

# Frenesí

## Informe Mensual Marzo

Martes 31 de marzo de 2009

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

[www.lggsa.com.ar](http://www.lggsa.com.ar)

contacto: [info@lggsa.com.ar](mailto:info@lggsa.com.ar)

## Editorial

En las condiciones actuales resulta cada vez más complejo generar un informe mensual cuyas conclusiones puedan mantenerse en el tiempo.

La dinámica de cambios internacionales y nacionales es prácticamente instantánea. El escenario se altera en forma permanente. Los mercados internacionales se encuentran inmersos en un “serrucho”, siendo muy sensibles a los anuncios gubernamentales de las potencias.

El Gobierno Nacional, de frente a un escenario económico complejo, recibió pésimas noticias políticas (derrota en Catamarca con impacto nacional, adelantamiento de elecciones en jurisdicciones con malas perspectivas como Capital Federal y Santa Fe) y reaccionó con una apuesta (adelantamiento de las elecciones de medio término) que presenta como “todo o nada”. Para ello tuvo en cuenta que:

- No podía permitirse llegar a Octubre en un escenario político que lo tuviera de derrota en derrota, pues ello desalentaría a su núcleo duro (el peronismo) que siempre juega a ganador, siendo permeable a una irremediable diáspora hacia el peronismo disidente;
- La unificación de las elecciones, y principalmente su carácter plebiscitario, limitaba la posibilidad de que gobernadores e intendentes justicialistas provincializaran las elecciones, tomando una actitud más prescindente de la suerte del poder central;
- La oposición, más que dispersa, encontraría graves inconvenientes para generar en un tiempo tan corto alternativas con posibilidades reales de pelear en la Provincia de Buenos Aires (la madre de todas las batallas);

- El deterioro de la actividad económica y de los indicadores sociales y de empleo, sería menor en junio que en octubre;
- Podía concentrar la utilización de su debilitada Caja en un plazo de tiempo más breve.

Sin embargo, el resultado final puede no ser tan positivo para el Gobierno.

El primer efecto no previsto del adelantamiento fue de índole económico: fuga de capitales, presión sobre el mercado cambiario y suba del riesgo país.

Adicionalmente, el “plebiscito” profundiza la parálisis generalizada de la actividad económica, en atención a la gran incertidumbre existente respecto de lo que pueda ocurrir el “día después”. Las decisiones económicas naturalmente se postergan a la espera de una profundización (en caso de victoria del kirchnerismo) o de una corrección (en caso de derrota) del rumbo económico.

Por otra parte, el mayor poder de fuego de la Caja se diluye con la proximidad de las elecciones. Lloverán promesas de obra pública, pero será muy poco lo que pueda verse materializado antes de las elecciones. Por ello, el disciplinamiento político sólo se logrará compartiendo la Caja (algo que en nuestro informe mensual anterior preveíamos para después de Octubre). En tal sentido puede entenderse el anuncio de co-participación de una parte de las retenciones a la soja y la permeabilidad del Gobierno Nacional para efectivizar el pago de obligaciones pendientes que tenga con gobernadores e intendentes. Quiénes apoyen en la campaña cobrarán sus deudas, mientras que quiénes no lo hagan seguirán esperando.

Finalmente, al asignarle un carácter plebiscitario a los comicios el Gobierno Nacional ha logrado generar impensados acuerdos y realineamientos en la oposición. Prueba de ello es

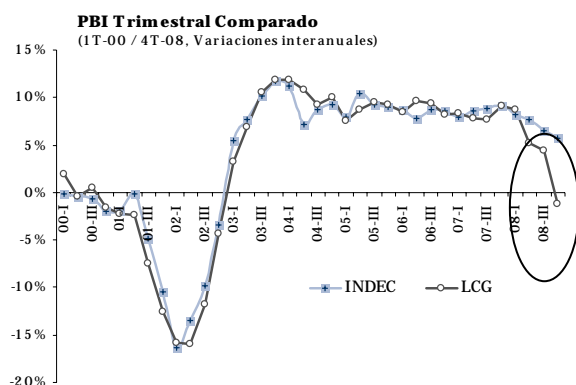
la decisión del peronismo disidente de la Provincia de Buenos Aires de presentar en la misma lista a Francisco de Narváez y Felipe Solá, opción electoral que hoy cuenta con posibilidades reales de triunfo.

## Una economía en recesión

Como preveíamos –ver Informe Mensual de Noviembre-, la economía argentina se encuentra atravesando su segundo trimestre consecutivo con caída en su nivel de actividad (respecto del trimestre anterior). **Técnicamente, la economía está en recesión.**

De acuerdo a nuestro **Estimador LCG del PBI,**<sup>1</sup> la **actividad económica mostró una caída interanual en el 4T-08 del 1,2% y una disminución del 3% en la comparación desestacionalizada contra el 3T-08.** El 1T-09 también dará caída del PBI (enero ya presenta una caída del 2,7% ia.), tal como se desprende de la evolución de los indicadores líderes:

- Las importaciones de bienes (que reflejan el comportamiento del consumo y la inversión) cayeron en febrero por cuarto mes consecutivo, con una caída interanual del 38% en el primer bimestre. La merma fue todavía más pronunciada (-47% ia.) en el caso de los bienes de capital, lo que pone de manifiesto el impacto sobre la inversión.
- El Índice de Producción Industrial (IPI) de FIEL mostró en enero una caída interanual del 11,4%.
- Durante enero y febrero la producción nacional (principal rubro de la producción industrial) de autos disminuyó un 55% ia., y las exportaciones un 62%. En el caso de los patentamientos, la merma acumulada fue del 15%.



<sup>1</sup> La estimación se basa en distintas fuentes de información (públicas y privadas) sin muestras de haber sido adulteradas y que aproximan la evolución de sectores que representan el 86,5% del total del PBI (tomando las participaciones del año 2007). Para el período previo a la intervención del INDEC, el coeficiente de correlación entre las variaciones de la serie trimestral del EMAE y de nuestra estimación es del 97,6%.

- El consumo de gasoil (*proxy* de la evolución del transporte y, por ende, de la actividad económica en general) disminuyó en enero un 7% ia, y es el sexto mes consecutivo con caída.
- En los últimos tres meses la recaudación de IVA DGI (en términos reales, variable íntimamente ligada a la evolución del consumo) tuvo un crecimiento interanual nulo.
- Las ventas (deflactadas) de Supermercados crecieron un 4% ia. en el primer bimestre mientras que las de Shoppings se contrajeron un 14%.

**Incluso el INDEC ha comenzado a reconocer, aunque en “cuentagotas”, el *parate* de la actividad:** el EMI (industrial) mostró caídas interanuales en enero y febrero (-4,5% y -1,5%, respectivamente), y el EMAE (actividad) redujo sensiblemente su fantástico adelanto del mes de diciembre (de 7,4% a 4,6% ia.) y “estimó” un crecimiento del 2,3% ia. para febrero.<sup>2</sup>

## Otra vez los ruidos internos

De cara al futuro **las perspectivas no son favorables, y resulta difícil de prever de donde puede surgir el estímulo para un rebote de la economía.** Desde el frente externo, la persistencia de la crisis (que, en el mejor de los casos, podría mostrar una reversión en las economías centrales recién en el primer semestre de 2010) hace inviable una recuperación de la demanda mundial que evite el desplome de las exportaciones argentinas.

---

<sup>2</sup> Adicionalmente, modificó (al alza) las variaciones para los meses restantes del 2008, manteniendo así el (supuesto) crecimiento del 7% para todo el año anunciado a fines de enero.

**Pero increíblemente, pese a que la economía mundial está sufriendo la crisis más grave desde la Gran Depresión, la mayor fuente de incertidumbre sobre las perspectivas de la economía argentina viene del frente interno. Los últimos acontecimientos políticos locales (re-re-profundización del conflicto agropecuario que derivó en un nuevo paro del sector, decisión abrupta de adelantar los comicios a junio, radicalización del discurso gubernamental) volvieron a poner a la economía en una situación de *stress*. De hecho, la fuga de divisas, que se había estabilizado tras el cimbronazo de la estatización de las AFJPs en octubre, volvió a acelerarse en marzo y se ubicó en torno a los US\$ 2.500 M. El precio de los bonos también se desplomó: el Boden 2012 en dólares (que es el bono que está en la lupa de los inversores) cayó un 20% desde el anuncio del adelantamiento.**

Si bien la economía se encuentra en una posición más sólida que en el pasado para enfrentar la debacle, en los últimos tiempos **los colchones se han ido comprimiendo y el margen de maniobra del Gobierno se ha acotado sensiblemente**. Venimos reiterando que el **principal problema que tiene la economía argentina es la falta de credibilidad (tanto interna como externa) en el manejo de la política económica**, lo cual atenta contra la efectividad de las políticas activas y, por ende, contra las posibilidades de recuperación.

En efecto, el riesgo de corrida obliga al BCRA a realizar una devaluación paulatina (y costosa, en términos de reservas) del peso; la caída de la demanda de dinero imposibilita la implementación de una política monetaria más expansiva que abarate el costo e incremente el acceso al crédito, ya que se corre el riesgo de que esos pesos pongan más presión sobre el mercado cambiario; y la caída en la recaudación (sumada a la imposibilidad de obtener financiamiento) implica

tener que optar entre una política fiscal con impacto macro o el cumplimiento de los vencimientos de la deuda.

La economía argentina ya estaba acusando el impacto combinado del complicado escenario internacional y de los desaciertos de la política económica doméstica. **Sin ruidos adicionales, estimábamos una caída del PBI para 2009 del orden del 3%.** Pero la reciente sucesión de malas noticias no hizo más que acelerar la dinámica de la crisis y abrir un abanico de interrogantes respecto al futuro. **Hoy la política manda sobre la economía. Y la política se ha tornado en gran medida imprevisible.**

## Táctica y estrategia

Una vez más, el **Gobierno redobló la apuesta.** Ante la posibilidad de un conflicto emergente, la decisión de Kirchner fue adelantarlo y profundizarlo. **Tácticamente, la sorpresiva jugada parece redituable para el Gobierno por varios motivos.**

El primero es económico. Antes del anuncio, no cabían demasiadas dudas de que el deterioro de la actividad económica sería mayor en octubre que en junio. Ni hablar de los indicadores sociales y de empleo que reaccionarán con mayor rezago a la caída de la actividad.

El segundo factor es económico-político: la Caja. La recaudación se está debilitando a pasos agigantados (estimamos una brecha de \$ 30.000 M para todo el año) y, con ello, el poder de fuego de la política fiscal y la capacidad de disciplinamiento político del Gobierno. El adelantamiento de las elecciones permitiría concentrar la utilización de esta poca Caja en un período más breve de tiempo y, justamente, en un período (el segundo trimestre) en el que las cuentas fiscales están estacionalmente más holgadas (porque caen los vencimientos



fuerzas del impuesto a las Ganancias y no hay vencimientos importantes de deuda).

Desde el punto de vista estrictamente político, el adelantamiento le permitió a Kirchner evitar una mayor sangría de dirigentes justicialistas, la cual ya había comenzado con la salida de Felipe Solá y la conformación de un bloque disidente en la Cámara de Diputados, el alejamiento de Reutemann y la conformación de un bloque disidente en el Senado, y la creciente indiferencia de Schiaretti, entre otros. Adicionalmente, un Macri victorioso en junio en la Ciudad de Buenos Aires podría fortalecer el espacio que comparte con Francisco de Narváez y Felipe Solá en la Provincia de Buenos Aires, y atraer antes de la elección clave de octubre una nueva oleada de dirigentes peronistas disidentes.

También en el orden político, el Gobierno consiguió subir al mismo barco a gobernadores e intendentes justicialistas que podrían haber tomado en las elecciones una actitud más prescindente del poder central. Como mencionamos en el informe de febrero, la pretensión de los caudillos locales era la de “provincializar” las elecciones y limitar la intervención del Gobierno Nacional al anuncio de obras públicas con fondos nacionales. La unificación de las elecciones y principalmente el carácter plebiscitario que el Gobierno parece dispuesto a darle a las mismas, limita la posibilidad de estas posiciones intermedias.

**Sin embargo, el resultado final de la movida puede no ser tan positivo.** El Gobierno ha demostrado ser “miope” a la hora de tomar ciertas decisiones, teniendo luego que pagar costos no previstos por carecer de una visión más integral de la realidad.

**La sociedad ha venido dando muestras de hartazgo con el carácter confrontativo del Gobierno,** algo que quedó claramente plasmado con la pérdida de apoyo popular que sufrió el kirchnerismo durante su conflicto con el campo.

Pero lejos de atender este reclamo popular, el Gobierno parece dispuesto a ir a fondo con su estilo beligerante en las próximas elecciones.

De hecho, el Gobierno (que por el peso específico de su principal figura será indudablemente quien marque el ritmo del debate electoral), ha dejado trascender que **las elecciones legislativas no serán** otra cosa que un **plebiscito de la gestión kirchnerista**. Incluso pareciera que, con los comicios del 28 de junio, el Gobierno planea además **saldar los dos mayores conflictos que viene sosteniendo últimamente: con el campo y con los medios de comunicación**. Una muestra de ello es el anuncio de coparticipación de una parte de las retenciones a la soja (que trataremos con más detalle en el apartado siguiente), con la cual el Gobierno pretendió sumar a gobernadores e intendentes no afines en su cruzada contra el campo.

Si este **escenario de “batalla final”** (con posturas del tipo “nosotros o el caos”) se termina verificando en la realidad es probable que el oficialismo sufra un rechazo importante en las urnas.

Lamentablemente, **este escenario de polarización también puede ser dramático para la economía**, generando una gran incertidumbre respecto de lo que pueda ocurrir el “día después”. **Las decisiones económicas se postergarán a la espera de una profundización (en caso de victoria del kirchnerismo) o de una corrección (en caso de derrota) del rumbo económico y los comicios se efectuarán en medio de una parálisis generalizada de la actividad económica.**

Este podría ser el primer efecto no deseado del adelantamiento, cuyos primeros coletazos ya se sintieron apenas el Gobierno movió sus primeras piezas y subió el tono de su

discurso: fuga de capitales, aumento del riesgo país y presión sobre el mercado cambiario.<sup>3</sup>

Por otra parte, asignarle un carácter plebiscitario a los comicios puede generar **definiciones y realineamientos en la oposición que eventualmente impliquen acuerdos (explícitos y/o implícitos) impensados anteriormente**. Esta sería otra consecuencia indeseada. Algo de esto se manifestó recientemente en la decisión del peronismo disidente de la Provincia de Buenos de presentar en la misma lista a Francisco de Narváez y Felipe Solá. Como efecto colateral, si este polo opositor resulta suficiente atractivo para el electorado bonaerense, crecen las probabilidades de que los intendentes del conurbano bonaerense también filtren candidatos en estas boletas (para garantizarse el dominio de los concejos deliberantes locales) y limiten, a cambio, el apoyo de sus aparatos al kirchnerismo.

Por último, el mayor poder de fuego de la Caja podría diluirse con la proximidad de las elecciones. Pese a que lloverán promesas de obra pública, es muy poco lo que podrá verse materializado antes de las elecciones. El disciplinamiento político seguramente vendrá con el pago de obligaciones pendientes que tiene el Gobierno con gobernadores e intendentes. **Quienes apoyen en la campaña cobrarán sus deudas, mientras que quienes no lo hagan seguirán esperando.**

Dado que no habrá tiempo para que el electorado vea obra pública antes de junio, el Gobierno seguramente intentará contrarrestar esa pérdida de impacto con algún anuncio que ponga directamente la plata en el bolsillo de los beneficiarios

---

<sup>3</sup> Más allá del ruido que generó la modificación del calendario electoral (a lo que se sumó una mayor crispación del discurso y el anuncio de coparticipar el 30% de las retenciones a la soja), el adelantamiento a junio anticipó la corrección “administrada” del tipo de cambio que se esperaba que realizar el BCRA después de las elecciones de octubre.

(asignaciones familiares, planes sociales, pago extra a jubilados, etc.).

## Un nuevo “reparto”

**La muestra más evidente de que el Gobierno apostará a “todo o nada” en junio es la decisión de coparticipar las retenciones a la soja.** Sorpresivamente, y en medio de un nuevo conflicto con el sector agropecuario, el Gobierno dispuso el jueves 19 de marzo la coparticipación del 30% del total de las retenciones recaudadas por las exportaciones del complejo sojero.<sup>4</sup>

Tomando los precios actuales, el **Fondo Federal Solidario (FFS)** representa para las provincias un ingreso automático de **US\$ 1.530 M anuales** (unos \$ 5.750 M al tipo de cambio actual). Para las Provincias representa algo más del 8% de los recursos tributarios de origen nacional que reciben (coparticipación más otros regímenes automáticos). Para la Nación, el 2% de la recaudación total.

Sin embargo, es probable que la medida resulte financieramente neutra *ex post*, ya que **la Nación seguramente reducirá en el futuro las transferencias discrecionales en un monto similar** (el Programa de Asistencia Financiera a Provincias, cuya ejecución se estimaba en unos \$ 10.000 M para 2009, es el principal candidato a sufrir el recorte).

---

<sup>4</sup> Más allá de cierta confusión en el anuncio de la creación del Fondo Federal Solidario (se dijo que la distribución se realizaría de “forma similar al impuesto al cheque”, lo cual que implicaría que a las provincias sólo les correspondería el 54,7% de dicho 30%, es decir el 16,4% del total recaudado) y de algunos errores técnicos en la letra del decreto (que confunde los coeficientes de la distribución primaria y secundaria de la Ley de Coparticipación), se asume que el espíritu de la norma es destinar el 30% del total recaudado directamente a las Provincias.

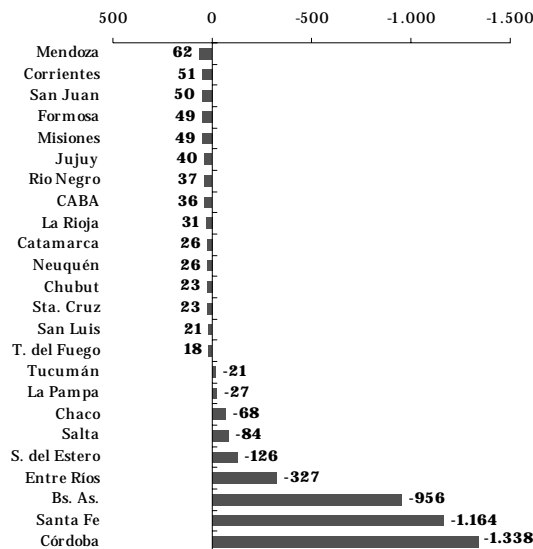
De ser así, **lo que perdería el Gobierno es buena parte de su Caja y las Provincias recuperarían algo de su independencia política. El monto involucrado en esta decisión representa nada menos que el 20% del poder de fuego que tiene el Gobierno para disciplinar a gobernadores e intendentes.**

Lo que **no queda claro es que ganó el Gobierno a cambio de ceder \$ 5.750 M de su Caja.** Es probable que la presión del campo en el Congreso tendiente a la reducción de las retenciones haya sido la causa que explique esta decisión, en la medida en que permite aliviar (en parte) la presión de los gobernadores (además de obligarlos a “aparecer en la foto” al firmar la adhesión al Fondo). Pero basta comparar cuanto aportan y cuanto reciben las provincias productoras (brecha aún mayor en el caso de los municipios agrícolas) para convencerse de que el impacto será acotado.

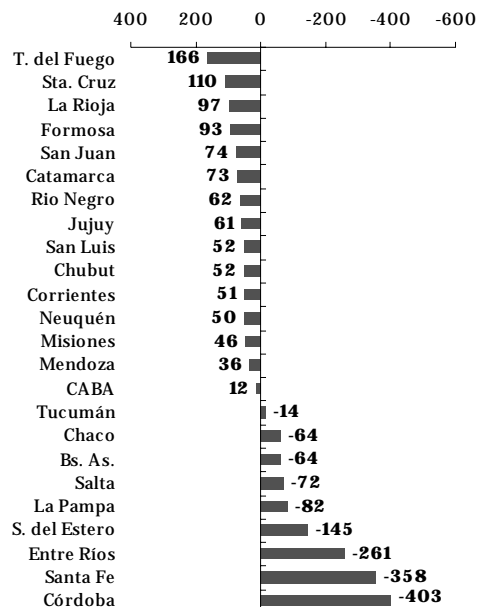
Por otra parte, **esta medida se encuentra lejos de desactivar el conflicto agropecuario.** Si bien la coparticipación de las retenciones había sido un reclamo de la Mesa de Enlace, la perversidad de la medida (es el único impuesto que se coparticipa en función de lo que produce una actividad económica específica, en este caso la soja) al intentar enfrentar a los productores con gobernadores e intendentes no hizo más que crispar los ánimos del sector. **Con el mismo costo fiscal hubiera sido posible disponer de una agresiva rebaja de las retenciones que permitiera hacer las paces con el sector agropecuario** (7,5 pp para el complejo sojero, 12 pp para el del girasol, 5 pp para el maíz y 0% para el trigo). En caso de agregar la segmentación a los pequeños productores sojeros, la eliminación de retenciones a las economías regionales y la compensación por fletes, el costo total ascendería a US\$ 2.050 M.

Queda claro que **el interés del Gobierno es profundizar el conflicto y no resolverlo.** La creación del FFS es la manifestación de que **el Gobierno ha decidido poner**

**Aportes netos**  
En millones de US\$



**Aportes netos per cápita**  
En US\$



**toda la carne al asador en la elección de medio término, incluso con cierta prescindencia con respecto al 2010/11**, como ha manifestado (en un lenguaje más llano) Emilio Pérsico en un hipotético escenario de derrota en los comicios.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)