

ieNEWS

18

DIC 2014

Vista de la Avenida Arq. Jorge Bunge en Pinamar, Argentina.



INSTITUTO DE
ECONOMIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

Editorial

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

DIRECTOR
SEBASTIÁN AUGUSTE

STAFF
SANTIAGO BARRAZA
CECILIA FUXMAN
SERGIO GUTIÉRREZ
DANIEL HOYOS MALDONADO
ANA LEGATO
PATRICIA LAURA RÁBAGO
MARÍA DEL CARMEN ROMERO
SEBASTIÁN RAMÓN
SANDRO JOSÉ GUIDI
MARIO RAVIOLI
MARIO SEFFINO
VERÓNICA BAZTERRICA

COLABORADOR
SANTIAGO LINARES

BECARIO
LORENA LUQUEZ

SECRETARIA EJECUTIVA
PIERINA FRONTINI

Estimados lectores

En este último número del 2014 analizamos aspectos estrictamente locales, estudiando en detalle las últimas medidas del gobierno y su potencial impacto.

En la primera nota Sebastián Auguste nos hace un detalle, repasando la situación macroeconómica argentina y analiza la lógica de las últimas medidas del gobierno, para entender mejor hacia adonde se dirige la economía en los próximos dos años. En la segunda nota Guillermina Simonetta analiza la situación del mercado financiero argentino, el que ha estado muy golpeado en los últimos meses, sobre todo en cuanto al rendimiento de acciones y bonos.

Esperando encuentren a estas notas de interés, lo saluda cordialmente



DR. SEBASTIAN AUGUSTE
Director Instituto de Economía

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar.

Escriben en este número



Dr. Sebastián Auguste

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Es Director del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



Lic. Guillermina Simonetta

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).

Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.

Sumario

Página 4: ¿Que hay de nuevo en la macro nacional?

Por Sebastián Auguste

Página 7: Paños fríos y paños tibios: nuevas medidas gubernamentales sobre el sector financiero

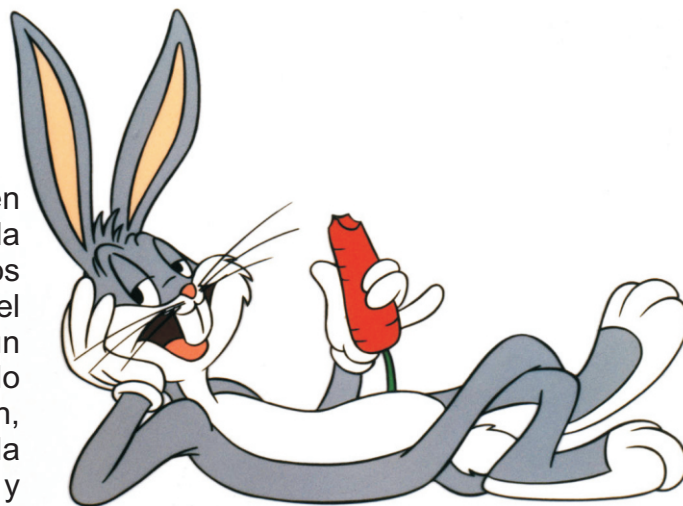
Por Guillermina Simonetta

Página 11: Gráficos de Coyuntura

¿Que hay de nuevo en la macro nacional?

Por Sebastián Auguste

Este mes ha sido nuevamente movido en términos de novedades económicas y la incertidumbre sigue siendo alta. Recordemos que el dilema macroeconómico principal en el que se encuentra atrapado nuestro país es un coctel que contiene déficit fiscal financiado con emisión monetaria que genera inflación, se utiliza al tipo de cambio como un ancla nominal para frenar un poco la inflación y tranquilizar a la gente y esto a su vez genera atraso cambiario desalentando las exportaciones, y en el mundo el dólar se hace fuerte y caen los precios de los commodities.



Cuando el dólar se hace fuerte y caen los precios de los commodities, lo normal es que el tipo de cambio se devalúe, que es lo que están haciendo los países de la región, como Brasil y Chile, para que el país mantenga su competitividad (alentando las exportaciones y frenando las importaciones) y no pierda empleo, pero en Argentina no se quiere devaluar porque con alta inflación se teme que se espalice, con lo cual el impacto negativo en el empleo y la actividad es mayor. Para bajar la inflación hay que parar la emisión monetaria y para eso hay que o bien endeudarse o bien cerrar el déficit fiscal. Lo primero es difícil porque aún no hemos salido del default y está pendiente el conflicto con los holdouts. Lo segundo también es complicado porque es recesivo en una economía que ya está en recesión, además ideológicamente choca con un gobierno que ha hecho de su bandera la expansión del estado (la temida palabra “ajuste”). En este escenario tenemos estanflación: alta inflación y recesión económica. Sin medidas que apunten al corazón del problema, todos serán meros paliativos de corto plazo. No queda claro a esta altura si el gobierno tomará al toro por las astas y comenzará a ordenar la macroeconomía, o dejará todos los problemas al gobierno que sigue. Las señales han sido confusas...

El Banco Central atacó fuerte la brecha cambiaria, con medidas de corto plazo, no estructurales, como discute Guillermina en su nota. El nuevo presidente del BCRA afirma que mantendrá el tipo de cambio fijo. Pero con alta inflación esto es imposible, o al menos indeseable. Tiene sentido esta política si se quiere mantener las aguas quietas por un momento para acomodar los otros problemas del país (o pasar un diciembre que últimamente ha sido movido). Por el lado del déficit fiscal no hay ningún indicio que se esté trabajando para reducirlo o hacerlo más eficiente (que es su mayor problema), así que por ese lado no va la cosa. Todo descansa en financiar el déficit con la menor emisión monetaria posible. De ahí que

muchos apostábamos a que el gobierno iba a arreglar con los holdouts en enero para poder luego financiar con deuda y pasar un 2015 tranquilo. La última noticia relevante en esto fue la decisión del Ministro de Economía, Axel Kicillof, de un canje/recompra de deuda. Esta ha sido una medida audaz, que si sale bien, dará un poco de aire. ¿En qué consiste la medida? A los tenedores de bonos Boden 2015 (RO15), que vencían el año que viene (unos U\$S 4660 millones que seguramente se pagarían con reservas), se les ofrecerá un nuevo bono a más largo plazo (Bonar 2024 (AY24)) o bien comprarle ya el bono a un precio mayor al de mercado. El tenedor puede: i) esperar a su vencimiento en 2015 (no hacer nada), ii) canjear el Boden por un Bonar o iii) vendérselo ya al gobierno y no esperar. Si el gobierno logra que mucha gente acepte la opción ii (el canje) logra emitir nueva deuda para refinanciarse, a varios meses del vencimiento del Boden, y principalmente antes de enero de 2015, fecha en la cual se comenzaría la renegociación con los fondos buitres. Además del canje, se aprovechará y se emitirán unos cuantos millones más del bono AY24 lo que permitirá llegar a un monto de emisión total de casi unos seis mil quinientos millones. Esta sería la emisión más agresiva del año, sólo seguida por dos colocaciones de 1500 millones de dólares en total en papeles dolar linked Bonad 16 y Bonad 18 (pagan capital e interés en pesos al tipo de cambio oficial) que se realizó entre fines de octubre y noviembre – como explica Guillermina en su próxima nota.

¿Que se logra con todo esto? Efectivamente emitir deuda y lograr repagar los vencimientos del año que viene. También, al evitar un pago fuerte en 2015, se ahorra pérdida de reservas del Banco Central y su correlato en el debilitamiento del peso (hoy el peso conversión que surge de tener en cuenta las reservas del central da un tipo de cambio cercano a 15 pesos por dólar, cada vez que se pierden reservas con pagos se empuja este tipo de cambio hacia arriba, y este tipo de cambio es el que más o menos lleva al blue a su precio de mercado).

Una mayor emisión de deuda permite sostener el gasto público en los niveles actuales (con déficit fiscal) sin necesidad de tener que emitir más pesos. Esto permite evitar una caída mayor del producto y mayor inflación. Por otro lado, le da más aire al gobierno para poder mantener el tipo de cambio fijo, lo que manifiestamente quiere el presidente actual del Central.

Otro tema no menor es que le da al gobierno mayor poder de negociación frente a los fondos buitres. Seguramente la fecha en que se está haciendo todo esto, diciembre de 2014, no es casual. En enero vence la cláusula Rufo, que obliga al gobierno a extender a todos los bonistas (los holdins) lo que se negocie con los holdouts. La señal es que el gobierno no necesita de arreglar con los buitres, porque tiene otro modo de solucionar sus necesidades de financiamiento sin salir al mercado internacional. Si el gobierno usa esto para negociar mejor con los buitres, es muy bueno. Si en lugar lo usa para patear el problema y dejárselo a quien venga en 2016, es malo.

Estas medidas no arreglan los temas fundamentales del país: a) la pérdida de competitividad por mantener el tipo de cambio fijo cuando la inflación volaba (esto favorece las importaciones, que se estuvieron frenando con medidas para-arancelarias que son muy mal vistas en el mundo

y principalmente por nuestros vecinos; y desfavorece a las exportaciones, justo cuando los precios de los commodities se contraen); b) la falta de inversión e infraestructura, c) la muy pobre eficiencia en el gasto público y d) la credibilidad y seguridad jurídica (seguimos siendo un país de mucha incertidumbre).

Con todo esto, el empleo se sostendrá en el sector público, pero seguiremos perdiendo empleos en el sector privado. El problema del déficit fiscal no se soluciona, y se lo deja abierto para quién venga en 2016 (y que se arregle en cómo hace para financiarlo o ajusta), el problema de los holdouts tiene mayores chances de quedar abierto también, y el gobierno puede mantener el tipo de cambio relativamente fijo, con una inflación alta pero controlada. Si esto pasa, no estamos arreglando nada de fondo, sino que pasando una papa caliente al que viene en 2016, es una pena, porque se sigue perdiendo tiempo sin ir a ningún lado. Lo bueno, es que permitirá una transición ordenada, sin crisis. Lo malo, el que viene tendrá mucho por hacer.

El precio del petróleo

En los dos News anteriores alertábamos sobre la posible caída del precio del petróleo y sus efectos negativos sobre una empresa como YPF que depende del fracking, actividad que es rentable con altos precios. Este escenario negativo se está materializando. La OPEC no ha logrado reducir lo suficiente la producción de petróleo como para frenar la caída. Es entendible, muchos de los países que están en este grupo transitan sus propios problemas. Venezuela, descontrolada, no se puede dar el lujo de achicar su cuota. Irak en problemas graves mucho menos. Lo mismo con varios países más. Esto ha acelerado la caída de precios. ■



Paños fríos y paños tibios: nuevas medidas gubernamentales sobre el sector financiero

Por Guillermina Simonetta

Desde fines de septiembre se ha evidenciado una marcada volatilidad en la cotización de las acciones de empresas argentinas en el mercado local, antecedida por un ajuste que comenzó a fines de julio en el precio de ADRs en la Bolsa de Nueva York, influyendo tanto factores globales como locales en la fluctuación, actualmente delineando un rango de trading. En particular en el terreno de acciones de las entidades



bancarias, los precios han encontrado un rango de estabilización en noviembre, luego del piso visto a mediados del mes previo, y presentándose en el precio de los ADRs una recuperación significativa, tras los avatares de octubre, que habían llevado a recortar la mitad del avance acumulado en la valuación de mercado de los principales bancos desde el piso del 2012.

La reducción de las expectativas de depreciación debido a las nuevas medidas introducidas por el Gobierno, con el nombramiento de Alejandro Vanoli como presidente del BCRA, la fijación por parte de la autoridad monetaria de una tasa de interés mínima para los depósitos bancarios y el aumento de su garantía de cobertura, de la mano de la baja del dólar informal y del dólar bolsa y contado con liquidación tras la venta de bonos en dólares de aseguradoras y de la colocación de dos títulos dólar-linked por parte del Gobierno Nacional, entre otros determinantes, fueron factores claves que dominaron la escena en una nueva etapa de presentación de balances trimestrales.

Para las principales entidades bancarias del país el tercer trimestre del 2014 arrojó números positivos en sus balances contables, destacándose la performance de Grupo Financiero Galicia, con ganancias de \$931,2 millones para el periodo, una variación interanual de 73,7% en su resultado neto y de 87,8% de su resultado operativo, llevando los múltiplos de fundamentales de esta compañía a reducir la brecha con el promedio del sector en la región latinoamericana, quedando el ratio PE (Price/ earnings) en 8,10x, frente a 11,61x de promedio regional, y reflejando un notable incremento desde fines del 2012, donde se ubicaba en 4,22x.

Banco Macro por su parte ganó \$985,6 millones en el tercer trimestre, lo que arrojó un avance de 72,3% interanual en su resultado neto, y del 52% en su resultado operativo, ubicándose sus ratios por encima del promedio regional, con 11,8x de PE, 3,14x en precio a valor libros frente a

2,09x regional y de 2,3x en el ratio precio/ventas, comparado con 2,18x de Latam.

Banco Francés tuvo un resultado en el ejercicio de \$628,90 millones, con un menor incremento interanual de su resultado neto subiendo el 12,2% frente al mismo trimestre de 2013 pero con un importante salto en su resultado operativo, que trepó al 114,6% interanual, dejando así también una continuidad de suba en su múltiplo de precio sobre ganancias, que ha pasado de 4,15x a fines de 2012, y 5,4x a fines de 2013 a 9,6x en el último trimestre relevado para este año.

DATOS DE BALANCES DE GRUPO FINANCIERO GALICIA, BANCO MACRO Y BANCO FRANCES

GALICIA

GGAL						
Año/Mes	Trimestre	Capital	Res. Trimestre	Res. Ejercicio	P.N.	V.L.
2014/09	3	1.300,20	931,20	2455,10	9363,80	7,20
2014/06	2	1300,20	693,20	1523,90	8432,50	6,49
2014/03	1	1300,00	830,70	830,70	7777,90	5,98
2013/12	4	1320,00	626,90	1823,60	6947,20	5,26
2013/09	3	1241,00	536,00	1196,70	6042,00	4,87
2013/06	2	1241,40	370,90	669,90	5506,50	4,44
2013/03	1	1241,40	298,90	298,90	5169,00	4,16
2012/12	4	1241,40	368,20	1336,20	4870,00	3,92
2012/09	3	1241,40	347,10	967,90	4501,80	3,63
2012/06	2	1241,40	339,00	620,80	4154,60	3,35
2012/03	1	1241,40	281,70	281,70	3833,30	3,09

MACRO

BMA						
Año/Mes	Trimestre	Capital	Res. Trimestre	Res. Ejercicio	P.N.	V.L.
2014/09	3	594,5	985,6	2.904,50	10.916,80	18,36
2014/06	2	594,5	732,6	1.918,90	9.931,20	16,71
2014/03	1	594,5	1.186,30	1.186,30	9.813,70	16,51
2013/12	4	594,5	953,3	2.443,50	8.627,40	14,51
2013/09	3	594,4	572	1.490,00	7.102,00	11,95
2013/06	2	594,4	460,3	918,3	7.102,10	11,95
2013/03	1	594,4	457,9	457,9	6.657,00	11,2
2012/12	4	594,4	425,7	1.493,60	6.199,00	10,43
2012/09	3	594,4	411,9	1.067,80	5.773,30	9,71
2012/06	2	594,4	332,1	655,9	5.361,40	9,02
2012/03	1	594,4	323,8	323,8	5.043,30	8,48

FRANCES

FRAN						
Año/Mes	Trimestre	Capital	Res. Trimestre	Res. Ejercicio	P.N.	V.L.
2014/09	3	536,80	628,90	2390,00	9517,50	17,73
2014/06	2	536,80	399,00	1761,00	8888,00	16,56
2014/03	1	536,80	1362,10	1362,10	8518,20	15,87
2013/12	4	536,80	863,90	2024,20	7156,10	13,33
2013/09	3	536,80	560,60	1160,30	6292,00	11,72
2013/06	2	536,80	255,40	599,60	5731,50	10,68
2013/03	1	536,80	344,10	344,10	5476,00	10,20
2012/12	4	536,80	274,90	1263,70	5131,90	9,56
2012/09	3	536,80	417,30	988,70	4857,00	9,05
2012/06	2	536,80	330,80	571,30	4439,60	8,27
2012/03	1	536,80	240,50	240,50	4108,70	7,65

Pero estos son datos pasados: los interrogantes quedan planteados para el último trimestre, donde tendremos el impacto de varias medidas con efectos sobre el sector financiero. Los anuncios fueron introducidos para aplicar por un lado paños fríos al incremento de la brecha cambiaria y por el otro para reducir el enfriamiento del consumo, variable clave del modelo económico.

En el primer cóctel, se destacan, por un lado, la emisión de dos **bonos vinculados a la evolución del tipo de cambio** (oficial), o dólar-linked, a fines de octubre y mediados de Noviembre, los Bonad 2016 y 2018, suscriptos principalmente por banco y aseguradoras, que fueron presionadas para liquidar posiciones de sus títulos en dólares, y así empujar una reducción del dólar “contado con liqui” y, con ello, del blue como objetivo de corto plazo de la política del nuevo director del Banco Central.

Por el otro lado, para promover el ahorro minorista en moneda nacional, desde el 8 de octubre el BCRA dispuso un **límite mínimo para la tasa de interés de depósitos a plazo fijo en pesos de las personas físicas**. En particular, en la medida en que el importe colocado en plazo fijo no excediera la cobertura del seguro de garantía de los depósitos, la tasa no podrá ser inferior a la que surja del producto entre la última “tasa de interés pasiva de referencia” (promedio simple de las tasas de corte de la LEBAC a 90 días) y el coeficiente que corresponda según el plazo original de la imposición, dejando una suba cercana a 4 puntos porcentuales para las tasas a 30 días desde septiembre. Paralelamente, el BCRA decidió **incrementar el importe de la cobertura de la garantía de los depósitos**, de \$120.000 a \$350.000 por titular.

En el segundo plano, a mediados de septiembre el Gobierno Nacional implementó el **programa “Ahora 12”** para adquirir productos y servicios con tarjeta de crédito en doce cuotas sin interés y así estimular el consumo local. Para favorecer la implementación de esta iniciativa el BCRA estableció a partir de octubre una reducción de la exigencia de efectivo mínimo en un importe equivalente a 16% de los préstamos que las entidades financieras otorguen a través del mencionado programa y de los créditos a una tasa de interés de 0% que los bancos canalicen a empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito en la medida que estas firmas hayan

adherido a este programa. Asimismo se dispuso que esos créditos pudieran asignarse a completar parcialmente el cupo de la quinta etapa de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva.

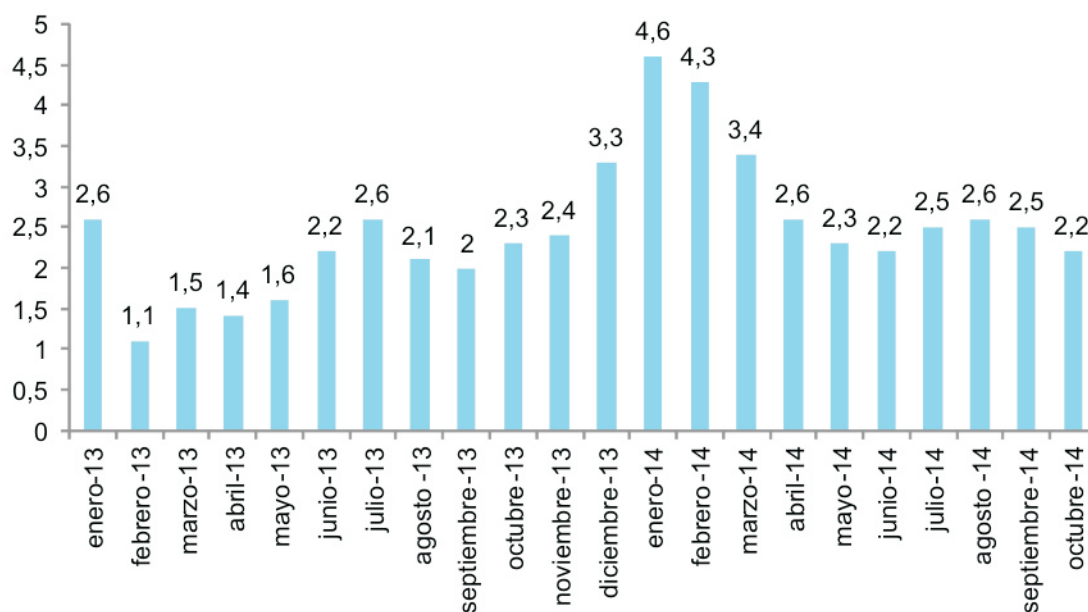
Las entidades financieras pasan por ende a ser un engranaje clave en este último año de gestión del actual gobierno, tanto en su rol de financiamiento al adquirir los títulos nuevos emitidos de corto plazo, como para tratar de amortiguar el efecto de reducción del consumo evidente desde el año pasado en muchos sectores. El aumento de la deuda interna en pesos pero vinculada al tipo de cambio será un factor más de preocupación para el que gane las elecciones el año que sigue, sin embargo, a nivel del sistema financiero esta nueva tenencia de títulos no deja signos de alerta mayores. La exposición del conjunto de entidades financieras al sector público se redujo en los últimos años, hasta representar 8,9% del activo total. Este nivel resulta inferior a los valores observados en otras economías latinoamericanas. Por su parte, como consecuencia del incremento de los depósitos al sector público, la posición neta acreedora de este sector frente al sistema financiero se incrementó hasta representar un monto equivalente a 8,7% de los activos totales en los últimos datos disponibles en el BCRA.

La venta de bonos en dólares por parte de aseguradoras y bancos para adquirir el nuevo título atado a la evolución del tipo de cambio, tuvo el doble efecto de financiar un gasto público que sigue siendo creciente a la vez de quitar presión y reducir expectativas sobre la brecha cambiaria. Sin embargo, el efecto que pueden tener en la rentabilidad de los bancos, es el punto de incertidumbre. Los bancos deberán resignar alrededor de \$7.200 millones que hoy tienen disponibles para sostener sus negocios y que dejarán de destinar a créditos a clientes o inversiones en títulos, cifra que surge del efecto de las tasas mayores para plazos fijos y del aporte que los bancos deben hacer al Sedesa, el fondo de garantía que cubre los depósitos del sistema financiero. Los plazos fijos minoristas (inferiores al millón de pesos) son actualmente \$128.000 millones según los datos del Banco Central. De estos, la mitad (\$64.000 millones) está representada por ahorros menores a los \$350.000 que se verán alcanzados por las nuevas tasas.

El financiamiento al fisco por parte de las letras que emite el Central y los títulos del Tesoro desplaza los préstamos al sector privado del activo de los bancos, que este año creció por debajo de la inflación y se espera que en el 2015 se profundice esta tendencia de “crowding out”. A pesar del impacto que en el mediano plazo estas medidas tendrán sobre la rentabilidad de los bancos, en el corto plazo la evolución de sus acciones en Bolsa no refleja una incertidumbre mayor, y es factible que se termine el año con una continuidad de rally bursátil. ■

La coyuntura en gráficos

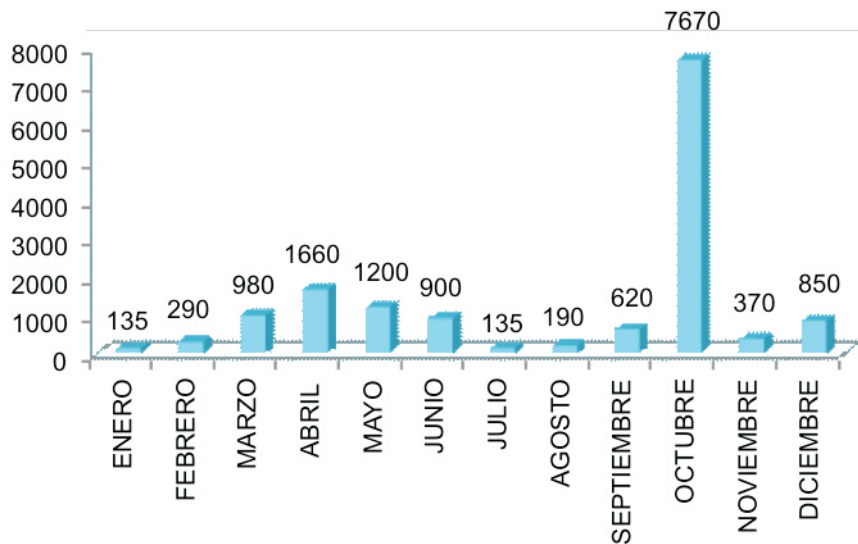
INFLACION - IPC CONGRESO



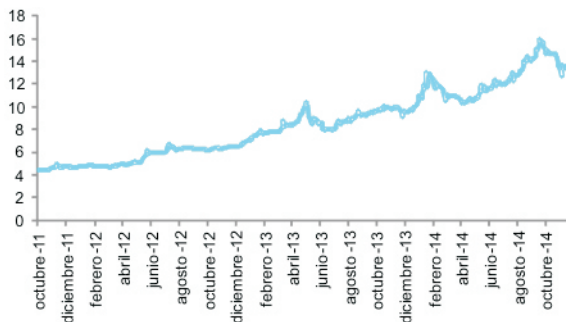
RESERVAS INTERNACIONALES - PAISES DE LATINOAMERCA EN MILLONES DE DOLARES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ARGENTINA	44315	46400	48000	52100	46400	41900	28700	28700
URUGUAY	4121	6300	8000	7700	10300	13566	16300	18100
BOLIVIA	5300	7700	8600	9700	12000	13900	14400	14800
CHILE	16910	23200	25400	27900	41979	41650	41094	40297
COLOMBIA	20949	23700	25000	28100	32300	37467	43600	44600
PERU	27689	31200	33100	44100	48800	63991	65500	63700
BRASIL	180334	206800	239100	288600	352000	373140	362000	379200
MEXICO	77991	85400	90800	113600	142500	163600	176500	190800
VENEZUELA	32885	42200	35000	29500	29500	29283	29300	20800

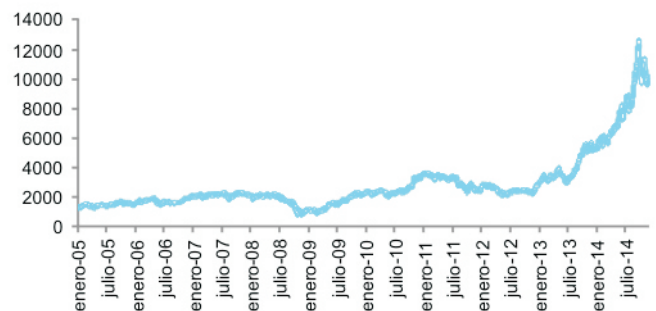
VENCIMIENTOS DE DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA 2015 - TESORO NACIONAL+PROVINCIAS+EMPRESAS - EN MILLONES DE DOLARES



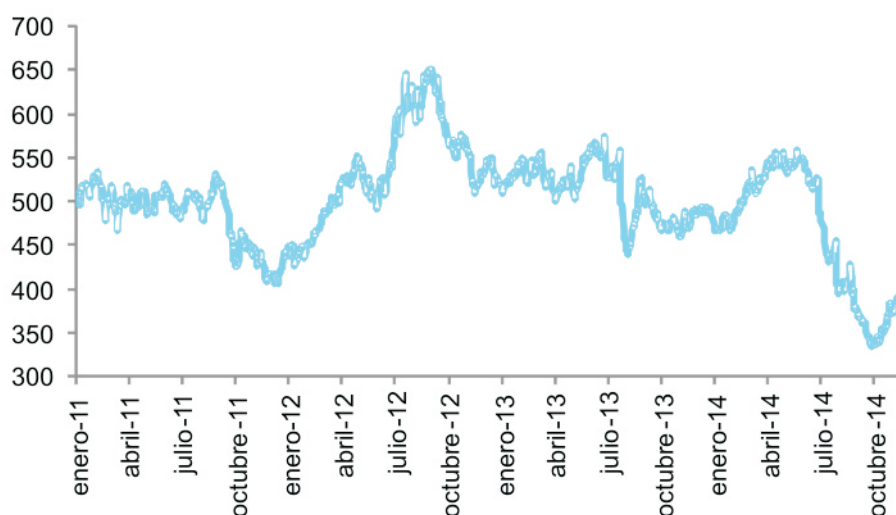
EVOLUCION DÓLAR INFORMAL



EVOLUCION DEL INDICE MERVAL



EVOLUCION COTIZACION SOJA EN CHICAGO DOLARES POR TONELADA



CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL CIERRE DEL MES VALORES AL 30 DE NOVIEMBRE DE 2014

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2014	INICIO 2014
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	8,54	30,88%	6,525
DÓLAR INFORMAL - VENTA	13,1	31,00%	10
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2,567	8,64%	2,3624
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	691	-14,48%	808
MERVAL (ARGENTINA)	9808,6	81,94%	5391,03
DOW JONES (USA)	17828,24	7,55%	16576,66
BOVESPA (BRASIL)	54664,36	6,13%	51507
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	373,32	-22,59%	482,27
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	147,93	-10,96%	166,14
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	212,11	-4,63%	222,4
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	66,15	-32,79%	98,42
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	19,75%	-8,67%	0,21625
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	20,09%	13,18%	0,1775