

Informe Macroeconómico

Septiembre 2013



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

El cierre estadístico de este informe fue el 17/09/2013

Dólar Oficial
\$5,74

Brecha vs. BLUE
-62,2%

Reservas Int.:
USD 35.231 Mill

ISAC
+2,9% Anual

Costo de la Construcción
+16,7% Anual



INTRODUCCION

El pasado 23 de agosto la **Cámara de Apelaciones de Nueva York (CA)** formalizó el revés judicial para nuestro país luego de que se desestimara la apelación de la Argentina contra la orden del juez **Thomas Griesa**, que le exige pagar **USD 1.300 millones** a los fondos buitres, acreedores de bonos que no acudieron a las dos reestructuraciones en 2005 y 2010 y que representan solo el 0,45% del total de la deuda. Con ello, tras 6 meses desde la audiencia encabezada por el Vice-presidente **Amado Boudou** y el Ministro de Economía **Hernán Lorenzino** junto al estudio Cleary Gottlieb Steen & Hamilton que representa al país en este litigio, se dejó en manos de la **Corte Suprema de los Estados Unidos (CS)** la resolución final del conflicto (Stay).

La decisión de la CA supone una victoria para los llamados "holdouts" (bonistas pendientes de pago) que encabezan los denominados fondos buitres **NML Capital Ltd.**, una unidad de Elliot Management Corp de Paul Singer, y **Aurelius Capital Management**. No obstante, también se vio como una oportunidad para que el país evite el default técnico hasta que exista un fallo final de la CS. De todas formas habrá que ver si acepta tomar el caso, algo poco probable (de unos 10.000 pedidos que recibe por año, solo acepta entre 75 y 80). Además, para que el máximo tribunal acepte el planteo, la Argentina debe probar que la sentencia apelada viola la ley Federal de Inmunidad Soberana. Tal decisión podría conocerse recién después de abril cuando la CS inicie su actividad judicial. Cabe aclarar que no de aceptar la causa, quedaría firme la sentencia de pagar a los fondos buitres.

Así, la CA del Segundo Circuito dijo que el cumplimiento del mandato judicial se mantiene pendiente de que la CS resuelva una apelación de una decisión anterior y gracias a ese "Stay" se evitó el default técnico. Inclusive la Argentina ya apeló el fallo el pasado viernes 6 de septiembre para que el mismo sea revisado por el plenario de la Cámara. Para el país sería vital, no sólo que la CS tome el caso, sino todavía más importante, que la decisión final llegue recién a partir de 2015, puesto que en diciembre de 2014 vence la **Cláusula (RUFO)** que otorga el derecho a quienes entraron al canje 2005/10, a hacer extensivo cualquier nueva oferta que el Gobierno realice en forma voluntaria a los holdouts. De esa forma, al menos se evitaría una catarata de juicios de los que entraron a los canjes anteriores, algo no menor para nuestro país. Sin embargo, en la página web de la CS está agendado una conferencia de prensa sobre el caso argentino para el lunes 30 de septiembre, en el cual probablemente confirmen si toman o no el caso.

Recordemos que el litigio que sostiene nuestro país con los fondos buitres data del default del año 2001. Varios fondos compraron bonos defaulteados e iniciaron acciones legales. En la misma línea, decidieron no entrar en los canjes que ofreció la Argentina, primero en 2005, luego en el 2010. Los fondos quieren que se les pague íntegramente el capital sin quita de ninguna índole. El juez Griesa había fallado contra la Argentina en 2012 e incluyó que el pago se haría en efectivo pero luego la CA puso en suspenso el fallo. Posteriormente la Argentina propuso reabrir el canje en los términos que había ofrecido en el 2010 pero esa propuesta fue la que justamente rechazó la justicia de EE.UU.

RESUMEN

En materia económica, en la medida que se aproxime el 27 de octubre, un manto de incertidumbre se irá posando sobre el electorado, algo muy propio de estas épocas, y donde la gente tendera a esperar el resultado recostado en posiciones muy conservadoras, lo que seguramente influya sobre el nivel de

Dólar Oficial
\$5,74

Brecha vs. BLUE
-62,2%

Reservas Int.:
USD 35.231 Mill

ISAC
+2,9% Anual

Costo de la Construcción
+16,7% Anual



actividad del tercer trimestre. Sobre todo porque el escenario de cara a fin de año se presenta con algunos interrogantes que pueden impactar de sobremanera en las decisiones futuras del empresariado. Una de ellas, y quizás la más importante para el público inversor es lo que puede llegar a suceder con el dólar oficial. Hemos observado en agosto que la devaluación fue de un 3% y si se anualiza dicha tasa se va a más del 42%, inclusive por encima de la inflación real, cifras que realmente no veíamos desde hacía 4 años por lo menos. Por otro lado, y si se confirmara una fuerte devaluación post elecciones, el gran interrogante sería el cómo reaccionaría la tasa de inflación a un shock devaluatorio. Habrá entonces que observar con atención con que fuerza impactará la misma, afectada seguramente por el encarecimiento de las importaciones sobre todo en los productos que no tienen sustitutos de fabricación local, y con ello poniéndole más presión al tipo de cambio.

Por el lado de la actividad industrial, se conoció un informe publicado por **Ecolatina**, donde muestra que el repunte verificado en el segundo trimestre de 3,6% interanual será muy complicado de sostener hasta fin de año, y así la producción fabril cerrará 2013 con una suba estimada de 2,3%. Si bien la demanda interna de automóviles y los sectores asociados a la construcción mantendrán tasas positivas de crecimiento, la producción fabril ya empieza a mostrar los primeros indicios de desaceleración y Brasil es el gran responsable de ello. En el vecino país están muy preocupados con mantener baja la inflación, el Banco Central de Brasil dio claras señales de que mantendrá el ciclo de ajuste monetario aumentando la tasa de interés (Selic) en 50 puntos básicos para llegar al 9% cuando a principios de año estaba en 7,25% y se proyecta que terminara el año en 9,75%. Este dato es muy sensible para el país, puesto que Brasil es el principal receptor de las exportaciones argentinas y estas señales de enfriamiento no son buenas noticias, sobre todo para el sector automotriz. El Real ha sido una de las monedas de la región que más se ha devaluado en 2013, un 16,7%, y esto impactó fuerte en sus expectativas inflacionarias del año. Es otro de los motivos que ha llevado nuestro **Banco Central (BCRA)** a devaluar fuerte en los últimos meses el Peso, a fin de no perder mayor competitividad con el país vecino.

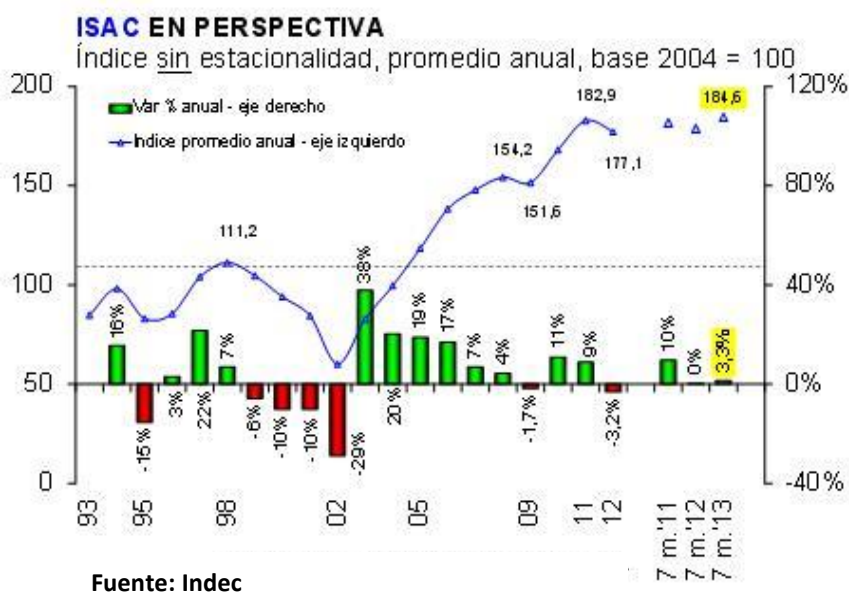


Por el lado del **Mercado Inmobiliario**, en la principal plaza argentina como es la ciudad de Buenos Aires, la misma sigue sin despegar. Tras el rotundo fracaso de los **Certificados de Depósitos de Inversión (Cedin)**,



como instrumento revitalizador de las operaciones y que no llegó a superar los USD 111 millones de suscripción (al cierre de esta edición), cuando se esperaban USD 4.000 millones, el sector continúa mostrando signos de retracción. Así se desprende del último informe del Colegio de Escribanos de la CABA donde revela que la compra-venta de inmuebles acumula un retroceso del 34,4% con relación a los primeros siete meses del año pasado. En tanto en la provincia de Buenos Aires, el mismo periodo acumula un retroceso del 12,4%. Sin lugar a dudas está situación se encuentra muy afectada por el efecto del cepo cambiario en una plaza que aún se resiste a desprenderse de activos en moneda no fuerte, donde la inflación se devora los pesos, y aún si realizara la operación, necesitaría de una opción de reinversión casi inmediata que la proteja. Por ello, a la hora de vender pretende estar más cerca del dólar paralelo que del oficial lo que lleva al rechazo lógico del comprador y así, llegar a un acuerdo de compra-venta se hace muy difícil. Ante la incertidumbre general o la negativa del comprador de deshacerse de sus dólares, el vendedor prefiere esperar una reactivación y vender alto mientras el comprador apuesta directamente a una baja en el precio en dólares del inmueble usado, algo que justamente ya se está comenzando a vislumbrar en las principales plazas del país, o en todo caso a un dólar intermedio, lo que para el caso es lo mismo.

A propósito de lo mencionado arriba uno de los principales motivos de la baja de precio del usado lo podemos encontrar en los nuevos proyectos en pesos. **El Sector de la Construcción** está evidenciando un claro efecto dinamizador con desarrollos pesificados, los cuales ya existían en el interior del país donde un 90% de las operaciones inmobiliarias se mueve en Pesos, pero donde también ahora los desarrolladores de las principales ciudades del país se le están animando, encontrando así una veta muy exitosa y de rápida realización. Esto se nota mucho en los índices de actividad que siguen a la construcción, y que por supuesto repercute mucho en empleo para el sector. Por ejemplo, al cierre de Julio el conjunto de los despachos al mercado interno de los principales insumos cerró el acumulado del año en un nivel de 3,2% superior al de enero-julio de 2012 según el **Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)** que emite el INDEC. No obstante ello, debe destacarse que en agosto los despachos de cemento portland relevados por la **Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)**, que actúan como termómetro sectorial, ya marcaron el mejor agosto de la historia y el segundo mayor nivel de despachos mensuales.



Dólar Oficial
\$5,74

Brecha vs. BLUE
-62,2%

Reservas Int.:
USD 35.231 Mill

ISAC
+2,9% Anual

Costo de la Construcción
+16,7% Anual



Por el lado de las mediciones privadas, el **Índice Construya (IC)**, que mide la evolución de los volúmenes vendidos al sector privado de los productos para la construcción que fabrican las empresas líderes que conforman el Grupo Construya (ladrillos cerámicos, cemento portland, cal, aceros largos, carpintería de aluminio, pisos y revestimientos cerámicos, adhesivos y pastinas, pinturas impermeabilizantes, sanitarios, grifería y caños de conducción de agua) registró en agosto un crecimiento acumulado en los primeros ocho meses del año del 6,6% anual. Estos números muestran claramente hacia donde se está canalizando el grueso de las inversiones de los particulares, que sigue viendo la inversión tradicional en ladrillos como la forma más segura de resguardar el ahorro, sobre todo para aquel que no se anima a comprar dólares a un precio menos seductor que meses anteriores, sin un horizonte claro de que sucederá con su precio en el mediano plazo y que decir de la tasa real negativa que ofrece el banco para los ahorros. Y si hablamos de inversión inmobiliaria, hay que destacar al **fideicomiso** para financiar proyectos desde el pozo que se maneja 100% en pesos y marcha sobre rieles. Este producto mantiene el interés tanto de los desarrolladores como de los compradores y, por no estar sujeto al mercado de los dólares, la apuesta se mantiene con varios proyectos en obras en distintos puntos del país. Es cierto que son proyectos de difícil acceso para el público en general, ya que se ingresa con una entrega del 30% promedio y saldo en cuotas (lo que dure el proyecto) que suelen ser aproximadamente unos 30 meses con ajustes que acompañan el índice de la **Cámara Argentina de la Construcción (CAC)**. Sin embargo, con la nueva Ley del Mercado de Capitales se está estudiando lanzar fideicomisos de oferta pública, los cuales perseguirían el costo del metro cuadrado permitiendo al pequeño ahorrista adquirir un inmueble, en forma algo similar a como funciona hoy un plan de ahorro para automóviles y por otro lado, la posibilidad de financiamiento para el desarrollador. En los próximos meses habrá novedades sobre el posible lanzamiento de este producto.

PERSPECTIVAS

Más allá de la bonanza que vive hoy la construcción, el panorama económico general luce un tanto diferente. El lado positivo es que aún hay tiempo de enderezar las cosas, lo que sin duda, no será gratis. La siguiente tabla muestra la devaluación del tipo de cambio oficial del Peso desde finales de 2008. Al finalizar Agosto vemos que ya se ha devaluado más que cualquier año previo, post convertibilidad:

	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/08/2013
Tipo de Cambio	3,4525	3,798	3,968	4,3019	4,925	5,67
Devaluación		10,01%	4,48%	8,41%	14,48%	15,13%

Y así, en el 2013 se viene acelerando la devaluación fuertemente:

	31/01/2013	28/02/2013	31/03/2013	30/04/2013	31/05/2013	30/06/2013	31/07/2013	31/08/2013
Tipo de Cambio	4,977	5,044	5,1195	5,1875	5,2825	5,3898	5,505	5,67
Devaluación Mensual	1,26%	1,35%	1,50%	1,33%	1,83%	2,03%	2,14%	3,00%
Devaluación Anualizada	16,23%	17,41%	19,52%	17,16%	24,33%	27,29%	28,89%	42,53%

El gobierno se encuentra hoy con un gran dilema post elecciones: organizar un ajuste gradual, significativo y potencialmente inevitable, de precios relativos que si bien podrá tener al Dólar como centro del ajuste, deberá considerar un espectro de precios mucho más amplio. Las recientes devaluaciones del Peso Uruguayo y el Real Brasileño no hicieron más que agudizar la pérdida de competitividad. Hay dos ajustes que no favorecen a la Argentina: Por un lado, un mundo que a nivel global sube tasas y genera devaluaciones considerables en los tipos de cambio de nuestros vecinos con el potencial de afectar hacia la

Dólar Oficial
\$5,74

Brecha vs. BLUE
-62,2%

Reservas Int.:
USD 35.231 Mill

ISAC
+2,9% Anual

Costo de la Construcción
+16,7% Anual



baja el precio de los commodities. Y por otro lado, una dinámica interna que pone a la brecha cambiaria y al resultante nivel del tipo de cambio como principales fuentes de incertidumbre en el corto plazo. Devaluar en forma violenta y de un día para el otro sin contemplar la necesidad de considerar todo el equilibrio general de variables puede terminar haciendo más mal que bien. El peligroso círculo vicioso entre devaluación e inflación será una variable clave a dimensionar en el futuro por parte de los encargados de llevar adelante la política económica del país. Pero es imperiosa la necesidad de recuperar competitividad cuanto antes, que reactive las exportaciones y sobre todo que oxigene las **Reservas Internacionales** que luego del pago del Bonar VII quedaron en algo más de USD 35mm, las mismas que hace poco más de 2 años, estaban por encima de los USD 52mm, y empiezan a posicionarse en un nivel peligroso. Precisamente esta baja en las reservas puede provocar un avance en la cotización del dólar paralelo ante la incertidumbre que puede generar el persistente avance en la cobertura del ratio Base Monetaria/Reservas que luego del pago del Bonar VII pasó de \$9.15 a \$9.50, casualmente las aguas por donde hoy navega el dólar paralelo. Ese ratio, si bien es un resabio de la convertibilidad, es todavía muy utilizado ya que en cierta manera constituye un respaldo. Mientras el nivel de reservas sea adecuado y luzca razonable para sostener el circulante, no debería modificarse sustancialmente la cotización del peso frente al dólar, lo cual hoy no luce así. Sin embargo, ante el escenario que estamos viendo con la presentación del **presupuesto 2014** de continuidad de la misma política de emisión alta y caída de reservas para paliar al sector energético y pagar deudas, el ratio mencionado sin duda puede dispararse peligrosamente.

En conclusión, al estar semi estancada la actividad real, no la nominal, y emitir dinero para poder financiarla (el grueso del gasto público hoy es subsidios y transferencias entre sectores que pagan y los que no) se producen 3 tipos de males: **inflación alta, reservas que bajan, y dólar paralelo alto**. Por ello, seguir emitiendo dinero al 35% anual promedio sin crecimiento genuino y con el **cepo cambiario** activo que su único logro fue frenar la actividad, resulta en un diagnóstico que tiene como destino final un ajuste que ocurrirá guste o no, ya sea por el lado del peor escenario (quiebre de la demanda de dinero por quedarnos sin reservas), o sea una crisis cambiaria, o bien, el mejor escenario por el lado del ajuste más racional que es el fiscal/monetario que baje la inflación, ajuste el gasto público haciéndolo crecer nada o poco para bajar déficit nominal, por ende bajar la emisión monetaria y así bajar la inflación. No obstante, el ajuste ya está entre nosotros y el sector privado bien lo sabe cuándo ya no llega a fin de mes, no paga el total de tarjeta de crédito, deja de consumir recreación y sufre la mayor carga impositiva de la historia del país.

Y finalmente, es clave que post elecciones se analice la forma de eliminar el cepo cambiario sin que las consecuencias sean tan graves. El mismo no solo trabó la economía, sino impidió además que las empresas puedan pagar deudas contraídas con el exterior por inversiones ya aprobadas previamente con el aval del gobierno, inclusive girar dividendos. De otra forma será prácticamente imposible que las empresas inviertan, algo fundamental para crear empleo genuino, aumentar la oferta y con ello toda la actividad. Sin embargo, no será tarea sencilla ya que solo se podrá erradicarlo con una devaluación de forma tal que no se pierdan muchas reservas más un plan integral que modere gastos, subsidios y ataque de lleno la inflación, a fin de que la eliminación del cepo no lleve la misma del 25% al 60%. Y por supuesto, en el medio habrá que resolver las cuestiones externas (**CIADI, Club de Paris, Repsol, Holdouts**) a fin recomponer la confianza perdida y de poder tomar deuda todavía barata que recomponga las reservas. Está en el Gobierno la voluntad de llevar a cabo esto cuanto antes o la crisis vendrá, salvo que alguien pueda explicar cómo, desendeudados pero sin reservas, no se termina en crisis.

Lic. Alejandro Rodríguez