

Informe Macroeconómico

Mayo 2013



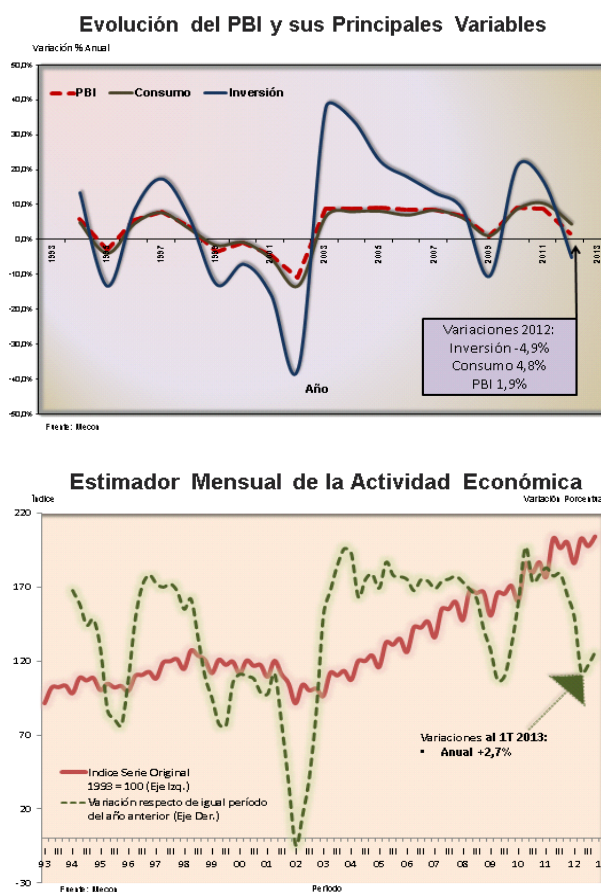
San Luis 2255 Piso 2 of A CP 3300, Posadas – Misiones; TE (0376) 4408500 / 4408530
www.carles.com.ar

Datos recopilados hasta el 17 de Mayo de 2013



PASADO Y PRESENTE

Transcurrido el primer cuatrimestre del año, la economía empieza a mostrar algunos indicadores importantes a fin de poder inferir con más atino que puede suceder el resto del año y un poco más allá, teniendo en cuenta las elecciones legislativas de octubre. Si bien todavía no contamos con el dato del primer trimestre del **Producto Bruto Interno (PBI)**, que indica al nivel de crecimiento de un país, ya se publicó el **Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAЕ)** de Marzo, un indicador mensual y anticipador del PBI, que muestra que el primer trimestre del año ha crecido un 2.7% respecto del mismo periodo de 2012. ¿Pero cuál es el significado real de tal dato, sobre todo mirando hacia adelante? Repasemos los últimos años para entenderlo más claramente.



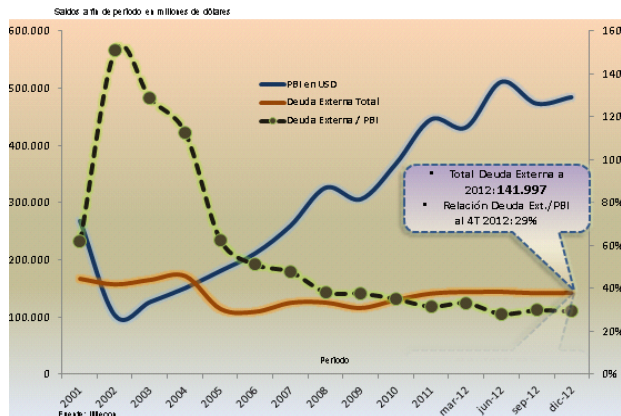
Luego de 6 años consecutivos de crecimiento promedio en 8.5% anual entre 2003 y 2008, denominadas tasas chinas, las mismas fueron producto de un tipo de cambio muy competitivo que promovió las exportaciones sin descuidar el consumo interno al mantener el salario real y un alto nivel de inversión que elevó la oferta de modo tal que los precios reposen en rangos razonables. Ya el 2009 se resintió fuertemente debido a la crisis internacional en Estados Unidos y Europa, aunque sería gracias a una economía mucho menos endeudada que en décadas precedentes, a una posición más robusta en materia de reservas con alto superávit fiscal y externo, y exhibiendo sistemas financieros más sanos, lo que hizo que el impacto de dicha crisis fuera realmente muy bien absorbida. Si bien en 2010 y 2011 se reencontró



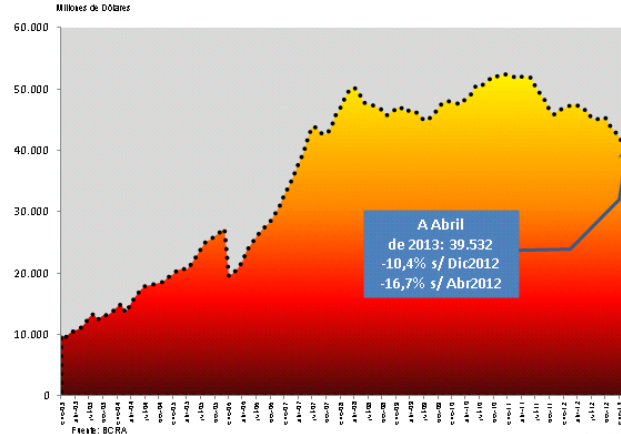
nuevamente con tasas de crecimiento del orden del 9%, los pilares sobre los cuales se había basado el proceso de expansión en la post-convertibilidad ya evidenciaban claros signos de agotamiento. El año pasado se sumaron muchas malas noticias: mala cosecha, un tipo de cambio sin competitividad, una inflación galopante con salario real por debajo de la misma, una brusca emisión monetaria sobre todo para subsidiar déficit fiscal y mantener el consumo interno, un cepo cambiario que entre otras cosas freno la actividad de la construcción y afecto duramente a la inversión creando un mercado paralelo del dólar que hoy luce descontrolado. Todo ese cóctel llevó al crecimiento del país por debajo del 2%. Por ello y sumado a fuertes vencimientos de deuda y caída de reservas, dejaron un fin de año con cierta preocupación e incertidumbre tanto a los empresarios como a la ciudadanía en general respecto a la economía y las fuentes de trabajo.

En resumen y por consiguiente, cuando observamos un crecimiento del 2.7% en el primer trimestre, tenemos que tener en cuenta que la base de comparación ya venía muy deprimida, como fue el primer trimestre de 2012, y por ello mucho hay por hacer para que el 2013 realmente crezca. Cabe destacar que existe un punto, y no menor, que juega a favor. Se trata del bajísimo nivel de endeudamiento externo que exhibe hoy nuestro país, incluyendo los vencimientos para 2014 y 2015 que son muy razonables (cerca de USD 16.000 millones en total), algo que definitivamente se destaca contra períodos anteriores de nuestro país, con un nivel de endeudamiento que en el 2002 era del 150% de nuestro PBI y hoy está en el orden de tan solo el 30% del PBI, sin mencionar la robustez en reservas actual a pesar de que han bajado considerablemente en el año.

Deuda Externa Total



Reservas Internacionales



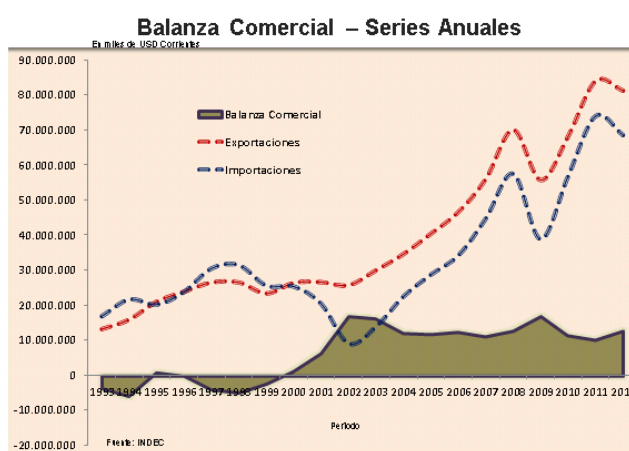
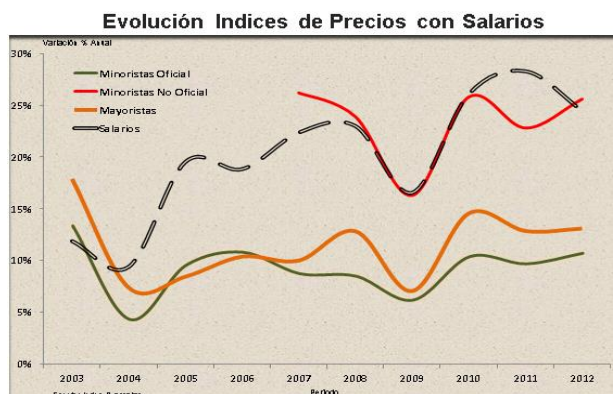


De todas formas, sin lugar a dudas uno de los focos de mayor preocupación en la gente, sobre todo porque se lo vive en carne propia, es el actual nivel de **Inflación (IPC)**, es decir, la suba generalizada de precios. La inflación, tanto como el dólar, es parte de la historia argentina. Sin viajar tan lejos en el tiempo, el gobierno de Alfonsín cerró el año 1986 con una inflación acumulada del 82% y llegó en 1987 al 175%. Para tener una idea de lo que estamos hablando, lo que hoy el Indec publica como índice mensual (alrededor de un 1%) en el gobierno de Alfonsín llegó a ser la inflación diaria, fenómeno conocido ya como hiperinflación. En el gobierno de Menem prácticamente se eliminó la inflación (y de ninguna manera lo mencionamos como solución) producto del modelo de la convertibilidad que estableció una paridad 1 a 1 con el dólar, donde inclusive hubo años con deflación, un fenómeno contrario a la Inflación que consiste en la caída generalizada del nivel de los precios de bienes y servicios que conforman la canasta familiar. La misma fue causada por la disminución de la demanda, lo cual representa un problema mucho más grave que la inflación, toda vez que una caída de la demanda significa una caída general de la economía. Sin embargo, años más tarde, el modelo que estableció Kirchner durante su gestión fue totalmente opuesto al de Menem con el consumo como principal motor reactivador de la economía.

Luego de la crisis del 2001, con la confianza de la gente totalmente minada, eran necesarias medidas fuertes de reactivación, y convivir con ciertos niveles de inflación era no solo aceptable sino más bien lógico. A pesar de que dichos niveles anuales de inflación eran del 8%, el problema recién se suscitó años más tarde con lo que fue una especie de adicción a convivir con altos índices de inflación, a pesar de ser una preocupación a nivel mundial por lo que representa la misma, y con gobiernos que intentan de todo para mantenerla en niveles aceptables por su duro impacto sobre toda la economía pero sobre todo en las clases más bajas. Ahora bien, mientras el nivel de inversión se mantuviera en alza el problema era parcialmente contenido porque con mayor inversión se expande la oferta, algo clave si la demanda aumenta mucho, además mediante la emisión de letras y notas, el Banco Central esterilizaba gran parte de la oferta monetaria ociosa, retirando los pesos del mercado que por otro lado emitía para subsidiar su gasto y así neutralizando el impacto de la emisión de pesos. Adicionalmente, una de las armas del gobierno para mantener el consumo de la gente, fuera de las paritarias mínimas del 20% anual, se basó en el cuasi-congelamiento y a la vez subsidio de tarifas en materia de servicios públicos. Si bien esto hizo que durante ciertos años el salario de algunos sectores, especialmente los de sindicatos más fuertes, creciera por encima de la inflación, a la larga todo ello complotó contra el modelo, primero porque congelando tarifas, las empresas de servicios no invirtieron lo necesario, y segundo porque creo una espiral y elevó los costos de las empresas tornando así muchos proyectos inviables, alentando la informalidad e impactando duramente en la inversión que se desplomó y por ende llevando la inflación a niveles como los de hoy que según estimaciones privadas rondan el 25% anual, inclusive el mismo IPEC, organismo oficial que mide la inflación de la ciudad de Posadas (y a partir de 2013 incluirá a Oberá y a Eldorado), midió en 25.3% la inflación acumulada en 2012. Pero es importante tener bien en claro que más allá de la discusión sobre la veracidad o no de los índices que publica hoy el Indec, organismo intervenido desde 2007, hasta los niveles de inflación del 10% que hoy informa son inaceptables hasta para Brasil que con un nivel de demanda muy por encima de nuestro país, no permite que su IPC vaya más allá de los 4.5%



anual El ejemplo es un poco para comprender bien lo que es realmente un índice bajo de inflación.

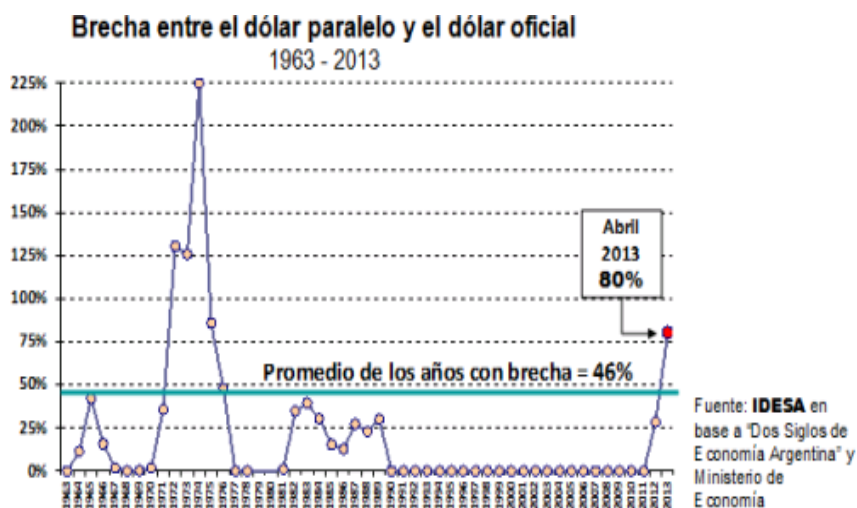


Y como en todo período inflacionario aparece en escena, el **Dólar**. En todos los gobiernos que han lidiado con altos índices de inflación o en economías deprimidas, el dólar se hizo presente como refugio de cualquier tormenta posible. Y es el resultado de haber convivido históricamente, y no solo actualmente, con una moneda devaluada, ya sean estos pesos, pesos ley, australes, etc., y sobre todo de convivir con algún tipo de crisis cada tantos años. Es claro que culturalmente no somos, por ejemplo, como nuestros hermanos brasileños que piensan en reales para todo tipo de operaciones, sean estas financieras, comerciales, etc., pero es cierto también que el mismo es fruto de un Banco Central armado para proteger su moneda, sin abusar de la emisión para subsidiar gasto público de gobierno, con un nivel de reservas realmente alto y quizás lo más importante, es que su política económica se basa en el denominado “inflation target”, donde el banco central estima y hace público una tasa de inflación objetivo o proyectada para todo el año, para luego timonear la inflación actual hacia ese objetivo mediante el uso de cambios en la tasa de intereses y otras herramientas monetarias, de forma tal que ese índice de inflación anual no sea vulnerado. De esa forma protege el valor de la moneda y sobre todo su poder de compra, además de hacer del real una moneda de referencia. En Argentina es muy distinto y este ejemplo es muy importante para ver el grado de tratamiento y preocupación que existe sobre la inflación, no solo en Brasil sino en el mundo, por sus repercusiones en los precios, su impacto en las clases más bajas y en las principales variables de la economía. Habiendo dicho esto, es claro lo mucho que nos falta para poder lograr un cambio cultural fuerte del dólar por sobre nuestra moneda y la confianza



es el solo el primer paso. En nuestro país el comportamiento del dólar paralelo, el único posible de acceder hoy, por supuesto que obedece en gran parte a cuestiones especulativas con mucha gente que apuesta a mega devaluaciones y que se ha enriquecido durante épocas de crisis o fuertes ajustes, pero es clave entender que actualmente el dólar paralelo es el resultado no solo de medidas que se han venido tomando durante hace ya un buen tiempo, sino sobre todo de las que NO se tomaron y hoy son de muy difícil implementación por el círculo vicioso en el que dichas medidas entrarían. Y si hoy el dólar aumenta es principalmente por el alto nivel de inflación, tasas de inversión que son negativas, y principalmente por la desconfianza sobre una economía que se repite en medidas cortoplacistas, poco ortodoxas y que no atacan de lleno el problema más un agravante extra, las señales negativas que parten hacia el mercado, el cual toma esos mensajes de inmediato, como por ejemplo, lo que paso desde el cepo cambiario a la fecha.

Por otro lado, y como activo de valor que toma ritmo, el inversionista observa un dólar paralelo que subió en lo que va del 2013 casi el triple de lo que rinde un plazo fijo en todo un año, inclusive superando a cualquier otro tipo de instrumento financiero y empujando inclusive al pequeño ahorrista a proteger su pocos pesos de la inflación. Al mismo tiempo, el nivel de desconfianza y dólar paralelo alto, complotan contra la inversión, uno porque no genera inversión genuina que movilice a la economía, es decir, todo el mundo se para y espera a ver qué pasa, y otro lado porque quien tiene dólares no vende, ni lo mucho ni lo poco atesorado, ¿y porque? porque tiene expectativas de que siga subiendo, tornando al billete muy demandado y por ende en constante suba. Por consiguiente, se pierde el precio de equilibrio del activo que no vale \$10 pero tampoco vale \$5 y se torna imposible determinar su techo, poniendo en jaque a toda la economía en su conjunto.



Lo que se trató de explicar hasta aquí con la inflación y el dólar como protagonistas salientes, no son solo los motivos que nos trajeron hasta este presente, sino también las variables clave en las que creemos tendrá que poner el foco este gobierno para lo que resta de su gestión, a fin de que la próxima presidencia reciba una economía para seguir creciendo, mejorando, y no para volver a salir de un pozo como 11 años atrás. A partir de ahora, intentaremos dilucidar las perspectivas de corto y mediano plazo que vemos serán las de mayor probabilidad de ocurrencia y su posible efecto en la economía.



PERSPECTIVAS 2013

Por estos días escuchamos hablar a muchos economistas reclamando una devaluación del tipo de cambio oficial de al menos un 40%. Ahora bien, podemos estar o no de acuerdo, pero si así fuera habría que tener en cuenta su impacto en una inflación que ya ronda el 25% anual, lo que sería ciertamente peligroso. Una fuerte devaluación iría directo a precios pero más importante es que ya no se puede hacer lo que no se hizo antes cuando la economía estaba más robustecida, y por lo tanto devaluar fuertemente en momentos en que la misma está resentida puede tener consecuencias más que indeseadas como fue el **Rodrigazo**. Para los que no lo recuerdan o todavía no pintan canas y no saben de qué se trató tal hecho, en 1975, el entonces Ministro de Economía Celestino Rodrigo, dispuso un ajuste que duplicó los precios y provocó una crisis en el gobierno de Isabel Perón. Rodrigo quería eliminar la distorsión de los precios relativos con una fuerte devaluación del 160% para el cambio comercial y 100% para el cambio financiero. La tasa de inflación llegó hasta tres dígitos anuales y los precios nominales subieron en 183% al finalizar 1975. Se produjo desabastecimiento de gran cantidad de productos de primera necesidad, combustibles y otros insumos para transportes. En el gobierno tienen muy presente este hecho y no lo querrán revivir por nada en el mundo.

Pero entonces, ¿habría que devaluar o no? Quizás la pregunta no sea si SI o NO, sino más bien el COMO. Está claro que devaluar es necesario e inevitable, de hecho el gobierno lo viene haciendo casi a diario de a un centavo. Por un lado desde 2007 a 2012 la inflación fue del 164% y en el mismo periodo se devaluó solo un 67% por lo que obviamente hay algo en el medio que falta. Por otro lado, el tipo de cambio oficial pierde competitividad día a día con nuestros principales socios comerciales y deja de ser negocio exportar, nos volvemos caros, no entran divisas y encima salen porque conviene importar al suponerse un precio barato para el dólar, además la gente viaja, demanda y saca divisas y las empresas no invierten porque todo proyecto a \$5,2 el dólar es devorado por los costos internos a través de cargas sociales, precios y carga impositiva. Al no invertir, la exportación sube más por precio que por cantidad, lo cual a la larga no sirve. Al mismo tiempo, y en el mismo periodo (2007-2012), el gobierno tomó otro camino, prefirió convivir con inflación, promoviendo el consumo no solo a través de fuertes paritarias y tarifas congeladas sino desincentivando el ahorro con tasas reales negativas. La fuga de divisas se hizo tal, que con el cepo cambiario impuesto, el dólar paralelo en \$9 o \$10 presiona muy duro contra el tipo oficial que está estancado cerca de los \$5.25- y al que solo acceden las empresas, aunque siempre y cuando exporten.

En resumen, la devaluación se hará de una forma u otra, no hay como evitarla, al menos no en el largo plazo. El gobierno esto lo sabe, pero no asumirá el costo político de tener que tomar tal decisión ahora, menos en un año electoral, por eso intentará atacar al dólar paralelo para que baje la brecha actual del 90%, la segunda más alta de la historia, a como dé lugar a fin de evitar presiones sobre el tipo de cambio oficial, y las medidas son y serán variadas aunque de difícil implementación como por ejemplo la nueva ley de blanqueo para incentivar al rubro inmobiliario y obras de YPF, presión sobre las casas de cambio para bajar el precio del BLUE, mayor dureza en el cepo cambiario, etc. Cualquier decisión de fondo, lo dejará post-elecciones de octubre, y si logra ganar tiempo porque no dejarlo para que lidie con ello la siguiente administración. Mientras tanto, sí devaluara en forma de goteo persistente como lo viene



haciendo hasta ahora, y sin que el mercado lo note. El gobierno espera que en el segundo trimestre del año ingresen unos USD 8.000 Millones provenientes de la liquidación de divisas por exportaciones de soja, lo cual debería traer alivio al gobierno, sobre todo por su impacto en las **reservas** que vienen muy golpeadas y ya han caído 17% en los últimos 12 meses (USD 8.000 Millones) y 8% en lo que va del año (USD 3.500 Millones).

Por el lado de la inflación propiamente dicha, la misma es de esperarse que siga relativamente alta y hasta por encima del 25% anual, más allá de los acuerdos de precios que claramente no prosperaron. Las paritarias de los sindicatos más afines al gobierno como la UOM de Antonio Caló están cerrando alrededor de un 24% mientras otras están cerrando por encima. Por otro lado, y sobre todo al tener cerrado el financiamiento externo, el gobierno seguirá emitiendo a un ritmo del 40% anual para subsidiar déficit fiscal, que para entenderlo claramente, sería algo así como pagar el mínimo de la tarjeta de crédito todos los meses, cada vez es más costoso. Por supuesto que el gobierno mediante la emisión de LEBACS y NOBACS del BCRA absorbe pesos del mercado para contener una parte de la inflación, pero cada vez lo debe hacer a tasas más elevadas puesto que de lo contrario se le dificulta colocar esas letras y notas. Relacionado a esto último, es muy probable que la **tasa BADLAR**, que es la tasa mayorista de referencia promedio que pagan los bancos a las empresas por depósitos a 30 días de más de \$1.000.000, suba al menos entre 3 y 4 puntos para el segundo semestre del año, y con ello la tasa minorista, a fin de tentar al pequeño ahorrista y sobre todo a los más conservadores a volcarse nuevamente a dejar los pesos en el banco a plazo fijo y evitar así que opten por el dólar paralelo. El problema de dicha medida es el efecto directo sobre el costo del crédito (si el banco me paga más por dejar plata, me va a cobrar más por pedirle) lo cual podría poner un freno al consumo, el que es hoy el único pilar positivo de la demanda global y que sostiene al crecimiento del país. Se sabe que la inversión está literalmente pinchada y seguirá así casi todo el año, y las exportaciones dependen mucho de Brasil que, con casi 5 meses transcurridos de 2013, sigue aún sin despegar y para peor acaba de aumentar su tasa SELIC (nuestra BADLAR).

Y que sucederá con el dólar paralelo, dependerá mucho de todo lo mencionado hasta aquí. De una cosa estamos seguros, no vale \$5 pero tampoco vale \$10. Lo importante será tomar las medidas necesarias de modo tal que el mayor problema, llamado inflación, sea atendido y que el mercado empiece a recibir señales que brinden confianza de cara al futuro con un peso fortalecido. De lo contrario el dólar paralelo podrá tener días de baja pero a la larga no encontrará techo.

Finalmente, seguimos aguardando la decisión de la corte de apelaciones de NY sobre el juicio con los fondos buitres, el mismo puede llegar de un momento a otro, puesto que las dos partes ya presentaron sus peticiones e hicieron sus alegatos. Podemos estar seguros de que el impacto de la decisión, sea esta buena o mala, no pasará inadvertido.

Alejandro Rodríguez
Ejecutivo de Inversiones