InC.

Indice

*Crónicas políticas* pág. 1

*Compacto y destacado* pág. 4

*Elementos sobresalientes* pág. 11

*Novedades* pág. 31

*Qué se puede esperar* pág. 33

Massot / Monteverde & Asoc. 4/9/07 inc@ar.inter.net

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

## Después de Córdoba y Santa Fé

Apenas finalizados los comicios que se llevaron a cabo el último domingo en dos de los cuatro principales distritos electorales del país –Córdoba y Santa Fe–, la inquietud que ha ganado la calle es sencilla de enunciar pero no siempre fácil de responder: ¿quién ganó y quién perdió? Hubo, claro está, ganadores sin discusión como Hermes Binner, pero otros acerca de los cuales se puede decir, sin faltar a la verdad, que vencieron a sus contrincantes a simple pluralidad de sufragios aunque el margen de su triunfo fue tan exiguo y la transparencia de los cómputos tan dudosa que, como el flamante gobernador de Córdoba, Juan Schiaretti, asumirá su cargo, en reemplazo de José Manuel de la Sota, herido en el ala. A su vez, el pintoresco intendente de la ciudad mediterránea, Luis Juez, salió derrotado y, al mismo tiempo, hizo una elección excepcional. En las encuestas previas no tenía la menor chance. En cambio, a la hora de contar los votos, la diferencia a favor de Schiaretti fue de apenas el 1.11%, o sea, insignificante. Y eso en la medida, difícil de determinar en un país sin instituciones y sin una justicia independiente, que no haya existido fraude.

Si la pregunta en punto a quienes tienen derecho a festejar y quienes deberían considerarse perdidosos la extendiéramos –como es lógico hacerlo– al matrimonio presidencial, el asunto se complicaría aun más. En Santa Fe está claro que los Kirchner sufrieron dos reveses. Por un lado, al abandonar la famosa transversalidad, que el santacruceño anunció al promediar su mandato con bombos y platillos, dejó en el camino a Hermes Binner y se volcó al viejo peronismo. La corriente de

*Próximo desayuno abierto*

***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

Av. Quintana 161

simpatía personal e ideológica entre Kirchner y Binner no era inventada y no habría que haber forzado nada para formalizar una alianza en ese distrito. Kirchner perdió, así, una inmejorable oportunidad y ése fue su primer traspié. El segundo, consecuencia necesaria del anterior, resultó la elección de un perdedor vocacional como Rafael Bielsa, a quien no le alcanzó el apoyo de la Casa Rosada, del gobernador Jorge Obeid y del flamante kirchnerista Carlos Reutemann.

Fuera de lo dicho, hubo otro error garrafal del PJ provincial que Kirchner pudo haber evitado: la eliminación de la ley de lemas, que significaba –como lo había anticipado años atrás Reutemann– el acto de defunción del peronismo en el terreno electoral. Obeid se empecinó en dar por terminada la citada ley, con lo cual le abrió, de par en par, las puertas de la victoria al socialismo. Tamaña decisión era enteramente lógica si hubiese prosperado la transversalidad. Sin transversalidad y con Binner enfrente, resultaba una locura. Claramente, en Santa Fe los Kirchner no tienen razón para alegrarse.

En Córdoba, mientras tanto, sucedió algo parecido, si bien los resultados fueron diferentes. El santacruceño coqueteó con Luis Juez hasta último momento, con el beneplácito del intendente cordobés que se sentía –con razón– mucho más afín al presidente que el ex menemista y ex cavallista Juan Schiaretti. Pero Kirchner, una vez más, se inclinó por el PJ cordobés a expensas de Luis Juez. A diferencia de lo que sucedió en Santa Fe, en la Docta su candidato –que, en rigor, es el de De la Sota– se alzó con un triunfo al que no puede calificarse de pírrico pero que deja mucho que desear. La conclusión parece obligada: si en lugar de cerrar filas con alguien que poco y nada tiene en común con el kirchnerismo lo hubiese hecho con el que sí coincidía, el ganador hubiese sido Luis Juez.

A esta altura del partido, pues, Néstor Kirchner solo ha salido airoso con un candidato enteramente suyo en Tucumán. En las demás provincias donde, según los titulares de los diarios –generalmente poco dados a hacer distinciones sutiles– también venció, apenas puso su nombre y acompañó a frentes que llevan el emblema del Frente para la Victoria pero, en realidad, lo hacen por pura conveniencia (Córdoba, San Juan, Catamarca, La Rioja y Entre Ríos). De más está decir que en las restantes seis elecciones, Kirchner perdió sin apelación.

Ahora bien, sería injusto cerrar el presente análisis tomando como solo parámetro de medida unos cuantos comicios provinciales que, por importantes que resulten –y los dos substanciados el domingo más el de la Capital Federal resultan fundamentales– no necesariamente agotan la cuestión tratada. Porque más allá de la serie de derrotas contundentes que hasta ahora ha sufrido Kirchner y de los triunfos relativos que ha cosechado, medir si ganó o perdió en Santa Fe y Córdoba, como antes en la ciudad de Buenos Aires, admite dos ángulos de análisis diferentes: el provincial –del cual nos estamos ocupando– y el nacional sobre el que recién podrá hacerse una estimación seria el 29 de octubre a la madrugada.

El resumen y compendio de vencedores y vencidos no se reduce a determinados políticos con nombre y apellido. Ha quedado en evidencia, además, que aun cuando sea infinitamente más poderoso que cualquiera de sus pares, el partido peronista no es, ni por asomo, lo que era. Su estructura, punteros y tribu electoral no bastan para darle el triunfo a sus candidatos, como se puso en evidencia en Santa Fe y estuvo a punto de suceder en Córdoba, sin contar antes la catástrofe de la Capital Federal.

Mención aparte merece la UCR que en veinte años pasó de ser la primera fuerza santafecina a cosechar apenas el 2.08 de los sufragios y de ser el partido hegemónico con Eduardo Angeloz en Córdoba a cosechar el 22.26% de los votos. Si a ello se le suma su virtual desaparición en la ciudad de Buenos Aires y en la provincia homónima, su destino se parece a la crónica de una muerte anunciada.

La suerte adversa que hasta ahora ha perseguido a Néstor Kirchner en las principales votaciones de carácter provincial no pueden proyectarse a nivel nacional. Qué sucederá el 28 de octubre –sobre todo después de la pifia escandalosa de uno de los mejores encuestadores del país el domingo– nadie está en condiciones de saberlo. Pero algo sí es cierto: cada día que pasa resulta más y más notoria la falta de una estructura política sólida que responda al Presidente. La transversalidad fracasó antes de empezar y los hombres del PJ que hoy están con el santacruceño, ¿seguirán subordinados cuando los necesite en las malas? ¿Alguien pondría las manos en el fuego por José Manuel De la Sota, Juan Schiaretti, Daniel Scioli, Juan Carlos Romero, Carlos Reutemann y otros por el estilo? Hasta la semana próxima.

## Compacto y destacado

- El fuerte incremento en la recaudación del IVA-DGI deschava la digitación de los índices inflacionarios.
  - La recaudación acumulada de los ocho primeros meses del año por ese tributo saltó 34,4 % interanual.
  - Ese incremento tiene tres fuentes diferentes: el crecimiento de la economía (más unidades vendidas), la mejora en la efectividad recaudatoria y la suba de precios unitarios (en este caso, de todos los bienes de la economía formal).
  - Si computamos un crecimiento de la economía de 8,4 % y una mejora en la recaudación de 3 % –tomando en ambos casos datos oficiales–, tenemos un buena aproximación a la inflación real (pero de todos los precios de la economía): 23 % interanual promedio durante los primeros ocho meses.
    - En la estimación para el año 2005, publicada por la AFIP, el incumplimiento se ubicaba en 23,3 % y hoy es de 21 %.

- Esto arroja una mejora de 3 % desde fines de 2005 a hoy; para ser conservadores en el estimado de inflación, asumimos que toda esa mejora ocurrió entre mediados de 2006 y hoy.

- Consistente con esta estimación, la encuesta (oficial) de supermercados indica que los precios en esos comercios subieron 1,6 % en julio y en los primeros siete meses acumulan un alza de 12,3 %.

➢ Los impactos negativos de la digitación de los índices de precios superan ampliamente los presuntos beneficios de la maniobra de engaño.

- Entre ellos que se destaca la elevada prima que se le exige a nuestros bonos soberanos y el fraude a los tenedores de títulos indexados –principalmente, los futuros jubilados.
  - Al carecer de un indicador único y confiable de la evolución del costo de vida, se dificulta la evaluación de proyectos.
  - Más grave aún, la presencia de una inflación creciente, la carencia de un índice confiable que la refleje, y la prohibición de indexar contratos privados impide la suscripción de acuerdos de mediano y largo plazo.
  - Al sistema bancario, la tergiversación de los índices de inflación le costó al menos $ 1900 MM en sus resultados del primer semestre (por ajustes no efectuados); eso representa –estimativamente– el 83 % de los resultados que informarán.
  - 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 digitación de los índices de precios acarrea una sobreestimación del PBI a valores constantes, inflando artificialmente el crecimiento de la actividad.
- Ciudadanos desinformados: 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.
  - Pero el viernes se falseó la encuesta sobre servicios públicos del mes de julio, reemplazándose la merma de 0,6 % en la producción de gas por el consumo del fluido –lo que incluye las crecientes adquisiciones a Bolivia– para mostrar un alza de 6,6 %; disconforme con el engañoso cambio dispuesto por la dirección del INDEC, ese mismo día renunció A. Rodríguez, coordinador de la encuesta.

➢ Siguiendo malos ejemplos: el gobierno estadounidense parece encaminarse a dar auxilio –subsidios– a instituciones y particulares golpeados por la crisis.

- La inyección de liquidez busca detener la propagación de la crisis asistiendo a los deudores sanos hasta que éstos puedan recuperar sus acreencias.

- Pero es difícil trazar el límite entre la crisis de liquidez y de solvencia: aquellas acreencias podrían ser irrecuperables.
- Si así ocurre, "los plomeros y carpinteros estadounidenses" –ex secretario O'Neill dixit– terminarán pagando la fiesta de los inversores.
- Un rescate de esas características agravará la situación fiscal y financiera y provocará una mayor desvalorización de la moneda estadounidense.
    - Esa desvalorización podría ser compensada por un debilitamiento del euro, resultante también de los abultados rescates efectuados por el BCE.
    - El yen, por su parte, se ha desvalorizado en los últimos días como consecuencia de la decisión del Banco de Japón de postergar nuevamente la suba de tasas).
- En Europa, además de las enormes inyecciones de liquidez, se multiplican los rescates de bancos privados con fondos públicos.

➢ Bernanke se declaró listo para actuar como fuese necesario para limitar el impacto de la crisis pero advirtió que la Fed no rescatará a los inversores.

- Previamente se había opuesto a un aumento de los límites de inversión de las entidades de desarrollo hipotecario subvencionadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, para que ocupasen el vacío que dejan los inversores.
- Pero si dispone una reducción en el costo del dinero, ésta actuaría de hecho como un salvataje a aquellos con problemas de solvencia y no meramente de liquidez.
- Eso significaría echar por la borda toda la doctrina sobre daño moral elaborada en los últimos años.
- La frágil estabilización que se ha observado en los mercados durante las últimas semanas responde a la expectativa de próximos recortes en las tasas y asistencias adicionales de liquidez .
    - Pero ese recorte de la tasa de referencia ya ha sido descontado por el mercado, lo que podría significar fuertes bajas futuras en caso de que la Fed no dispusiera una reducción en la tasa.
    - Del otro lado, un recorte en la tasa de referencia dará nuevos aires a una inflación que ha resultado difícil de dominar hasta el momento.
- El presidente del consejo de asesores económicos de la Casa Blanca, E. Lazear, desestimó la creación de un organismo oficial para promover acuerdos de reprogramación de deudas y advirtió que el gobierno estadounidense confía en el funcionamiento de los mercados para resolver esos problemas.

➢ Siguiendo la línea típica de las corridas bancarias, el descalce de plazos entre activos y pasivos ocupa el centro de esta crisis.

- La desconfianza en el funcionamiento de la cadena de pagos generó un brusco retiro de pasivos a corto plazo que hizo insostenible el financiamiento de los activos largos y provocó un estrangulamiento de liquidez.
- Si bien la liquidez volcada es abundante, el crédito permanece restringido por falta de confianza en las contrapartes.
- Nadie conoce dónde están las pérdidas ni su magnitud; es difícil valuar los quebrantos por tratarse de derivados de derivados.
    - En el caso de los bancos, si los inversores mantienen la aversión al riesgo durante las próximas semanas, los compromisos de underwriting los obligarán a perder efectivo y llenarse de activos sin liquidez.
    - Según The Royal Bank of Scotland, la crisis podría obligar a liquidar activos por U$ 43000 MM para cubrir la implosión del mercado de commercial papers.
    - Para Standard and Poors, los bancos de inversión estadounidenses podrían ver caer en casi 50 % sus ingresos en el segundo semestre.
    - Los resultados de Freddie Mac cayeron 45 % en el segundo trimestre.
    - Ya se han retrasado operaciones de fusiones y adquisiciones y emisiones de equity y de bonos corporativos por casi U$ 500000 MM.
- 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.

➢ Pese al aislamiento y supuestas fortalezas locales, la Argentina sigue destacándose como el mercado emergente más afectado por el sacudón.

- 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.
- Los grandes perdedores, los futuros jubilados: 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.
- Ya se observan acortamientos de plazos y subas en las tasas de los préstamos y se suspenden emisiones de deuda corporativa.
    - Los PF a tasa nominal del sector privado caen 0,8 % ($ 413 MM) en saldos.
    - Las tasas pasivas mayoristas ya se ubican por encima del 11 % anual.
    - Por su parte, los PF privados ajustables por CER caen 6,6 % ($ 181 MM) en saldos. La digitación del IPC –y consiguientemente del CER– quita atractivo a esta indexación.

- 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.
- Pese a que el Central buscaba mantener la tasa de call por debajo del 10 % anual, y no obstante la liquidez que ha volcado al mercado vía pases, las tasas interbancarias experimentaron una persistente suba, llegando a tocar el 16,5 %.

- Renovados esfuerzos por contener la suba de tasas.
  - El BCRA suspendió la semana pasada por tercera vez en un mes la habitual subasta de LEBAC y NOBAC.
  - Paralelamente, sigue con el nuevo régimen de subastas de pases activos a tasa BADLAR más un diferencial, admitiendo ahora títulos públicos además de LEBAC.
  - Para hoy se espera que devuelva liquidez por unos $ 300 MM, al no renovar parte de los vencimientos de LEBAC y NOBAC.
  - A pesar de sus necesidades de liquidez, las entidades evitaron recurrir a los pases activos por temor a que eso pueda afectar su crédito en el mercado.
- La demanda de divisas, en tanto, se ha mantenido firme, y desde el inicio de la crisis hasta el viernes de la semana pasada se habían perdido casi U$ 900 MM de reservas.
  - El BCRA ha estado presionando a las entidades para que no marquen por encima de $ 3,20.
  - La renovada demanda de divisas se relaciona con la percepción por parte del público de un deterioro estructural de la solidez fiscal: históricamente, detrás de los frecuentes desequilibrios fiscales se han producido devaluaciones tendientes a licuar la expansión del gasto público.
    - En julio, el gasto total subió 61 % mientras que la recaudación tuvo un alza de 37,7 % interanual.
    - El resultado financiero fue de $ 1519,6 MM, lo que significa que, de no haber contado con recursos extraordinarios por $ 1544 MM, habría sido deficitario.
    - Parte sustantiva del desequilibrio está dada por la incorporación de 1,3 MM de nuevos jubilados por el nuevo régimen de moratoria previsional.
    - Y en el futuro habrá que sumar los haberes de todos los que se transfirieron del sistema privado al estatal y se acojan a la jubilación.
    - Ambos casos conforman un aumento estructural del gasto público.
    - A ello se agrega el aumento del mínimo no imponible (que significará $ 1500 MM menos de ingresos por Ganancias), el

de las asignaciones familiares ($ 1212 MM anuales) y el de los haberes jubilatorios ($ 6800 MM anuales).

- Para cumplir con la meta trimestral del M2, el BCRA deberá compensar en septiembre el excedente registrado en julio y agosto.
  - El sacudón internacional en parte ha facilitado el cumplimiento, aunque solo formal, del programa monetario.
    - En primer lugar, no necesitará emitir para sostener el dólar con compras.
    - La mayor demanda y consiguiente venta de divisas le permitió, en cambio, absorber unos $ 2300 MM de liquidez desde el inicio de la crisis.
    - A ello se sumó la suba en la tasa de interés, que estimula el crecimiento de los depósitos a plazo fijo –no integrantes del agregado M2– en perjuicio de los depósitos a la vista.
    - El sector público, por su parte, ha estado trasladando fondos –$ 1543 MM en los primeros 24 días de agosto– desde sus cuentas corrientes a los depósitos a plazo fijo.
    - De todas formas, se tratará de un disciplinamiento simbólico: no solo buena parte de estos últimos fondos volverán a estar a la vista sino que el impacto inflacionario obedece a la expansión monetaria en saldos medios y no a un mero cumplir con metas expresadas en saldos.
  - Por otro lado, al imponerse el propósito de contener la suba de tasas, las inyecciones de liquidez conspiran con el cumplimiento de las metas monetarias.

- Continúa el BCRA con su política de legalizar los dibujos contables.
  - Por comunicación A 4702 autorizó a las entidades a 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.
  - La medida también sirve para desalentar la venta de los títulos públicos, con su resultante caída.
  - 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.
  - Autorizó a contabilizarlas dentro de las "cuentas de inversión" y valuarlas al valor de compra más la tasa de rendimiento en lugar de usar el valor de mercado.

- Pero, para evitar que siga desmoronándose el precio de las letras en el mercado secundario, el Central determinó que habrá que mantenerlas hasta su vencimiento; de lo contrario, el saldo remanente deberá contabilizarse a valor de mercado.
- Las nuevas medidas favorecen especialmente al Banco Nación y a entidades provinciales con importantes tenencias de títulos públicos y del Banco Central.

➢ El campo volverá a auxiliar las finanzas públicas.

La fuerte suba del trigo y de la soja podrían dejarle al gobierno retenciones por unos U$ 4700 MM.

➢ La Corte estaría estudiando la confección de un índice para el ajuste de los haberes previsionales.