

Informe

Macroeconómico

4to Trimestre 2014



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 16/01/2015

Dólar Oficial
\$8,60

Brecha vs. BLUE
-58,1%

Reservas Int.:
USD 31.304 Mill

ISAC Nov 2014
+3,8% Anual

Costo Construcción Dic 2014
+32,9% Anual



RESUMEN 2014

Se nos fue el 2014, un año sin dudas intenso, donde conflictos tanto internos como externos dominaron el escenario político, social y económico, en la antesala de un 2015 que verá vestir la banda presidencial a un hombre sin el apellido **Kirchner**, con todo lo que eso significa luego de 12 años comandados por Néstor y Cristina.

El año ya había arrancado con turbulencias e importantes cambios tanto en el gabinete, como en la jefatura, hacienda y el BCRA, a fin de hacerle frente a una economía dolida que venía perdiendo reservas a un nivel insostenible en el corto plazo. Fue así como la primer medida no se hizo esperar y el gobierno dio un fuerte giro de timón en ese primer bimestre.

A pesar de que la **inflación**, un verdadero cáncer que aqueja a todos aunque con más dureza a los sectores humildes, jamás contó con un plan concreto para atacarla definitivamente salvo el programa **precios cuidados**, si se tomaron por otro lado varias medidas de peso que el contexto pedía a gritos. Por un lado la **tasa de interés** subió a niveles por encima del 25%, que aunque por debajo de la inflación, ayudaba a oxigenar al **BCRA** permitiéndole colocar rápidamente las **LEBACs** y absorber pesos sin demanda que de otra forma terminaría metiendo más presión al **dólar blue**. Adicionalmente el nivel del **dólar oficial** subió casi un 23% por encima de los \$6.53 con el que cerró 2013, lo cual si bien puso a la inflación a galopar nuevamente, con un precio del dólar más lógico los exportadores se vieron tentados de liquidar grandes cantidades de dólares que ingresaron en la economía y le dieron un gran alivio, sobre todo en el primer semestre.

En el frente externo, el objetivo estaba muy claro, sobre todo porque la **balanza comercial** se frenó bruscamente dejando de ser generadora de dólares como en años anteriores, y el objetivo por el que se apostaba era el de ingresar a los mercados internacionales en busca de dólares baratos en un mundo súper líquido. Por lo tanto, era fundamental cumplir determinados requisitos para que el mercado al menos nos atienda el teléfono. Y las medidas a tomar eran cuatro bien puntuales más una ficha muy riesgosa a la que se decidió apostar más a la suerte que a la acción misma, lo cual evitó cumplir con el objetivo principal.

Primeramente se lanzó el nuevo **IPC**, a fin de levantar la moción de censura que el **FMI** le impuso al país por falsear estadísticas, algo que a pesar de ser bien recibido tanto por el mercado como por el organismo internacional, aun no fue removida. Por otro lado se decidió cerrar en forma más eficaz y rápida que eficiente y beneficiosa, tanto los conflictos más duros del **CIADI** como la indemnización a **REPSOL** por la nacionalización de **YPF** y ni que hablar de la renegociación de la deuda con el **Club de Paris** por la deuda en default, por la que inclusive se aceptaron condiciones bastante poco favorables (USD 4.000 millones de más en intereses y punitivos) con tal de que el FMI no forme parte de la negociación y audite las cuentas del país. Pero había que cerrar estos conflictos cuanto antes y así se hizo.

Sin embargo, ni el propio gobierno ni el mercado apostaban por un revés tan contundente como el que sufriera el país el 16 de junio cuando la **Corte Suprema de USA**, rechazó la apelación argentina y ratificó los fallos a favor de los denominados "**Fondos Buitres**" obligando al país a pagarles el 100% (Por ese entonces unos USD 1.330 millones) y para colmo con la cláusula **RUFO** en plena vigencia. El país, que si bien sabía que tarde o temprano el juicio ya estaba perdido, apostaba al menos a que la Corte Suprema tome el caso a fin de ganar tiempo y cruzar el umbral del 2014 para que caiga la RUFO. Así, terminó acorralado y con un vencimiento de deuda sólo 14 días más tarde que no iba a poder realizar en un 100%. A partir de allí, nombres como **Thomas Griesa**, **Paul Singer** y **Dan Pollack** fueron tan comunes como los de Messi, Mascherano o Di Maria que por ese entonces jugaban el Mundial de Brasil.

Con el problema auestas, sin dudas el costo de ir al **default** y no acatar el fallo era menor al de respetarlo, pagar y abrir la posibilidad de una catarata de juicios en contra por parte de los bonistas que se podían sentir perjudicados por haber aceptado inicialmente los canjes de 2005 y 2010. Eventualmente, la discusión se centró en si cumplir la

Dólar Oficial
\$8,60

Brecha vs. BLUE
-58,1%

Reservas Int.:
USD 31.304 Mill

ISAC Nov 2014
+3,8% Anual

Costo Construcción Dic 2014
+32,9% Anual



sentencia, al ser “**No Voluntaria**”, activaba o no la cláusula RUFO o si era una excusa para no pagar. Por otro lado, y más allá de que se llegó a esa instancia por claros errores del Gobierno (violación de cláusula **PARI PASSU**, promulgación de la **Ley Cerrojo** y hasta el hecho de ignorar de su pasivo las deudas con el 7% que no acepto los canjes), el caso de los fondos buitres tomó trascendencia internacional en cuanto al claro perjuicio que ocasionan estos grupos a las economías de los países poniendo en jaque cualquier reestructuración de deuda, más allá de que estos fondos se manejen con las reglas del mercado.

A pesar del nuevo default al que tuvo que ingresar el país a partir del 30 de Julio cuando el periodo de gracia para el pago del bono **Discount** expiró, el mercado siguió confiando en un arreglo a partir de 2015. Y es que la **Argentina** previo a lo ocurrido venía cumpliendo al pie de la letra todos sus vencimientos de deuda, con dos canjes muy exitosos, además de cerrar dos conflictos que hacían mucho ruido como los de Repsol y Club de Paris, pero sobre todo porque contaba con los recursos necesarios para salir rápidamente del problema. Eventualmente y a pesar del revés que sufrió el país, el mercado no levantó ninguna de las opciones que habilitaba la situación como el **cross default** para pedir la aceleración de los bonos y demandar el pago inmediato de la totalidad de la deuda o la misma ejecución de los **CDS** que funcionan como seguros internacionales contra el default. Y el **riesgo país**, tampoco se vio tocado fuertemente sino que por el contrario se ubicó en valores bien bajos y muy lejanos para un país en default.

Y así, a pesar de que el vencimiento de deuda del 30 de septiembre de los bonos **Par** corrieron la misma suerte que sus primos Discount, el mercado permaneció siempre en su postura de apostar por un acuerdo para 2015, algo que sin dudas la Argentina necesita hoy como el agua, a fin de poder dejar de financiarse vía **emisión monetaria**, lo cual presiona fuertemente sobre los **precios y el tipo de cambio**, haciendo difícil una rápida salida de la recesión actual con destrucción de empleo que nuestra economía padece hoy. Y sobre todo porque a pesar de la paz cambiaria que prima por estos días, ya hay muchos indicadores en luces rojas hace tiempo como el altísimo nivel del **gasto público**.

El **dólar paralelo** como las **reservas**, también fueron grandes protagonistas del año, donde el primero llegó a tocar los \$16 en septiembre hasta que con la salida de **Fabrega** del **BCRA** y el posterior ingreso de **Vanoli** que salió a controlar fuertemente al **Contado con Liqui** y cuevas, desplomó su valor cerca de un 25% para acomodarse a fin de año cerca de \$14. Y las reservas tuvieron su valor más bajo en los **USD 26.729 millones** de marzo, aunque cerraron el año en **USD 31.443 millones**, fundamentalmente gracias al acuerdo de swap por USD 11.000 millones firmado entre el BCRA y el Banco Central de la República Popular de **China**.

Se fue el 2014, un año al podemos denominar sin dudas como el “**Año del Buitre**”

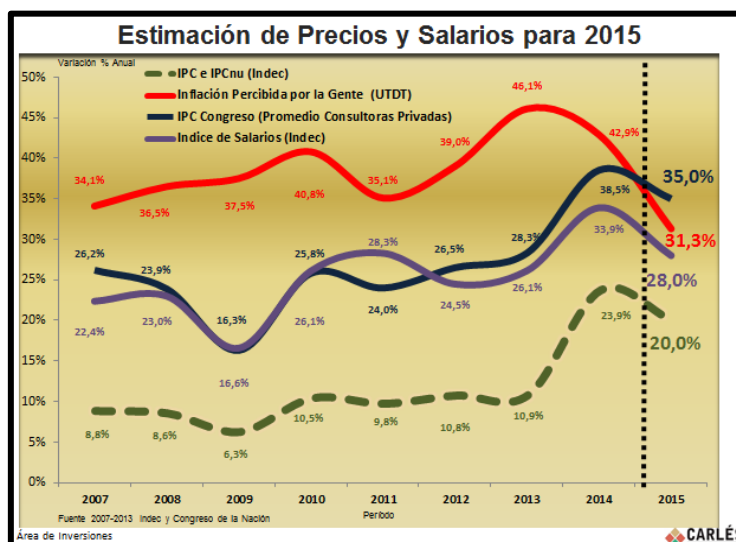
PERSPECTIVAS 2015

El 2014 fue un año complejo y crítico para la economía argentina. Con todas las variables en rojo, el arrastre que deja para 2015 no es alentador y será difícil evitar otro año de recesión y déficit. En la misma línea, Inflación, nivel de actividad, empleo y deuda desvelan a cualquier analista que hoy intenta proyectar un escenario de la Argentina de cara a un periodo electoral en el que todo puede cambiar. Pero sin dudas la clave para el 2015 será conseguir un mayor ingreso de dólares y esto, en gran medida, está vinculado a una resolución en el juicio con los **holdouts**, que permita acceder al financiamiento internacional y a un costo razonable.

La gran incertidumbre, y al mismo tiempo un gran desafío para el gobierno, será una vez más el manejo sobre el **Gasto Público** y el nivel de **Déficit Fiscal** y sus consecuencias, con el que se esté dispuesto a convivir. El año pasado volvió a explotar la **Deuda Pública** en \$190mil millones. Con ello, el déficit fiscal, sumado a las amortizaciones, totalizaron \$290mil millones. Y ese monto fue financiado con **Emisión Monetaria** por \$100mil millones, **Emisión de Bonos** por \$20mil millones y **Lebacs** por \$170mil millones.



Como todo año eleccionario, será el estado el principal protagonista y quien pondrá mucho dinero a correr en la calle tanto en subsidios como en obra pública en todo el país. Justamente los servicios sociales representarán casi el 60% del total de los gastos corrientes y de capital proyectado, incluyendo moratoria previsional, asignación universal por hijo, planes sociales, programas de capacitación, aumento de jubilaciones, asignaciones familiares, educación y salud. Por lo tanto, esa política fiscal expansiva y de estímulo que conlleva un periodo electoral, no ayudará a que la **emisión** y la **inflación**, puedan atenuarse a pesar de que la recesión opera en contrapeso a una suba generalizada de precios. Y la Inflación actual, sea del 38% como informa el **IPC Congreso**, o del 24% como informa el **Indec**, sigue siendo la segunda más alta del mundo detrás de Venezuela, un nivel insostenible que incrementa los niveles de pobreza. Y el escenario para 2015 parece seguir el mismo rumbo de recesión con inflación o “**estanflación**”. El estudio que realiza mensualmente el centro de investigación en finanzas de la universidad **Torcuato Di Tella** revela en su último informe sobre **Expectativas de Inflación**, que para la gente, tanto de los sectores de ingresos bajos como altos, se mantendrán los mismos niveles de inflación para este año promediando 31,3% para los próximos 12 meses, muy lejos del 15% que se informa en el **presupuesto 2015**.



En cuanto al mercado laboral, la demanda en 2014 se mantuvo idéntica a 2013. Sin embargo hay luces de alerta para un 2015 de mucha incertidumbre por el cambio de gobierno. Y eso se desprende del **Índice de Confianza Vistage**, un sondeo trimestral que realiza la organización mundial de CEOs entre 270 líderes empresarios argentinos. Dicho sondeo en **Argentina** muestra que en 2015, 6 de cada 10 empresarios espera que el número total de empleados se mantenga igual que en 2014, 2 de esos 10 argumentan que contrataran personal y los otros 2, que disminuirán su plantilla en 2015. Dentro de los sectores que aumentarían su dotación, se encuentran los rubros de tecnología, informática y electrónica. Del lado de los que piensan recortar se encuentran el rubro automotriz, autopartista, textil, indumentaria y accesorios, construcción y equipamientos. Por lo tanto habrá que esperar a un nuevo gobierno en 2016/2017 para que la **inversión privada** resurja producto de la confianza de las empresas, sobre todo multinacionales en el país, quienes son las que generan el movimiento más fuerte en materia de inversión y empleo. En conclusión podemos decir in temor a equivocarnos que en 2015 reinara en las empresas el “**wait & see**”, o sea, la prudencia.

En materia política, siendo un año de un cambio de mando profundo por lo que significa la salida de los **Kirchner** del sillón presidencial (al menos por 4 años), hoy podemos decir que el próximo presidente saldrá entre los candidatos **Mauricio Macri**, **Sergio Massa** o **Daniel Scioli**, a pesar de que el frustrado grupo de UNEN, el cuarto espacio político, todavía no tiene un candidato firme lo que hace incierto su nivel de protagonismo en las urnas de octubre. A diferencia de otros años los ciudadanos se muestran muy interesados en el proceso de recambio, un dato novedoso

Dólar Oficial
\$8,60

Brecha vs. BLUE
-58,1%

Reservas Int.:
USD 31.304 Mill

ISAC Nov 2014
+3,8% Anual

Costo Construcción Dic 2014
+32,9% Anual



ya que habitualmente el desinterés es alto hasta los momentos cercanos a ejercer el voto. Y algo mucho más positivo, vale la pena remarcarlo, es el compromiso que han adoptado al menos verbalmente cada uno de los candidatos en ejercer ese **debate presidencial** que no ha podido verse durante esta democracia que lleva 31 años y que la Ley Electoral aprobada en 2009, lamentablemente no la incluyo como obligatoria, tal como si sucede en muchos países vecinos. Por otro lado y más allá de las críticas a la gestión económica, la Presidente se encamina al fin de su mandato con casi 40 puntos de imagen positiva, aunque su imagen negativa también sea de 40 puntos y la desaprobación a su política económica se eleve a 60. Así, las consideraciones positivas de la gente hacia el kirchnerismo giran en torno a políticas de inclusión social, que son y han sido sus principales banderas. En conclusión, con los datos de las encuestas que surgen por estos días, todo hace prever que iremos a una elección presidencial de tres vueltas, entre las **PASO, primera vuelta y ballotage**.

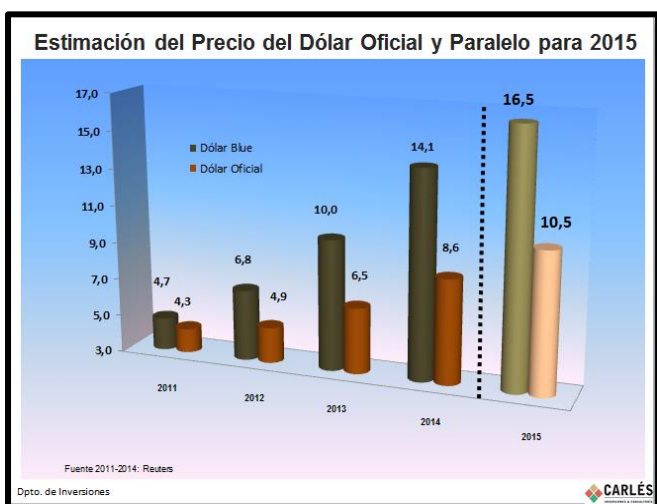
Por el lado de las **variables económicas** más sensibles, y sobre todo teniendo en cuenta que aún faltan cerrarse varios datos de 2014, a esta altura ya sabemos que todos los componentes de la actividad se han visto golpeados, incluyendo el **consumo privado**. La **inversión** sigue estancada y en "stand by" a la espera de un cambio de gobierno, y el **superávit comercial** sigue cayendo a un promedio del 30% como los últimos 4 años. Así, el **PBI** cerrara entre 0% y -1% confirmando un año muy recesivo y poniendo a 2014 como uno de los peores en términos macroeconómicos desde 2002.

En 2015 las **tensiones cambiarias** seguramente volverán a asomar en mayor o menor medida dependiendo de la resolución del conflicto con los Holdouts. Con el fallido intento de canje del **BODEN 2015** realizado en diciembre último, lo que queda claro es que la situación financiera para 2015 no tiene demasiadas mejoras en un año que se presenta con fuertes vencimientos de deuda. Los compromisos financieros en divisas suman **USD 17.240 millones**, los cuales se componen de **USD 12.922 millones** de deuda pública nacional y provincial más **USD 4.318 millones** de deuda privada. Si se opta por abonar los vencimientos con reservas, el costo macro sobre el consumo interno va a ser muy alto porque habrá un ajuste adicional sobre las importaciones, lo que afectará el nivel de actividad. Por eso, vuelve a estar en el centro de la escena la marcha de la disputa con los Holdouts que permita no tener que salir a sacrificar reservas, que en 2014 se estabilizaron pero explicado mayormente por el swap con China, y por las cuales el gobierno hará hasta lo imposible por mantenerlas en un nivel psicológicamente aceptable, es decir alrededor de los **USD 27.000 millones**. El aporte de la balanza comercial no será suficiente y lejos esta del superávit de otros años, sobre todo con el precio tan bajo de los **commodities**. Para colmo, nuestro principal destino de exportaciones como lo es Brasil, no repunta y adicionalmente en el plano local nuestra industria pasa por un momento muy delicado y con escaso acceso a dólares para pago de importaciones por compras que su mayoría tienen como destino final la exportación. Con ese panorama financiero tendrá que timonear el gobierno su último año de gestión.

Y finalmente, no podemos cerrar este informe sin hablar de que puede pasar con la variable del **dólar**, que tuvo hace exactamente un año, un mes bien caliente donde el tipo de cambio se movió más de del **12%** en un día para cerrar finalmente con una suba anual del **31%**. Si bien se tomaron algunas medidas complementarias de peso como subir la tasa de interés, la devaluación termino rápidamente en mayor suba de precios ya que el gasto lejos de aminorarse, creció y la emisión monetaria tuvo que suplir el déficit. Por lo tanto, en un año eleccionario donde el gasto seguirá alto, el dólar que se fortalece en el mundo, la inflación en el mismo nivel que 2014 y con un desenlace incierto del conflicto con los fondos buitres, pondrá sin dudas una fuerte presión al tipo de cambio que comenzará a moverse, más al trote que caminando, para pasar la barrera de los **\$10** probablemente para antes de mitad año a fin de incentivar a que se liquide la mayor cantidad posible. No obstante, a diferencia de lo sucedido un año atrás, se devaluara por goteo y no de golpe, para evitar el impacto de una devaluación en los precios. Por el lado del **dólar blue**, que si bien cerró el año en calma, subió **40%** respecto del año anterior y estará como siempre en la trinchera muy atento a los cimbronazos que sufra la economía, para volver a tomar protagonismo. Hoy su valor, si tomamos el nivel de la **base monetaria sobre el nivel de reservas**, oscila en los **\$14,6**. Ahora bien, teniendo en cuenta que el



2015 se trata de un año de fuertes vencimientos de deuda y por el momento sin acceso al mercado internacional, sumado a que la emisión será alta por el periodo electoral, y que por la caída en la actividad las tasas pueden volver a bajar, hay una alta probabilidad de que la cotización del blue tome rumbo alcista. No obstante ello, los fuertes controles lanzados desde la asunción de **Vanoli** al frente del **BCRA**, persistirán todo el año de ser necesario. Por lo tanto, saber cuál es el valor al que puede llegar a tocar y cerrar al año será realmente una verdadera incógnita. No se deben descartar picos de subas temporales seguidas de fuertes controles que lo vuelvan a domar. El gobierno está convencido de que esa batalla por bajar la brecha llegó para quedarse.



CONCLUSION

Con un 2014 que ya es historia, arranca un nuevo año de expectativas que avizoran un panorama difícil en lo económico, donde mucho se hablará por el tema político de un año electoral, pero con la esperanza de que un cambio de gobierno genere un respiro al menos inicialmente hasta que la nueva administración tome protagonismo y muestre su verdadero plan de trabajo a futuro. Sería tan importante como clave que la administración actual termine su mandato en paz y con la economía lo más ordenada posible (conflicto Buitre incluido) para que el nuevo gobierno, quien sea que resulte victorioso, pueda gestionar con una agenda sin conflictos sociales. De todas formas, desasnar el cepo cambiario y declararle la guerra a la inflación (temas primordiales en lo económico) no será nada sencillo para el nuevo presidente, mucho menos en el corto plazo y sobre todo por los ajustes que pueden recaer sobre una sociedad que ya sufre una presión impositiva histórica. Cierro con una frase de **Zuchovicky y Dobry** de su último libro titulado **"País Riesgoso"**: "La inflación es a la economía lo que el dolor a la medicina: solo un síntoma que advierte sobre la enfermedad conocida como déficit fiscal, que es cuando gastamos más de lo que ingresa". Por ahora, diagnóstico sobra, falta operar y dejar cicatrizar. Quién será el cirujano, es la gran incógnita.

Lic. Alejandro Rodríguez