

# Informe

# Macroeconómico

## 1er Trimestre 2015



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 20/04/2015

Dólar Oficial  
\$8,88

Brecha vs. BLUE  
-42,8%

Reservas Int.:  
USD 31.415 Mill

ISAC Feb 2015  
-5,2% Anual

Costo Construcción Mar 2015  
+26,9% Anual



## SITUACION ACTUAL

Con el cierre del primer trimestre, el año político **2015** empieza a tomar color. La terna **Scioli, Macri, Massa**, quienes se disputaran la herencia del sillón de Rivadavia para gobernar a partir del 10 de diciembre, pusieron primera en las provincias de Salta, Santa Fe y Mendoza en lo que será una extensa y feroz campaña electoral, y que culminará el 25 de octubre con la elección general o bien el 24 de noviembre si hay segunda vuelta, algo bastante probable.

A pesar de que el gobernador de la provincia de Buenos Aires, va parcialmente respaldado por el Frente para la Victoria, y el Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires tiene a un radicalismo detrás que aprobó a regañadientes un acuerdo con el PRO, la elección tiende a polarizarse entre estos 2 candidatos, sobre todo porque representan claramente la continuidad en el caso de Scioli o el cambio en el caso de Macri. Por otro lado, el intendente del partido de Tigre parece quedar poco a poco rezagado, no solo por la falta de alcance nacional producto de acuerdos que no se concretaron, sino por la fuerza que tomaron sus rivales en los últimos meses, sobre todo Macri quien tomó la posta en el liderazgo opositor.

Sin embargo, serán recién las **PASO** las que marcaran la tendencia final de campaña, que como sucede desde su creación, sirven más como termómetro de las elecciones generales que para definir candidatos por partido como debiera suceder. Previamente las elecciones tanto en CABA como en otras provincias de importancia, también servirán de antesala para que los candidatos midan fuerzas y busquen posicionarse de la mejor manera.

**En materia económica**, la situación no ha cambiado demasiado respecto a nuestra última edición de fin de año, excepto por el hecho de variables que se encuentran en situaciones que sin duda podrán seguir sedadas, pero serán herencia inmediata a resolver por la próxima administración. El caso que más emblemático es el **tipo de cambio** que hoy funciona como ancla inflacionaria y solo se mueve de a centavos. Pero con el **Dólar** fortalecido en el mundo, el bajo precio de la **Soja** y la devaluación en **Brasil**, más la misma presión que genera una **Inflación** promedio del 25%, parece insostenible mantener la cotización en los valores actuales. Adicionalmente, el acuerdo con los **Fondos Buitres**, que parecía cercano con la **cláusula RUFO** extinguida, decididamente será tema en la agenda del próximo presidente, a pesar de que los intereses de dicha deuda siguen corriendo, y tarde o temprano habrá que resolverlo al menos si se pretende ingresar a los mercados internacionales.

Al mismo tiempo, las **Restricciones Cambiarias** y la **Recesión** siguen impactando duramente tanto en las inversiones como en la actividad y empleo, a la vez la recesión trajo consigo una fuerte reducción de la inflación anual respecto a 2014. Sin embargo el gobierno ha puesto como prioridad mantener a resguardo el nivel de reservas, que aunque su valor real no es tal (swap con China, adelanto de importaciones y cerealeras, etc.) cuenta para demostrar que cualquier situación cambiaria se podrá sortear sin inconvenientes. Idéntica situación con el **dólar paralelo** donde a través del **dólar ahorro** y los fuertes controles en la city, mantienen a raya su valor. En cuanto a empleo, hoy el principal reclutador es el estado, que se agranda cada vez más y genera mayor necesidad de financiamiento que el **Banco Central** se encarga de suplir al emitir toda vez que la recaudación no cubre los gastos del **Tesoro**. Ese elevado **Déficit Fiscal**, será quizás el ítem más complicado de resolver a partir de **2016** y para poder desinflarlo habrá que empezar promoviendo fuertes **Inversiones Privadas** que capten el exceso de empleo público, además de analizar la eliminación de subsidios a los servicios. El dilema estará centrado entre optar por ajustar gradualmente o todo de una sola vez, pero el ajuste es inevitable en este gobierno o el que le siga.

El año arranca su segundo trimestre, el de mayor prosperidad por la liquidación de la cosecha gruesa que ingresará dólares frescos a la economía para sostener al resto del año y reforzar las reservas. A partir de agosto ya se ingresara en la recta final de las elecciones aunque con poco margen para seguir sosteniendo el tipo de cambio. Igualmente el gobierno ya sentó su postura, y es la de sortear el 2015 sin cambios bruscos.

Dólar Oficial  
\$8,88

Brecha vs. BLUE  
-42,8%

Reservas Int.:  
USD 31.415 Mill

ISAC Feb 2015  
-5,2% Anual

Costo Construcción Mar 2015  
+26,9% Anual



## PERSPECTIVAS

Esta sección y los siguientes cuatro informes, serán dedicados a analizar exclusivamente la herencia kirchnerista y cuales creemos serán las medidas en los primeros 100 días del futuro gobierno. No dejaremos de lado la coyuntura, ya que el 2015 recién comienza y hay variables que pueden solicitar atención urgente antes de diciembre.

Este año transitará inevitablemente en recesión, algo que en principio moderará los niveles de inflación y donde el gobierno buscará mantener controladas las variables más sensibles y evitar que por ejemplo que la saga contra los fondos buitres se cuele generando efectos no deseados e inmediatos. Está claro que un posible acuerdo ya está descartado por esta administración, salvo que haya un plan de contingencia para ejecutarlo en caso de ser realmente necesario. La segunda preocupación viene por el lado del tipo de cambio, las reservas y los fuertes vencimientos de deuda como el **Boden 2015** y el pago al **Club de Paris**, que pondrán mucha presión cambiaria. El tipo de cambio seguirá avanzando en forma gradual para ubicarse cercano ente \$9.5 y \$10 para fin de año. Y en cuanto al dólar blue seguirán los controles del presidente del BCRA para que cueste lo que cueste se mantengan las expectativas lejos de fuertes subas, al mismo tiempo que con el grifo parcialmente abierto del dólar ahorro, generan oferta para presionar a la baja a la moneda paralela, aun cuando esto signifique pérdidas de reservas genuinas. Eventualmente el dólar blue volverá a subir, pero difícilmente en la forma en que lo vimos crecer en 2014. Las reservas genuinas bajarán significativamente, sobre todo para hacer frente a los vencimientos de deuda que suman **USD 14.000 millones** en 2015. Sin embargo, es probable que el gobierno ejecute la opción del swap chino para reacomodar el valor nominal de reservas y mostrarse sólido ante cualquier situación que requiera liquidez inmediata. Hoy ese swap representa **USD 4.800 millones** del total de las reservas del BCRA.

En conclusión, como mencionamos más arriba, el gobierno no muestra intenciones de querer realizar ningún tipo de corrección que amenace su cierre de gestión. Y es que la presidente cuenta hoy con una imagen positiva del 40% y eso le sirve al partido que la representa para poder llegar con un piso importante a las elecciones de octubre, sea quien sea su candidato. Inclusive todavía se aguarda la confirmación acerca de si Cristina será candidata en el Congreso o el Parlasur.

Ahora, si bien es cierto que Scioli no representa al kirchnerismo puro, seguramente ganará sin dificultades las primarias y logrará la bendición de la jefa de estado a cambio de incluir en sus listas a muchos leales kirchneristas. De todas formas, ni para Scioli ni para los otros dos candidatos resultara sencillo gobernar, pero no solo por un tema de herencia. En el caso de Macri o Massa porque tendrían minoría en el congreso, pero particularmente en el caso de Scioli habrá que ver hasta qué punto podrá llevar a cabo sus propias ideas con la Cámpora respirando tan de cerca. Scioli pretende gestionar con un trato que no incluye la confrontación que caracteriza a Cristina y con una idea de política exterior mucho más abierta al dialogo, algo que seguramente no será bien visto por el núcleo más duro. También está la posibilidad de que una vez en el poder Scioli intente despegarse de Cristina, como sucediera con Néstor Kirchner y Eduardo Duhalde, aunque esta posibilidad parece menos probable en principio.

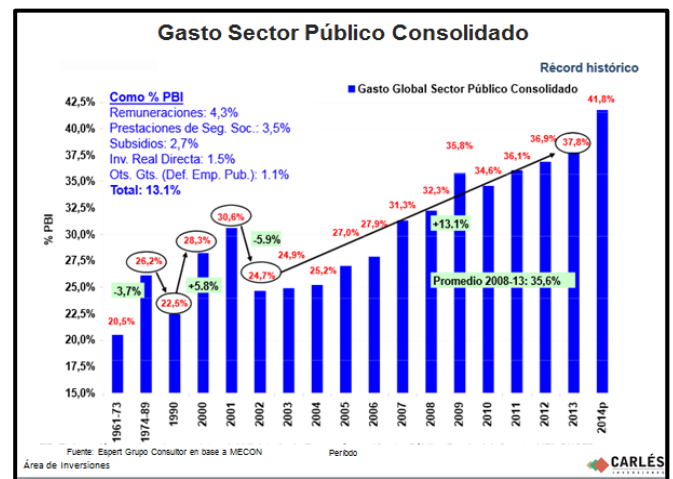
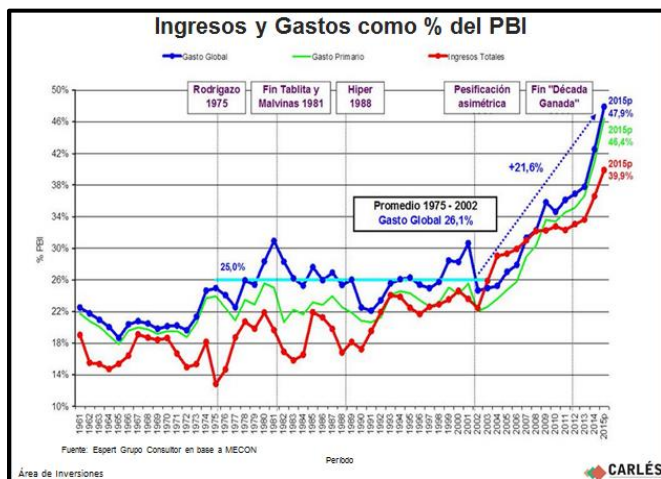
Por otro lado, pensando un poco más allá del resto del año y sobre todo los primeros 100 días de la gestión de quien triunfe, dentro de las de perspectivas económicas a mediano plazo, hay 2 temas clave que serán de inmediata atención:

**En el frente interno**, la herencia más complicada de desatar vendrá del lado del **déficit fiscal** y sobre todo del elevado **gasto público** que en 10 años subió más de 1400% y que es donde se esconde la génesis de todos los dramas argentinos. Una vez más y producto de no corregir desajustes a tiempo, persistirá la eterna discusión de ajustar o no y como, de subsidiar hasta qué punto y de porque gastar más de lo que ingresa. Está fuera de discusión que tanto las mejoras en las jubilaciones como la asistencia social general son fundamentales, pero siempre que el



destino de esa ayuda sea para quienes realmente la necesitan. Otro problema no menor serán los subsidios a los servicios públicos, que se han mantenido congelados durante muchos años y hoy removerlos de golpe es un duro golpe al bolsillo. Sin embargo atentan contra las inversiones en mejoras de infraestructura, generan saturaciones o cortes en épocas de elevado consumo y que a nadie le gusta sufrir. Justamente es el sector privado, sin poder de lobby, quien absorbe los ajustes que no hace la parte pública. El mayor dilema viene por cómo tratar el desmedido empleo público. El estado se ha engrosado de forma sideral, sobre todo producto del agotamiento del modelo y la notable pérdida de inversiones donde los sectores privados dejaron de emplear al ritmo con que lo venían haciendo en años anteriores. Y el problema radica en que casi la mitad del gasto público se va en sueldos, muchos de ellos de montos injustificadamente altos y otros que cobran sin trabajar. Para colmo, esa brutal planta permanente de empleo público no es ni por asomo directamente proporcional a la calidad de servicios públicos que se devuelve a la población. Adicionalmente, la presión impositiva que sufre el argentino medio, empezando por el polémico **Impuesto a las Ganancias**, está al nivel de los países escandinavos y las contraprestaciones en materia de salud, educación, seguridad o infraestructura, están a años luz de ser equivalentes. Sin dudas el ítem mas complicado.

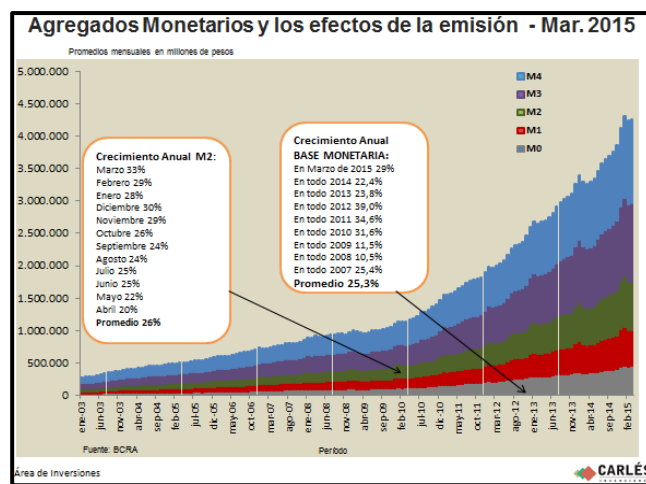
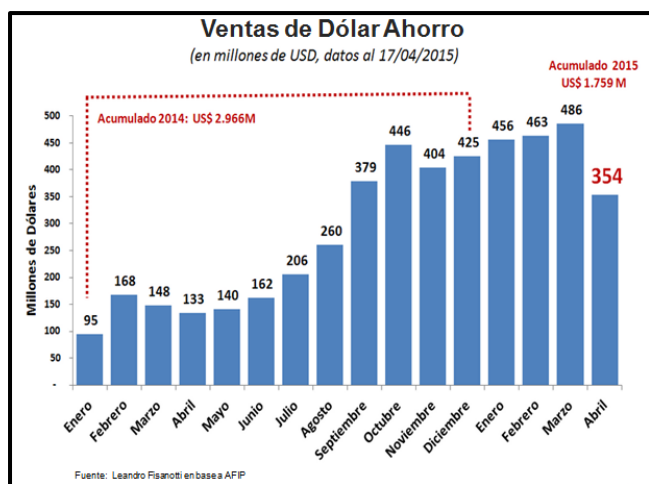
Por lo tanto, quien sea el próximo presidente, tendrá la difícil misión de recuperar el **Superávit Fiscal**, el que supimos tener durante el gobierno de Néstor Kirchner, sin generar un caos social inmediato, pero de forma tal que el país vuelva a ahorrar y al mismo tiempo que la medida ayude a llevar a un dígito el nivel anual de inflación. Lamentablemente existe mucho desconocimiento en la población y hasta hipocresía por parte de la política acerca del manejo prudente en los ingresos del estado. Es claro que se sufre una presión impositiva histórica y con servicios deficientes, pero nadie se cuestiona como se utilizan esos recursos por lo que uno paga ni mucho menos las consecuencias o las formas en que se financia ese gasto cuando excede a los ingresos. Sin embargo, apenas asume un nuevo mandatario repite errores que criticaba de su antecesor. Y justamente esa brecha entre ingresos y gastos, que hoy se financia a través de **Emisión Monetaria**, termina rápidamente en suba de precios y menor poder adquisitivo. Por eso creemos que es la variable más sensible y complicada, pero al mismo tiempo urgente de atender. Son muchos años de un gasto público sobredimensionado, de desahorro y de emisión para cubrir sobregiros, pero sobre todo porque quien lo deberá padecer será la gente y el efecto es inmediato.



**En el frente externo**, la herencia más urgente vendrá por el lado del valor del dólar, que hoy con su cotización claramente atrasada le pega duramente a la competitividad externa sobre todo porque la inflación eleva los costos internos. Así, y a pesar del cepo cambiario que golpea a las importaciones, las exportaciones también se desplomaron y poco a poco se apaga el **Superávit Comercial** generador de dólares genuinos. Sumado al punto anterior, hemos casi perdido los superávits gemelos que supimos conseguir por un buen tiempo. Por otro lado, la emisión también presiona contra el tipo de cambio. La **Base Monetaria** en un año aumentó un 29% y en el primer bimestre de 2015, el Banco Central debió emitir casi \$22.000 millones para asistir al Tesoro, más de cuatro veces que



en igual período de 2014. En marzo, no secó la plaza vía Lebac sino que inyectó pesos y además rescató letras en forma anticipada. Entre ambos factores, terminó emitiendo \$20.000 millones y aún restan cerrarse las paritarias de los gremios más importantes. Son muchos pesos en la calle que sin duda ponen mayor presión al dólar. Además no ayuda el contexto externo donde producto del fortalecimiento del dólar en el mundo, todos los commodities en especial el Petróleo y la Soja, están siendo golpeados en su valor. Hoy la soja ya vale un 45% menos que hace 3 años y un 36% menos que en 2014. A pesar de que la cosecha este año será record, entraran menos dólares comerciales del agro que son fundamentales para el mercado cambiario y su escasez provocara mayor presión. Al mismo tiempo, Brasil esta devaluando de una manera brutal, un 14% solo en 2015 y un 35% en un año. Con ello, el atraso cambiario queda muy en evidencia porque el peso sube solo a cuenta gotas. Vale aclarar que la apreciación del dólar a nivel mundial generara presión cambiaria extra por el encarecimiento de nuestros productos para el resto del mundo.



Sin embargo, previo a cualquier medida cambiaria, la nueva administración deberá observar con mucha atención lo sucedido en enero de 2014 cuando el gobierno devaluó en forma desprolija y sin anunciarlo, sin un plan devaluatorio y antiinflacionario concreto que lleve confianza al peso a largo plazo. Por lo tanto, los efectos positivos de dicha devaluación fueron de muy corto plazo y terminaron absorbidos por la suba de precios. Es por eso que habrá que analizar seriamente cuál será el precio de equilibrio del dólar a futuro, el cual sin dudas estará mucho más cerca del valor actual del dólar blue que del dólar oficial y de llevarlo a un valor alto, habrá que trabajar duramente para llevar la suficiente confianza al mercado y convencerlo de que ese precio se mantendrá en el tiempo para evitar especulaciones a una nueva suba.

Por supuesto que ambos ítems, el futuro del **Gasto** y el **Dólar**, no serán sencillos ni gratis de resolver, pero sí necesarios.

**Lic. Alejandro Rodríguez**