

ieNEWS 19



FEB 2015

El famoso calçadão de Copacabana es un ícono de Copacabana en Río de Janeiro, fue construido por Pereira Passos en 1906 y recorre cerca de 4,5 km de playa.



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.

STAFF

INVESTIGADORES:

SEBASTIÁN AUGUSTE (DIRECTOR)

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

INVESTIGADOR JUNIOR:

BELÉN ARDITI
LORENA LUQUEZ

COLABORADORES:

SANTIAGO LINARES

SECRETARIA EJECUTIVA:

FRONTINI PIERINA

Estimados lectores

De vuelta a la acción luego de unas reparadoras vacaciones, el equipo del Instituto de Economía (IECON) ha preparado un boletín informativo succulento. En la primera nota Sebastián Auguste nos da su opinión sobre lo que cabe esperar para este 2015 en términos económicos. En la segunda nota Sebastián nos explica cómo está el tipo de cambio en la Argentina actualmente y por qué es una variable importante. En la tercera nota Guillermina Simonetta analiza el mercado financiero, y nos da una lectura de hacia donde se mueve el mercado a la luz de su evolución reciente.

Esta edición incorpora dos secciones nuevas (nos inspiramos en las vacaciones!). Una es “El invitado del mes” donde hacemos una breve entrevista a un invitado destacado. En esta primera ocasión agradecemos a Osvaldo Terni quién muy generosamente se prestó a nuestras preguntas sobre el mercado inmobiliario en Tandil.

La segunda sección nueva es “IECON responde”, donde nuestro equipo de profesionales responde preguntas de los lectores. Los invitamos por lo tanto a enviar sus propias preguntas, aún las más interesadas, ya que su nombre no será revelado.

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

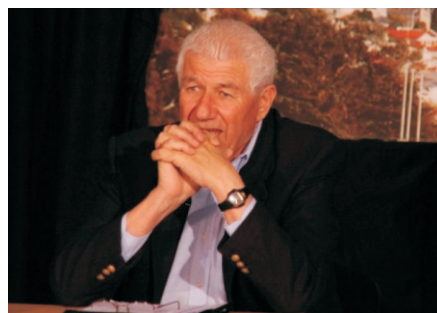
Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Es Director del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



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.

El invitado del mes



Osvaldo Terni
Martillero y corredor público

Sumario

Página 4: ¿Que esperar en este 2015? Por Sebastián Auguste

Página 6: ¿Qué es eso del tipo de cambio real del que tanto hablan los economistas? Por Sebastián Auguste

Página 10: ¿Que nos pueden estar diciendo las compañías de consumo en la bolsa local? Por Guillermina Simonetta

Página 14: Una mirada a la Economía zonal. “El invitado del mes” Entrevista a Osvaldo Terni, martillero.

Página 15: Ud pregunta, IECON responde.

Página 17: Una mirada al dolar oficial

Página 19: La coyuntura en gráficos

Qué esperar en este 2015

Por Sebastián Auguste

Quiero empezar nuestra serie de boletines con una reflexión sobre dónde estamos y hacia dónde vamos en la economía local. Lo cierto es que a pesar de que políticamente el verano viene movido, en lo económico no hay muchas novedades, sino más bien confirmaciones de las cuales estuvimos hablando en 2014. Respecto hacia dónde vamos, volcaré mi opinión, subjetiva al fin - recuerden soy economista, y los economistas somos famosos por predecir 10 de las últimas dos crisis :).



Empecemos por el plano internacional, donde lo más relevante ha sido la revalorización del dólar contra casi todas las monedas del mundo, y la consecuente caída de los precios de los commodities (que suelen moverse en forma inversa con el dólar). En algunos casos como el cobre o el petróleo las caídas fueron estrepitosas. El petróleo WTI se hundió desde los US\$ 105 en junio de 2014 a US\$ 59 a fin de año, y US\$ 49 al 2 de febrero, una caída de casi 50%. Esto explica porque el precio de la acción de YPF se derrumbó. La caída en el precio del petróleo puso en jaque a las energías alternativas y muy principalmente a la revolución internacional de la energía shale, justo donde YPF tiene potencial. La soja también se hundió, pasando de casi 550 dólares por tonelada en mayo de 2014 a 380, una caída del 30% (lógicamente en el exterior, ya que el precio que percibe el productor es sensiblemente más bajo por las retenciones y la conversión a pesos al dólar oficial).

Además se terminaron de verificar dos cosas de las hablamos hace un año en este News, que la economía china se enfría (y se enfría a una tasa más rápida que la esperada) y que Europa al no usar agresivamente su política monetaria iba a demorar mucho su salida de la crisis. China cerró el 2014 con la tasa de crecimiento más baja en sus últimos 24 años. Europa, por su lado, ya lleva casi 5 años de estancamiento y recién hacia fin del 2014 el Banco Central Europeo (BCE) anunció la tan esperada política monetaria agresiva (compra de activos para inyectar más Euros), pero a la vez se abrió un nuevo frente en Grecia, al ganar una coalición de izquierda que cuestiona duramente la deuda griega y al Euro. La batalla ahora es por Grecia, si se queda o se va del Euro; la incertidumbre es muy alta.

Los países de la región han devaluado sus monedas, sobre todo Brasil y Chile, lo que agrega más presión al peso argentino, donde el gobierno, salvo por el breve paso de Fábregas por el

Banco Central, ha estado reticente a devaluar, lo que ha generado atraso cambiario. El atraso cambiario significa que los sectores que exportan han perdido mucho margen, y en muchos casos ya están en rojo, con lo cual se achican las exportaciones, a la vez que el atraso favorece las importaciones (las abarata) y esto golpea a los sectores que sustituyen importaciones (aunque en rigor la Secretaría de Comercio en forma discrecional ha estado frenando importaciones, por lo que algunos sectores zafaron de esa invasión de productos importados). Como consecuencia se ha agravado el déficit comercial argentino y empeorado la competitividad del país. Por el otro frente, el fiscal, el gobierno ha acrecentado el rojo, y este déficit está siendo financiado con emisión monetaria, lo que genera inflación. Nada nuevo aquí, salvo que la caída de los precios de los commodities y la recesión (se estima la economía ha caído algo más que el 2 por ciento en 2014) han estado aflojando la presión inflacionaria un poco, a pesar de que el déficit ha crecido.

Las condiciones internacionales ya no son tan buenas para la Argentina, y para colmo de males nos toma con desequilibrios macroeconómicos internos importantes, con déficit gemelos (fiscal y externo), y con un gobierno saliente al cuál le queda poco tiempo para poder capitalizar los beneficios de las políticas necesarias (políticas que en el corto plazo pueden ser antipopulares, pero que en el mediano fomentarán el crecimiento). En este sentido el gobierno ha dado suficientes muestras de que no va a tomar las medidas que se necesitan para sanear esta situación: se pateó el problema de los hold outs para más adelante, se sigue con una política monetaria/inflacionaria laxa, y no se quiere acomodar el tipo de cambio real para que el país gane competitividad, a pesar que toda la región lo hizo. De hecho ya pasó un mes desde que cayó la cláusula Ruffo y no hay indicios de arreglo. Al presidente del Banco Central que quería aplicar una política monetaria conservadora y mejorar la competitividad del peso lo sacaron de su puesto, y el déficit fiscal se agiganta sin que nadie tome el toro por las astas y trate de mejorar su productividad.

En este contexto, en lo económico, cabría esperar más de lo mismo hasta el final del mandato. Se va a tratar de mantener el tipo de cambio fijo, aunque perjudique a los exportadores. Se tratará de alivianar el efecto del tipo de cambio real apreciado sobre los que sustituyen importaciones siguiendo con las trabas, a pesar de lo que diga la OMC y Brasil. Se financiará el déficit fiscal con emisión, y probablemente veamos una aceleración en este mecanismo a medida que se acercan las elecciones, ya que quién pagará con la inflación alta será el que viene en 2016. Parece ser que nadie de los candidatos de la oposición y mucho menos los candidatos del propio partido gobernante está en condiciones de negociar otra cosa, de pedir medidas económicas hoy para que no se demore más en el ajuste de los desbalances macroeconómicos. La incertidumbre más fuerte hoy por hoy parece pasar por fuera de lo económico, y esto es malo para la economía porque el equipo de gestión está desviando el foco, la oposición está jugando otro partido, y la prensa pone el acento en otro lado.

Iremos actualizando este panorama a lo largo del año y a medida que surjan novedades.

¿Qué es eso del tipo de cambio real del que tanto hablan los economistas?

Por Sebastián Auguste

En la nota anterior y en varias notas anteriores hablamos de tipo de cambio “real” y varios lectores nos han pedido que expliquemos un poco más esto, así que nos ponemos académicos y ahondamos un poco más en este tema.

El tipo de cambio real sirve para medir la competitividad de una economía y compara los precios internos con los internacionales en igual unidad de medida. Su fórmula más sencilla sería:

$$TCR = \frac{E * P^*}{P}$$

E es el tipo de cambio nominal oficial, cuantos pesos nos dan por un dólar (hoy 8.63). P^{*} es el nivel de precios internacional (o el país externo con el cual se quiere medir la competitividad). P (en el denominador) es el nivel de precios locales. Una versión muy simple de esto es el índice Big Mac de la revista británica The Economist, donde usa los P de estos menues (bueno, en Argentina el Big Mac hace un tiempo que ya no está en cartelera....).

De esta forma, se da una “devaluación real” cuando el TCR sube. Esto puede pasar de tres formas: a) una devaluación nominal que no es acompañada por un aumento de precios locales, b) una subida en los precios internacionales, y c) una caída en los precios locales. “b” no es una variable de decisión para el gobierno, sino que es de contexto externo, no se puede hacer mucho al respecto, sobre todo para un país chico como la Argentina. La clave es que pasa con el tipo de cambio y los precios. La inflación lleva a que el TCR baje, si no es acompañada por una devaluación del tipo de cambio nominal (que E suba, por ejemplo de 8.63 a 10). Esto implica que para un exportador, sus costos suben, porque están asociados con los precios locales P, pero sus ingresos no (los precios internacionales no se mueven ni el tipo de cambio que transforma a esos precios en pesos en la Argentina). Por eso se dice que una apreciación del tipo de cambio real está apareada con una pérdida de competitividad de las exportaciones. Pero ojo que no sólo afecta al exportador, sino también a los productores locales que enfrentan competencia externa a través de importaciones, sector que a menudo se lo llama “de sustitución de importaciones”. La lógica es la misma, sus costos en pesos suben,



porque están asociadas a la inflación interna que se refleja en P , pero los precios internacionales no suben, ni el tipo de cambio, con lo cual se abaratan las importaciones y le es más difícil competir. De esta forma, el TCR afecta a ambos por igual y en la misma dirección.

Dado un nivel de precios internos y externos, si se fija un tipo de cambio nominal muy bajo o apreciado, las exportaciones pierden competitividad y es barato importar, como pasó en los 1990s con el 1 a 1. Si se fija el tipo de cambio muy alto o depreciado, se favorecen las exportaciones y se limitan las importaciones, pero a costo que los sueldos en dólares son bajos, y la tecnología y equipos que se importan del exterior muy caros (lo que pasó entre 2003 y 2007 en Argentina). Ahora bien, como los precios reaccionan al tipo de cambio, se suele decir que el tipo de cambio real no es una variable que un gobierno pueda manejar fácilmente. Por ejemplo, si el tipo de cambio está muy alto o depreciado, como pasaba por ejemplo en el 2004, se favorecen las expo y se limitan las impo, esto genera un ingreso de dólares al país por tener una balanza comercial superavitaria, y ese exceso de dólares presionan por oferta y demanda a que el tipo de cambio se aprecie (baje). Por lo que las mismas fuerzas de la economía operan para que el tipo de cambio real se dirija hacia su equilibrio. Si el gobierno quisiera mantener el tipo de cambio nominal alto, lo que puede hacer es comprar esos dólares que entran al país, imprimiendo más pesos, que fue lo que hizo el gobierno argentino en los 2000s, pero lo que pasa aquí es que esto genera muchos pesos en circulación, y si hay más pesos se genera inflación, que fue lo que pasó en el país. En definitiva el tipo de cambio real ajusta de todas formas, ya sea vía apreciación del tipo de cambio nominal, o vía un incremento de los precios locales. La única forma de mantener el tipo de cambio depreciado o “competitivo” es si esos dólares extra que se generan por la balanza comercial son ahorrados. Esto es lo que hace Chile, Noruega o Trinidad y Tobago, con un fondo anticíclico del Estado, donde esos dólares generados se quedan en el exterior como ahorro para futuras generaciones, y se logra mantener el tipo de cambio competitivo. Esto también ha pasado en Asia, sobre todo China, donde las familias ahorran mucho y entonces el superávit comercial no presionaba a la apreciación del yuan y pudieron mantener el tipo de cambio competitivo por mucho tiempo.

El tipo de cambio real apreciado además de ser nocivo para el crecimiento es difícil de corregir si no es vía política de Estado. Esto es así porque la presión de mercado para que se vuelva al equilibrio es hacia la deflación de precios locales, pero las deflaciones no ocurren fácilmente ni en forma no traumática. Argentina en los 1990s debía tener deflación para proteger a sus exportaciones y a la industria de sustitución de importaciones y no lo logró. Son pocos los países que lo han logrado, y mucho menos los que lo han logrado sin caer en fuertes recesiones.

El tipo de cambio real suele ir a contramano del éxito económico del país. Cuanto más crece un país, mayor es la tendencia a que se aprecie, lo que le pasó a Brasil con su boom de fama internacional. Asimismo, el tipo de cambio real hace de amortiguador de los términos de intercambio (precios internacionales relativos a los cuales un país exporta e importa). Cuando los precios relativos caen -se exporta a un precio menor (cae el precio de la soja) y o se importa a un precio más bajo (devalúa un país como China)- el tipo de cambio real debería depreciarse para compensar la pérdida en competitividad y que no se resienta la actividad económica en el país y se pierdan puestos de trabajo. Esto es precisamente lo que han hecho Brasil y Chile, han devaluado para que la caída de los términos de intercambio no le afecten tanto su nivel de actividad.

Para darles un ejemplo, Chile devaluó su peso desde enero de 2013 hasta enero de 2015 un 22% pero como la inflación chilena es baja, esto significó una ganancia del tipo de cambio real de 10%. En Argentina en el mismo período el tipo de cambio oficial (el relevante para el comercio exterior) se devaluó un 75% pero la inflación acumulada (según el IPC de la Ciudad de Buenos Aires y no del INDEC) fue de 74.7%, o sea el tipo de cambio real no mejoró nada. El problema es que los precios internacionales de los productos que exportamos han caído, con lo cual suben los costos en moneda local pero los ingresos por las ventas externas de estos productos no, por lo que el exportador va perdiendo competitividad. Además, como otros países están devaluando, perdemos competitividad relativa con nuestros competidores.

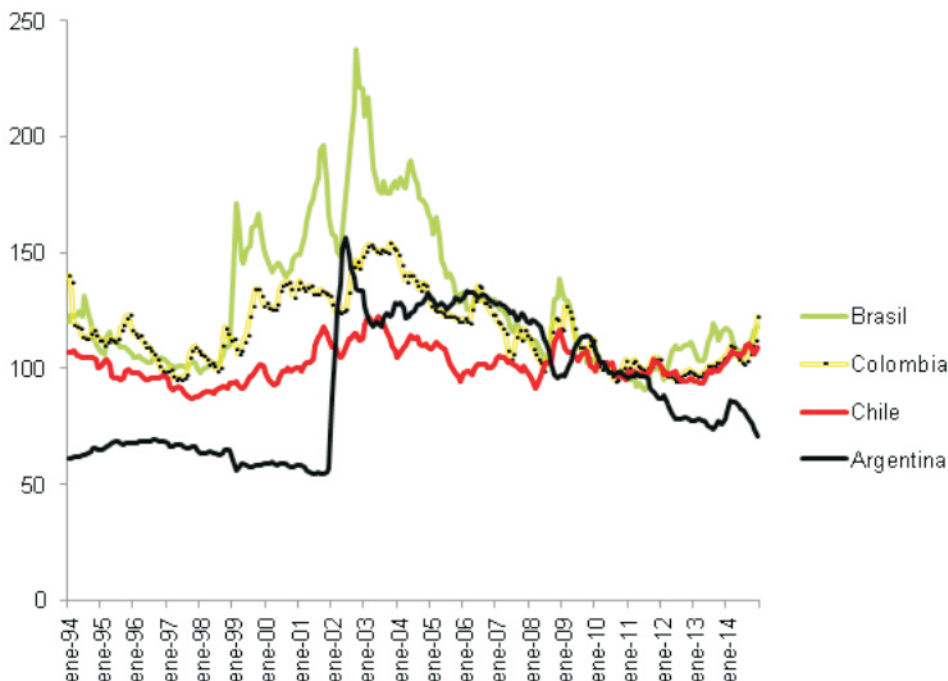
La siguiente figura muestra la evolución del tipo de cambio real utilizando la metodología del BIS para Argentina y otros países de la región. El tipo de cambio real es un índice con base igual a 100 para el año 2010 y está expresado de forma tal que cuando sube se deprecia y cuando cae se aprecia. La figura ilustra muchos de los conceptos vertidos anteriormente:

- a)** En los 1990s el tipo de cambio real estaba muy apreciado, el dólar estaba barato (o el peso muy caro), lo que afectaba negativamente tanto a exportadores (que se la pudieron bancar un poco más por su gran competitividad internacional) como a la industria de sustitución de importaciones (que fue diezmada en esa época)
- b)** La devaluación del 2002 fue muy superior al aumento de precios locales, con lo cual Duhalde le dejó a Néstor Kirchner un país con superávits gemelos y un tipo de cambio real muy competitivo.
- c)** El gobierno de Néstor a pesar de que intentó mantener el tipo de cambio competitivo y evitó la apreciación del tipo de cambio nominal no logró frenar la apreciación el tipo de cambio real que se dio vía inflación interna. Esta apreciación del tipo de cambio real fue similar a lo que pasó en Brasil o Colombia, países que no tuvieron inflación, sino que hicieron la apreciación real vía una apreciación del tipo de cambio nominal. En otras palabras, nos podríamos haber ahorrado la inflación de estos años dejando apreciar un poco el peso.
- d)** Desde 2007 se observa una fuerte apreciación real del peso por la elevada inflación en el país, ahora generada por el déficit fiscal que se financia con emisión monetaria, pero que a la vez no fue acompañada por una devaluación del tipo de cambio nominal.
- e)** En los últimos años Argentina ha estado a contramano de los países de la región. Estos países han reaccionado a la caída de los precios de los commodities con una depreciación nominal y real del tipo de cambio para no perder competitividad. Argentina intentó con la depreciación nominal con Fábrega en el verano de 2014, pero rápidamente el descontrol inflacionario erosionó esa ganancia de competitividad. Argentina se aproxima peligrosamente a niveles de tipo de cambio real muy bajo, casi a niveles de los 1990s (recordar que este TCR se computa con el dólar oficial, que es el relevante para el comercio exterior; para notar que el dólar oficial está barato pregúntese cuantos compraría si el gobierno le vendiese a usted todos los dólares que quisiera, unos cuantos saldrían corriendo a pedir pesos prestados e hipotecar suegras!).
- f)** No extraña entonces en este contexto los graves problemas que vemos en la actualidad en casi todos los sectores exportables y en las economías regionales que dependen tanto de estos productos. Por la parte del sector que sustituye importaciones el costo no ha sido tan alto ya que se han estado frenando las importaciones, sobre todo de sectores donde hay industria nacional, estrategia defensiva que va en contra de las reglas de la Organización Mundial de Comercio y del propio Mercosur.

Finalmente un par de aclaraciones. Como mostró el experimento de Fábrega, una devaluación que no es acompañada por una política anti-inflacionaria es completamente inútil para mover el tipo de cambio real. Segundo, una devaluación del tipo de cambio real es bajar los sueldos en dólares de los argentinos, y esto se hace para que no haya desempleo, y tiene sentido sobre todo cuando el contexto es malo y la tendencia al desempleo creciente. Es cierto que siempre se puede hacer como en los 1990s, mantener el tipo de cambio real bajo, que los que tienen empleo ganen muy bien en dólares y los que no que se arreglen, pero es nefasto. Quién venga en 2016 deberá tomar el toro por las astas. El contexto internacional no será tan bueno, y eso requiere un tipo de cambio más depreciado. Si el gobierno continúa en su política de no tocar mucho esta variable llegaremos al 2016 con una brecha muy grande respecto a nuestros vecinos, y por ende con una presión devaluatoria grande, salvo que los precios de los commodities repunten un poco. Lo que sí es claro es que el que venga en 2016 no tiene ningún incentivo a seguir con la política macroeconómica del actual gobierno, porque implica quedarse clavado en un tipo de cambio real muy bajo, como en los 1990s, generar desempleo y no crecer. Por el contrario tiene más sentido ajustar rápido las cuentas para que pronto la máquina empiece a funcionar. También es probable que el efecto “cambio de expectativas” algo ayude a que la rueda comience a rodar de nuevo, y que tal vez no se requiera un estímulo cambiario muy fuerte. Además si se logra credibilidad en el extranjero se puede financiar parte del desequilibrio con deuda, lo que implicará tener que ajustar menos aún el tema cambiario (vendrán los dólares que faltan), y poder usar esos fondos para relanzar la economía (con por ejemplo obras de infraestructura).

Espero haber cumplido con esta nota con los que me preguntaban por el tipo de cambio “real”!

Figura 1. Tipo de Cambio Real Efectivo para países de la Región (índice 2010=100)



¿Que nos pueden estar diciendo las compañías de consumo en la bolsa local?

Por Guillermina Simonetta

Durante el 2014 evidenciamos una retracción en las ventas minoristas por tercer año consecutivo, cayendo a un ritmo anual de 6.5%, variación similar a la observada durante el año 2008 en medio de la crisis con el campo y el estallido de la crisis internacional.

Como factor explicativo de esta reducción en las ventas podemos notar la pérdida del poder adquisitivo de las familias que llevó a una disminución en los gastos de consumo, en un contexto donde el golpe de la inflación fue más que notorio, a pesar de los intentos oficiales a través de “precios cuidados” y el plan “ahora 12”. El patrón de comportamiento que prevaleció, sobre todo en los sectores de ingresos bajos, medios, e incluso en el segmento medios-altos, fue controlar el presupuesto, establecer prioridades de consumo, aprovechar las oportunidades de financiamiento, y esperar las ofertas del mercado. Algunos de los rubros más afectados por la retracción del consumo fueron: Electrodomésticos y Artículos Electrónicos, con una caída anual de 8,4% en sus cantidades vendidas, Juguetería con una baja anual de 6,9%, Neumáticos (-9,7%), Ferretería (-7,7%) e Indumentaria (-6,4%). Es decir, que englobaríamos a muchas empresas de **consumo discrecional** afectadas por esta merma de ventas, sector que conjuga aquellos bienes y servicios que el público puede comprar pero que, hasta cierto punto no son esenciales, como ropa deportiva, salidas a restaurantes, coches, hoteles, etc. y forman parte de sectores de comportamiento cíclico adelantado. Los sectores menos sensibles al ciclo económico, como alimentos, se mantuvieron más estables.

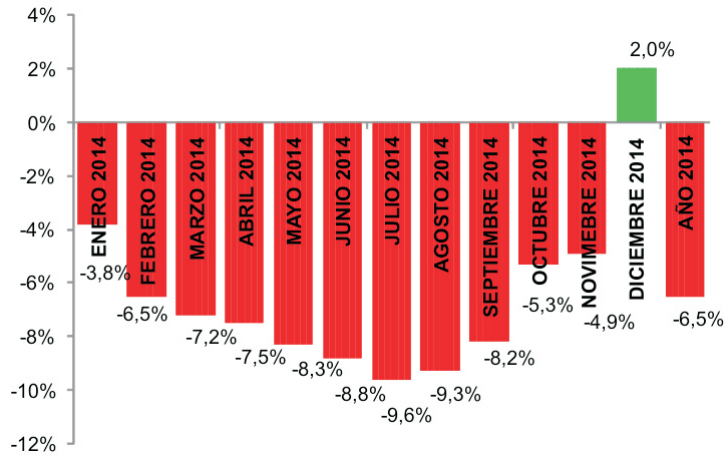
Todas las economías se mueven en ciclos, esto es pasan por periodos de auge luego de estancamiento en su crecimiento económico para más tarde entrar en etapas de recesión y crisis. Las economías más desarrolladas suelen tener ciclos de duración más largos que los países emergentes.

Los sectores cíclicos son aquellos que acompañan el desarrollo de la economía como un todo, los de comportamiento cíclico adelantado son los que están compuestos por empresas cuya actividad económica se adelanta al ciclo del país como un todo, y los anticíclicos, están compuestos por compañías defensivas donde la demanda de sus productos es mayor o se mantiene estable aún en las crisis, como son las empresas de consumo básico, (alimentos, medicamentos, etc).

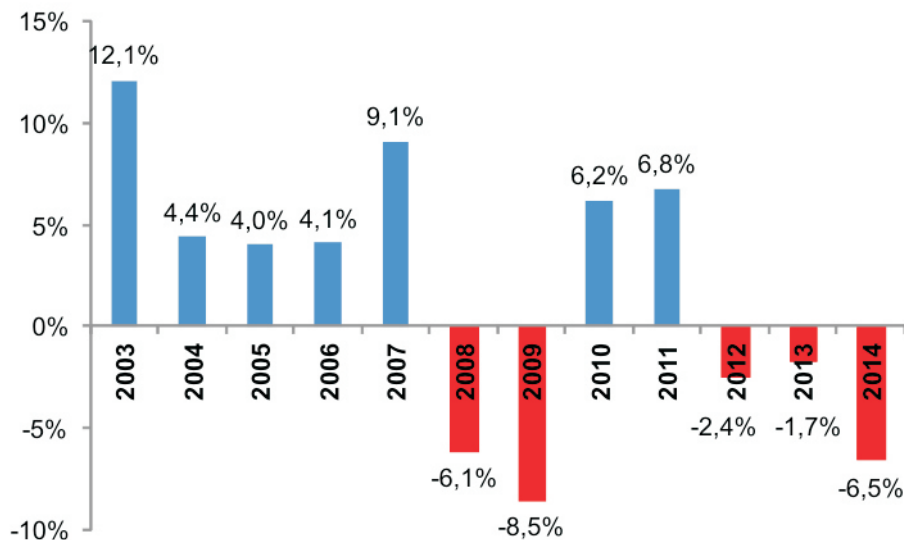


VENTAS MINORISTAS VARIACION ANUAL EN CANTIDADES VENDIDAS-

EVOLUCION MENSUAL



EVOLUCION ANUAL 2003-2014

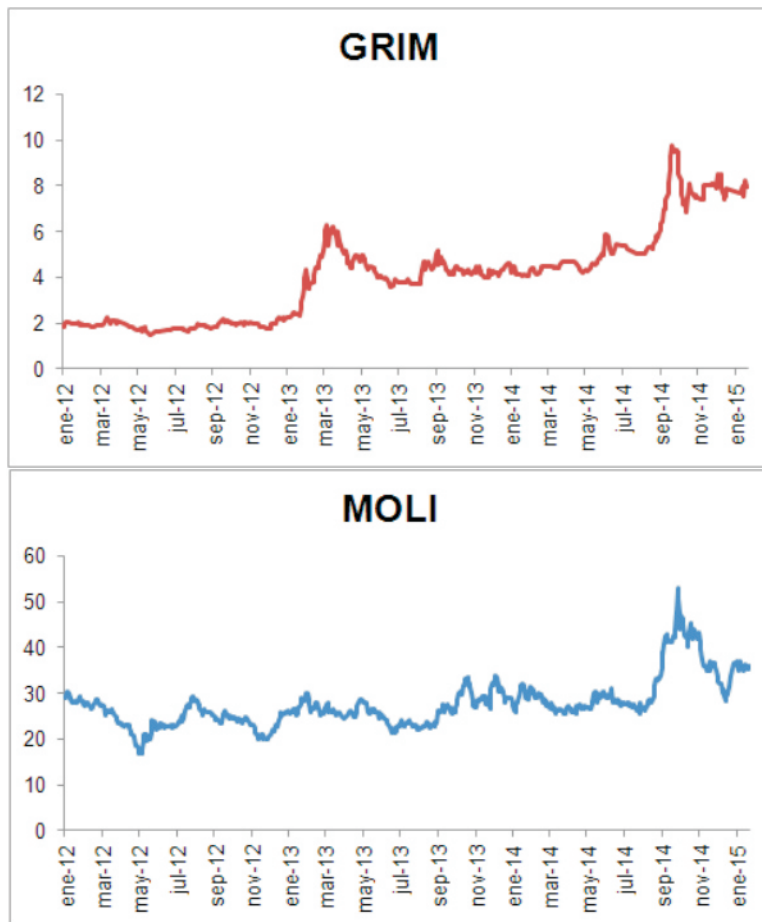


En este contexto de incertidumbre financiera y crecientes problemas para que las empresas locales se hicieran de insumos importados, el nivel de actividad se mantuvo durante todo el año 2014 en un tobogán descendente, y se estima que el año cerró con una caída del PBI cercana al 2,5%.

El mercado de valores, por otro lado, más que mirar la coyuntura de corto plazo está mirando lo que sucederá en el mediano y largo plazo. De esta forma, 2014 se inició con un ciclo alcista importante, donde el mercado parecía descontar una transición ordenada en 2015, pero este incremento se diluyó hacia el final del año, en particular cuando se hizo visible que el tema de los fondos buitres no se iba a cerrar, pero también afectado por el contexto internacional, con la caída del precio del petróleo, de los precios de los commodities agrícolas, y la revalorización del dólar a nivel mundial, todas malas noticias para la economía local.

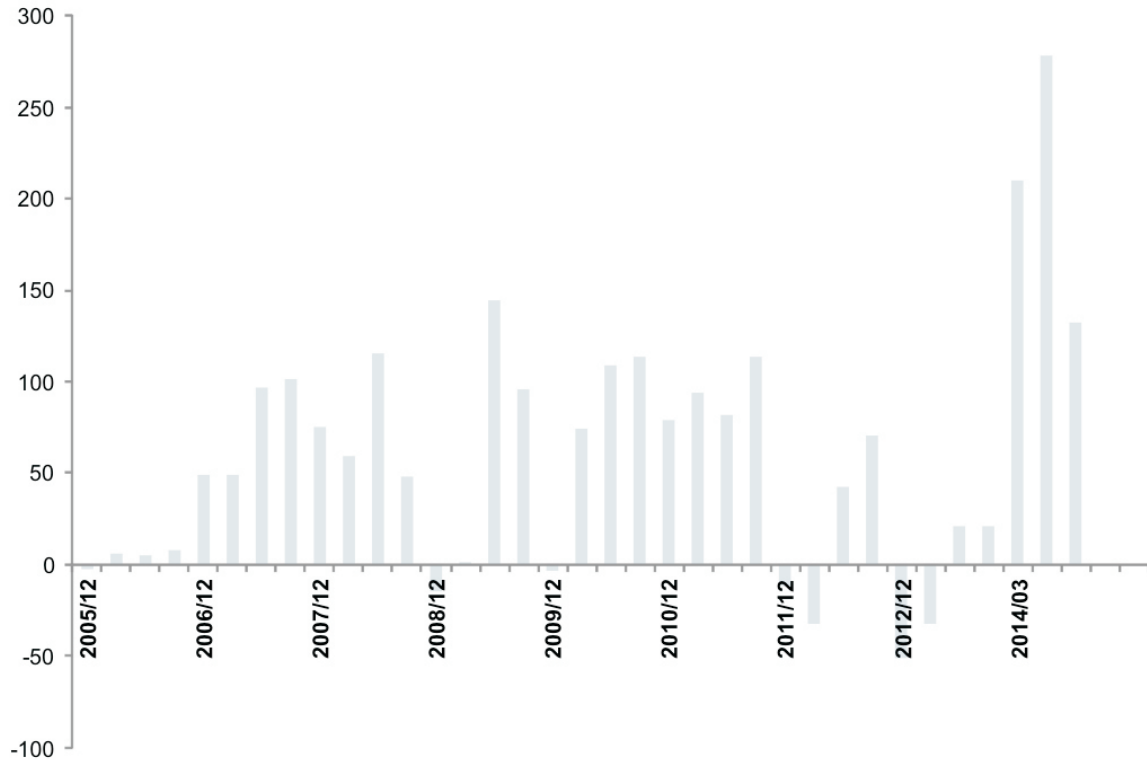
Para entender qué está sucediendo en el mercado de valores actualmente, es útil analizar en qué se están posicionando los inversores. Si el dinero sale, por ejemplo, de las empresas de hoteles y líneas aéreas para entrar en compañías de alimentación y farmacia, es más probable que los inversores tengan malas perspectivas futuras y se estén cubriendo ante una eventual crisis (al pasarse a empresas menos sensibles al ciclo). Del mismo modo, cuando el dinero abandona los sectores anticíclicos para entrar en los cíclicos (high beta sectors), es un síntoma de que se tiene confianza en el futuro de la economía y los inversores están tomando más riesgos. Lamentablemente en Argentina este análisis básico es difícil de realizar dada la escasa cantidad de empresas que cotizan en bolsa y los bajos volúmenes que maneja el mercado. Una forma imperfecta de hacer este análisis es tomar dos empresas de estos dos sectores que coticen en el panel general de la Bolsa Argentina. Molinos, fundada en 1902, es una de las empresas líderes de la industria alimenticia de Sudamérica, con llegada a más de 50 países en todo el mundo, y un buen representante del sector de alimentos. Por otro lado, Grimoldi, con casi 120 años en la fabricación y comercialización de calzado y carteras, es un buen ejemplo de una empresa del sector de consumo discrecional. La evolución de la cotización de ambos activos se muestra en los gráficos.

GRAFICA COMPARATIVA DE COTIZACIONES DE MOLINOS Y GRIMOLDI)



GRAFICA: MOLINOS RESULTADOS TRIMESTRALES

Cifras expresadas en millones de pesos.



La principal conclusión del análisis es que, tomando estas dos compañías de la bolsa local como referentes, no se observa una tendencia correctiva mayor.

Como se puede observar la baja en la cotización de Molinos ha sido más pronunciada y asimismo, siguiendo los parámetros de análisis técnico por ondas de Elliott, la misma puede interpretarse como una baja tendencial de corto plazo, por lo que no podemos descartar presiones correctivas adicionales. Por su parte el accionar correctivo de GRIM ha sido más lateral que bajista, lo que nos lleva a concluir una mayor fortaleza relativa de esta empresa del sector discrecional en términos de MOLI, de consumo masivo, siguiendo sus valuaciones de mercado. Por ende, la incertidumbre que se observa en indicadores de sentimiento(*) y los relevamientos de ventas, aún no se manifiesta de lleno en el mercado accionario en estas dos compañías, aun sabiendo que estas conclusiones son limitadas por la magnitud y escasa profundidad del mercado local. Sin embargo, creemos que el sector de consumo discrecional presenta buenas oportunidades, tanto en esta compañía relevada, como en los activos de renta fija, mostrándose rendimientos muy interesantes en algunas obligaciones negociables, entre las que se destacan Arcor 2017, Molinos 2016, Arcos Dorados 2023.

(*) Indicadores que se construyen en base a encuestas y que dan una estimación de porcentaje de alcistas versus bajistas para un activo financiero y que ayudan a saber si el activo está muy demandado o muy ofrecido y por ende si se percibe como caro o barato

Una mirada a la economía zonal. El invitado del mes

El mercado inmobiliario en Tandil.

Entrevista a Osvaldo Terni. Martillero público

IECON: ¿bajo su punto de vista cómo fue este inicio de año en materia de transacciones inmobiliarias?



Osvaldo Terni: el 2015 comenzó sin modificaciones de importancia a lo que veníamos viviendo en los último meses del 2014, situación que tiene su punto de partida inicial, cuando el gobierno estableció el cepo cambiario. Digamos que progresivamente la detención de las transacciones inmobiliarias se fueron dando en la media del simple transcurso del tiempo, ya que los eventuales compradores que contaban con cierta cantidad de dinero en moneda extranjera, se vieron sorprendidos con estas medidas y el miedo de perjudicarse con las variantes en los valores, hizo que se quedaran quietos cuidando sus divisas a la espera de alguna modificación. Y como esas modificaciones no se dieron, cada vez fueron más los inversores que decidieron resguardar sus ahorros y esperar para más adelante... Mientras tanto los propietarios de inmuebles que habían tomado la decisión de vender, ante la perspectiva que les entregaran pesos y no billetes dólares, también decidieron detener la venta y quedarse a esperar, manteniendo su capital invertido en dichos inmuebles, con la excepción de aquellos que pudieron realizar dos operaciones simultáneas, es decir vender y comprar con ese dinero simultáneamente otra propiedad, con lo cual hacían reemplazo de inversión. Por ende, sólo se convirtieron en realidad operaciones de compra y venta simultánea, o algunas por necesidades inmediatas y en menor medidas aquellas que lograron cerrarse percibiendo dólares. Esto llevó a que tuviéramos niveles record de disminución de escrituras realizadas, según lo informado por los Colegios de Escribanos de los distintos distritos provinciales.

IECON: ¿cuáles son las perspectivas del sector para lo que resta del año?

Osvaldo Terni: La situación no ha tenido variantes significativas y las perspectivas futuras son de quietud durante todo el año 2015, a lo cual se le agrega la incertidumbre que produce siempre un año electoral. Desde el año pasado, se mantuvo en alto el movimiento en alquileres, en general como consecuencia de tratarse de una ciudad en pleno crecimiento y desarrollo, en especial por ser elegida por muchos, sobre todo porteños que encuentran una ciudad ideal para vivir con mejor calidad de vida, con una Universidad Nacional del Centro muy importante, que fue en parte la bisagra del crecimiento de Tandil, sumado a la consolidación de la industria sin chimeneas que significó el turismo, el software y el desarrollo de la economía regional, que como es sabido significa el afianzamiento de la industria alimenticia, sobre todo en lo relacionado con los chacinados, lácteos y derivados. La situación local no ha sido muy diferente de lo apreciado en Capital Federal y por supuesto en el resto de las provincias de nuestro país y tenemos perspectivas que se mantenga bajo el nivel de compraventa debido a los factores macroeconómicos comentados y la incertidumbre remanente.

Usted pregunta, IECON responde

Bienvenido a este nuevo espacio donde, no sólo podrá resolver sus dudas, sino que también podrá responder interrogantes que quizás tenga latentes por las preguntas de otros lectores.

Lo invitamos a enviarnos su consulta a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar antes del 20 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas. Respetando su anonimato sólo se incluirá su nombre de pila.



Franco: Con este panorama de conflicto latente con los holdouts, ¿convendría comprar activos dolar linked? Estimo que se va a generar una devaluación y el dólar va a subir.

IECON:

Los activos dolar linked siguen al tipo de cambio oficial, con lo cual lo que se debería esperar para que estos activos sean una buena inversión es una devaluación oficial, y no una disparada del blue. Ésta no es una variable de mercado, sino una variable de política, que la decide el gobierno, por lo que deberíamos intentar entender que está pensando el gobierno argentino al respecto y cuáles son las presiones de mercado.

Por el lado del gobierno, éste ha dado muchos indicios que va a tratar por todos los medios de evitar una mega devaluación, más en un año electoral. El nuevo presidente del Banco Central tiene una posición más fuerte aún en este sentido. Con lo cual la tendencia será a mantener el tipo de cambio estable, salvo que el desequilibrio externo que presiona por una devaluación se agrave.

En este sentido, es cierto que la falta de acuerdo con los hold outs ha sacado de la discusión, por el momento, a la posibilidad de sostener el desequilibrio externo con emisión de deuda en el exterior. La emisión de deuda era el mecanismo que permitía al gobierno financiar el desequilibrio sin tener que devaluar. Esto lleva a una presión devaluatoria mayor. Pero por otro lado, la caída del precio internacional del petróleo y la caída en la actividad económica, están haciendo su efecto en disminuir las importaciones y evitar que la balanza comercial desmejore más.

Otra lectura de lo que ha sucedido con los hold outs es que este gobierno no tomará medidas antipopulares por más que sean necesarias. Muchos apostaban que la transición ordenada en

lo político iba a ser acompañada por un esfuerzo económico de dejar al país en mejores condiciones para el que venga. Sin embargo, el conflicto con los hold outs muestra que esta presunción no tiene mucho sustento. En esta línea de razonamiento, no cabría esperar una devaluación del tipo de cambio oficial, o la eliminación del tipo de cambio dual, para dejar esto saneado para el próximo gobierno. Por el contrario, la lectura parecería ser que se mantendrá un tipo de cambio fijo, siempre que se pueda, con lo que lo clave es entender si las presiones devaluatorias de mercado se acentuarán, o si se llegará hasta las elecciones haciendo la plancha cambiaria.

Como mencionáramos en otros newsletters, existen fuertes razones económicas para que el tipo de cambio se devalúe. El peso argentino está caro, y esto se evidencia en que las exportaciones han perdido competitividad y las fábricas que compiten con importaciones, solo pueden subsistir por las restricciones que el gobierno ha impuesto sobre las mismas. En otras palabras, el tipo de cambio real no parece ser de equilibrio, y el contexto internacional demanda una mayor devaluación, como de hecho lo ha hecho Brasil y Chile. Pero en Argentina, en las condiciones actuales, existen riesgos que la devaluación se traslade a mayor inflación y no genere una ganancia de competitividad real en la economía, porque el problema de fondo del país, y que llevó al atraso cambiario, es la elevada inflación por la monetización del déficit fiscal. En los últimos dos años la inflación ha ido escalando a medida que el déficit fiscal se agrava, pero este incremento inflacionario no ha sido acompañado por una devaluación del tipo de cambio, puesto que el gobierno ha intentado usar a este como ancla nominal para evitar mayor inflación. El incremento de costos por la inflación afecta a toda la cadena productiva, pero especialmente a las exportadoras: la inflación hace subir los costos en pesos, pero los ingresos están constantes porque los precios internacionales no suben (de hecho han caído) y el tipo de cambio no se ha devaluado lo suficiente. En consecuencia, las exportaciones pierden competitividad y no crecen lo suficiente a la vez que las importaciones continúan avanzando (a pesar de las trabas), se deteriora el saldo de la balanza comercial, ingresan menos dólares al país, y el problema de tipo de cambio es más acuciante (mayor escasez de dólares). Recordemos también la pieza clave de importación de energía, tanto para residenciales como para sostener la actividad productiva que también presiona en el balance externo (aquí la fuerte caída del precio del petróleo ha ayudado bastante)

En definitiva, el contexto económico pide una devaluación del tipo de cambio oficial, acortando la brecha con el blue, para ordenar el desequilibrio externo, pero por otro lado el gobierno parece estar dispuesto a sostener el tipo de cambio a pesar de los costos que esto genere. Lo cierto es que a la larga o a la corta esta devaluación del tipo de cambio real deberá ocurrir, y si usted está pensando en un horizonte de mediano o largo plazo entonces tiene mucho sentido cubrirse de la devaluación con los activos dollar linked, el tema es que en el corto plazo muy probablemente esta devaluación va a tratar de ser evitada, y tal vez no pague como inversión.

Una mirada al dólar oficial

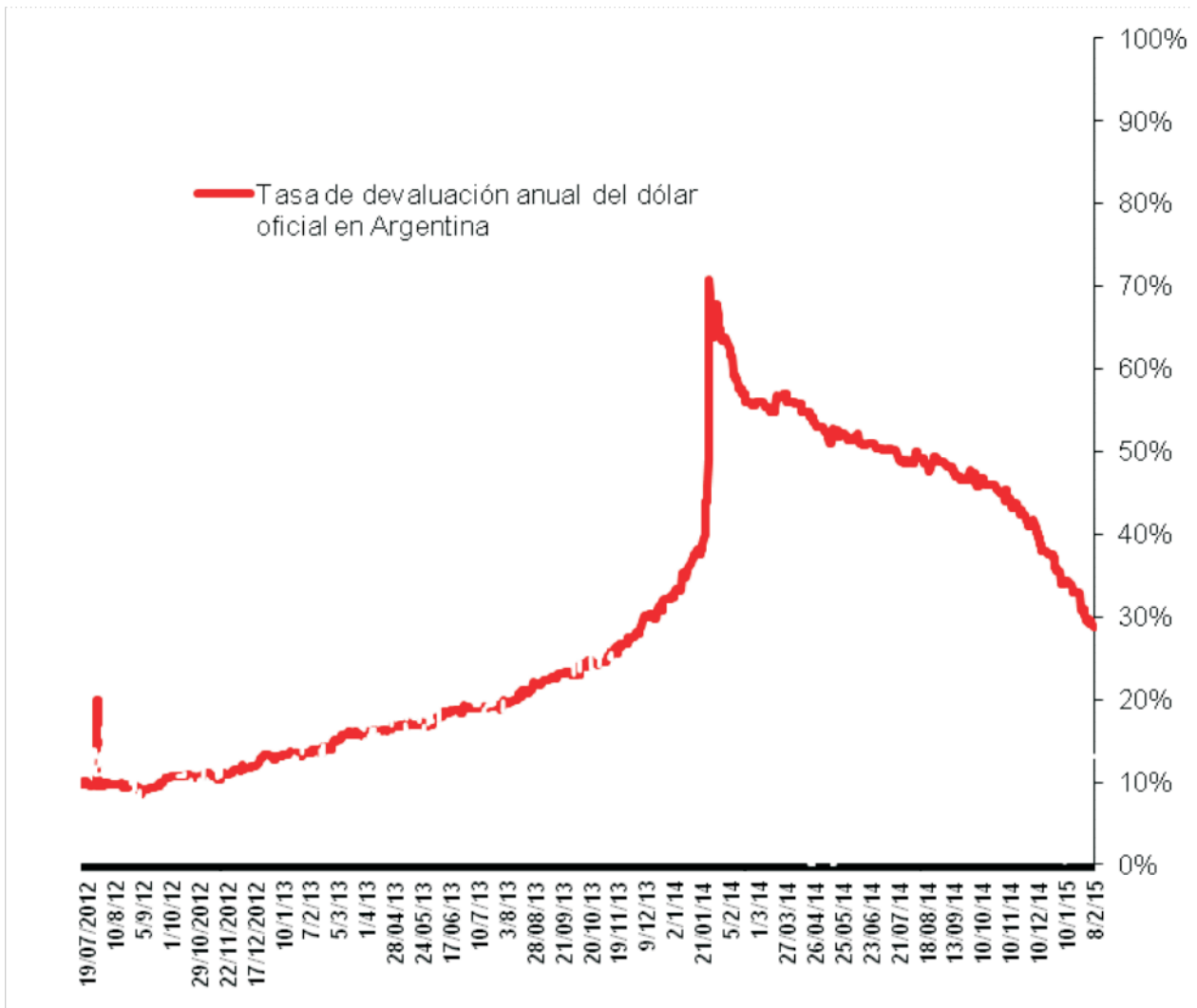
Con la presión ejercida sobre el dólar blue el gobierno ha logrado reducir en forma momentaria su cotización y la brecha luego del pico de 15.5 pesos por dólar. La tasa a la cual se ha venido devaluando el dólar oficial aflojó mucho luego de que Vanoli se hizo cargo del Central. En una economía inflacionaria la tasa de devaluación tiende a ser similar a la tasa de inflación, para que el país no pierda competitividad. Con las medidas de Vanoli se ha puesto a la evolución del dólar por debajo de la tasa de inflación con lo cual no sólo no se está ganando el terreno perdido en términos de competitividad sino que cada vez es más acuciante el atraso cambiario.



Fuente: dolarblue.net

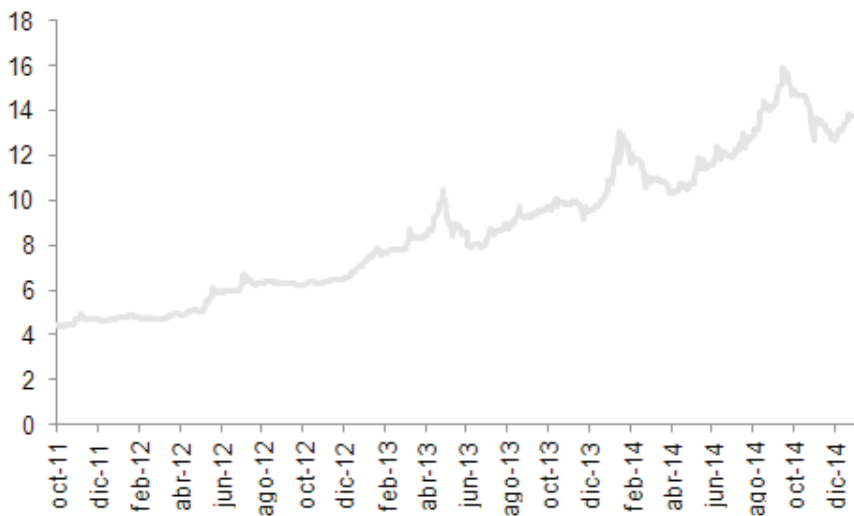


Fuente: dolarblue.net

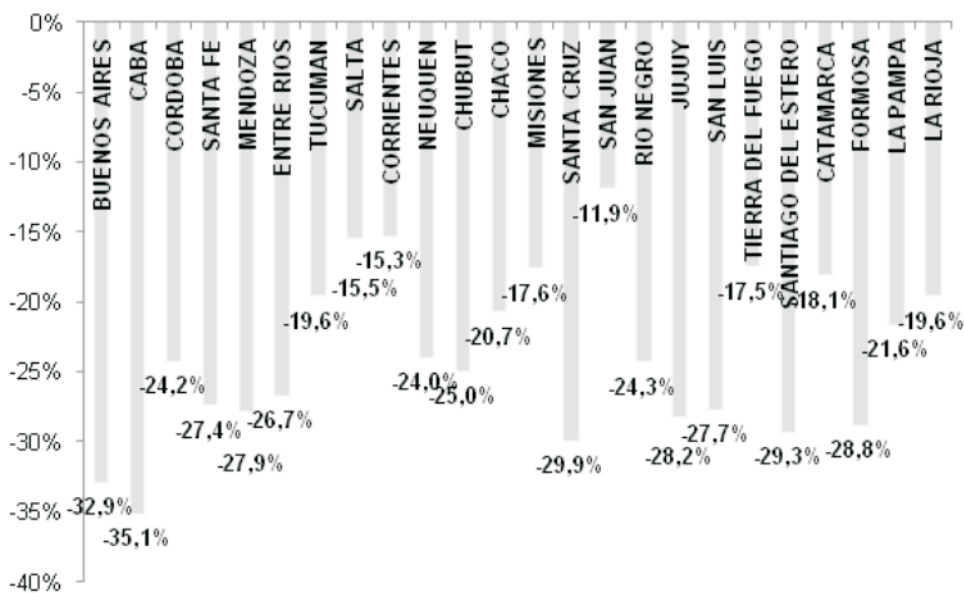


La Coyuntura en gráficos

EVOLUCION DÓLAR BLUE



PATENTAMIENTOS DE AUTOMOVILES POR PROVINCIAS - VARIACION ANUAL 2014



PROYECCIONES FMI DE CRECIMIENTO ECONOMICO

	2014	2015	2016
MUNDO	3.30%	3.50%	3.70%
DESARROLLADOS	1.80%	2.40%	2.40%
EEUU	2.40%	3.60%	3.30%
EUROZONA	0.80%	1.20%	1.40%
JAPON	0.10%	0.60%	0.80%
EMERGENTES	4.40%	4.30%	4.70%
CHINA	7.40%	6.80%	6.30%
LATAM	1.20%	1.30%	2.30%

FLUJOS NETOS EN MILES DE MILLONES DE DOLARES A EMERGENTES

Institute of International Finance				
	2013	2014 P	2015 E	2016 E
ASIA PACIFICO	759	682	656	695
% DEL TOTAL	56.20%	62.60%	61.70%	57%
INVERSION DIRECTA	349	360	341	329
INVERSION PORTAFOLIO	43	80	79	92
PRESTAMOS BANCARIOS	203	111	139	171
BONOS	164	131	97	103
AMERICA LATINA	292	279	246	290
% DEL TOTAL	21.60%	25.60%	23.10%	23.80%
INVERSION DIRECTA	119	105	104	124
INVERSION PORTAFOLIO	20	23	25	31
PRESTAMOS BANCARIOS	25	29	15	26
BONOS	128	122	102	109
EUROPA EMERGENTE	210	34	69	144
% DEL TOTAL	15.60%	3.10%	6.50%	11.80%
INVERSION DIRECTA	72	44	39	45
INVERSION PORTAFOLIO	-3	-10	1	7
PRESTAMOS BANCARIOS	55	-34	-7	31
BONOS	86	34	36	61
MEDIO ORIENTE Y AFRICA	89	94	93	90
% DEL TOTAL	6.60%	8.60%	8.70%	7.40%
INVERSION DIRECTA	40	40	45	47
INVERSION PORTAFOLIO	19	15	15	17
PRESTAMOS BANCARIOS	11	22	21	14
BONOS	19	17	12	12
TOTAL	1350	1089	1064	1219

CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS

VALORES AL 31 DE ENERO DE 2015			
VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2015	inicio 2015
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	8,66	0,93%	8,58
DÓLAR INFORMAL - VENTA	13,6	-1,09%	13,75
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2,683	-0,87%	2,7069
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	742	-1,07%	750
MERVAL (ARGENTINA)	8490,46	4,51%	8123,7
DOW JONES (USA)	17164,95	-1,92%	17501,65
BOVESPA (BRASIL)	46907,68	-1,28%	47516,82
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	353,11	-7,57%	382,05
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	145,66	-8,87%	159,84
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	184,73	-14,65%	216,43
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	48,26	-3,56%	50,04
ORO - USD POR ONZA	1280,1	6,51%	1201,9
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	20,56%	1,23%	20,31%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	21,64%	10,07%	19,66%