

Informe

Macroeconómico

2do Trimestre 2016



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

El cierre estadístico de esta edición fue el 15/07/2016

Dólar Oficial: \$15,1
Oro: 1327,6
Plazo Fijo: 35 días 24%

Dólar Blue: \$15,3
Petróleo 45,9
BADLAR: 26%

Euro: \$16,5
Soja: 394,1
Lebac: 35 días 31%

Real: \$4,9
Reservas: 33.986
Riesgo País: 503



INTRODUCCION

...Y llegó el 2do semestre. El mismo que el gobierno tanto vitoreó como un lugar de confort al que era necesario simplemente bancar su espera. Es cierto que el oficialismo necesitaba mostrar un bálsamo en el horizonte lanzando un anuncio positivo sobre todo en un momento delicado inclusive denominado por el mismísimo jefe de gabinete **Marcos Peña**, como el peor momento de la gestión del presidente **Mauricio Macri**, donde el freno de la actividad y la alta **inflación** estaban en el momento de mayor auge. Sin embargo, el costo político de una declaración tan floja de papeles le costara unos buenos dolores de cabeza al gobierno aun cuando a mediano plazo se concrete el mismo. Es que a pesar de la situación, debió evitar meterse en menudo compromiso ya que la herencia fue recibida en situación de pre-crisis, manifestado en variables tales como **reservas, dólar y déficit fiscal**, no muy diferentes a la situación previa al Rodrigazo, a la crisis de Martínez de Hoz, al Plan Austral y al Plan de Convertibilidad. Así, transcurrir el 2016 al menos en un proceso al cual denominaría de normalización más que de cambio real propiamente dicho, era tan obligado como necesario y porque no, hasta sabido. Por lo tanto prometer un segundo semestre de bonanza no era ni necesario ni mucho menos responsable puesto que la agenda para llegar a una completa normalización ni que hablar si se pretende ser la antítesis del gobierno anterior, tiene aún demasiadas aristas para ser trabajadas y todo requiere de tiempo sobre todo en un país de mentalidad tan cortoplacista e impaciente como **Argentina**.

En materia económica podemos coincidir en que la salida del **cepo cambiario** y remover tanto **DJAIs** como las **retenciones** que recaían ineficientemente sobre el **campo y la industria**, eran más que necesarias aunque sean vistas como medidas que favorecen a grupos concentrados, aunque sin dudas también fue un alivio para las golpeadas **economías regionales**. Además, la necesidad de cerrar la nefasta novela con los **holdouts** era fundamental si se pretende estar más cerca del mundo, trabajar en serio en materia de política exterior y con ello bajar el **riesgo país**, atraer **inversiones** o endeudarse a tasas coherentes, muy distintas a la financiación vía **emisión monetaria** causa clave de la inflación más alta de los últimos 15 años ayudada claramente por la salida del mismo cepo y el consiguiente aumento del **tipo de cambio** más la suba de **tarifas**. Adicionalmente en el primer semestre el **BCRA** tuvo que lidiar con la liquidación de las ventas a futuro que realizó el gobierno anterior generando una pérdida de \$53.000 millones, algo ciertamente no menor.

Pero por otro lado, y a pesar del grave **problema energético** del país en materia de tarifas e inversiones, el tarifazo fue sin dudas el costado más flojo de la actual gestión con el ministro **Juan José Aranguren** a la cabeza y objetivo de las mayores críticas inclusive dentro del propio arco oficialista. Es que el armado del nuevo cuadro tarifario demostró ser llevado a cabo con una total improvisación y un grado de análisis muy por debajo de lo esperado para un dirigente con sus pergaminos. La actualización y quita de subsidios, necesaria por cierto, se realizó a nivel nacional en forma de shock e inexplicablemente sin contemplar ningún tipo de asimetría en particular, más aún cuando el atraso tarifario es bien sabido que siempre ha correspondido mayormente al área metropolitana y de la ciudad de Buenos Aires por sobre el resto del país. Inclusive hay ciudades donde hace mucho tiempo se pagan tarifas plenas, zonas donde el salario medio es aún más bajo que en las grandes urbes. Por lo tanto, además de pérdida de tiempo y un mayor agujero fiscal por cubrir y un plan B que quedó a mitad de camino, esto generó varios trastornos y quejas en una sociedad mal acostumbrada a pagar muy poco durante muchos años pero que pasó a pagar valores astronómicos de un mes a otro, posteriormente la justicia frenando las subas en varias provincias, lo cual demuestra que a pesar del descalabro energético que dejó el kirchnerismo, no se pueden arreglar 12 años de tarifas deprimidas en 3 meses, sino que requiere de un plan de al menos 2 a 4 años. Y semejante improvisación dejó al ministro en una posición delicada a pocos meses de asumir. Por si fuera poco, jamás se entendió el fuerte aumento de combustibles que aplicó en abril último, cuando no solamente el petróleo bajaba en el mundo, sino que además le dio un verdadero golpe de knock-out a la economía.

Dólar Oficial: \$15,1
Oro: 1327,6
Plazo Fijo: 35 días 24%

Dólar Blue: \$15,3
Petróleo 45,9
BADLAR: 26%

Euro: \$16,5
Soja: 394,1
Lebac: 35 días 31%

Real: \$4,9
Reservas: 33.986
Riesgo País: 503



SITUACION ACTUAL

Hoy el gobierno se encuentra en un verdadero dilema dividido entre las actividades que maneja el presidente del Banco Central a través de **Federico Sturzenegger** por un lado, y las que maneja el ministro de Hacienda **Alfonso Prat-Gay** por otro. Desde el Banco Central han aplicado las recetas más ortodoxas y necesarias para bajar la inflación. Es que al momento de asumir la nueva conducción del BCRA, la economía mostraba un exceso de M1 (que incluye a todo el efectivo en manos de la gente ya sea circulando o en sus cuentas corrientes) cercano a los \$200.000 millones, lo cual representaba un **5% del PBI**. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la base monetaria se ubicaba en torno al **45% anual** y dadas las operaciones a futuro frente a la salida del CEPO, dicha tasa podría haber trepado por lo menos al **70% anual**. Dada esa situación que mostraba el mercado monetario en lo que se refiere a excedente y a tasa de emisión potencial, de haber caído la demanda de dinero al equilibrio bueno por alta demanda, la tasa de inflación hubiera trepado al 200%, mientras que en el equilibrio malo podría haber sido del 500%. Lo peor de todo es que muchos ignoran este no importante detalle.

Con semejante escenario de descalabro monetario, el BCRA atacó el problema con una serie de medidas arrancando con liberar el tipo de cambio, lo cual redujo la demanda potencial de dólares en USD 5.000 millones, más un acuerdo con los importadores por USD 5.000 millones. Así, en lo que va desde el 15 de diciembre de 2015 removió de la plaza más de **\$190.000 millones** mediante la colocación de LEBACs. Y por último, la suba de tasas de interés y la migración de depósitos a la vista hacia los de plazo fijo limpiaron \$20.000 millones, mientras que el salto inicial en el nivel de precios aportó una licuación de \$15.000 millones. En conclusión, el exceso de oferta de dinero eliminado alcanzó los **\$425.000 millones** con la consecuencia de que tales medidas pusieron la tasa de emisión monetaria con un descenso al 25% interanual y la cantidad de dinero en términos reales ha caído un 20% en lo que va del año. Sin dudas un ajuste monetario tremendo. Y si bien ello ha frenado la posibilidad de una crisis en el corto plazo, esto no ha sido gratis. La contrapartida es el crecimiento mostrado por el stock de LEBACs, las cuales asciende hoy a más de \$500.000 millones y representan un 73% de la base monetaria (\$687mil millones) y dado el convencimiento del BCRA en su lucha contra la inflación, para minimizar ese costo financiero denominado **déficit cuasi-fiscal**, ha concentrado esa deuda a muy corto plazo, constituyendo un importante factor de riesgo. Por lo tanto, si por alguna razón se cayera una licitación, la base podría mostrar un salto importante en un día. Por lo tanto, Sturzenegger se ve obligado a mantener una política monetaria extremadamente dura para mantener los riesgos en caja, hecho que podría derivar en una profundización de la recesión. A pesar de dicho dilema con el que tiene que lidiar semana a semana el BCRA, a fuerza de libro vienen manteniendo la receta anti inflacionaria además de venir cumpliendo con la meta de asistencia al tesoro que ya suman **\$80.000 millones** siendo el programa total anunciado a principio de año de **\$160.000 millones**. Claramente es la autoridad con más eficiencia hasta el momento de toda la administración actual del gobierno macrista.

En el otro extremo, tenemos al ministro de hacienda, que llegó con el claro objetivo de acordar rápidamente con los holdouts (y con ello buscar financiamiento externo además de atraer inversiones), eliminar subsidios energéticos, poner fin a las retenciones y eliminar el cepo cambiario. Pero el objetivo madre que traía en su cabeza era bajar el **gasto público y reducir el déficit fiscal de casi 7 puntos del PBI** con que se cerró el 2015. He aquí el cuello de botella, derivado del eterno dilema argentino que nunca supo ni sabe, ni decide ni se pone de acuerdo que tamaño de estado quiere, ya que esto define el nivel de gasto público que debe ser financiado por la recaudación. Y los argentinos se paran siempre en la inviable vereda de reclamar impuestos bajos pero a la vez un estado que subsidie todo. Sin embargo cuando se gasta por encima de lo que se recauda y se emite para financiar ese hueco, sufren y se quejan de la inflación. Es que el manejo del gasto público es un área sensible que puede movilizar a las masas que disconformes se resisten a perder el lugar ya ganado desde en los últimos años, siendo hoy una herencia de 4 millones de empleados públicos que no devuelven un solo servicio estatal en forma eficiente y que genera un gasto homérico que llega al 50% del PBI. En definitiva, un tamaño del estado tan grande (solo los salarios de empleados

Dólar Oficial: \$15,1
Oro: 1327,6
Plazo Fijo: 35 días 24%

Dólar Blue: \$15,3
Petróleo 45,9
BADLAR: 26%

Euro: \$16,5
Soja: 394,1
Lebac: 35 días 31%

Real: \$4,9
Reservas: 33.986
Riesgo País: 503



públicos representan más del 50%) hace de cualquier decisión de reestructuración interna, muy complicada de llevar adelante en pos de bajar el gasto por más de que las inversiones empiecen a llegar y se intente mudar gente de un sector al otro. Por ello, los despidos al momento no han superado los 40mil en la administración pública general mientras que en el sector privado son más de 80mil. Y ello muestra a las claras la diferencia que tiene el poder de lobby de los trabajadores del estado versus el desprotegido empleado del ámbito privado, cuando ambos sufren el mismo freno de la economía pero no es x el sector privado que el gasto está donde está con sus nefastas consecuencias. Y así finalmente, es como a pesar de que los subsidios representan menos del 20% del gasto público, que termina siendo esa la variable más fácil para ajustar mediante tarifazos pero menos dolorosa que los despidos.

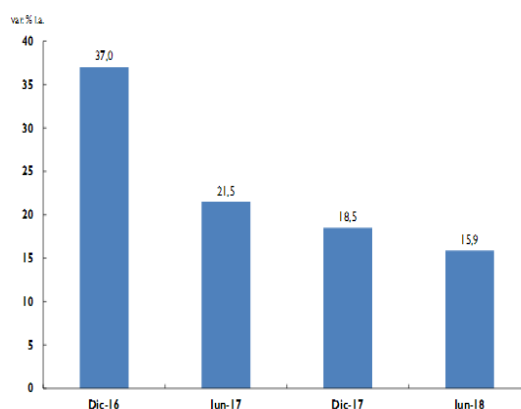
El dilema entre ambos dirigentes, reside en que el arduo trabajo del BCRA, le complica la vida al ministro de Hacienda al tener que convivir con una tasa de interés muy elevada provocando una fuerte recesión que aunque necesaria para poder bajar la inflación, tiene un costado complicado desde el lado de la actividad, el empleo y la recaudación, sumado al fuerte aumento en tarifas y alimentos. Adicionalmente, y como para tener en cuenta el nivel de distorsión de precios relativos que genero el cepo cambiario más la inflación reprimida que venía azotando al país desde el 2007, a más de 6 meses de semejante apretón monetario que viene llevando adelante el BCRA, aun no se avizora que la inflación muestre signos de agotamiento y sus perspectivas de baja ya se ven más para 2017 que para 2016. Y como si fuera poco, la inflación continua en niveles elevados y atrasa el tipo de cambio real desincentivando las ventas al exterior. En esa misma línea y presionado por el ministerio de hacienda, el BCRA contra todos los pronósticos cedió finalmente y comenzó a bajar la tasa con un recorte de 7 puntos durante 6 martes que incluyo todo Junio, días en que se realizan las licitaciones y renovaciones de las LEBACs, lo cual también despertó al dólar que aprovechando el efecto **Brexit** pego un salto importante durante algunos días para luego acomodarse nuevamente debajo de los \$15 por dólar. En resumen, a pesar de la feroz contracción monetaria, el mes y medio perdido por bajar la tasa de interés antes de tiempo borrara definitivamente cualquier esperanza de ver mejoras en la inflación a partir del segundo semestre. Sin dudas, se perdió tiempopreciado entre los errores de tarifas y la baja en las tasas.

PERSPECTIVAS

Si bien es muy probable que el segundo semestre tenga una tasa de inflación más baja que en el primero, la misma será todavía muy alta para pretender ser todavía un país normal. En términos de actividad económica se esperan sectores funcionando muy bien como el agropecuario y otros complicados como la industria manufacturera por la recesión en **Brasil** que parece tener para rato. Todo parece indicar que el promedio de la actividad económica cerrará 2016 alrededor de **-1%**, más una inflación anualizada en el orden del **25%**. Sin embargo, ello no evitará que el total año cierre mínimamente en un 40%, un numero realmente elevado.

Expectativas de inflación anual - IPC Nacional

Precios minoristas (Nacional)			
	Referencia	Mediana	Promedio
2016	var. % i.a.; dic-16	37,0	37,0
Próx. 12 meses	var. % i.a.; jun-17	21,5	21,6
2017	var. % i.a.; dic-17	18,5	18,5
Próx. 24 meses	var. % i.a.; jun-18	15,9	15,7



Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

Dólar Oficial: \$15,1
Oro: 1327,6
Plazo Fijo: 35 días 24%

Dólar Blue: \$15,3
Petróleo 45,9
BADLAR: 26%

Euro: \$16,5
Soja: 394,1
Lebac: 35 días 31%

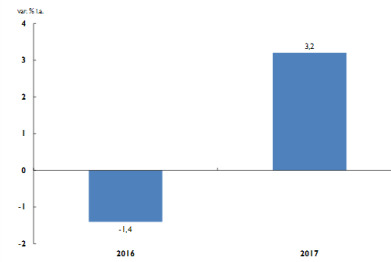
Real: \$4,9
Reservas: 33.986
Riesgo País: 503



Por otro lado, el gobierno necesita terminar con todos los ajustes necesarios y antipáticos a más tardar para fin de año. 2017 es año eleccionario y no querrá mostrarse con malos índices de popularidad ya que necesita una señal de respaldo por parte de la población porque un revés electoral lo ataría para los 2 años que le restan de gestión. De todas formas, el error en el armado del cuadro tarifario en el gas y un posible revés judicial por parte de la **Corte Suprema** puede complicar severamente el objetivo fiscal de 2016, más de lo que ya sufrirá por estos meses en los cuales no podrá facturar los aumentos e inclusive devolver los recibidos. Ciertamente un dolor de cabeza que no será gratuito.

Expectativas de crecimiento anual

PIB a precios constantes			
	Referencia	Mediana	Promedio
2016	var. % prom. anual	-1,4	-1,3
2017	var. % prom. anual	3,2	3,2

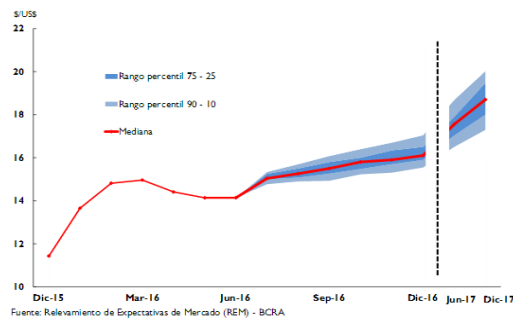


Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

El **Dólar**, que coquetea con los \$15, cierra el primer semestre con claro atraso por el alto nivel de inflación y pasada la época de liquidación de cosecha que suele presionar a la baja, únicamente podrá ser contenido por un exitoso blanqueo, la llegada de inversiones o bien si la tasa de LEAC deja de caer o eventualmente la vuelven a subir. Como ninguna de las 3 opciones parece sostenerse en el mediano plazo, es probable que veamos el tipo de cambio un poquito más cerca de los \$16 para fin de año, difícilmente subiendo más por su impacto potencial en precios. Además, si la inflación comienza a ceder, tendera a apreciarse a nivel real.

Expectativas de tipo de cambio nominal

Tipo de cambio nominal			
	Referencia	Mediana	Promedio
jul-16	\$/US\$	15,0	15,1
ago-16	\$/US\$	15,3	15,3
sep-16	\$/US\$	15,5	15,5
oct-16	\$/US\$	15,8	15,8
nov-16	\$/US\$	15,9	16,0
dic-16	\$/US\$	16,1	16,2
Próx. 12 meses	\$/US\$; jun-17	17,6	17,6
2017	\$/US\$; dic-17	18,7	18,7



Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

Para lograr la "lluvia de inversiones", si bien el país ha normalizado cuestiones no menores como el **cepo**, **holdouts** e **Indec**, además de mostrarse al mundo a través de Davos, Alianza del Pacífico y encuentros con la UE y EUA, el país aún se debe reformas muy profundas sobre todo en materia impositiva, reglas e instituciones fuertes que muestren una previsibilidad a mayor plazo. De lo contrario únicamente los capitales financieros serán los que arribaran para emprender la vuelta apenas encuentren un destino más favorable y el país lo que necesita en forma urgente son capitales productivos que una vez asentados, reinviertan. Ese es único camino viable para generar empleo genuino desde el ámbito privado. El dilema del ministro de hacienda es como bajar el gasto público sin reducir un empleo público que es exagerado e inviable, pero que puede destapar una olla peligrosa y complicar la gobernabilidad.

Lic. Alejandro Rodríguez