

4442-F-3-276
nys N° 114

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Ante la incertidumbre, gana el dólar

NEWSLETTER DEL MES DE JULIO

Julio 24, 2015

CONTENIDO

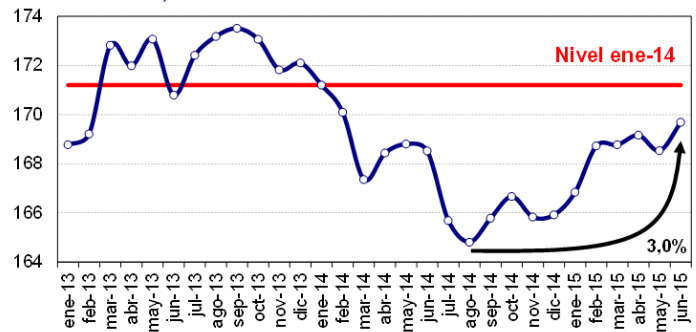
SITUACIÓN ECONÓMICA.....	2
<i>Producción y Consumo.....</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal.....</i>	<i>3</i>
<i>M&A e inversiones más importantes.....</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo.....</i>	<i>4</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>Moneda.....</i>	<i>5</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de corto plazo.....</i>	<i>6</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	8
<i>SINTESIS: Ante la incertidumbre, gana el dólar</i>	<i>8</i>
<i>El menor interés en los emergentes perjudica a la Argentina.....</i>	<i>8</i>
<i>El camino a la dolarización</i>	<i>10</i>
<i>Escenarios y Proyecciones 2015.....</i>	<i>14</i>
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION	16
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	17
“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción.....	21

SITUACIÓN ECONÓMICA
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

De acuerdo con el IGA-OJF, el PBI ascendió 1,0% interanual en junio, acumulando de esta manera una contracción de 0,2% con respecto al primer semestre de 2014. En la medición desestacionalizada, el nivel general de actividad creció 0,7% mensual.

Pese a que la actividad económica avanzó 1,0% anual en junio, esta variación positiva responde a que el índice general comienza a ser comparado contra los peores meses del año pasado. De hecho, aunque el nivel general de actividad acumula un

crecimiento de 3,0% en los últimos 10 meses, esta evolución no ha sido suficiente para retornar a los niveles del comienzo de 2014, dando cuenta de lo profunda que fue la recesión del año pasado. De cara a los próximos meses, los resultados del índice general serán comparados contra los peores registros de 2014, arrojando variaciones interanuales positivas independientemente de la evolución del IGA en el corto plazo. Para ilustrar esto, en caso de que el resultado de julio se mantenga estancado respecto de junio, el índice general igualmente tendrá un aumento 2,4% anual. Por lo tanto, aunque las variaciones interanuales de los próximos meses sean más altas, este dato no será necesariamente indicativo de una economía creciendo.

ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD (IGA-OJF)
Base 1993=100, datos desestacionalizados


Fuente: OJF & Asociados

INFLACIÓN

En junio, el IPC-OJF reportó un aumento de 1,5% mensual, la menor variación desde octubre de 2013. En términos interanuales, la inflación alcanzó el 28,8%.

En particular, el segmento que registró la mayor suba del mes fue Bienes Varios que ascendió 7,8%. Este aumento se explica principalmente por el alza de 16,1% en el precio de los cigarrillos, siendo éste el segundo incremento en el valor de dicho producto en lo que va del año.

Por otro lado, a partir de junio se autorizó un aumento de 6% en las cuotas de medicina prepaga. Esta suba, junto con un ascenso de 2% en el valor de los productos medicinales,

condujo a un aumento de 5,7% mensual en el rubro Salud. En contraste, salvo Indumentaria (2,5%), el resto de los sectores reportaron variaciones por debajo del 1% mensual.

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE JUNIO
Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	Var % mensual	Incidencia
Bienes Varios	7,8%	0,36
Salud	5,7%	0,49
Indumentaria	2,5%	0,13
Alimentos y bebidas	0,9%	0,32
Equip. y Funcionamiento del Hogar	0,9%	0,07
Educación	0,7%	0,03
Vivienda	0,4%	0,04
Transporte y comunicaciones	0,2%	0,02
Esparcimiento	-0,2%	-0,02
Estimación inflación JUNIO	1,5%	1,5
INFLACIÓN ANUAL	28,8%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

Si adoptamos una mirada semestral, en lo que va del año la inflación acumulada fue de 12,1%, casi la mitad de variación que la registrada en el mismo período de 2014. En este contexto, cabe destacar las subas en los rubros Indumentaria (24,2%), Bienes Varios (22,0%) y Educación (20,6%).

En línea con nuestras proyecciones, la inflación ha registrado una desaceleración en lo transcurrido del año. No obstante, para la segunda mitad de 2015 esperaríamos que el registro interanual descienda en principio, para luego revertir esta tendencia ante una intensificación del ritmo devaluatorio que generaría mayores presiones inflacionarias. De este modo, la inflación anual cerraría en torno a los valores actuales.

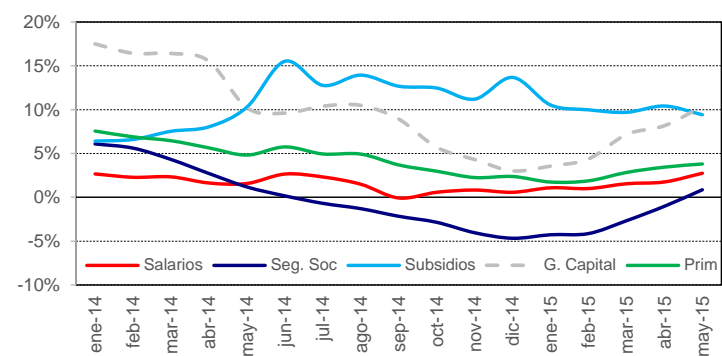
SITUACIÓN FISCAL

En el mes de mayo, el déficit público (descontando la asistencia del BCRA) alcanzó los \$ 17.413 M, contrastando con el rojo reportado un año atrás, que fuera de \$ 6.038 M. En términos acumulados, el saldo negativo de las cuentas públicas alcanzó los \$ 100.403 M, guarismo que es 164% más elevado que el registro para igual período de 2014.

Durante el quinto mes del año, los ingresos del Sector Público no Financiero se expandieron a un ritmo del 26,8% interanual, contrayéndose levemente en términos reales. En oposición, el gasto público primario (es decir, excluyendo los pagos de intereses) mostró un aumento anual nominal del 34,3%, impulsado por las erogaciones en salarios (46%) y seguridad social (48%). En términos acumulados, los ingresos del fisco evidencian un crecimiento del 28,6% anual, mientras que el gasto primario lo hace a un ritmo de 11 p.p. superior, alcanzando un alza del 39,6%.

ARGENTINA: EVOLUCIÓN DEL GASTO PRIMARIO

Var % anual. Datos acumulados a 12 meses en términos reales



Fuente: OJF & Asociados en base a MECON y estimaciones propias

Es importante notar que la tendencia al alza de los egresos públicos es un fenómeno transversal en las diversas partidas, aunque la intensidad es dispar. En efecto, en el último año el gasto en jubilaciones se incrementó 1% en términos reales, acelerándose respecto a la dinámica exhibida en 2014, mientras que el gasto en salarios lo hizo al 3%. Sin embargo, el gasto en subsidios creció 9% anual en el período considerado, moderándose respecto a su evolución durante el año pasado, mientras que el gasto de capital se expandió 10%, mostrando un constante ascenso desde principios de año.

De esta forma, puede observarse que el ejecutivo continúa apostando a una política fiscal extremadamente expansiva, descuidando las implicancias negativas que este accionar pueda tener a nivel macroeconómico.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

Ace, aseguradora suiza, acordó comprar la estadounidense Chubb por US\$28.300 M en efectivo y en acciones, la mayor operación de la historia entre dos empresas del sector. Las firmas se especializan en

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

segmentos diferentes del mercado de alto patrimonio: Chubb es conocida por sus seguros residenciales y ACE asegura a multinacionales y empresas grandes.

El grupo turístico español Iberostar cerró la compra de la mayoría del paquete accionario de la agencia de viajes argentina Al mundo.com, empresa que hasta el año pasado funcionaba bajo el nombre Asatej.

La empresa Sony Pictures Television anunció la compra de una participación mayoritaria en Internet Media Services (IMS), agencia de publicidad digital de origen argentino. Fuentes del mercado señalaron que Sony habría pagado más de US\$100 M para quedarse con el control de la firma.

SECTOR EXTERNO

En el mes de junio, el balance comercial arrojó un superávit de US\$ 456 M acumulando en el primer semestre un resultado positivo de US\$ 1.232 M. Este último guarismo es 63% menor respecto del mismo período del 2014 y el más bajo desde el año 2000. Esto se debe a un retroceso en las exportaciones mucho mayor que la baja de las importaciones. No obstante, estimamos para los próximos meses una mejora en las exportaciones debido a una baja base de comparación y un alza en las importaciones ya que el gobierno flexibilizará levemente las restricciones ante el escenario electoral que se avecina

En particular, en junio las exportaciones cayeron 14% interanual y alcanzaron US\$ 6.266 M. Esto se explica debido a que la baja en los precios internacionales afecta mayormente a los productos primarios y las M.O.A, aunque en cantidades se esté incrementando. Al mismo tiempo, las M.O.I. caen principalmente por menores volúmenes vendidos al exterior. Por su parte, las importaciones disminuyeron 6,7% interanual alcanzando US\$ 5.810 M. Lo más relevante fue el incremento en las cantidades de los bienes intermedios (+28%) y los bienes de capital (+9%) ambas interanual.

Por último, para lo que resta del año esperamos una menor caída de las exportaciones por una base de comparación menor respecto de los precios y un leve aumento de las importaciones ya que el gobierno levantará levemente la restricción para importar ante el escenario electoral que se avecina. Así, proyectamos que el superávit comercial rondará los US\$ 2.000 M.

BOLSA Y FINANZAS

En las últimas semanas el mercado argentino estuvo muy pendiente de los resultados de las diferentes elecciones locales que hubo en el país, para intentar vislumbrar que candidato se ubica mejor posicionado de cara a las PASO del 9 de agosto y luego a las elecciones generales por la contienda presidencial.

En particular, la favorable primera vuelta en CABA para el PRO junto con el segundo lugar el Córdoba frente al tercer lugar en la capital del FpV y una débil elección en Córdoba, generó una reacción positiva en los mercados debido a la posibilidad de que Macri recorte la ventaja que le lleva Scioli en todas las encuestas. Sin embargo, en los últimos días, luego de la ajustada victoria del PRO en el balotaje porteño frente a Lousteau, que las encuestas descontaban sería por al menos 10 puntos, se produjo una corrección. Así, estas noticias políticas dejaron como saldo un leve avance en el precio de los activos y una caída del riesgo país.

Por otro lado, el mercado comenzó a ser influido por el efecto de la dolarización de carteras mediante bonos y acciones, ante la incertidumbre electoral y las mayores expectativas de devaluación. En este

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

sentido, el tipo de cambio implícito “contado con liquidación” (que surge del cociente entre la compra de activos locales para luego venderlos en el exterior quedando posicionado en dólares) aumentó sostenidamente desde \$/US\$ 13,03 hasta \$/US\$ 13,40. A su vez, el dólar paralelo se incrementó 12,6% ubicándose en \$/US\$ 15,09 (mayor valor desde octubre pasado). Asimismo, en lo que va de julio el BCRA vendió “dólar ahorro” por US\$ 517 M, superando de esta forma los registros totales de junio (US\$ 512,9 M). Por lo tanto, de continuar esta tendencia este mes se alcanzaría un nuevo record generando una pérdida de divisas cercana a los US\$ 700 M para el BCRA.

De esta forma, la incertidumbre del mercado atado al período electoral queda en evidencia ante la elevada volatilidad en los precios. Asimismo, habrá que observar cómo continúa el proceso de dolarización de carteras que ha comenzado, ya que es muy posible que se acentúe. Así, en el corto plazo la volatilidad dependerá de los resultados electorales donde las PASO son la contienda más próxima y relevante. Por lo tanto, la lectura de los resultados inclinará al mercado al alza o a la baja sabiendo de antemano cuál es su preferencia política.

MONEDA

En línea con la estacionalidad del gasto público, la mayor parte del financiamiento del BCRA al Tesoro se produce en el segundo semestre del año. En este sentido, la esterilización monetaria del banco central suele ser mayor durante los seis meses posteriores, ya que el principal objetivo en ese período es evitar las presiones cambiarias y financieras de una mayor liquidez.

Sin embargo, en este año las necesidades de financiamiento del Tesoro se han profundizado notablemente, aún por encima de las capacidades de absorción del BCRA. De hecho, pese a que el fisco colocó bonos en pesos (Bonac) por \$ 28.900 M, la autoridad monetaria igualmente debió emitir un 77,3% más que el año pasado para asistirlo (\$ 44.022 M).

Por otra parte, en el semestre de mayor ingreso de dólares del agro la autoridad monetaria compró divisas por apenas \$ 17.715 M, mientras que retiró \$ 41.582 M del mercado principalmente a través de la emisión de Lebac, logrando una importante esterilización. Considerando estos resultados, entre enero y junio la base monetaria avanzó \$ 20.155 M hasta alcanzar los \$ 482.719 M, guarismo que representa un crecimiento del 30,2% interanual.

Así, a diferencia de lo acontecido en el primer semestre de 2014, en el transcurso del año la base monetaria se expandió fuertemente (llegando a superar los \$ 500.000 M en algunos momentos) como consecuencia de un importante crecimiento del financiamiento al sector público. Esta situación nos posiciona frente a un segundo semestre en el que las presiones cambiarias se harán sentir, ya que a la liquidez existente se agregará una emisión aún mayor para asistir al Tesoro en un año electoral.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

El Índice de Confianza en el Gobierno que elabora la Universidad Torcuato Di Tella reflejó para junio un valor de 1,94, en una escala que va de 0 a 5, lo que representa una caída del 7% en comparación con el mes pasado. En la comparación interanual el índice aumentó un 14%.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

Según la Encuesta de Expectativas de Inflación de la misma universidad, la inflación esperada a nivel nacional para los próximos doce meses bajó 5 p.p., ubicándose en 25% según la mediana de las respuestas. Este registro es el nivel más bajo desde febrero de 2012, y se observa para todas las regiones del país.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Algunos indicadores económicos están mostrando señales positivas. La inflación bajó a 28,8%, la actividad económica creció 1,0% en junio y los depósitos en pesos del sector privado crecieron 36,3% en los últimos 12 meses. Incluso es posible que en el muy corto plazo aparezcan otros datos alentadores, dado que el Gobierno intenta generar un “veranito” antes de las elecciones. Sin embargo, estos indicadores ocultan la incertidumbre que reina hoy en la Argentina, lo que ya se refleja en la demanda de dólares y en las carteras vuelven a dolarizarse.

Hoy Argentina se caracteriza por tener una serie de grandes desequilibrios que deberán corregirse tarde o temprano, entre ellos tenemos el déficit fiscal, el insostenible gasto público, el déficit del BCRA (cuasi fiscal), la inflación, el atraso cambiario, las tarifas de servicios públicos que no alcanzan a cubrir los costos, etc. La corrección necesaria de estos desequilibrios tendrá, necesariamente, impacto sobre los precios y el tipo de cambio.

A este contexto de desequilibrios macroeconómicos se le suman dos hechos más. Por un lado, los candidatos presidenciales parecen obviar completamente la cuestión económica. Son muy pocas cosas las que se saben sobre futuros planes económicos, aún en círculos relativamente preparados, lo cual no hace más que generar mayor incertidumbre.

Finalmente, la mejora en los países desarrollados y el deterioro en los emergentes, está empujando a los inversores fuera de estos mercados y hacia los mercados desarrollados y eso se ha observado también en Argentina. Lo cual, redujo un poco el flujo de fondos de exterior que apostaban por un cambio.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Índice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	jun 15	175,7	0,7% ²	1,0%	-0,2%
Índice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	jun 15	171,5	-0,2% ²	0,8%	-0,9%
Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	jun 15	157,7	0,7% ²	3,6%	4,0%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	1 15	7,1	-0,6 ¹⁰	0,5 ¹	(
Precios						
IPCNu	4T '13=100	jun 15	121,0	1,0%	15,0%	
Estimación de inflación	1999=100	jun 15	1.232	1,5%	28,8%	12,1%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	jun 15	9,0	1,0%	10,9%	5,7%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	jun 15	103,6	-0,4%	-26,1%	-11,2%
PTE Arg/USA		abr 15	16,0	1,4%	31,6%	6,0%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	jun 15	140.838	2,0%	39,2%	31,3%
Resultado Primario	\$ M	may 15	3.826	21.775	749	-49.046
Resultado Financiero	\$ M	may 15	-5.301	18.803	-4.142	-66.540
Deuda Pública	US\$ M	II 14	199.967		3.825	-3.026
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	jun 15	6.266	17,8%	-14,0%	-17,9%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	jun 15	5.810	17,0%	-6,7%	-13,5%
Saldo Comercial	US\$ M	jun 15	456	100	-607	-2.094
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 10 jul	33.834	0,1%	14,5%	-27,0% ⁶
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 10 jul	517.781	2,6%	31,2%	132,3% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 10 jul	839.727	6,3%	34,7%	157,2% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 10 jul	855.261	4,8%	34,3%	162,5% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 10 jul	680.952	4,2%	29,6%	135,4% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 22 jul	30,38	30,4	15,8	13,5
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 22 jul	20,56	20,6	-0,8	0,2
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 22 jul	589	-31	-45	-130
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 22 jul	845	-8,0%	4,6%	11,6%
Merval en pesos	Puntos	Al 22 jul	11.682	0,2%	42,7%	36,2%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 23 jul	9,16	0,9%	11,6%	7,2%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 23 jul	13,83	9,0%	36,4%	22,0%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 23 jul	14,70	9,7%	16,7%	6,5%
Euro	US\$ / €	Al 23 jul	1,08	-2,8%	-19,2%	-10,6%
Real	R\$ / US\$	Al 23 jul	3,12	0,4%	37,5%	17,3%
Soja	US\$ / ton	Al 23 jul	375,07	-3,4%	-16,6%	0,1%
Trigo	US\$ / ton	Al 23 jul	189,88	-15,9%	-2,5%	-12,4%
Maíz	US\$ / ton	Al 23 jul	158,56	-2,7%	12,8%	1,5%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 23 jul	49,19	-17,3%	-49,9%	-7,7%
Oro	US\$ / oz troy	Al 23 jul	1.092,20	-6,9%	-14,8%	-7,5%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 23 jul	2,32	-0,03	-0,24	0,15
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid jun15	54,9	-0,2%	30,9%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid jun15	1,94	-7,2%	14,1%	

* Ajustado por principales precios de exportación e importación (estimación propia)

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2011

4: Minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación monetaria + encajes en \$

6: Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares)

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

10: Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

Convenciones: M: millones m: miles var%A (anual): respecto a igual período del año anterior var%M (mensual): respecto al mes anterior var%T (trimestral): respecto al trimestre anterior var%Ac (acumulada): acumulado del período respecto al acumulado equivalente del año anterior

ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES
SINTESIS: ANTE LA INCERTIDUMBRE, GANA EL DÓLAR

Algunos indicadores económicos están mostrando señales positivas. La inflación bajó a 28,8%, la actividad económica creció 0,5% en mayo y los depósitos en pesos del sector privado crecieron 36,3% en los últimos 12 meses. Incluso es posible que en el muy corto plazo aparezcan otros datos alentadores, dado que el Gobierno intenta generar un “veranito” antes de las elecciones. Sin embargo, estos indicadores ocultan la incertidumbre que reina hoy en la Argentina, lo que ya se refleja en la demanda de dólares y en las carteras vuelven a dolarizarse.

Hoy Argentina se caracteriza por tener una serie de grandes desequilibrios que deberán corregirse tarde o temprano, entre ellos tenemos el déficit fiscal, el insostenible gasto público, el déficit del BCRA (cuasi fiscal), la inflación, el atraso cambiario, las tarifas de servicios públicos que no alcanzan a cubrir los costos, etc. La corrección necesaria de estos desequilibrios tendrá, necesariamente, impacto sobre los precios y el tipo de cambio.

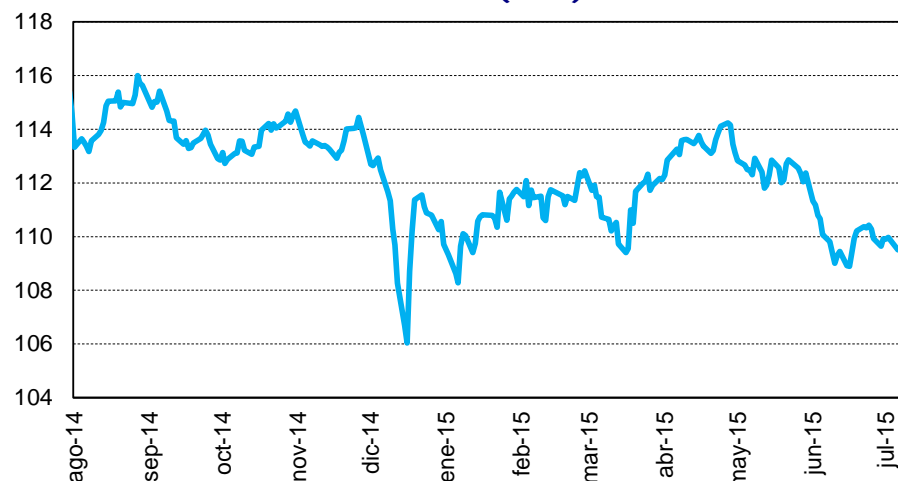
A este contexto de desequilibrios macroeconómicos se le suman dos hechos más. Por un lado, los candidatos presidenciales parecen obviar completamente la cuestión económica. Son muy pocas cosas las que se saben sobre futuros planes económicos, aún en círculos relativamente preparados, lo cual no hace más que generar mayor incertidumbre.

Finalmente, la mejora en los países desarrollados y el deterioro en los emergentes, está empujando a los inversores fuera de estos mercados y hacia los mercados desarrollados y eso se ha observado también en Argentina. Lo cual, redujo un poco el flujo de fondos de exterior que apostaban por un cambio.

EL MENOR INTERÉS EN LOS EMERGENTES PERJUDICA A LA ARGENTINA

Si bien en los últimos meses el Dow Jones ha estado algo volátil alrededor de los 18.000 puntos, lo cierto es que en el último año generó un retorno de casi el 6% anual. Por el contrario, los fondos basados en activos de economías emergentes como el EMB de JP Morgan tuvo un retorno negativo de casi 5% en el mismo período.

Lo que sucede, es que los países emergentes se están volviendo menos atractivos por diversas razones, como es la desaceleración de la actividad económica, la caída en los precios, algunas devaluaciones o casos de corrupción, como el “Petrolao” de Brasil. Esto sin contar los casos extremos como Grecia, el default de Puerto Rico o la

ÍNDICE MERCADOS EMERGENTES (EMB)


Fuente: OJF & Asociados en base a Yahoo finance

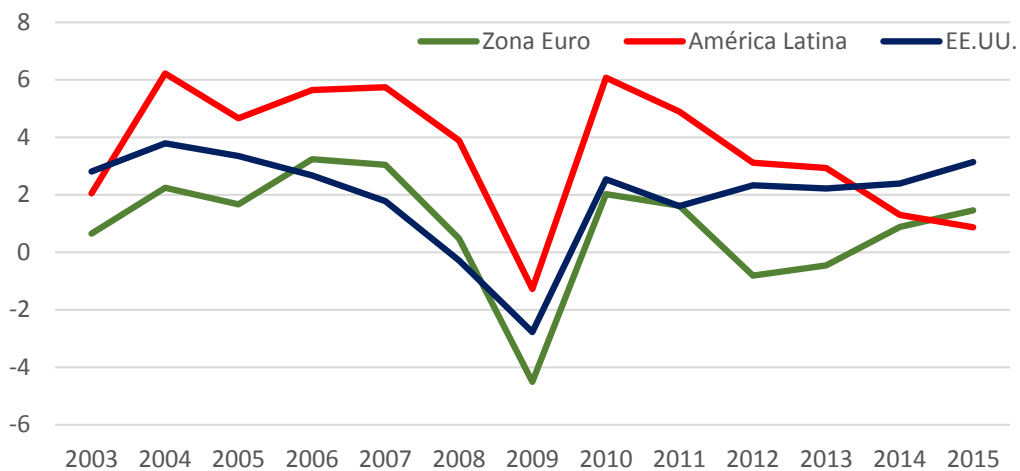
SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

hiperinflación de Zimbawe. En otras palabras, la mejora en los desarrollados vuelve a los mercados emergentes y sus “excentricidades” menos atractivos.

Según el FMI, en el 2015, todas las economías desarrolladas crecerán. Incluso crecerán más que algunas economías emergentes como las Latinoamericanas. En esta región sucede que la economía más importante, Brasil, estará en recesión, mientras que las demás se estarían desacelerando. Aquellos países que han logrado mantener el ritmo de actividad, lo hicieron gracias a que permitieron cierta devaluación del tipo de cambio, pero que redujo el rendimiento internacional de las inversiones en dicho país.

INTERNACIONAL: CRECIMIENTO ECONÓMICO COMPARADO

var % anual



Fuente: OJF & Asociados en base a FMI

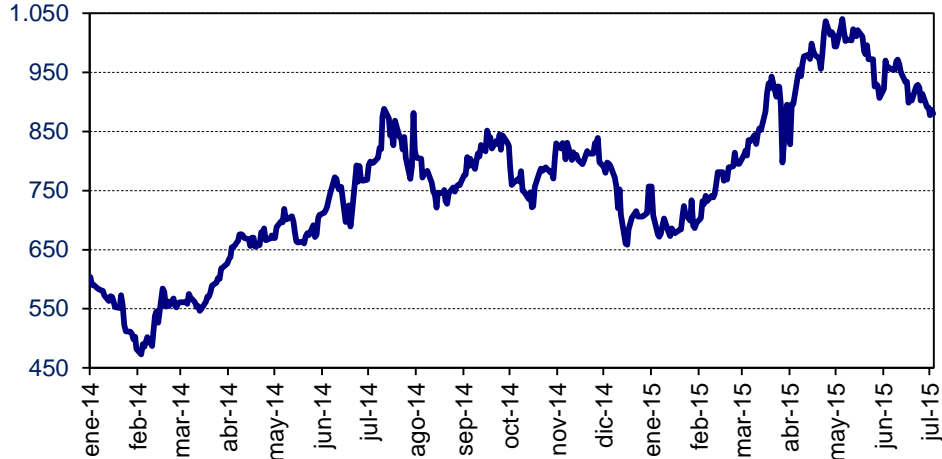
El caso Argentino

Para Argentina esto no es neutro. Si bien el MerVal subió durante el último año 25,3% en dólares, en los últimos meses se ha asimilado al comportamiento del resto de los emergentes. En efecto, desde mediados del 2013, cuando quedó claro que el Gobierno no ganaría las elecciones de medio término y que no habría reelección, el mercado accionario argentino comenzó a subir. Si bien esta tendencia alcista quedó suspendida por el default de los bonos de legislación internacional a mediados de 2014, ya para el comienzo de este año había retornado. Así, el MerVal en dólares alcanzó un máximo de 1.021,6 puntos el 15 de mayo de 2015.

En gran medida, esto se debió a que los activos argentinos se encontraban subvaluados respecto de sus equivalentes en la región. En términos generales, en el 2013 y 2014 las acciones argentinas valían la mitad en términos del P/E (ratio Precio/Utilidad) de lo que valdrían esas mismas acciones en otros mercados latinoamericanos, alcanzando un máximo de 75% en este año alentadas por la expectativa de un nuevo gobierno. A partir de entonces, el mercado argentino tuvo un comportamiento similar al del resto de los emergentes, perdiendo terreno persistentemente desde mediados del segundo trimestre del año. Puntualmente, desde su pico a mediados de mayo, el principal índice accionario local acumula una contracción de 12,4% en dólares.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Merval

En puntos, deflactado por dólar implícito



Fuente: OJF & Asociados en base a Ámbito Financiero y estimaciones propias

A pesar de que Argentina está desconectada de los mercados internacionales, algunos puentes existen aún y uno de ellos es el tipo de cambio de mercado o “contado con liquidación” (CCL). El CCL se obtiene al comprar un activo financiero (bonos o acciones) en pesos en el mercado local para luego venderlo en el exterior contra dólares. Por lo tanto, para calcular el tipo de cambio se debe dividir el valor en pesos del activo que cotiza localmente respecto del precio que tiene en dólares en el mercado internacional.

Por lo tanto, la caída que se observó en el MerVal si bien ha sido exacerbada por el alza del CCL, esta tiene su raíz en las cuestiones estructurales asociadas con la dinámica de los emergentes en general. Considerando que la suba del CCL se aceleró recién a partir del 15 de junio, queda en evidencia que el efecto del tipo de cambio sobre los mercados acentuó una dinámica que ya venía produciéndose.

EL CAMINO A LA DOLARIZACIÓN

Los desequilibrios y la incertidumbre

La economía Argentina hoy está atravesada por desequilibrios macroeconómicos tales como el persistente déficit fiscal, elevados niveles de inflación, atraso cambiario, entre otros. Mientras más se tarde en atenderlos, mayores serán los ajustes requeridos para corregirlos. De lo contrario, el mercado tenderá a ajustar caóticamente como suele suceder en estas condiciones.

Cualquiera sea el mecanismo de corrección, todo indica que el tipo de cambio tenderá hacia un valor considerablemente mayor al actual. Dado que el atraso del tipo de cambio es significativo y el Banco Central no posee las reservas necesarias para sostenerlo, el sólo hecho de eliminar las restricciones cambiarias provocaría una suba del dólar, con sus conocidas consecuencias inflacionarias.

Puesto que la resolución de los restantes desequilibrios también tendrá consecuencias inflacionarias, es probable que a esta devaluación inicial le deban suceder nuevas correcciones que permitan alcanzar un tipo de cambio competitivo en el largo plazo. Si bien es difícil determinar cuál será el tipo de cambio al final de este proceso, lo que parece quedar claro a grandes sectores de la población es el dólar será más

caro que en el presente. Ante esta perspectiva, en un escenario de incertidumbre no es de extrañar que observemos una creciente dolarización en las carteras.

Pesificación y dolarización

A lo largo de los últimos 9 meses, algunas medidas impulsadas por la conducción económica han ido creando paulatinamente una sensación de estabilidad cambiaria y financiera que redujo las expectativas de inflación y devaluación, recuperando la demanda de dinero. En este escenario en el que las tasas de interés ofrecen retornos cercanos a la inflación, el sector privado ha optado por realizar inversiones en pesos. En efecto, desde octubre, momento en el cual Juan Carlos Fábrega fue removido del BCRA, la política monetaria y cambiaria se modificó considerablemente. La variación más notoria que introdujo Alejandro Vanoli se relaciona con la intervención indirecta sobre el mercado del dólar paralelo, plaza que al operar con volúmenes reducidos permitió al BCRA crear fácilmente un exceso de oferta en momentos en los que la brecha cambiaria superaba el 85%.

Para conseguir este objetivo, la entidad comenzó a autorizar mayores ventas de dólar ahorro con la expectativa de que algunos compradores volcaran esas divisas al mercado paralelo, incrementando la oferta. En este sentido, mientras las ventas mensuales de dólar ahorro alcanzaron un promedio de US\$ 187,9 M entre enero y septiembre del año pasado, ese guarismo se elevó 140,6% a US\$ 452,1 desde octubre de 2014, momento en que Alejandro Vanoli asumió la presidencia del BCRA. Pese a ser altamente costosa, esta política logró sus objetivos, ya que la brecha cambiaria se encuentra actualmente en valores superiores al 50%.

Con este esquema se logró cierta estabilidad cambiaria, al tiempo que las tasas de interés en pesos a menos de un año se mantuvieron en el rango de 20%-29% dependiendo del instrumento y del plazo. Ante la perspectiva de estabilidad cambiaria, hacia fin del año pasado los operadores financieros comenzaron a pesificar sus carteras.

En este sentido, los plazos fijos fueron a las claras el instrumento por excelencia elegido para colocarse en pesos. De hecho, a partir de octubre de 2014 estos depósitos comenzaron a recuperarse en términos reales, pasando de una caída de 11,6% anual en ese mes a crecer 9,5% anual durante el mes pasado. Además, esta recuperación fue especialmente notoria a partir de marzo, momento en el que los plazos fijos privados aumentaron 14,7% en términos nominales (\$ 46.044 M) alcanzando un stock de \$ 358.449 M al cierre de mayo. Los números precedentes son informativos de un quiebre en la tendencia de los depósitos desde octubre, situación que responde al cambio de las condiciones macroeconómicas enunciado anteriormente.

Sin embargo, en las últimas semanas ha comenzado lentamente un progresivo proceso de dolarización, ante la incertidumbre del período electoral que se avecina. Esto se evidencia en la suba de las cotizaciones del dólar CCL y del blue. Si analizamos la evolución del tipo de cambio CCL observamos que ha aumentado 13,5% desde mayo alcanzando \$/US\$ 13,30. A su vez, el dólar paralelo se incrementó 10,7% ubicándose en \$/US\$ 14,00 (mayor valor en el año). Asimismo, en los primeros siete días hábiles de julio se vendieron US\$ 366 M, aumentando 54% con respecto al mismo período del mes anterior. Por lo tanto, de continuar esta tendencia este mes se alcanzaría un nuevo record generando una importante pérdida de divisas para el BCRA.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)
ARGENTINA: DEPÓSITOS PRIVADOS
Valores al 03-jul-15

	M de \$		M de US\$		
Depósitos privados totales	797.975	87.401	53.198	44.332	31.919
Plazos fijos	371.738	40.716	24.783	20.652	14.870
<i>Plazos fijos h. 180 días</i>	343.146	37.584	22.876	19.064	13.726
<i>Plazos fijos más de 180 días</i>	28.592	3.132	1.906	1.588	1.144
Cajas de ahorro	227.012	24.864	15.134	12.612	9.080
Cuentas corrientes	173.700	19.025	11.580	9.650	6.948
Otros depósitos	25.525	2.796	1.702	1.418	1.021
Tipo de cambio considerado	-	9,1	15,0	18,0	25,0

Fuente: OJF & Asociados en base a BCRA

Sin embargo, por ahora lo que se está observando es que aquellas posiciones que se pesificaron están regresando al dólar. Hoy el sistema bancario tiene depósitos del sector privado por casi por \$ 798.000 M. De los cuales, \$ 343.000 M son depósitos a plazo fijo de menos de 180 días. Las cajas de ahorro suman cerca \$ 227.000 M y las cuentas corrientes cerca de \$ 174.000 M. Una devaluación generaría una pérdida patrimonial en todos estos activos. Para tomar un ejemplo, si el tipo de cambio oficial pasara de \$/US\$ 9,1 a \$/US\$ 15, los depositantes perderían cerca de US\$ 34.000 M. Esta perspectiva de pérdidas podría acelerar el proceso de dolarización de las carteras provocando que una parte de estos depósitos puedan dirigirse hacia activos denominados en dólares (títulos públicos), activos que tengan cierta vinculación con el dólar (acciones de empresas exportadoras o de commodities) o directamente al dólar paralelo (en el caso minorista).

A medida que el gobierno pierda poder y la incertidumbre se acentúe, la demanda de dólares se incrementará. Este movimiento convivirá con una retracción de la oferta de divisas, dado que la mayor parte de la liquidación agrícola se produce antes de agosto. Consecuentemente, la presión sobre el dólar ira creciendo y con ello el riesgo de una agresiva dolarización de carteras.

Es muy probable que en los próximos meses haya alguna corrida contra el dólar paralelo como sucedió en octubre pasado o en enero de 2014. Ante este escenario, aunque quedaría en una posición de importante debilidad, el Gobierno tiene suficientes reservas como para frenar un proceso de ese estilo y las podría usar con el objetivo de evitar ruido en las elecciones. En caso de priorizar el nivel de reservas, el ejecutivo podría también aumentar el ritmo de devaluación en el último trimestre, lo que permitiría estimular las exportaciones y reducir las importaciones. Con estas herramientas, y mientras no se produzcan errores graves de política monetaria, el gobierno podría controlar una dolarización de grado moderado. Sin embargo, también es cierto que si este proceso se vuelve muy agresivo y no se toman las decisiones correctas, se puede terminar en una crisis cambiaria, aunque creemos que las probabilidades de dicho escenario están en el orden 20%.

La incertidumbre política

A la incertidumbre económica de este año se agrega la política. La elección presidencial de este año es la que genera más expectativa de la última década y parece estar muy peleada. Las elecciones que se llevaron a cabo hasta ahora cubren el 41,9% del padrón electoral y parecerían darle una ventaja a la Alianza PRO/UCR por encima del oficialismo. Hasta ahora, este último ha obtenido el 31,8% de los votos y el PRO/UCR el 36,8%.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

Pero, naturalmente, falta la provincia de Buenos Aires que representa el 37% del padrón. Para que el oficialismo pueda asegurarse el triunfo en primera vuelta, debería obtener en esta provincia casi el 60% de los votos positivos. Sin embargo, este escenario luce improbable hasta para el más optimista, ya que el máximo obtenido hasta ahora fue de 55,18% en la elección del 2011 por Daniel Scioli. Especulando con otros resultados, si el candidato del oficialismo sacase el 50% y se respetaran los porcentajes obtenidos hasta ahora, podría llegar a obtener el 40% y por lo tanto, requeriría una muy mala elección del PRO/UCR en la provincia de Buenos Aires para ganar en primera vuelta.

ARGENTINA: RESUMEN DE LOS PRIMEROS RESULTADOS ELECTORALES

Valores calculados como porcentaje de los votos afirmativos

	% padrón nacional	FPV	UCR+PRO	Frente Renovador	Restantes partidos	Observaciones
Córdoba	8,7%	17,2%	34%	39,9%	9,1%	-
Santa Fe	8,4%	30,4%	32%	3,8%	34,2%	FAP
CABA	8,3%	21,9%	46%		32,6%	ECO
Mendoza	4,3%	41,0%	46%		12,6%	-
Salta	2,9%	51,2%	31%		18,1%	-
Chaco (PASO)	2,7%	59,8%	37%		2,9%	-
Corrientes	2,5%	34,5%	48%		17,5%	-
Río Negro	1,6%	33,9%	13%		53,3%	-
Neuquén	1,4%	31,0%	21%		48,4%	MPN
La Rioja	0,8%	56,9%	42%		1,3%	-
Tierra de Fuego	0,4%	49,0%	34%		16,7%	-
TOTAL	41,9%	31,8%	36,8%	8,6%	22,8%	-
Buenos Aires*	37,0%	44,9%	24,2%	20,3%	10,5%	-
Total proyectado	78,9%	37,9%	30,9%	14,1%	17,0%	-

* En base a promedio de encuestas para candidatos a gobernador

Fuente: OJF & Asociados en base a datos del tribunal electoral de cada distrito

Por lo tanto, si el oficialismo no hace una elección extraordinaria en la provincia de Buenos Aires ni PRO/UCR hace una elección muy mala, lo más probable es que haya un ballotage, escenario en el que la tendencia aún no es clara.

Por un lado, en una eventual segunda vuelta, los resultados correspondientes a la última encuesta de Mora y Araujo ubican a Mauricio Macri como ganador por menos de 4 puntos (49,1% a 45,5%), aunque con algo más de 5 puntos de indecisos. Por otro lado, una encuesta anterior (mayo) de Management & FIT pronosticaba un ajustado triunfo de Daniel Scioli por apenas 1 punto de diferencia.

En otras palabras, aún es muy temprano para definir un ganador y, naturalmente, eso genera cierta incertidumbre, sobre todo en un contexto económico que tiende a ser complicado para el próximo gobierno.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)
ESCENARIOS Y PROYECCIONES 2015
Escenarios 2015

Escenario de política actual sin acuerdo con Holdouts (80%): Este es el escenario que vemos más probable hoy y comparte los supuestos internacionales del escenario anterior, pero difiere en lo que se refiere a lo local por la falta de divisas. Las diferencias son las siguientes:

- Se utilizan los Swaps con China para ampliar reservas internacionales
- No se pagan los bonos frenados por Griesa
- Se refuerzan las trabas a las importaciones
- Otras medidas alternativas para obtener divisas

Escenario de Crisis cambiaria (20%): Este escenario supone que si no hay acuerdo con los holdouts un deterioro de las condiciones internacionales sumado a shocks de (des)confianza locales podrían llevar a una crisis cambiaria hacia fin de año. Los principales supuestos son:

- Sin arreglo con Holdouts
- Nueva caída del precio de la soja a US\$300 por tonelada
- Recesión en Brasil
- FED sube la tasa de interés más de lo esperado

Resumen de proyecciones – Principales indicadores

	Unidad	2014	Escenarios para 2015	
			Sin arreglo con Holdouts	Crisis Cambiaria
Probabilidad			80%	20%
Actividad Económica				
IGA-OJF	var % anual	-2,7%	-0,5%	-2,1%
Precios y Tipo de Cambio				
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	28,9%	46,0%
Salario nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	28,6%	34,8%
Salario Real (dic.)	var. % anual	-4,3%	-0,8%	-7,7%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	10,5	13,96
Sector Público				
<i>Sin utilidades del BCRA</i>				
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$ % del PIB	-118.402 -3,0%	-234.074 -4,5%	-248.299 -4,8%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$ % del PIB	-189.560 -4,7%	-320.951 -6,2%	-329.758 -6,0%
Sector Externo				
Balance Comercial	mill. US\$ % del PIB	6.686 1,4%	2.246 0,4%	3.044 0,3%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	25.399	15.438

Fuente: OJF & Asociados

AUTORIDADES

Presidente

Orlando J. Ferreres

Vicepresidente

Francisco Gismondi

Vocales

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Alberto Rodríguez

Fausto Spotorno

EQUIPO DE TRABAJO

Directora de Investigaciones

Marta N. Barros

Investigadores

Nicolás Alonzo

Erik Schachter

Adrián Yarde Buller

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina

Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004

E-Mail: info@fundacionnorteysur.org.ar

www.fundacionnorteysur.org.ar

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



PETROBRAS

BANCO COMAFI 



CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR

NyS Nº 001

Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires: Programa. Julio 1995

NyS Nº 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS Nº 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS Nº 004

Sector Público Argentino: Gasto, Endeudamiento, Intereses y Gastos Reservados. Enero 1998

NyS Nº 005

PRESUPUESTO NACIONAL: De La Formalidad Legislativa A La Realidad Fiscal. Marzo 1998

NyS Nº 006

PRESUPUESTO NACIONAL: Administración Financiera: Control, Excepciones y Nivel del Gasto. Abril 1998

NyS Nº 007

PRESTAMOS EXTERNOS: El Costo De Pedirlos y No Utilizarlos. Mayo 1998.

NyS Nº 008

Finanzas Públicas Provinciales y la Relación Nación - Provincias: Soluciones Parciales o un Acuerdo Integral. Julio 1998.

NyS Nº 009

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

NyS Nº 010

PRESUPUESTO NACIONAL: Evaluación de gestión: ¿Un instrumento eficiente? Octubre 1998

NyS Nº 011

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (I). Diciembre 1998

NyS Nº 012

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (II). Febrero 1999

NyS Nº 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NyS Nº 014

El Programa de Asignaciones Familiares y la necesidad de su modernización. Septiembre 1999.

NyS Nº 015

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

NyS Nº 016

Presupuesto Nacional para el año 2000: Estimaciones de Recursos y Reducción de Gastos. Noviembre 1999.

NyS Nº 017

Provincias: los desequilibrios fiscales y la necesidad de un nuevo acuerdo. Diciembre 1999

NyS Nº 018

La urgencia del momento: medidas concretas para superar la crisis. Mayo 2000

NyS Nº 019

Presupuesto Consolidado: Distribución Federal de Gastos y Recursos Públicos. Julio 2000

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

NyS Nº 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS Nº 021

Argentina: Facturación por Sector Económico. Informe Metodológico. Mayo 2001

NyS Nº 022

SUECIA: La reducción del Gasto Público y la salida de la crisis 92-94. Agosto 2001

NyS Nº 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS Nº 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS Nº 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS Nº 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS Nº 027

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Julio 2003

NyS Nº 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS Nº 029

Distribución del ingreso. Agosto 2004

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2004 – Historia Argentina en Cifras

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

NyS Nº 030

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Junio 2007

NyS Nº 031 a 48

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007 – Junio 2009

NyS Nº 049

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

NyS Nº 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

NyS Nº 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

NyS Nº 052 a 62

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2009 a Agosto 2010

NyS Nº 063

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

NyS Nº 064 a 66

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Noviembre 2010

NyS Nº 067

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Una mirada al futuro. Diciembre 2010

NyS Nº 068

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Marzo 2011

NyS Nº 069

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Crecimiento económico con riesgos. Abril 2011

NyS Nº 070

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Mayo 2011

NyS Nº 071

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Junio 2011

NyS Nº 072

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Argentina ante los desequilibrios mundiales. Julio 2011

Chaco, su historia en cifras

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Edición Librería de la Paz, Agosto 2011

NyS Nº 073 / 095

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2011 a Agosto 2013

Chaco, su historia en cifras, 2da. Edición

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Septiembre 2013

NyS Nº 096 / 104

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre 2013 a Julio 2014

(cambio de sistema de registro de publicaciones)

NyS Nº 253

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 1. Perfil Socio-Económico, Julio 2014

NyS Nº 254

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 2. Coparticipación, Agosto 2014

NyS Nº 255

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soja, default y dólares, Agosto 2014

NyS Nº 256

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 3. Situación Fiscal, Septiembre 2014

NyS Nº 257

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Contexto internacional más complicado y una economía débil, Septiembre 2014

NyS Nº 258

Municipio De San Isidro: Situación Fiscal Y Opciones De Financiamiento, Octubre 2014

NyS Nº 261

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Octubre 2014

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/7/2015)

NyS Nº 262

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 4. Público Y Privado, Noviembre 2014

NyS Nº 263

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Noviembre 2014

NyS Nº 265

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 5. Relación Con Municipios, Diciembre 2014

NyS Nº 267

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Diciembre 2014

NyS Nº 268

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Febrero 2015

NyS Nº 270

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Marzo 2015

NyS Nº 271

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Mayo 2015

NyS Nº 272

Revista Bases para el Largo Plazo N° 8, Mayo 2015

"BASES PARA EL LARGO PLAZO": ORDEN DE SUSCRIPCIÓN**BASES**
PARA EL LARGO PLAZO**Orden de Suscripción**

Nombre y apellido: _____
Domicilio: _____
Localidad: _____ **Provincia:** _____ **C.P.:** _____
Teléfono: _____ **Correo electrónico:** _____
Empresa: _____ **Posición:** _____

Periodo de Suscripción: 2015 \$ 800**Forma de Pago:**

- Efectivo (en nuestras oficinas)
 Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur
 Depósito o Transferencia bancaria (solicitar datos bancarios)

Enviar orden de suscripción a:

1 Reconquista 458, 8° piso
(1358) C.A.B.A. – Argentina

2 ☎ (+5411) 4394-3993

Fecha:/...../.....

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar