

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### RESUMEN EJECUTIVO

En el presente *newsletter* se comenta la salida a la cancha del CEDIN y se analizan las políticas que llevaron a la puesta en marcha de este instrumento. La importancia que adquiere esta cédula se encuentra en la necesidad de dotar de un instrumento de transacción legal al mercado inmobiliario y de descomprimir el valor del dólar blue, tras las medidas que llevaron a la creación de ambos problemas para la economía local. A la vez, el blanqueo de dólares mediante este instrumento podría contribuir al incremento de las reservas en poder del Banco Central, que durante los últimos años se encontraron en descenso. El volumen de negociación de CEDIN sería bajo en relación tanto del nivel de reservas como del volumen de operaciones inmobiliarias, alcanzando los u\$s 2.000 millones, según las estimaciones que están circulando. Más allá de esto, implica una más en una serie de contradicciones entre el discurso y la política de gobierno, convalidando además a aquellos que han fugado divisas (principalmente entre 2009 y 2011), lo cual contribuye a darle una mancha histórica más a la moneda local cuya fortaleza fue un objetivo de Estado a partir de su crisis en 2001.

Por otra parte, se hace un análisis de la coyuntura internacional en donde se hace referencia a la reducción en las estimaciones de crecimiento para la economía mundial durante este año, al freno en las políticas de expansión monetaria de la FED en Estados Unidos y a la aceleración inflacionaria y la baja en la tasa de crecimiento de Brasil.

#### Temas Locales

- Análisis del mes: las contradicciones de los últimos años. Fuga y blanqueo.

#### Temas Internacionales

- Análisis de la coyuntura internacional.

# Temas Locales

## Análisis del mes: las contradicciones de los últimos años. Fuga y blanqueo

La puesta en marcha de los instrumentos de blanqueo busca reparar una situación que se ha ido agravando durante los últimos años y sobre la cual el gobierno no ha logrado un control mediante sus recursos de política económica: la fuga de divisas y su resultante, tras las políticas seguidas, el dólar blue. Otro de los aspectos pasa, particularmente en el caso del CEDIN, por intentar poner en marcha nuevamente a la actividad inmobiliaria que va de la mano con la actividad de la construcción privada, motivo de una caída en el empleo y parte importante de la desaceleración de 2012. La puesta en marcha de esta política entra en conflicto con algunos aspectos de largo plazo sobre los cuales el gobierno y el oficialismo se han manifestado a lo largo de los últimos años.

Al respecto, los objetivos que discursivamente anuncia el oficialismo y las políticas de gobierno empezaron en los últimos años a tener distintos contrapuntos, algunos muy fuertes. Hay tres o más casos claros en los últimos años:

**Caso 1:** mientras que el oficialismo por distintos medios se encargó de rebatir los argumentos que desde hace años venían pidiendo un incremento en la tasa de devaluación del peso –que mejorara la competitividad y frenara la formación de burbujas de riqueza espuria<sup>1</sup>–, finalmente, tras mucho tiempo, el

gobierno incrementó la tasa de devaluación frente al dólar, a partir de 2012, desde un ritmo del 7% anual a uno de 19% anual. De esta manera, convalidó aquello que discursivamente reprobaba, presionar sobre el valor en dólares de los salarios, que se suponía se debía preservar mediante la apreciación paulatina.

**Caso 2:** otro de los ataques discursivos fue hacia aquellos que exigían un mejor manejo de las finanzas públicas, tanto en lo que hace a un mejor control del gasto (y no por ello a un retroceso del Estado) como en la repartición hacia las provincias. Según los argumentos, un control de las finanzas públicas llevaría a menores tasas de crecimiento y a un menor desarrollo. Mientras tanto, las provincias mostraban problemas crecientes para llevar adelante pagos corrientes e inversiones y el déficit nacional crecía, lo cual terminó derivando en una corrección, durante los últimos meses, que ajustó el gasto fiscal al ritmo de los ingresos, lo cual podría tomarse, siguiendo el mismo tono discursivo, como un giro a la ortodoxia.

**Caso 3:** Durante un largo tiempo, en especial a partir de que comenzara a hacerse fuerte la fuga de divisas, se dio una batalla discursiva frente a la desconfianza sobre el peso y la necesidad de revertir una historia larga de ahorro en dólares. El gobierno finalmente, con las políticas recientes, revalida a aquellos que durante ese período ahorraron en dólares y castiga a aquellos que confiaron en el peso, mediante una política de facilita-

<sup>1</sup> El oficialismo expresó, correctamente (para el corto plazo), que un incremento de la tasa de devaluación provocaría una transferencia de riqueza hacia las empresas exportadoras –y las generadoras de precios– en detrimento de los salarios reales. Sin embargo, una parte del universo empresarial, fundamentalmente PyMEs industriales y economías regionales- reclaman desde hace años una política que contribuya a frenar su pérdida de competitividad. Mientras que desde el gobierno la política de apoyo a la competitividad genuina (en términos de Fajnzylber, 1988) fue casi nula (bajos presupuestos en organismos de apoyo a la inversión y la asistencia técnica con excepción del INTA, falta de financiamiento, falta de programas públicos adecuados y de seguimiento de los mismos), se verificó un deterioro de la competitividad vía precios que hasta 2010 permitió el crecimiento de muchos establecimientos. A largo plazo, la política de apreciación del peso, sin acompañamiento de política de desarrollo termina contrarrestando las bondades generadas por el crecimiento del mercado interno en el corto plazo.

ción al blanqueo de divisas no declaradas, es decir, una legalización de un canal que corre cercano al del “dólar blue” a partir de la confección del CEDIN y el BAADE. Esta última contradicción parece la más fuerte de las tres, ya que genera una nueva señal negativa histórica para el ahorro en pesos hacia el futuro, complicando hacia el largo plazo la búsqueda de fortaleza en la moneda argentina, algo que parecía encaminado hacia 2005 y 2006 con la desaparición de las cuasimonedas, una baja fuga de divisas y una importante recuperación del ahorro en pesos en los bancos<sup>2</sup>.

A partir de 2012 la Argentina comenzó a experimentar una retracción en el ritmo de crecimiento que venía teniendo a lo largo de los años anteriores. Hasta ese momento, durante casi ocho años había logrado crecer a una tasa superior a la de la región, consiguiendo además una tasa de inversión que se ubicó por encima de las tasas observadas en los países vecinos y por sobre la media histórica de nuestro país. La caída de reservas fue uno de los aspectos que mostró las debilidades en el modelo de crecimiento de ese período, sumado a la caída en el ritmo de crecimiento durante 2012, la necesidad de imponer medidas restrictivas para la importación (algunas de las cuales luego fueron levantadas para intentar contribuir a poner un freno a la inflación y hacer caso a algunos reclamos de socios comerciales) y el creciente déficit fiscal de los últimos años. Por suerte es muy probable que nuestro país vuelva a incrementar su tasa de crecimiento durante este año (es posible esperar hacia fin de año un crecimiento del PBI de 3,5%) y el siguiente, de la mano de la industria automotriz, la continuidad en la demanda y los precios de exportación de productos primarios y derivados de soja y una posible recuperación del sector de la construcción. Sin embargo, el avance sobre las cuestiones de largo plazo no es prometedor.

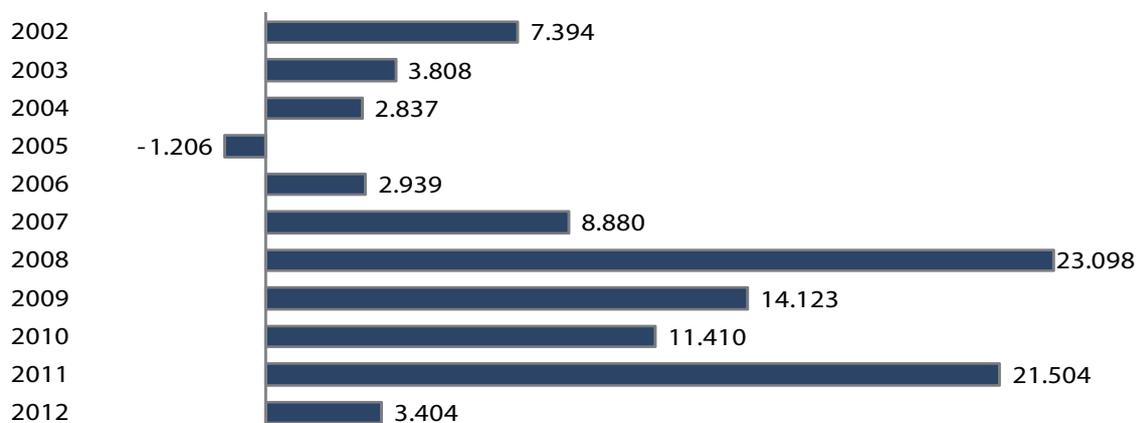
La caída de reservas estuvo originada en otro de los aspectos más relevantes de los

últimos años, la aparición con fuerza de la fuga de divisas. La fuga tiene fundamentalmente dos bases: la histórica forma de entender el ahorro por parte de los argentinos, que tradicionalmente se refugiaron en el dólar como medida de amparo individual y la falta de inversiones minoristas que pudieran ganarle al ritmo de la inflación anual. Entre 2003 y 2007 tanto la inflación como la fuga se habían mantenido a raya, mientras que para 2008 la salida de divisas (a cajas de seguridad, al colchón o al exterior) comenzó a subir fuertemente, alcanzando los u\$s 23 mil millones en 2008. La tasa de interés pasiva de la economía prácticamente no varió a partir de ese año y solo en 2009 superó al ritmo de inflación, aunque distintos factores externos –la crisis *subprime*– e internos –el conflicto del campo y la caída en la imagen del gobierno– presionaron por otros canales a la compra de divisas por parte del público. Durante los años posteriores, nuevamente la búsqueda de alternativas de inversión que superen la inflación y la desconfianza en la sustentabilidad del modelo (que no se justificaba por los datos económicos) volvieron a presionar sobre la compra de divisas, logrando nuevos valores altos en la fuga en 2011 y 2012.

Aún con un claro triunfo en las elecciones de 2011 que le otorgaba varios grados de libertad, el gobierno lejos de revertir las cuestiones macroeconómicas que presionaban sobre la fuga mediante la suba de la tasa de interés, el combate de la inflación, la puesta en marcha de medidas más restrictivas para la remisión de utilidades o la toma de medidas paulatinas de control a los grandes compradores de divisas (que generaban la mayor parte de la fuga), optó por realizar una serie de parches con los cuales logró en 2012 cerrar del todo la salida de divisas de la economía en blanco. Mediante estos parches la reglamentación pasó de un límite de compra de u\$s 2 millones y una muy permisiva movilidad de capitales hacia cualquier lugar del mundo –incluidos paraísos fiscales– a

<sup>2</sup> También hubo otras contradicciones fuertes en el discurso y la política de Estado, entre las cuales puede destacarse la aprobación, en contra de los reglamentos de defensa de la competencia, de la fusión de los cableoperadores Multicanal y Cablevisión a favor de Clarín, camino que después el mismo gobierno intentó desandar utilizando para ello muchos grados de libertad de su legitimidad obtenida en las urnas.

## Fuga de capitales 2002 - 2012 (millones de u\$s)



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de BCRA

la imposibilidad de comprar dólares tanto para individuos como empresas, excepto por algunas operaciones de importación y algunas operaciones turísticas. Esto derivó en un cambio abrupto de las modalidades de pago y en la generación, con el blue, de un movimiento de los dólares “negros” que redundó en diversas dificultades para las empresas y las personas, perjudicando además, claramente, al sector inmobiliario y a la construcción.

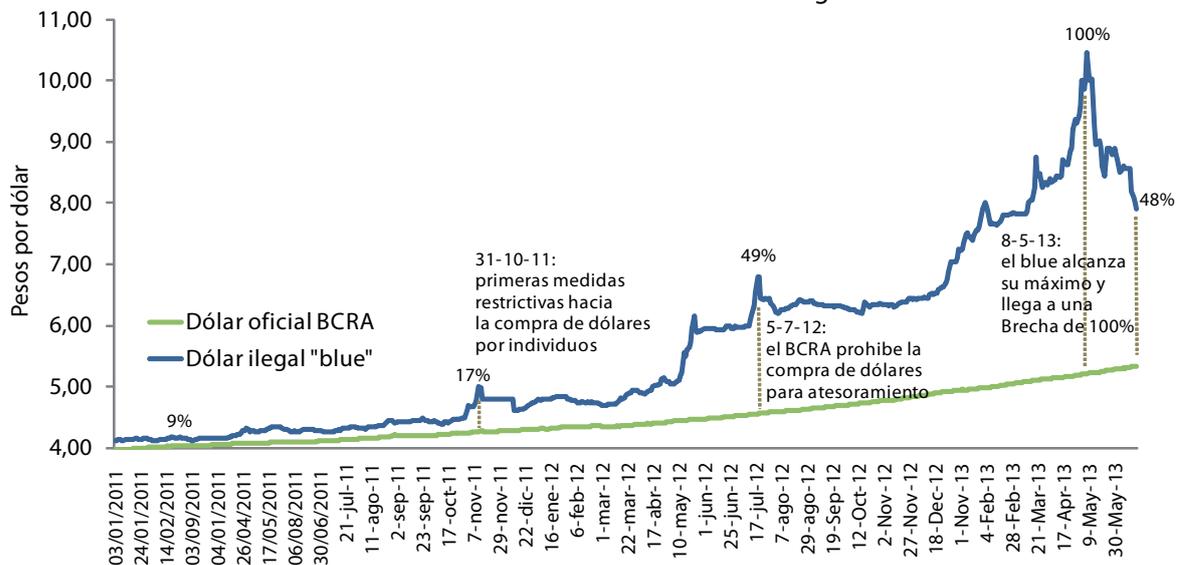
Sin embargo, una vez empantanado el terreno y con una reversión muy fuerte de la fortaleza del peso, el gobierno optó por validar al mercado negro de dólares y darle un curso legal a través de los instrumentos CEDIN y BAADE. A partir de ellos, va a buscar repatriar al menos u\$s 2.000 millones, generando además una presión sobre el valor del dólar blue. Adicionalmente, mediante la puesta en marcha del CEDIN buscará recuperar el nivel de actividad en el mercado inmobiliario dotándolo de un medio de pago legal que pueda canjearse en dólares. El resultado: se marca el triunfo de aquellos que ahorraron en dólares durante los últimos años, se acepta que la moneda de transacción en el mercado inmobiliario sigue siendo el dólar, se da curso legal a la doble cotización de esa moneda y solo se recuperará una parte pequeña de la fuga de los últimos años (los u\$s 2.000 millones que se espera que entren son menores a lo fugado en un solo mes de 2011 y un 30% de

las operaciones inmobiliarias que se realizaban solo en la Ciudad de Buenos Aires en el mismo año).

Durante los primeros días de julio se puso en funciones al CEDIN. El objetivo de este instrumento es paliar diversas dificultades, funcionando como un elemento de transacción legal entre un comprador que coloca dólares para la compra de un inmueble o de materiales para la construcción y un vendedor que recibe dicha cédula. Dicho instrumento puede ser negociado en el mercado secundario en pesos. Durante los primeros días, si bien hubo escasas transacciones por la falta de confianza y conocimiento del público, ya se verificaron cotizaciones. Para alguien que quiere comprarlo en pesos cotizó a \$7,30 por cada dólar para los certificados que ya hayan sido aplicados (ya se hayan utilizado en una operación inmobiliaria) y a \$6,75 para los no aplicados. Es posible que el valor se ubique levemente por debajo del que tome el dólar blue, que en los últimos días se ubicó en torno a los \$7,95 por dólar.

La puesta en marcha del CEDIN tiene varias motivaciones. Por una parte, el intento de pesificar a las transacciones del mercado inmobiliario no dio resultado, por lo que esta cédula, que puede ser automáticamente canjeada a dólares, buscar volver atrás y permitir la transacción con dólares en dicho mercado. Si bien el monto que se espera que ingrese no es muy alto, representa por

## Evolución del dólar oficial vs. dólar ilegal



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de BCRA y dolarblue.net

sí una luz para la reactivación del mercado, actualmente muy parado<sup>3</sup>. A la vez, busca descomprimir al valor del dólar blue, ya que ofrece una cotización paralela. Por otra parte, intenta engrosar las reservas internacionales del Banco Central a partir de aquellos compradores que no retiren sus dólares del sistema financiero (lo cual una vez realizada

una operación inmobiliaria puede ser llevado a cabo inmediatamente) ya que en caso de que el vendedor opte por guardar sus dólares en el banco en una cuenta, el dinero se consolidará como aumento de reservas (no así el dinero blanqueado que espera una transacción inmobiliaria para poder ser canjeado, ya que su tasa de encaje es del 100%).

<sup>3</sup> Un aspecto negativo de esta ida y vuelta podría ser el que resultara en un incremento de los precios de las nuevas construcciones en pesos y de los materiales para la construcción, que anteriormente se transaban al tipo de cambio oficial, luego pasaron por una situación gris de incertidumbre sobre los precios de transacción y mediante la aparición del CEDIN ponen en claro que la cotización del dólar es más cercana a la del blue.

# Temas Internacionales

## Análisis de la coyuntura internacional

Tanto el FMI como el Banco Mundial anunciaron recortes en su estimación de crecimiento para la economía mundial este año (que se ubicaría en torno al 2,2%, según el reciente informe semestral del Banco Mundial). La desaceleración de algunos países emergentes – entre ellos China– a lo largo de 2013 se sumó a una aceleración inflacionaria en EE.UU., que implicaría un freno a las políticas de estímulo y a la débil situación que continúa atravesando la Unión Europea, en donde Grecia y Portugal muestran situaciones delicadas.

## Países emergentes

Uno de los temas fundamentales de la segunda mitad de año pasa por la continuidad en la tendencia a la desaceleración del crecimiento chino. La crisis internacional presiona sobre la producción de dicho país, reduciendo la tasa de crecimiento respecto de las tasas observadas unos años atrás. Para 2013 y 2014 se espera un ritmo de incremento del PBI en torno al 7,5%. Esta desaceleración tiene implicancias tanto para economías exportadoras de materias primas como para países desarrollados, por lo que es un factor fundamental en la reciente corrección hacia abajo de las estimaciones de crecimiento de la economía mundial que realiza el Banco Mundial (hacia el 2,2%, frente a pasadas estimaciones que auguraban un punto más).

Brasil posee una importante relación comercial con China por lo que es afectado por la desaceleración que muestra ese país. A esto se suman factores internos que hicieron, también, corregir la estimación de crecimiento para este año hacia abajo, desde 4% hasta 2,5%. A los problemas que muestra la industria brasileña y la balanza comercial (con una caída de las exportacio-

nes durante este año y un fuerte aumento de las importaciones, alcanzando por primera vez un déficit de cuenta corriente en el primer trimestre de este año, de u\$s 5.156 millones), se sumaron los conflictos políticos que se hicieron visibles durante la Copa de las Confederaciones y la aceleración inflacionaria.

Los reclamos populares impulsaron la realización de una reforma política y la marcha atrás con los aumentos en las tarifas del transporte, agregando ruido a la marcha de la economía. Por su parte, la inflación tocó el objetivo de máxima del Banco Central, en torno al 6% anual y podría superarlo hacia fin de año en medio punto más. Esto último impulsó a nuevos incrementos en la tasa de referencia SELIC, que podrían tener consecuencias negativas sobre el nivel de actividad. Las encuestas recientes muestran un debilitamiento de la imagen del gobierno e incrementos en las expectativas de inflación y desempleo futuros.

## EE.UU. y Europa

Estados Unidos, luego de varios meses de sostenimiento en el crecimiento, que generaron euforia, acotó sus expectativas de crecimiento hacia el futuro. La aceleración inflacionaria reciente en torno del 2,4% llevó a Bernanke, titular de la FED, a anunciar un freno en la política de expansión monetaria mediante la desaceleración en la compra de bonos hacia el tercer trimestre de 2013 y un corte total hacia mediados de 2014. Estos anuncios provocaron en los últimos días una apreciación del dólar frente al yen, el euro y la libra y una salida de capitales de Brasil y México. En tanto, el dato de crecimiento del PBI durante el primer trimestre sufrió una corrección a la baja hasta el 1,8%.

El conjunto de economías que conforman la Eurozona mostraron durante el último mes algunos indicadores positivos en cuanto a

## Indicadores macroeconómicos de Brasil, estimaciones para 2013 y 2014

	Proyectado 2013	Proyectado 2014
PBI (var %)	2,5%	3,0%
Desempleo (%)	5,5%	5,4%
Inversión (% del PBI)	20,7%	21,2%
Exportaciones (var %)	-0,3%	5,1%
Importaciones (var %)	10,6%	10,0%
Inflación anual (%)	6,5%	6,0%
Tasa de interés de referencia (%)	8,3%	9,3%

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de Citi Research

la recuperación en el nivel de actividad. Sin embargo, Alemania continuó en la senda de caída de la inversión industrial a partir de un retroceso anual de 2% en las órdenes de fábrica (demanda de insumos y bienes de capital). En la misma línea, los bonos de Portugal alcanzaron una tasa máxima de 8%, ante la delicada situación fiscal que atraviesa el país. El Banco Central Europeo abrió la posibilidad de implementar una política de expansión del crédito y de recortes a las tasas en el corto

plazo, mientras que el Reino Unido comenzaría a aplicar una política de compra de activos buscando reducir las tasas. Mientras tanto, se debate actualmente lo que se denominó el “Consenso de Bruselas” que implica una reforma económica para 2013–2014. En dicha reforma se tratan temas sobre la recapitalización y liquidación de entidades financieras con problemas de solvencia y la creación de un fondo de € 6.000 millones para atender al desempleo en jóvenes.

## PBI en los BRIC, 2012 y estimaciones 2013 y 2014

	2012	2013 <sup>e</sup>	2014 <sup>e</sup>
China	7,8%	7,4%	7,6%
India	5,0%	6,5%	7,5%
Rusia	3,4%	2,8%	3,4%
Brasil	0,9%	2,5%	3,0%

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de Credit Suisse

*Editor Responsable*  
**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Mariano de Miguel

**Economista Coordinador**  
Diego Coatz

**RESPONSABLES BOLETÍN**  
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

**Economistas**  
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

**Asistente de Investigación**  
Joaquín Escardó

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*