

# Informe Macroeconómico

## Primer Trimestre 2014



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

El cierre estadístico de esta edición fue el 31/03/2014

Dólar Oficial  
\$8,03

Brecha vs. BLUE  
-34,5%

Reservas Int.:  
USD 26.939 Mill

ISAC a Feb 2014  
-1,7% Anual

Costo Construcción a Feb 2014  
+25,2% Anual



## INTRODUCCION

- El **2014** no quiso ser menos que su antecesor y arrancó de forma bien intensa. Las nuevas autoridades que habían asumido a fines del año anterior (el tándem Kicillof, Capitanich, Costa y Fábrega) e inclusive la misma Presidente, se asustaron tanto con el final de 2013 e inicios de 2014 con el aumento de la brecha cambiaria entre oficial y paralelo, y la pérdida acelerada de reservas, que decidieron cajonear por un momento el relato que se defendió con uñas y dientes del “No Ajuste”, aun cuando el sector privado hace mucho tiempo viene sufriendo un ajuste soberbio, sobre todo las clases más humildes con cero poder de lobby. Para colmo de males, el mercado comenzaba a enviar señales amenazantes y propias de su lógica de corregir tarde o temprano cualquier desvío que se produzca, sobre todo con reservas que habían caído casi USD 13.000 millones en 2013 mayormente producto del turismo, la importación de energía y autopartes. Por todo eso, se decidió finalmente tomar cartas en el asunto sincerando la situación con medidas más ortodoxas y que hace tiempo reclamaban no solo economistas privados y algunos opositores, sino gente dentro del propio oficialismo.

- Lejos, pero muy lejos parecieron quedar los últimos 3 meses de 2013, con las elecciones de medio término de octubre y la constitucionalidad de la ley de medios que dictó la Corte Suprema, o los cortes de luz y agua de diciembre con saqueos acaecidos en varios puntos del país y muertos en el camino. La última semana de enero arrancó con una fuerte devaluación del 12,4% en un solo día, q inclusive llego a poner el dólar en \$8,5 por unas horas para más tarde acomodarse por los \$8 por donde navega al menos hasta hoy. A esta medida le siguieron otras y bastante acertadas del hombre del momento, **Juan Carlos Fábrega**, titular del BCRA que no solo empezó a secar la plaza de pesos a través de la emisión de Lebacks, sino que además resistió la negativa de Kicillof de aumentar las tasas, llevando las mismas a niveles mucho más lógicos y cercanos a la tasa de inflación, quitándole de esa forma mucha presión al dólar paralelo que bajo más de \$2 y hoy, sin mucho movimiento, todavía se sitúa \$3 por encima del dólar oficial pero ya con una brecha inferior al 40%, algo que ni el ex secretario de comercio interior Guillermo Moreno pudo conseguir con su particular metodología. Por supuesto que tal medida, aunque necesaria, no es gratuita. La fuerte suba de tasas pega directamente en el costo de financiamiento y con ello le aplica un freno brusco a una actividad que luce ya muy paralizada.

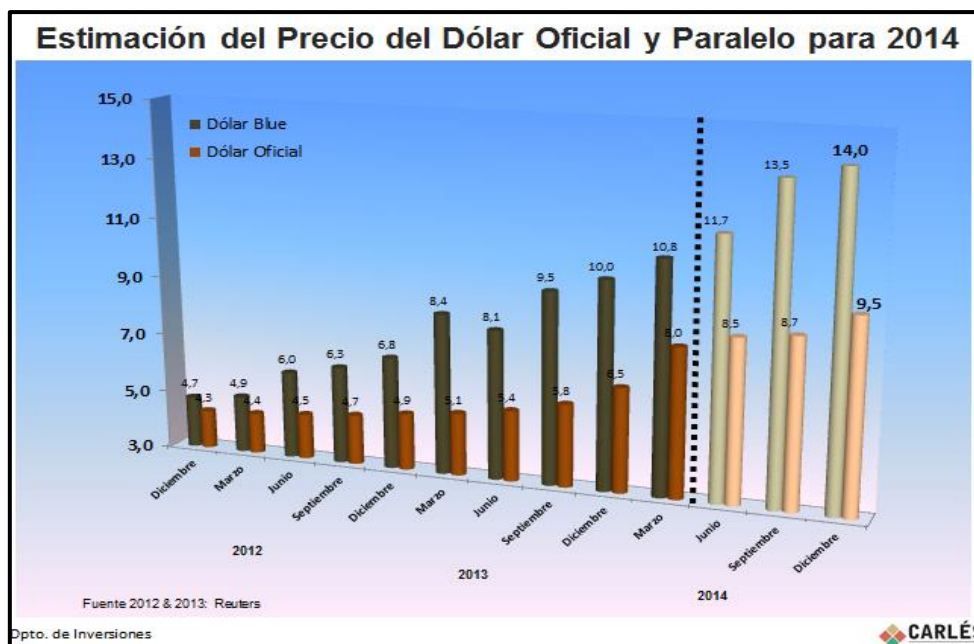
- Del otro lado del ring la **inflación**, sin dudas el enemigo a vencer. De la noche a la mañana y luego de 7 años de intervención, del que fuera alguna vez el prestigioso Indec, se reconoció, al menos en los números, a la inflación como tal. Si bien el 3,7% de enero fue inferior al 4,6% de los privados, el nuevo **IPC nacional y urbano** debuto con optimismo pero también asombro ya que nadie esperaba un dato tan alto, sobre todo luego de que en diciembre, se informara un entonces elevado 1.4%. Por supuesto que el nuevo IPC, mucho más amplio que el anterior, tenía la obligación de causar una buena impresión y fuerte impacto, debido a que sigue bajo la atenta lupa del FMI quien todavía debe dar su visto bueno a fin de quitarle la moción de censura que rige contra el país desde hace un año por difundir estadísticas no confiables. Dicho visto bueno, es crucial para el gobierno en su afán de bajar fuerte la prima de riesgo que sigue elevada y así concretar su vuelta a los mercados internacionales en busca de dólares todavía baratos que alimenten las reservas y potencien inversiones extranjeras. Sin embargo, no será un camino fácil de recorrer, en el que deberá sortear con éxito 3 duros pero claves escollos: Uno prácticamente cerrado, el acuerdo con Repsol por la estatización de YPF. Otro en proceso, el acuerdo con el Club de París por la deuda en default, difícil por la postura de Alemania y Japón de que intervenga el FMI, pero con muchas posibilidades de llegar a buen puerto. Y finalmente quizás el escollo más duro y con escasas posibilidades de éxito, como es el juicio con los Holdouts, los bonistas que quedaron fuera de los canjes. De aquí a un mes se vienen días de definición y claves para la Argentina.



## SITUACION ACTUAL

- DÓLAR

Superada la época vacacional que suele presionar mucho la plaza informal, y con medidas tomadas recientemente que han tranquilizado al mercado, el dólar se tomó un respiro y al menos en el corto plazo no parece ser motivo de intranquilidad para el gobierno. La devaluación del casi 13% de enero parece lejos en el tiempo e inclusive la brecha con el dólar paralelo se sitúa ya debajo del 40%. Sin embargo el ratio Base Monetaria sobre Reservas Internacionales sigue cerca de los \$13 y si bien no nos cansamos de repetir que este dólar cobertura es un ratio que dejo como legado la mismísima convertibilidad, ha sido una referencia ejemplar para el dólar paralelo que tarde o temprano tiende a acercarse a ese nivel. Sin embargo, la base monetaria sigue bajando y ya se ubica en niveles por debajo del 20% anual, lo cual es en principio positivo aunque habrá que estar atento a ver cuánto rédito real le exprime el gobierno a la liquidación de la próxima cosecha que arrancará en abril y si puede hacerse de reservas a fin de que no solamente baje ese dólar cobertura, sino que le permita encarar un segundo semestre que no será nada sencillo puesto que la balanza comercial lejos está este año, inclusive 2015, de ser un aliado para la economía a pesar de la fuerte devaluación, y para colmo, con una inflación sin un plan serio que la combata en el mediano o largo plazo. Y justamente la falta de ese plan anti inflacionario que se ejecute inmediatamente, se está licuando los beneficios de la devaluación de enero pasado forzando a empujar nuevamente el tipo de cambio al alza. Por ello, mantenemos las perspectivas para el precio del dólar en lo que resta del año, el cual creemos que se situará entre \$9 y \$10 para fin de año, con una brecha contra el dólar paralelo en el orden del 50% o más.



- RESERVAS INTERNACIONALES

También la calma llegó, al menos provisoriamente a las reservas, más aún luego de la vertiginosa caída que sufriera en 2013 y peor aún en ese último trimestre. Y sin perder de vista el norte, saber que la madre de esta consecuencia es el cepo cambiario que no termina de eliminarse por completo y atenta contra las inversiones, que tanto le reclama el gobierno a las empresas. Dichas Inversiones son claves, no solo para el ingreso de divisas sino también para incrementar la oferta y que le reste presión genuina a los precios.



Sin embargo las buenas noticias aparecieron con el acuerdo logrado con Repsol y el nuevo IPC, algo que a nivel internacional fue bien visto como punto de partida. Y el posible acuerdo con el Club de Paris a partir de Mayo le permitiría a la Argentina, no solo salir definitivamente del default del 2001, sino también modificar rotundamente su posición actual colocándola en condiciones bien favorables para emitir deuda barata, aprovechar las tasas bajas que aún persisten en el mundo y de esa forma recomponer fuertemente las reservas. No obstante, para poder tomar deuda razonable, es imperativo bajar fuerte el riesgo país, seguir solucionado de a poco los casos en contra que persisten en el CIADI de empresas privadas contra el país, pero sobre todo seguir bien de cerca a la mayor piedra en el zapato para Argentina. El eterno juicio con los Holdouts que encuentra hoy al país en una posición sumamente desfavorable con 2 fallos en contra y aún sin la confirmación de que la corte suprema de Estados Unidos tome el caso. El simple rechazo colocaría a la Argentina en un default técnico y lo obligaría a pagar unos USD 1.330 millones, ni hablar de los futuros juicios que podrían llover de los que si entraron y aceptaron las condiciones del canje previamente. El mejor escenario para nuestro país sería (después de la opción de ganarlo, por supuesto) que dicho fallo llegue recién en 2015 para que la cláusula del acreedor más favorecido no tenga vigencia y los bonistas que entraron a los canjes 2005 y 2010 no tengan derecho a cobrar bajo las mismas condiciones que los Holdouts. En este escenario, el fallo sólo dispondría el pago de los USD 1.330 millones.

Por otro lado, y luego de que en 2013 el turismo, autopartes y la energía se llevaran USD 12.000 millones de reservas, habrá que ver cuánto afectará a las mismas en 2014, sobre todo en materia energética. Distinto es el caso del turismo, que con los incrementos del recargo de la AFIP más la fuerte devaluación, han encarecido mucho los viajes al exterior. Y en cuanto a las autopartes, difícilmente la importación sea tan fuerte como en 2013 puesto que la actividad permanecerá muy estática durante todo el año y dependerá mucho de que Brasil mantenga alta su actividad. En resumen, si bien las reservas continuarán cayendo sobre todo por la energía, esa caída será mucho más acotada al menos en el primer semestre. Además con los precios de la soja por encima de USD 500 la tonelada y un tipo de cambio más competitivo, podría resultar en una fuerte entrada de divisas que el gobierno podría aprovechar para sumar reservas. El segundo semestre será otra historia a pesar de no tener que pagar el Cupón PBI. Sin ayuda de la cosecha, la elevada inflación, importación de energía y la brecha cambiaria, pondrían otra vez a las reservas en baja, aunque no más allá de los USD 23.000 millones, similar pronóstico que sosteníamos a principio de año.



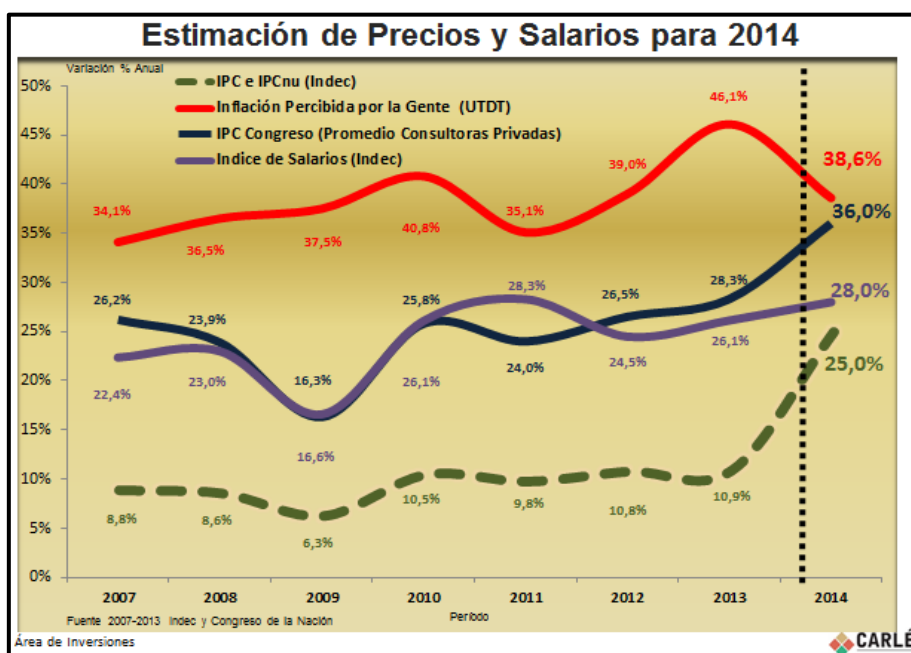


• INFLACION, EMPLEO Y SALARIOS

La inflación, ese gran dilema que tiene absorto al gobierno sin un plan orgánico y creíble, ni de mediano o largo plazo, hoy solo se abraza a la coyuntura que puede ofrecer un acuerdo como el de los “Precios Cuidados”, que es insostenible en el tiempo. Luego de más de 7 años con una inflación de 2 dígitos ya el problema exige un tratamiento mucho más profundo y concreto, con costos inevitables. Y si queremos abolir esta enfermedad definitivamente y a la cual el mundo entero ya le encontró cura (de 230 países, Argentina está dentro de los 10 primeros) habrá que dejar de echar culpas, asumir el compromiso y entender que es un problema de política monetaria, herencia de un problema fiscal mayúsculo, más que de empresarios codiciosos o especulativos, que siempre los hubo, los habrá y en todo el mundo.

Por un lado tuvimos las medidas ortodoxas del BCRA que con una fuerte esterilización de pesos ligado a una importante suba de tasas, le ha dedicado estos últimos dos meses a remover todos los pesos posibles de la plaza vía licitación de Lebacs. Adicionalmente se ha devaluado la moneda producto de la presión inflacionaria que durante años venía sufriendo el tipo de cambio con fuertes pérdidas de competitividad y rentabilidad. Es importante agregar que en el medio, debutó con éxito el nuevo indicador que mide la inflación a nivel nacional, excluyendo a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, un índice que parece querer reflejar mucho más la realidad que su polémico antecesor, aunque el 7,2% que acumula en el año parece presagiar una elevada inflación oficial para todo 2014 y un alto impacto en el salario real de los trabajadores que verán caer su capacidad de consumo de forma muy notoria. De todas maneras, sin un plan anti inflacionario creíble, las medidas tomadas hasta hoy se habrán quedado a mitad de camino y solo impactaran fuertemente en la oferta de trabajo producto de una recesión de tiempo indeterminado.

En resumen, en materia de salarios, será un trimestre muy complicado, donde las paritarias se tensaran con los sindicatos más fuertes tanto de privados como públicos que busquen obtener el mayor número posible ante una inflación que parece no tener techo. Además el gobierno, que ha llegado muy tarde a las conversaciones de paritarias sobre todo la docente, pretende cerrar un número que no lo obligue a poner a funcionar la máquina de billetes más allá de lo que consideren prudente y sobre todo porque cuanto mayor la necesidad de emisión, mayor será la presión inflacionaria reinante. Hoy la precepción de la gente, según la Universidad Torcuato Di Tella, ronda un 38,6% de inflación anual a nivel nacional.



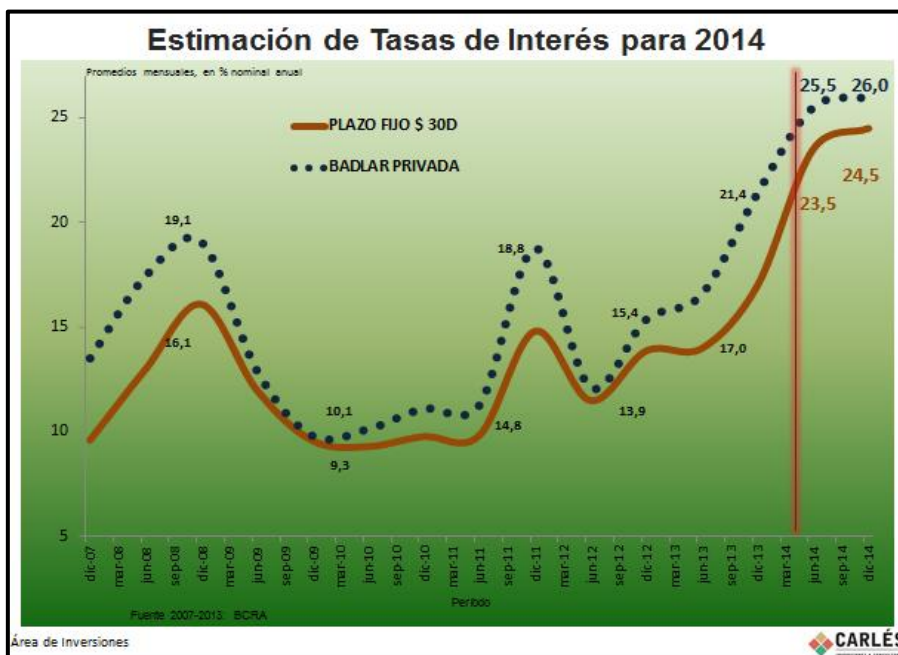




• TASA DE INTERES

La suba de tasas ha sido realmente notable. Juan Carlos Fábrega entendió rápidamente el mensaje una vez que asumió su cargo al ver que los niveles donde flotaban las mismas estaban muy por debajo de la inflación real. Para colmo, el dólar paralelo no tenía rival pegándole duro al nivel de reservas. Y para restarle presión al dólar paralelo había que tentar a los ahorristas a volver a dejar su dinero en los bancos con tasas más razonables aunque todavía negativas. Al mismo tiempo, para esterilizar rápidamente todos los pesos posibles mediante una fuerte colocación de letras y notas del BCRA, las tasas debían subir considerablemente, por más que ello le pegue inevitablemente a una actividad que de todas formas ya venía muy tocada previamente. Así, a pesar de no contar con la aprobación del Ministro de Economía que se negaba rotundamente a esa medida, elevó fuerte las tasas de referencia, y las Lebacs a 1 año pasaron de 17,8% en diciembre a 30,2% en febrero, mientras que la BADLAR Privada pasó en el mismo período de 20,2% a 25,6%. Como para tener una idea del fuerte giro ortodoxo, que como explicáramos, hizo sentir fuerte su impacto en el costo del financiamiento del sector privado, asestándole un duro golpe al consumo y a la inversión, presagiando definitivamente **un 2014 casi sin crecimiento**.

De todas formas, y si la actividad no reacciona en el corto plazo, no sería extraño que retrotraigan la medida al menos unos puntos por debajo. No hay que olvidar que el único pilar que le dio dividendos al gobierno en los últimos años fue justamente el consumo, y más importante aún, es el impacto que dicho enfriamiento puede costarle al mercado de trabajo, que viene siendo sostenido por el lado público.



Dólar Oficial  
\$8,03

Brecha vs. BLUE  
-34,5%

Reservas Int.:  
USD 26.939 Mill

ISAC a Feb 2014  
-1,7% Anual

Costo Construcción a Feb 2014  
+25,2% Anual



## CONCLUSION

Con el cierre de 2013 y a partir de los magros resultados electorales de medio término de octubre, por el que el gobierno acuso un duro golpe, y sumado al delicado momento económico en el que se encontraba el país, con cepo cambiario, acelerada pérdida de reservas y una brecha entre el dólar oficial y el paralelo, los cuales sin duda impactaban duramente en la rentabilidad de las empresas, se decidió un fuerte giro de timón de cara al escenario 2015, sostenido por un panorama económico que no lucía para nada alentador en el mediano plazo, y que aún hoy sigue navegando en la incertidumbre.

Sin embargo, y a pesar de las medidas adoptadas desde entonces, que incluyó suba de tasas, devaluación, y hasta un nuevo IPC con una lectura más razonable de los niveles de inflación actual, ese combo de medidas ya se ha quedado a mitad de camino. Por un lado, el cepo cambiario sigue vivo y coleando a pesar del desastre que ha ocasionado con el nivel de reservas, en la balanza comercial y sobre todo el claro impacto en el nivel de inversiones extranjeras directas, donde hoy la Argentina no recibe ni por asomo el nivel que en promedio están recibiendo los países de Sudamérica, lo cual impacta en precios y empleo. Y por otro lado, quizás lo más importante, es la falta de un **plan anti inflacionario** para combatir de raíz un problema monetario como la inflación, hijo de un problema mucho mayor como el fiscal. Y ese plan tan urgente como necesario, además de generar un fuerte shock de confianza, debería reunir 2 requisitos fundamentales:

**Primero**, el de hacer partícipe a todo el arco político oficial, oposición, sindicatos, empresarios, etc., a fin de contar con el consenso de todos y sincerar un problema fiscal que es más serio de lo que se cree. Dicho plan debe ser comunicado en forma clara con objetivos precisos, sobre todo para que más allá de sus efectos secundarios, que sin duda golpearan a la actividad y a la población en el corto plazo, el mismo genere confianza tanto a nivel local como en el exterior, de forma tal que en el menor tiempo posible la reactivación de la economía en su conjunto pueda ser tal. Caso contrario, el problema persistirá por tiempo indeterminado y cada vez más grave. Es clave entender que es imposible salir de este problema sin dolor, pero con un blanqueo y sinceramiento de la situación, seguro se saldrá más rápidamente. Claro está que es algo difícil que este requisito suceda, sobre todo teniendo en cuenta el ADN del oficialismo, que omite en sus discursos palabras como inflación o inseguridad, las principales demandas de la sociedad.

**Segundo y fundamental**, que exista la voluntad y decisión de incluir en dicho plan una fortísima reducción del déficit fiscal, Madre biológica de la recesión actual, cepo cambiario e inflación con record mundial que tenemos y que se devora día a día el bolsillo de la gente. Sobre todo porque no hablamos de cualquier déficit, sino del quinto peor déficit fiscal en medio siglo. Hoy a pesar de contar con la recaudación fiscal más alta en 200 años de historia, con una presión impositiva de las más altas del mundo que agobia a personas y empresas sin una sola contraprestación que funcione bien, para colmo el dinero no alcanza y el gasto crece sin techo (solo en enero aumento un 46%). Este es el eterno problema argentino, el mismo que desemboca en todas y cada una de las crisis que hemos vivido anteriormente. Y es imposible pensar que un problema fiscal como este, se solucione mediante políticas monetarias, como por ejemplo, reemplazar la fuerte emisión de los últimos años por endeudamiento vía fuerte emisión de Lebac para financiar igual o mayor déficit fiscal, el cual además conlleva un pago de intereses con tasas bien elevadas. Si bien la medida en principio fue buena para absorber pesos que nadie quería y que terminarían inevitablemente en el dólar paralelo, ello no es medida suficiente para atacar la causa, y en el largo plazo es claramente contraproducente y nos pone en el mismo lugar previo a la devaluación de enero.

Dólar Oficial  
\$8,03

Brecha vs. BLUE  
-34,5%

Reservas Int.:  
USD 26.939 Mill

ISAC a Feb 2014  
-1,7% Anual

Costo Construcción a Feb 2014  
+25,2% Anual



No obstante, el gobierno se resiste a tocar ese **gasto público** y por un tema netamente político, ya que de hacerlo es ponerse en contra tanto a aliados como a votantes, al llevar inevitablemente “el ajuste” al sobredimensionado sector público, irresponsablemente creado durante los últimos diez años, en lugar de promover el empleo en el sector privado. Hoy el estado cuenta con más de 3 millones de personas, muchos de ellos que no devuelven nada a la sociedad, sino que encima absorben más de 500 mil millones de pesos, casi el 45% del gasto público sin contar jubilados ni beneficiarios de planes sociales. Y esto sin sumarle la necesidad de pesos que implicarán paritarias muy duras que se resisten a bajar del 30% como paso con los docentes, lo cual replicara tanto en los sindicatos fuertes de sectores privados como en el resto de los organismos estatales, donde en muchos de ellos hay sueldos absurdamente elevados e inclusive un sinnúmero de “ñoquis” que disfrutan de cobrar sin trabajar. Y ese clientelismo, que lo beneficio al gobierno durante años, hoy es el principal problema a resolver sin que se descontrola la situación social. Por otro lado, y si bien, la quita de subsidios que se inició es necesaria porque reduce el gasto, no solo llega muy a destiempo ya que pudo haber sido llevada a cabo en años de mayor bonanza, sino que para colmo no aporta a la solución de fondo con el problema del déficit, y donde los subsidios en total representan menos del 20% del gasto público total, unos 180 mil millones de pesos aproximadamente cuando el gasto total hoy es de **1,2 billones de pesos**. Es decir, que para que exista voluntad de bajar el gasto y con ello la inflación, lo que hay que atacar es el empleo público y no tanto los subsidios a fin de cuentas le asesta en nuevo golpe al sector privado.

Ahora bien, atacar el empleo público en una época débil económicamente y con un nivel de inversiones por el piso, es lógicamente un tema complejo de resolver ya que no se trata de dejar gente en la calle sino, de crear las condiciones para que sea el sector privado quien ataque al desempleo y no el estado el que malgaste su dinero cuando su objetivo debiera estar encauzado en los pobres e indigentes además de los jubilados. De todas formas, habrá que encontrarle una solución de fondo a este problema en forma urgente. Ese mismo empleo público excesivo es un error repetido que ya se ha llevado puestos planes como el de Martínez de Hoz, el Plan Austral y hasta a la mismísima convertibilidad que tuvo que “difoltar” su deuda pública.

**Finalmente y para concluir**, las dudas, claro, nunca se despejan del todo en una Argentina que repite errores. Se viene un trimestre fuerte y clave para nuestra economía donde paritarias, liquidación de cosecha gruesa, precios y acuerdos con organismos internacionales, marcaran la agenda del resto del año y 2015. Hoy la economía sigue indexada y también se va tornando una bola de nieve la deuda en pesos del Banco Central por el efecto monetario de emitir Lebacs a tasas altas y para financiar gasto público.

¿Hasta cuándo aguanta una economía indexada al 30% sin un plan creíble para frenar la inflación?

**Lic. Alejandro Rodríguez**