Quien la sacó a relucir, prescindiendo de considerar la irresponsabilidad de la acusación fue, esta vez, Néstor Kirchner. Enterado de la sádica matanza de tres policías en las afueras de La Plata, prefirió echar una sombra de duda sobre Juan Carlos Blumberg y supuestos aliados de Echeolatz, a llamarse a silencio y pensar dos veces antes de hablar sin razón ni información.

---

En nuestro país es más fácil y no cuesta nada tejer teorías disparatadas que dedicarse a investigar en serio. Lo que sucedió en La Tablada lo conocemos porque la facción insurreccional comandada por Enrique Gorriarán Merlo decidió permanecer dentro del predio militar y allí resistir. De lo contrario, si hubiesen matado y salido, seguiríamos, a esta altura, especulando respecto de los verdaderos autores. Que es lo que ha sucedido con los atentados contra la embajada israelí, la mutual judía y, también, con la desaparición del señor Julio López.

Nadie en su sano juicio, por ideologizado que sea su discurso, podría creer seriamente que una logia de policías retirados —opuestos a la gestión de León Carlos Arslanian— estaría dispuesta a matar a sus propios camaradas de armas para enviarle a la administración saliente de Solá y a la presumiblemente entrante de Scioli un mensaje mafioso. Sin embargo, medio gobierno en principio sostuvo esa hipótesis

Por lo visto, nada ha cambiado entre nosotros. Con esta consecuencia particular en el caso que ocupa y preocupa al país en estos momentos: si la propia policía es atacada en una zona supuestamente segura y allí son ultimados salvajemente tres policías, qué puede pensar cualquier ciudadano común y silvestre que no tiene los medios, entrenamiento, armas, logística y predisposición para defenderse del delito como las fuerzas del orden.

El tema de la seguridad que es, a nivel nacional, el reclamo principal hecho a las autoridades por la ciudadanía, se encuentra al tope de las prioridades de gobierno de los dos políticos con mayor futuro en la Argentina, los cuales, además, deberán tarde o temprano administrar sus recursos y planear su estrategia en la materia de común acuerdo: Daniel Scioli y Mauricio Macri.

Si sociológicamente es imposible determinar dónde termina el perímetro de la Capital Federal y donde comienza el Gran Buenos Aires, con más razón habrá que pensar que el mapa del delito tampoco puede delimitar, con precisión matemática, la división entre la ciudad de Buenos Aires y el GBA. Por eso, más allá de sus diferencias ideológicas —que, después de todo, no son tan acusadas— el casi seguro gobernador de la provincia y el sucesor de Telerman tendrán, a partir del 11 de diciembre, que llegar a acuerdos prácticos en temas de seguridad.

Uno y otro apuestan a instalarse como candidatos presidenciales, de cara a las elecciones del 2001, merced a su gestión. De la misma dependerá que en las próximos cuatro años sus acciones y

---

posibilidades —hoy en alza— se derrumben como un simple castillo de naipes, en caso de fracasar, o que levanten vuelo y sus candidaturas sean inobjetables, en caso de triunfar. Pero en buena medida el fracaso o el triunfo tendrá que ver con su performance en materia de inseguridad.

Hechos como el reciente podrían tronchar la carrera de Daniel Scioli en un abrir y cerrar de ojos y otro tanto le sucedería a Macri si un episodio por el estilo ocurriese en el ámbito de la capital. Scioli tiene, respecto del actual presidente de Boca Juniors, una importante ventaja y una gran desventaja. La primera radica en que no tendrá en la Casa Rosada a un enemigo abierto y declarado, lo cual no quiere decir que el ex-motonauta sea considerado un aliado insustituible por parte del matrimonio Kirchner. Cristina Fernández —si resulta electa— deberá hacer un delicado equilibrio consistente en no darle demasiadas alas a Scioli pero apoyarlo, al mismo tiempo, porque la provincia de Buenos Aires es demasiado importante como para que se le prenda fuego y no se queme el país entero y el gobierno de turno. La segunda es producto de la dimensión del problema de la inseguridad en la provincia respecto de la capital. En esto Macri iniciará su mandato con claras ventajas porque la situación es mucho más controlable en la ciudad capital, si bien la falta de una policía propia dificultará su administración.

El crimen de los tres policías no fue uno de esos imponderables a los que tantas veces hemos hecho referencia en esta newsletter, pero sí es uno de esos acontecimientos que demuestran la enorme fragilidad de nuestro sistema de seguridad. El dato no solo deberían tenerlo en cuenta Daniel Scioli y Mauricio Macri. Cualquiera que sea elegido presidente hará bien en ponerlo, junto a la inflación y la distorsión de precios relativos, entre las asignaturas pendientes y urgentes, que esperan soluciones y no discursos.

### Compacto y destacado

- El intento del BCRA de contener simultáneamente el alza del dólar junto a la suba de las tasas de interés es, además de inconsistente, peligroso.
  - Las tasas de interés negativas han impulsado el consumo y desalentado el ahorro, dando lugar a una preocupante caída de los depósitos bancarios.
    - Los PF privados a tasa nominal cayeron \$ 452 MM en los primeros doce días del mes.

- El descenso de los depósitos a plazo fijo del sector privado los ha llevado por debajo del nivel que mostraban a fin de marzo.
  - El 80 % de los depósitos se efectúa a plazos inferiores a los 60 días.
- Las expectativas inflacionarias y la salida de depósitos bancarios han impulsado la suba de las tasas pasivas.
  - El alza se debió más a la reacción de la demanda que a una restricción en la oferta; el BCRA se limitó en septiembre a alcanzar un cumplimiento meramente formal de la meta monetaria, pasando a plazo fijo \$ 4200 MM de depósitos oficiales a la vista.
  - La tasa activa para compañías de primera línea saltó de 8,6 % a 13,4 % NA en el tercer trimestre y hoy ya se ubica por encima del 14 %.
  - La tendencia de las tasas será claramente creciente en las próximas semanas.
- Para cubrir necesidades de liquidez sin quedar expuestos frente al público, los bancos prefieren recurrir al Banco Nación antes que tomar fondos del BCRA a través de pases activos.
- El BCRA se está viendo obligado a realizar una renovación solo parcial de las LEBAC y NOBAC que vencen cada semana, ante el escaso atractivo de esos papeles y la creciente demanda de liquidez.
  - Las necesidades de liquidez por parte de las entidades y el escaso atractivo de las nuevas LEBAC “internas” han provocado una caída de 7 % (\$ 4326 MM) desde fines de julio en el stock de los títulos emitidos por el BCRA.
  - Para contrarrestar la pérdida de interés en los títulos, el Banco Nación ha incrementado su participación.
  - En el mercado secundario, a las viejas LEBAC de negociación abierta se les exige un rendimiento del 16,5 % mientras que las NOBAC ajustables por BADLAR se negocian a una sobretasa de 3,75 %.
  - Irrealismo: la nueva línea para Pymes impulsada por el gobierno paga menos de la mitad que los títulos del BCRA.
- Además de presionar a una baja de las tasas, durante los primeros ocho meses del año el BCRA había venido sobreexpandiendo la base monetaria.
  - El crecimiento de la base promedió 32,7 % interanual durante esos meses.
  - Y recién en septiembre, dolarización de carteras mediante, el crecimiento se desaceleró a un —no precisamente moderado— 27 % interanual.
- La inflación resultante de la notable expansión monetaria, las incertidumbres preelectorales y el progresivo deterioro de la situación fiscal han llevado a los inversores a buscar refugio en monedas fuertes.
  - El crecimiento de la demanda de dólares por parte de compañías, bancos y particulares ha provocado una pérdida de U\$ 1716 MM desde el inicio de la crisis.

- A la pérdida de reservas físicas cabe agregar más de U\$ 1500 MM que, para detener la suba local de la divisa estadounidense, el BCRA habría vendido en el mercado de futuros.
  - Bicoca: el BCRA ha estado vendiendo divisas a un año de plazo con una tasa implícita de apenas 5 % anual, francamente inconsistente con el alto nivel de inflación y las expectativas de devaluación.
  - En los últimos treinta días la demanda de dólares billete creció 30 % mientras que los exportadores han limitado su presencia.
- Mientras no se admita la suba de las tasas de interés se seguirán perdiendo reservas y estimulando la suba de los precios.
- Las presiones del gobierno ignoran esta delicada realidad, quitándole a las entidades la posibilidad de contener la salida de depósitos ofreciendo rendimientos atractivos.
  - Las tasas aún siguen siendo marcadamente negativas y el intento de contener la suba es inconsistente con el estímulo al ahorro bancario y con el objetivo de evitar una disparada del tipo de cambio.
  - La imposibilidad política de trasladar cualquier aumento de la tasa pasiva a las activas erosiona los resultados operativos de los bancos.
  - La digitación de la tasa de inflación recorta los ingresos financieros por su cartera de títulos.
  - El derrumbe de los títulos públicos, si bien fue disimulado por las engañosas normas de contabilización de esos papeles adoptadas por el BCRA, habría ocasionado una pérdida de unos \$ 6000 MM a las entidades.
  - Se observa también un modesto aumento en los niveles de mora, particularmente en el segmento de créditos de consumo, responsables principalísimos del crecimiento de los préstamos bancarios.
- El BCRA anunció una inusitada suba de los intereses que obtiene por inversión de las reservas pero no informa el costo promedio de su cartera de LEBAC y NOBAC.
  - En lo que va del año el rendimiento de las reservas sumaría U\$ 1980 MM y representaría una extraordinaria tasa de 6,8 % anual en dólares.
  - U\$ 1.430 MM corresponderían al rendimiento generado por bonos y colocaciones a plazo, y los restantes U\$ 553 MM a la revaluación positiva de las inversiones realizadas en monedas distintas al dólar.
  - Pero los ingresos por reservas apenas equilibrarían a los crecientes costos de la deuda cuasifiscal, que representarían unos U\$ 2250 MM anuales.
- Sigue deteriorándose la situación fiscal.
  - El superávit primario informado fue de \$ 3178,1 MM, 43,6 % superior al del mismo mes de 2006.

- Pero incluyó \$ 2322,7 MM de ingresos extraordinarios por la contrarreforma previsional.
  - De no computarse esos ingresos, el superávit habría sido apenas de \$ 855,4 MM, lo que significaría un derrumbe de 61,4 % interanual.
  - El gasto creció a un ritmo del 45 % interanual mientras que la recaudación lo hizo al 31,2 %.
  - El superávit acumulado en lo que va del año suma \$ 22796,4 MM, que se reducen a \$ 17073,6 MM si se le deducen los ingresos extraordinarios por única vez.
  - De esta forma, el superávit acumulado de los primeros nueve meses cae 10,6 % respecto de los \$ 19100 MM correspondientes al mismo período de 2006.
  - El deterioro fiscal sumado a otros elementos negativos (inseguridad jurídica, estadísticas apócrifas, etc.) ha llevado a que la prima por riesgo país que debe pagar la Argentina se ubique muy por encima de la del resto de los países emergentes.
- Nuevo manotazo a las cajas jubилatorias: necesitado de capitales, el gobierno obligó a las AFJP a repatriar unos \$ 8500 MM invertidos en fondos comunes de países del MERCOSUR.
- Podrán destinarse a proyectos de infraestructura locales y a la compra de títulos públicos nacionales.
    - Siguiendo los pasos de Cavallo: ante la previsible estrechez financiera que el Tesoro deberá sortear en 2008, los fondos jubилatorios son susceptibles de una nueva estatización.
    - Dos fideicomisos de infraestructura son también candidatos a recibir ayuda por esta vía: uno es el muy demorado —por el escándalo Skanska— “Gas 2”, destinado a ampliar las redes de TGN y de TGS, y el otro busca completar la financiación de las dos centrales de ciclo combinado que se construyen en Campana y Timbúes.
  - De esta forma, aumenta la vulnerabilidad de los fondos jubилatorios a los vaivenes locales.
  - El Estado ha absorbido la mitad de los fondos administrados por las AFJP y las compañías de seguros de vida y de retiro.
- Pésimo negocio: la emisión de cupones ajustables por PBI para la reestructuración de la deuda puede significar erogaciones adicionales por más de U\$ 5000 MM en los primeros cinco años de vida del papel.
- Por el año 2005 se pagaron U\$ 380 MM, por el 2006 se abonarán U\$ 800 MM y por el 2007 se sumarían otros U\$ 1300 MM.
  - A esto podrían agregarse otros U\$ 1600 MM por el 2008.
  - La digitación en menos de los indicadores de inflación lleva a sobreestimar el crecimiento del PBI a precios constantes.

- 
- Lo lamentable es que, además de lo gravoso que resultan los servicios de este papel, su incorporación en el menú de los nuevos bonos nacidos en el canje no sirvió para seducir a los acreedores a que adhiriesen a la reestructuración.
  - Los cupones, que arrancaron con un valor de mercado prácticamente nulo, han llegado a proveer un rendimiento de 220 % en dólares.
- Estimamos que en 2008 el crecimiento –real– de la actividad se desacelerará a un ritmo no superior al 5 % anual.
- La virtual saturación de la capacidad instalada en muchos sectores, la debilidad de la inversión y la escasez energética condicionan el crecimiento durante el próximo año.
  - Esto afectará durante el año próximo las perspectivas del cupón ajustable por PBI.
  - Se ha observado un fuerte aumento de la actividad industrial en las últimas semanas tendiente a acumular stocks con vistas a previsibles recortes en el abastecimiento energético durante el verano.
    - Se esperan picos de consumo de más de 19000 Mwh; el último récord de consumo se verificó el 14 de junio, con 18345 Mwh.
    - La capacidad de potencia instalada rondará los 20000 Mwh, a lo que se puede agregar 1100 Mwh a importar de Brasil.
    - No habrá incorporaciones sustantivas a la oferta hasta la primavera próxima.
  - El crecimiento de la demanda agregada depende fundamentalmente de la expansión del consumo antes que de la inversión, lo que refuerza las presiones sobre los precios.
  - La insuficiencia de las inversiones para atender el consumo creciente estimula a reemplazar producción con importaciones.
  - Para sostener el crecimiento en el tiempo se necesita que la inversión bruta represente al menos el 26 % del PBI; hoy equivale al 22,6 %.
- Preocupante colapso de la inversión extranjera directa en Argentina.
- La IED en América Latina excedió los U\$ 30000 MM en el primer semestre.
  - Durante la primera mitad del año ingresaron U\$ 1143 MM en nuestro país mientras que en el mismo período de 2006 –si bien ya venían cayendo– se superaron los U\$ 2900 MM.
  - Según proyecciones del Instituto para las Finanzas Internacionales, durante 2007 la IED en la región orillará los U\$ 50000 MM.
- La expectativa de un eventual “pacto social” –léase un acuerdo de precios y salarios– amenaza acelerar el ritmo inflacionario.
- A ello se agregarán algunos aumentos ya decididos.

- 
- Los taxis porteños aplicarán un aumento promedio de 20 % a partir del próximo lunes; durante 2007 las subas totalizarán 30 %, lo que resalta el marcado retraso tarifario del resto de los transportes públicos.
  - Fracasadas las gestiones para deducir los aportes patronales del pago de otros impuestos, las compañías de medicina prepaga elevarían 20 % las cuotas a partir de diciembre; con ese incremento acumularán una suba de 46 % en el año.
  - Los precios de las naftas y el gas oil —pese a estar supuestamente congelados— han tenido reiteradas y silenciosas subas, acumulando 25 % en el año.
  - Adelco advirtió que la canasta de alimentos registró una suba de 4,6 % en las primeras semanas de octubre mientras que para Equis el aumento fue de 6,2 %.
- Docilizar a los díscolos: por resolución 187 —que deroga otra de apenas cinco semanas atrás— el secretario de Comercio Interior estableció que los subsidios anuales a las entidades de consumidores se aplicarán según un criterio de “mérito y conveniencia” (sic).
- La medida apunta a las entidades más combativas, que han venido denunciando la escasa eficacia de la política antiinflacionaria del gobierno.
  - El manejo extorsivo de esas subvenciones se agrega a las amenazas que vendrían recibiendo dirigentes de algunas de estas asociaciones por parte del cuestionado funcionario.
  - “Profundizar el cambio”: G. Moreno mantendría bajo su control la estratégica —y cargada de sospechas de corrupción— Comisión de Defensa de la Competencia.
- Los productores son los grandes perdedores de una ya descontada suba de los derechos de exportación: las compras que los traders adelantan se efectúan a precios castigados por expectativas de máximo aumento.
- Jugado a una bonanza permanente de los granos y las oleaginosas, el gobierno prefiere apoyarse en una mayor presión fiscal sobre el sector más competitivo de la economía para recuperar la solvencia perdida.
  - De sobrevenir una baja de precios internacionales, los chacareros deberán soportar una caída de su margen; difícilmente se reduzcan las retenciones salvo que la caída de los precios fuera muy pronunciada.
- El dólar alto no beneficia al campo.
- Al ajustar por inflación el dólar efectivo para los diferentes cultivos alcanzados por derechos de exportación se comprueba que el tipo de cambio actual se encuentra apenas por encima de los valores de la convertibilidad.
    - Descontando las retenciones respectivas y tomando el IPC, el dólar sojero se ubica en \$ 1,15 mientras que el trigo y el maíz perciben un dólar equivalente a poco menos de \$ 1,30.
    - Si en lugar del IPC se toma el índice mayorista, el tipo de cambio efectivo de estos productos resulta menor a \$ 1.



- 
- Pero si tomamos en cuenta —en lugar de los índices minoristas o mayoristas— la suba de los costos directos e indirectos correspondientes a los cultivos, el tipo de cambio efectivo para el agro se encuentra incluso muy por debajo de aquellos valores.
    - Solo este año la suba de las semillas, herbicidas y fertilizantes superó el 25 %.
    - Los costos de fletes internos, en tanto, treparon más de 35 %.
    - Y el costo de los arrendamientos subió entre 10 % y 20 %.
  - Son los excepcionales precios de los granos y oleaginosas los que han estado sosteniendo el negocio agrícola y no la política de dólar alto.
    - Hasta el viernes, el trigo subía más de 60 % en 2007 mientras que el girasol trepaba 70 %.
    - La soja tuvo un aumento del orden del 20 % y el maíz superaba el 10 %.
  - Pero, como vinimos advirtiendo desde hace meses, el dólar alto —o lo que es lo mismo, el peso barato— facilita la compra de compañías locales por parte de sus pares extranjeras.
    - A ello se suma que la escasez del crédito y el deterioro del clima de negocios ha provocado una caída en la valuación de las empresas respecto a su valor de libros.
    - Si bien pagan tasas fuertemente positivas en términos reales, las compañías brasileñas disponen de mayor acceso al crédito.
    - El deterioro del ambiente de negocios se traduce en una prima por riesgo país que casi triplica la de Perú.
    - El ratio price / earning de las empresas argentinas es extremadamente bajo respecto al resto del mundo (entre 4 y 5 años, lo que equivale a un tercio de las brasileñas y un quinto del de las que integran el Dow).
  - Mantenemos nuestra apreciación acerca de la evolución de la economía estadounidense, que se encamina a nuestro juicio hacia una etapa recesiva acompañada de inflación moderada.
    - La reducción de la tasa de interés aplicada por la Fed no es una solución para la crisis de los mercados.
    - Las inyecciones de liquidez implementadas desde ese momento permanecieron en valores cercanos a las realizadas en plena crisis y tienden a reavivar las presiones inflacionarias.
    - La medida terminó generando una nueva burbuja y ha pospuesto —antes que evitado— el impacto de la crisis sobre la economía real, dilatando el indispensable reacomodamiento en la valuación de los riesgos.
      - El Dow Jones tuvo una reacción inmediata, que lo llevó a nuevos récords y los papeles emergentes subieron más que los del resto del mundo.
      - Las subas fuertes y vertiginosas de los mercados crean las condiciones para una nueva corrección.

- 
- Los mercados —tal como habíamos anticipado— volvieron a corregir al percatarse que los problemas de fondo aún no han sido resueltos y que nuevas y malas noticias continuarán produciéndose en los próximos meses.
  - Los altos precios del petróleo afectarán tarde o temprano el gasto de los consumidores estadounidenses.
  - Creemos que las perspectivas de enfriamiento y baja de tasas, antes que las de inflación, han impulsado el valor del oro a su máximo en 27 años. Al respecto, y pese a los niveles que se han alcanzado, mantenemos nuestra recomendación.
  - El impacto real de la crisis se conocerá recién en el primer y segundo trimestre de 2008.
  - El sector bancario acusa aumento de la morosidad, fuertes pérdidas, cierres y reducción de planteles.
  - Preocupante caída de la demanda de activos financieros estadounidenses: en agosto se verificó la mayor salida de capitales de los últimos 17 años (U\$ 69300 MM).
  - La decisión de los principales bancos estadounidenses de constituir un fondo de hasta U\$ 100000 MM para aliviar las tensiones en el mercado de commercial papers generó inquietud y sospechas de que encubra un salvataje para el Citi.
  - Si bien no involucra dineros públicos, fue el gobierno estadounidense quien alentó a las entidades a organizar el fondo.