

# Informe Macroeconómico

## 3er 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 30/09/2014



## INTRODUCCION

Si alguien pensaba que este año iba a ser un año relativamente tranquilo comparado con el movido 2013 de elecciones legislativas y el futuro 2015 de elecciones presidenciales, claramente se equivocó y honestamente me incluyo. Y es que el 2014, con sus ya nueve meses trascurridos, y la batalla buitres vs. gobierno, con el **juez Thomas Griesa** en el medio, le compite mano a mano al 2008 con el conflicto, gobierno vs. campo, que mantuvo al país en vilo y al que Julio Cobos le dio el golpe de gracia.

En efecto, y aun cuando a principios de año vaticinábamos que este sería un año de serias dificultades macroeconómicas (y lo seguirá siendo lamentablemente) con el peor de los males, la estanflación, el gobierno supo acusar recibo rápidamente y con el ingreso de **Kicillof en Economía y Fábrega en el BCRA**, comenzó a tomar decisiones de peso, entre las que se destacaron la devaluación del peso, fuerte suba de tasas y acuerdos con **Repsol, Ciadi y Club de Paris**. Inclusive aprovechó para relanzar el **nuevo IPC** que exigía el **FMI** hacía tiempo.

Sin embargo, ni la prematura devaluación de enero generó tanto ruido como el conflicto que se generó, repercusión mundial incluida, a partir de la decisión de la **Corte Suprema de EUA** de no tomar el caso que los **fondos buitres** le iniciaron al país por violar la **cláusula Pari-Passu**, avalando así una polémica decisión del juez Griesa, y que fue sin dudas tema excluyente durante todo julio. Ya en agosto, con los días de gracia expirados, el tema de discusión se basó en si estamos o no en **default**, algo que el mercado aún no sinceró en la práctica por más default selectivo con que reclasificaran al país las agencias top de riesgo.

Por consiguiente entre el 16 de junio, cuando se perdió el juicio definitivamente, al presente, el **Bank of New York Mellon (BoNY)** y por orden de Griesa, no giró a los tenedores de deuda con ley New York el dinero que la Argentina había transferido para el vencimiento del 30 de junio, por lo que arrancaron 30 días de gracia para no caer en default con varias reuniones con el mediador **Daniel Pollack**, designado también por el juez y que no sirvieron para destrabar al conflicto. Eventualmente y más allá de gruesos errores cometidos por el gobierno en el manejo del caso, Griesa fue duramente criticado en el mundo financiero e inclusive por importantes medios de EUA, por un lado por el alto grado de desconocimiento que mostró en las audiencias y por el otro, por un fallo sin precedentes que puso entre las cuerdas a un país con capacidad de pago, pero que de obedecer inmediatamente dicha sentencia podría gatillar la **cláusula RUFO** generando una catarata de reclamos de los bonistas reestructurados por igual trato. Eventualmente, teniendo en cuenta la complejidad del caso, de las razones fundadas por los fondos buitres, pero con un país que luego de tener la mayor crisis económico-financiera de su historia, reestructuró casi un 93% de su deuda en default, parecía ser que la decisión más sabia para arribar a una solución, hubiera estado más cerca de un simple paraguas protector (**Stay**) al menos hasta fin de año que permita seguir pagando su deuda "performing" pero con una garantía de cumplimiento de la sentencia por parte de Argentina para enero de 2015, evitando mayores conflictos, obligando al gobierno a cumplir la sentencia pero poniéndole algún límite a los fondos buitres. Evidentemente, el juez no lo vio así.

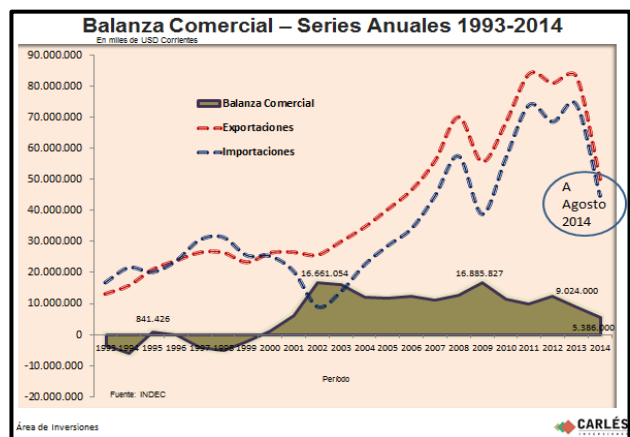
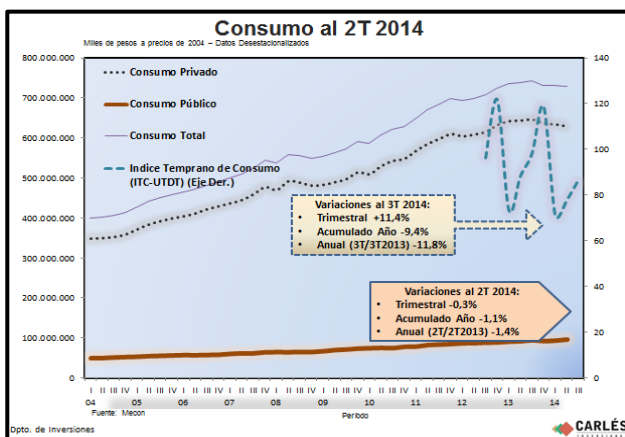
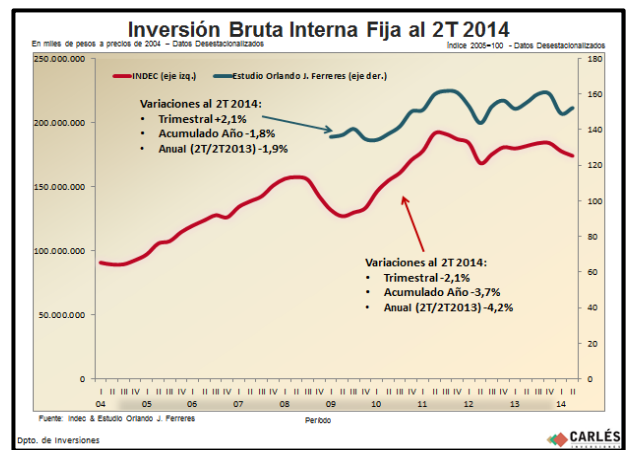
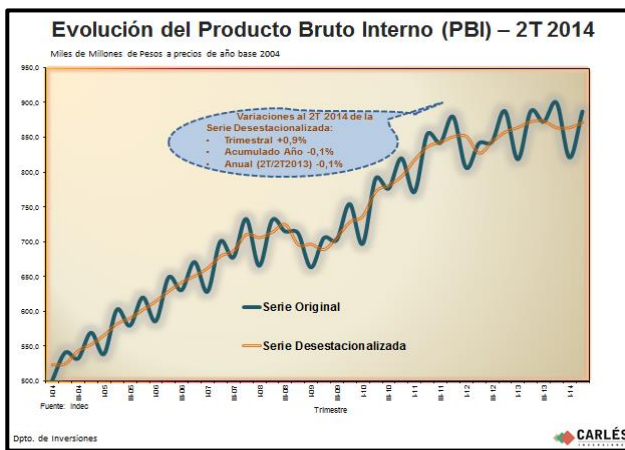
Y sobre llovido mojado, ya que con una acción más en caliente que analizada, y exclusivamente en contra de la justicia norteamericana, se aprobó en forma exprés la **Ley de Pago Soberano** permitiendo al Ministerio de Economía remover al BoNY como trustee de los bonos soberanos regidos por ley extranjera (e inclusive se le quitó la licencia para operar en el país) y reemplazarlo con **Nación Fideicomisos**, lugar donde ya se depositaron **los USD 191 millones del bono Par** que vencieron el 30 de septiembre. Así, la ley permitirá a los tenedores entrar en un canje voluntario por nuevos títulos públicos regidos por legislación local o de la República de Francia. Ahora bien, si la simple aceptación de cambio de jurisdicción era de difícil aceptación porque hay fondos de inversión que por estatutos están impedidos, ahora con el **desacato** dictado por el juez, la ley fue declarada ilegal y aún resta esperar que



sanción nos corresponde por cada día que no se cumpla el fallo. Si bien, ya arranca la recta final de 2014, estos últimos 3 meses se parecerán más a un año que a un trimestre, y donde mucho aún puede suceder.

## SITUACION ACTUAL

Por estos días todas las miradas parecen estar enfocadas en el 31 de diciembre de 2014, fecha en que la cláusula RUFO caducará y donde no habrán excusas más que acatar el fallo. Ahora bien, al verse impedida una solución inmediata del conflicto, los mismos problemas de inicio de año resurgieron hoy y para colmo en un momento en que el país se encuentra sumido en **estanflación**, o sea una fuerte caída de la actividad y el empleo, más el flagelo de la inflación que ni la misma caída de la actividad la reduce. La **actividad (PBI)**, pasó de crecimiento negativo interanual de 0,2% del primer trimestre a un crecimiento nulo en el segundo, lo cual confirma ya en forma oficial que el país continúa en recesión. Y si tenemos en cuenta que el segundo trimestre suele ser el más importante en materia de actividad, es difícil esperar crecimiento en los últimos dos trimestres del año, por lo cual es alta la chance de un cierre anual por debajo de 0%. Inclusive, al cierre de esta edición, ya el estimador mensual (**EMAE**) de Julio también oficializó crecimiento 0, respecto de un año atrás. Recordemos que el PBI es el resultado trimestral proveniente de la suma entre el **Consumo (público y privado)**, la **Inversión** y la **Balanza Comercial**.



El mes de septiembre arranco movido, pese a tratarse de un mes en el que tradicionalmente no ocurre demasiado. Se trata de un período en el que afloja la importación de energía y que no presenta aumentos salariales, como tampoco mucha venta de soja; por lo tanto, no suele ser un mes complicado como pasa con diciembre o enero. Sin embargo, hay muchos síntomas de presión cambiaria inusualmente importantes. Ya el valor del **dólar oficial** quedó barato y, ante la incertidumbre, todos los que pudieron comenzaron a comprar **dólar ahorro**. Así, durante la primera semana de septiembre ya se había comprado tanto de esa moneda como en todo el mes de agosto, e inclusive fue el mes del **"Contado con liqui"**, una forma legal que de hacerse de dólares mediante la compra de un bono local en

Dólar Oficial  
\$8,44

Brecha vs. BLUE  
-86,0%

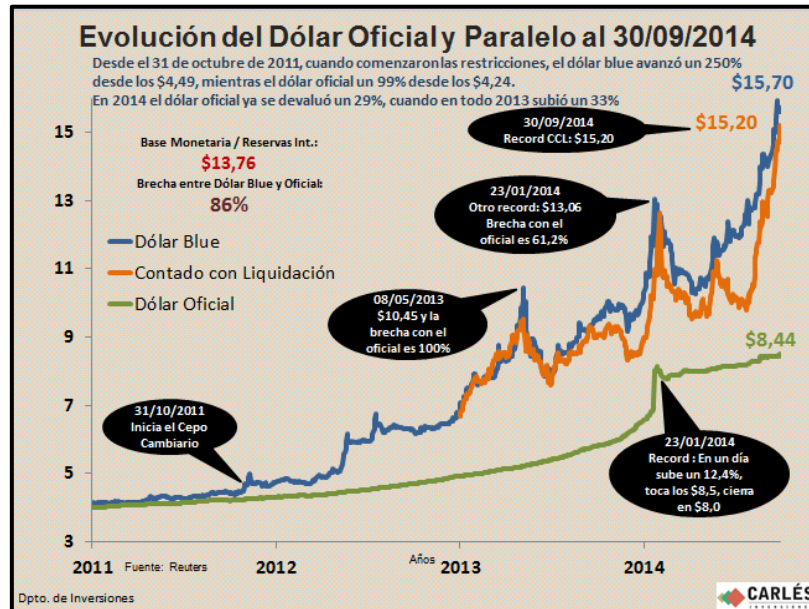
Reservas Int.:  
USD 27.944 Mill

ISAC Agosto2014  
+0,7% Anual

Costo Construcción Agosto  
2014 +34,2% Anual



pesos para ser liquidado en el exterior en dólares. El mismo subió 18% frente al 11% del blue y quebró la barrera de los \$15 empujando. Y la explicación de ello estuvo en las empresas que vieron allí la única chance de pagar sus importaciones ante la negativa del BCRA de venderles mediante el circuito oficial para no sacrificar reservas.



A pesar de que el gobierno elevó el piso para la compra del dólar ahorro, lanzó diversos programas y retomó el sendero de tasas bajas para incentivar el consumo y desincentivar el ahorro, esa fuga de depósitos no sólo no está siendo captada por el consumo, sino que va directo a la compra de dólares que para colmo quedan fuera del sistema porque nadie los deja en el banco. Hay indicadores clave como el consumo, que presentan caídas notorias. Por ejemplo los últimos informes (Agosto) del **Indec** sobre compras en **Shoppings** y **Supermercados**, muestran caídas respecto del mes anterior, sobre todo en supermercados que ya acumula ocho meses de retrocesos. El programa **PRO.CRE.AUTO**, lanzado en Julio y relanzado la última semana de septiembre, con el fin de repuntar la grave crisis del sector automotriz que no para de suspender personal, no ha podido hacer mella en la gente que hoy no ve perspectivas de mejora en la economía real y está muy reticente a endeudarse. Por ello, se refugia en el dólar dejando congelada cualquier decisión de inversión. Este último programa sin dudas llegó tarde y además posterior al impuestazo que le propinaron a los autos a fin de año, dejando un tendal de modelos fuera de mercado, lo que claramente puso a los autos más vendidos con precios por encima de la inflación privada (entre un 30% y 40%). Un dato bien preocupante lo emitió **ACARA**, la asociación que agrupa a todos los concesionarios, donde las suscripciones a planes de ahorro, la forma más económica de llegar a un 0km (84 cuotas), sufrieron una caída del 28% comparado a un año atrás. Adicionalmente, durante septiembre el gobierno lanzó el plan **AHORA12**, un acuerdo con los bancos para reinstaurar las 12 cuotas sin interés hasta marzo de 2015, lo cual permite comprar en cuotas desde ropa, materiales de construcción, calzados, muebles, etc. Veremos más adelante si logra tentar a los consumidores o si bien estos prefieren continuar resguardados en dólares y no endeudándose más.

Con las inversiones paralizadas, la balanza comercial perdiendo superávit y el consumo en picada, el crecimiento del país (PBI) tiene perspectiva negativa para 2014. Y con el **dólar blue** rondando los \$16, es bueno tener presente **que factores le agregan tensión** a quienes están dispuestos a convalidar esos valores. Por supuesto, atrás queda la discusión sobre si se trata de un valor razonable para las expectativas económicas y la naturaleza de la actividad que tiene la Argentina. Pero la falta de dólares es una especie de parásito que todo lo invade. Repasemos esos 5 factores:

**Factor 1) DEFAULT y SOJA.** La cesación de pagos de deuda provocada por un excesivo fallo de Griesa pone las perspectivas del país en una situación de latencia. Significa que, de necesitarlo, la Argentina no puede (ni podrá)

Dólar Oficial  
\$8,44

Brecha vs. BLUE  
-86,0%

Reservas Int.:  
USD 27.944 Mill

ISAC Agosto 2014  
+0,7% Anual

Costo Construcción Agosto  
2014 +34,2% Anual



acceder al mercado de deuda, es decir, no podrá tomar dólares prestados, al menos, del principal mercado financiero del mundo. Por lo mismo, la fuerte caída en el precio de la soja, que implica una menor entrada de dólares para la próxima cosecha ha impactado fuerte en las expectativas. Se calcula que serán USD 8.000 millones menos de un total que hoy ronda los USD 28.000 millones. Desde enero, la oleaginosa perdió casi un cuarto de su valor. El precio promedio para la próxima campaña está 30% por debajo de 2013. A eso se agrega menos inversión.

**Factor 2) INFLACIÓN.** El dólar es un activo más y a no dudarlo. Y si bien puede presentar un comportamiento que lo diferencia del resto de los bienes y servicios, medido en pesos, reacciona como mínimo, en forma similar al resto. En una economía con 30 o 40% de inflación anual, la perspectiva es que, si se parte de un valor de equilibrio para el dólar, el tipo de cambio respete esa variación para que no se desvirtúe. Por ejemplo, con atraso cambiario, el dólar se hace más barato, los importadores demandan más dólares y los ahorristas también.

**Factor 3) DEVALUACIÓN y CEPO.** La marcha del tipo de cambio oficial influye de sobremanera en el blue. Sobre todo si se tiene en cuenta que, ante un retraso cambiario, los actores económicos del sector privado (familias y empresas) sacan cuentas. Una mayor brecha entre el tipo de cambio oficial y el blue baja el incentivo de venta de quienes son los proveedores naturales de dólares (los exportadores y productores del agro) porque deben liquidarlo en el mercado oficial a \$8,42 menos el 35% de las retenciones. Es decir que por cada dólar les pagan poco más de \$5 y si quisieran volver a dolarizarse, deben agregar \$11. Por lo mismo, el cepo que está cumpliendo 3 años, no hace más que incrementar las tensiones: controles en las cuevas, medidas restrictivas para importadores, vuelcan a un mayor número de personas y empresas a buscar divisas en la plaza informal. A mayor demanda, mayor precio si la oferta se mantiene constante.

**Factor 4) TASAS NEGATIVAS Y RECESIÓN.** Una mayor expectativa de depreciación del tipo de cambio y tasas de interés que, en pesos, resultan más bajas incrementan la demanda por dólares. De hecho estamos en presencia de la menor tasa que pagaron los bancos por sus plazos fijos en lo que va del año: 20%. En un escenario recesivo, las familias están decidiendo tomar menos préstamos. Por ende, a los bancos les sobran pesos. Cuando abunda mucho de un producto (pesos) su precio tiene a bajar, por eso las tasas que pagan los bancos son cada vez más bajas. Si la inflación estimada es del 40% anual y la tasa que me pagan es del 20% anual, entonces en 12 meses me quedo con más dinero nominal pero menos dinero real. El dólar tiende a solventar este problema, ya que permite postergar consumo (ahorro) sin perder poder adquisitivo.

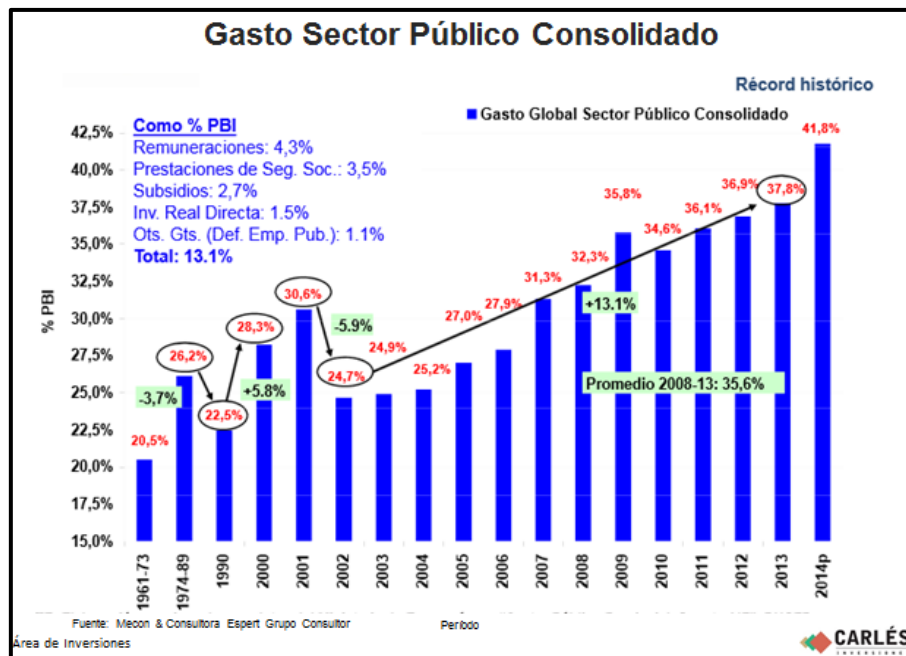
**Factor 5) EMISIÓN Y DÉFICIT FISCAL.** Si bien no es el único elemento que cuenta a la hora de identificar cuáles son los artifices que generan inflación, es importante tener presente que siempre que un Banco Central emita dinero por encima de lo que le demanda el mercado (las empresas y las familias) esto genera aumento de precios. Si en lugar de ser un evento aislado se trata de una política permanente, entonces la inercia inflacionaria les pega de lleno a todos los activos, por eso "inflación" se define es la suba generalizada de precios. Si esa emisión monetaria se hace además para financiar el dinero que el Gobierno gasta por encima de sus ingresos, entonces el problema es aún mayor, porque sus magros ahorros despiertan en quienes utilizan la moneda doméstica la sospecha de que las variables económicas tenderán a desvirtuarse.

## PERSPECTIVAS

Repasemos rápidamente como vemos la coyuntura de las **principales variables a mirar hoy en la economía**: Por un lado tenemos al famoso **déficit fiscal y las consecuencias de la emisión** que hoy es la única fuente de financiamiento, al menos hasta solucionar el conflicto con los **holdouts**. Y justamente el último trimestre es el período de mayor emisión. Eso no se va a modificar sino que por el contrario se expandirá la **base monetaria** poniendo fuerte presión sobre los precios y el tipo de cambio. El sobredimensionado gasto público es la madre de



todas las desgracias que asuelan a nuestro país. Es la causa de la inflación, el endeudamiento, la pobreza, la ineficacia en la prestación de servicios por los que la población paga, y es una colosal máquina de pérdida y destrucción de oportunidades. Hay que pensar concretamente en cómo bajar el gasto responsablemente, no en el ajuste por el ajuste mismo.



**Las tasas**, que habían escalado luego de la devaluación de enero y se posicionaron por encima de 26% como la **BADLAR Privada**, y servían para absorber una cantidad muy importante de pesos a través de licitación de **Lebacs y Nobacs**, le quitaron fuerte presión al dólar, ayudado por tasas de plazo fijo más cercanas a la tasa de inflación de ese momento. Sin embargo, le pegaron duro a la actividad al encarecer mucho la toma de créditos, y con un escenario negativo más un default inesperado, rápidamente se dio marcha atrás con esa medida a fin de promover el consumo con los acuerdos antes mencionados. En conclusión, vemos **difícil el retorno de las tasas elevadas**, ya que el gobierno insistirá con foguear el consumo a través de créditos, buscando que no le pegue al **empleo**, el cual tiene **diagnostico de reservado a sombrío** hasta por lo menos las próximas elecciones presidenciales, por mas acuerdo con holdouts de por medio.

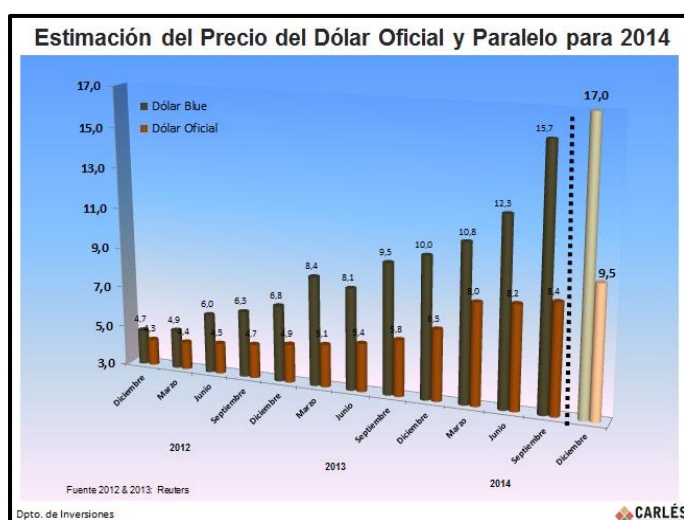
Por el lado de **las reservas**, las mismas ya han perforado los USD 28.000 millones, a pesar del endurecimiento del cepo cambiario. Sucede que como muchas de esas compras son partes esenciales para la fabricación de productos que posteriormente se exportan, no salen tantas divisas pero tampoco ingresan. Y como difícilmente se inyecten dólares ya que no habrá acuerdo con **holdouts** mínimamente hasta enero próximo, las reservas del Banco Central **bajarán todavía unos USD 3.000 millones más** para cancelar deuda y para cancelar importaciones de energía e inclusive financiar gasto.

**Respecto al dólar**, puede ubicarse en un rango que va de **\$9,5 a \$10 para fin de año o inicios de 2015**, porque si no acompaña la inflación va a generar una nueva complicación para principios de año como sucediera en enero pasado. No hay dudas que va a subir, lo que se debate es cómo y cuándo, debido a que todo dependerá de las decisiones que vaya tomando el gobierno. El problema está en que **una simple devaluación no sirve de nada**, sobre todo si no es acompañado por un plan que mejore las **expectativas**. De hecho **la inflación ya erosionó toda la devaluación de enero**, porque devaluar sin un plan antiinflacionario es como beber agua del mar en medio de un naufragio. Eso sí, no le queda mucho tiempo al gobierno ya que **la mayor presión comenzará a partir de los meses de noviembre y diciembre**. Estos meses son los de mayor crecimiento de la emisión monetaria, ya que los gastos del



sector público y las necesidades de la economía real se incrementan. Esa alta emisión es lo que pondrá nuevamente una fuerte presión al dólar oficial, que necesariamente dará un salto similar al que tuvo en enero.

Sin embargo, es difícil determinar cuándo se dará este escenario, ya que la cantidad de variables políticas y económicas que intervienen son múltiples. Pero el **atraso cambiario** que marca la inflación es lo que va a determinar la aceleración de los tiempos. El mes de enero vuelve entonces a ser el mes donde es más probable que se realice el ajuste más importante del tipo de cambio, ya que por otro lado es donde genera los menores costos económicos. Las vacaciones y el menor nivel de actividad económica suelen ser un mejor escenario que los meses de mucha actividad como diciembre. Es probable entonces que el **BCRA** utilice todo el arsenal disponible para retener al dólar oficial hasta pasar fin de año. Por supuesto que en el medio, el dólar blue seguramente se aproveche de las tensiones cambiarias y las expectativas reinantes, para pegar otro salto y donde lo que hoy parece caro a \$16 puede ser barato en breve.



Sin embargo, **el cómo y el cuándo** hasta puede ser utilizado en forma muy hábil e inteligente, ya que podría coincidir convenientemente con el anuncio del pago a los **holdouts**, una eliminación parcial del **cepo cambiario**, una suba de tasas y un tipo de cambio que se ubique lo más cerca del blue posible a fin de asestarle un golpe a través de expectativas que puede generar un veloz ingreso de dólares frescos para reforzar las reservas. Y sin lugar a dudas, que si se logra ajustar el **gasto público**, al menos eliminando subsidios ineficientes y no incrementando la planta permanente de personal, los resultados pueden comenzar a verse rápidamente y para mejor.

Como los problemas principales de la economía no están resueltos –**inflación, déficit fiscal y cepo cambiario**– es que la historia se repite una y otra vez. Pero en cada nueva vuelta, siempre se necesita más ajuste que antes y probablemente es que tenga un efecto menor en el tiempo. Lo interesante es que la mayoría sabemos que esto va a pasar y, por lo tanto, nos preparamos para este evento. Los eventos esperados tienen impactos en términos reales y financieros, aunque menores si son inesperados. Porque en economía, peor que tener una mala noticia es tener incertidumbre. **Y tanta incertidumbre hoy no hay, solo hay malas noticias.**

**Lic. Alejandro Rodríguez**