

La hora de los alquimistas

Informe Mensual Mayo

Lunes 20 de mayo de 2013

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA

(5411) 4862-8992

www.lcgsa.com.ar

contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

En las vísperas del inicio del cronograma electoral, el contexto es bastante distinto al que esperaba el Gobierno. El dólar informal quebró la barrera de los 10 pesos (llevando la brecha cambiaria al 100%) y sólo revirtió parcialmente la suba luego de la activa intervención del Gobierno. Pese al inicio de la liquidación de la cosecha gruesa, las reservas internacionales siguen sin repuntar debido a la existencia de nuevos mecanismos de filtración. La economía crece a ritmo anémico, el empleo privado formal está estancado y la inflación sólo perdió impulso -de forma momentánea- como consecuencia del “acuerdo” de precios. Las malas noticias de las últimas semanas (inundaciones, tratamiento legislativo del proyecto de “democratización de la justicia”, denuncias periodísticas por lavado de dinero vinculado a la corrupción, etc) golpearon al Gobierno e impactaron en la imagen presidencial.

El Gobierno intenta revertir esta dinámica concentrándose en dos frentes: la economía y la política. En el primer caso, anunció un muy generoso blanqueo de capitales con el propósito de tonificar las reservas del Banco Central y quitar presión sobre la cotización del dólar informal. En el frente político, inició coqueteos con Sergio Massa para tratar de resolver el dilema que representa la elección en la provincia de Buenos Aires. Quizás, este guiño oficial de “no agresión” haya sido la señal que estaba esperando el intendente de Tigre para decidirse a participar activamente en la elección legislativa. Tratándose de una figura que capta adeptos tanto en votantes opositores como en aquellos que simpatizan con el Gobierno Nacional, el desafío que se le abre en caso de postularse no es menor: cómo mantener en el transcurso de la campaña un perfil propio equidistante y sin definiciones de fondo, que le permita mantener su amplia base de apoyo actual.

Un Gobierno enamorado de las soluciones de corto plazo, otra vez recurre al “alquimista” Moreno para tratar de solucionar los problemas que él mismo creó. Con la implementación de un blanqueo que lleva su sello, pretende actuar con un solo instrumento sobre tres frentes de forma simultánea: el nivel de reservas del Banco Central, el tipo de cambio informal, y la actividad inmobiliaria y de la construcción. Ahora bien, con un contexto interno que hoy luce mucho más incierto que en ocasión del blanqueo realizado en 2009, es esperable que la magnitud que logre captar sea acotada y tenga un escaso impacto sobre los tres frentes planteados. Poco beneficio para una decisión que, en un contexto de denuncias por lavado, le significa pagar importantes costos políticos al Gobierno.

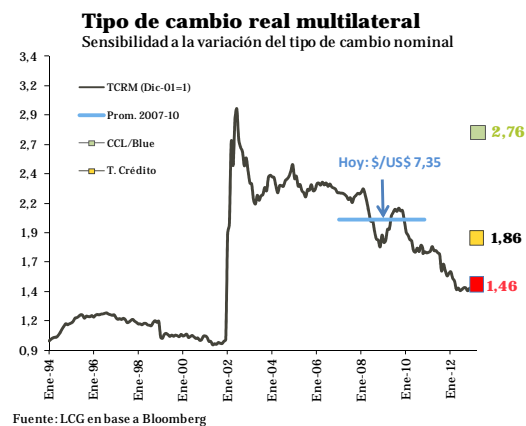
La incógnita es cuál será el próximo movimiento en materia cambiaria si el blanqueo no alcanza el éxito esperado por el Gobierno. Máxime en un contexto en el cual CFK sigue aumentando los costos políticos de una corrección cambiaria más acelerada para atenuar el impacto que tiene el atraso cambiario sobre la economía.

Una economía fatigada

Entrando en la recta final de cara al cronograma electoral, la dinámica de la economía es muy distinta de la esperada el oficialismo para llegar a las elecciones.

La disparada del *blue* iniciada a mediados de marzo llevó la brecha cambiaria por encima del 100%, que el Gobierno vino convalidando pasivamente de forma sistemática y sólo se decidió a intervenir en las últimas semanas, a través de una incipiente suba de las tasas de interés y con la venta de títulos públicos para disminuir la cotización del “dólar financiero” y, consecuentemente, provocar una baja en el informal: así, pasó del pico de \$ 10,5 a cotizar en torno a los \$ 9 al momento del cierre del informe (reduciendo la brecha al 72%). **Este salto se explicaba (y se sigue explicando) mucho más por la incertidumbre que genera la política económica y la posibilidad de mayores controles cambiarios, que por los fundamentos de la macro:** si el tipo de cambio oficial se ubicara en el valor actual del informal, el Tipo de Cambio Real Multilateral de la economía retornaría a niveles similares a los existentes a mediados del 2002. De forma similar, y aun con la caída registrada en los últimos meses, el tipo de cambio de convertibilidad se ubica en torno a los \$/US\$ 7,50. **Asimismo, para retomar la competitividad promedio del período 2007-10 (duplicando el TCRM existente en dic-01) alcanzaría un tipo de cambio oficial de \$/US\$ 7,35.**

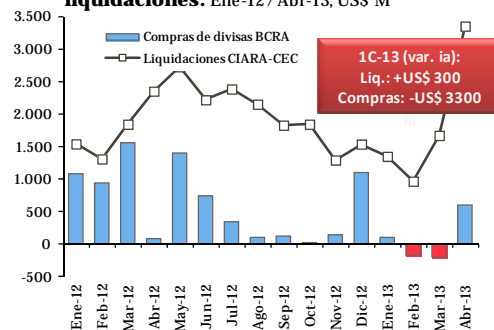
Por su parte, las reservas internacionales siguen sin repuntar: después de la caída acumulada de US\$ 3.000 M en el 1T-13, **el inicio de la liquidación de la cosecha gruesa no alcanzó para revertir la dinámica de los meses anteriores. Lo paradójico es que si bien en el acumulado del 1C-13 el monto liquidado por los exportadores fue 4% superior al de igual período de**



2012 (US\$ 7.340 M contra US\$ 7.050), **el monto de divisas compradas por el BCRA se redujo de US\$ 3.700 M a sólo US\$ 340 M en los primeros cuatro meses de este año.** Actualmente, **las reservas totalizan US\$ 38.950 M y se ubican 10% por debajo del valor de cierre del 2012 (-US\$ 4.400 M).** Si bien existieron factores puntuales que jugaron en contra (como por ejemplo la caída en el precio del oro, que provocó una baja de US\$ 500 M en las reservas), **lo cierto es que esta dinámica se explica por la intensificación de los mecanismos de filtración.** Por ejemplo, en el 1C-13 el gasto por turismo y pasajes demandó interanualmente US\$ 1.300 M adicionales, a los cuales deben adicionarse unos US\$ 1.500 M por los menores ingresos de dólares financieros y la precancelación de líneas crediticias en el exterior.

La actividad económica sigue mostrando un crecimiento anémico, con una inflación que sólo se desaceleró en el margen momentáneamente como consecuencia del “acuerdo de precios”. Tratándose de uno de los sectores que motorizaron el crecimiento de la economía en el período 2010-11, **el caso de la construcción resulta paradigmático. Pese al incentivo natural que implicaba la prohibición de comprar dólares para atesoramiento, desde un primer momento adelantamos que el cepo cambiario iba a afectar la actividad sectorial por la incertidumbre que generaría en el precio de referencia del m2.** La ampliación de la brecha complica esta dinámica, ya que complica la fijación del tipo de cambio implícito en las operaciones (además de encarecerlas aún más en pesos). Así, el mercado inmobiliario termina ajustando mucho más por cantidades (con propietarios que optan por retirar de la venta a los inmuebles) que por precios (de acuerdo a datos de la CABA, desde la implementación del cepo el precio del m2 se redujo un 15%, medido al tipo de cambio informal).

BCRA: Compra de divisas y liquidaciones. Ene-12 / Abr-13, US\$ M

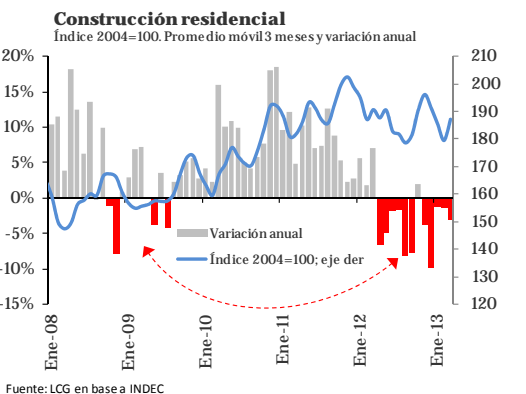
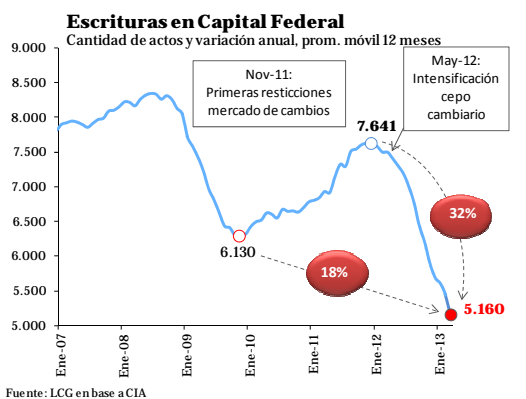
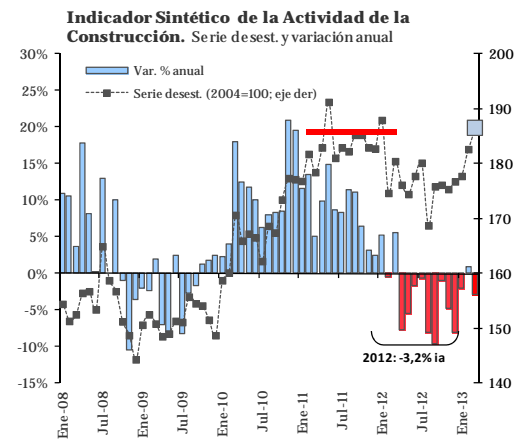


Fuente: LCG en base a BCRA y CIARA-CEC.

Después de caer 3,2% en 2012, en el 1T-13 la actividad evidenció cierta recuperación con respecto al trimestre previo (1,2% mensual desest.), aunque todavía **promedia un retroceso del 1,3% en la comparación interanual**. Una dinámica semejante mostró el Índice Construya, que acumuló una baja del 0,2% ia¹. **Pese a la mejora de los últimos meses, el ISAC recién alcanzó en marzo el nivel existente en oct-11** (previo a la implementación del cepo).

La compra-venta de inmuebles directamente se desplomó en paralelo con la pesificación forzada. En la CABA, la cantidad de escrituras realizadas mensualmente se encuentran un 32% por debajo del valor existente previo al cepo. De hecho, **también registran una caída del 18% con respecto al mínimo alcanzado durante 2009, en plena crisis internacional.**

La construcción residencial ha sido la más afectada: no crece en términos interanuales desde mar-12. El año pasado se contrajo 2,4% y en los primeros tres meses de 2013 acumula una caída del 1,8% ia. **Dado su peso dentro de la estructura del sector (58% del total) explica 3/4 partes del retroceso interanual de la construcción.** Esta situación contrasta con lo sucedido en 2009, ya que en aquel momento la construcción de viviendas fue el único componente que siguió creciendo y amortiguó la caída del resto de los bloques (+2,5% ia vs -7,7% ia). En la actualidad, la tracción viene únicamente por las construcciones petroleras (+4,6% ia en el 1T-13).

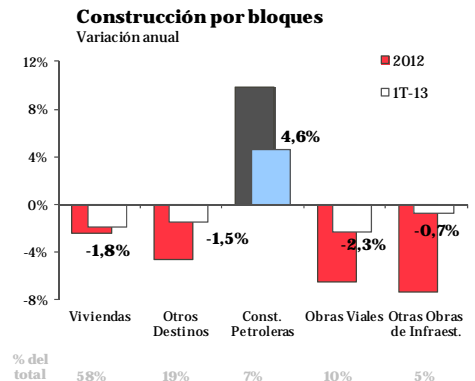


¹ Elaborado por el Grupo Construya. En abril mostró un salto significativo (+14% ia), pero que debe tomarse con cuidado por la alta volatilidad mensual que muestra el índice (además de la mayor cantidad de días hábiles en la comparación interanual). De forma similar, los despachos de cemento al mercado interno (-7% ia en 2012 y crecimiento nulo en el 1T-13), crecieron en abril 21% ia. De todos modos, se ubican todavía 5% por debajo de los máximos previos.

Aun cuando presentan una elevada volatilidad, **los permisos de construcción se mantienen muy por debajo de los niveles registrados en los últimos años.** En 2012 acumularon una caída del 9% ia y en lo que va de los año registran una baja del 7% ia. En el 1T-13 los permisos promediaron 540.000 m2, muy lejos de los 800.000 alcanzados en pleno auge del sector (2007/08), pero también por debajo de lo registrado en los mismos meses de 2009. **En los últimos 2 años parecen haber encontrado un techo en torno a los 650.000 m2.**

La caída de la actividad de la construcción tuvo su correlato en la situación laboral del sector (que absorbe casi el 10% del empleo asalariado). **Según datos del SIPA, al cierre de 2012 el trabajo registrado en el sector acumulaba una contracción del 6% con respecto al nivel de ocupación del 4T-11** (26.000 puestos de trabajo menos). Los datos del IERIC (que en el mismo período muestran una baja de 35.000 empleos) anticipan una dinámica semejante para el 1T-13 (-7% ia).

En este contexto, en las últimas semanas el Gobierno dio dos señales económicas muy fuertes: **la primera fue un nuevo y enfático rechazo de CFK a una devaluación del Peso, a la que siguió el anuncio de un amplio y muy generoso esquema de blanqueo de capitales.** Ambas señales **ponen de manifiesto el error de diagnóstico del Gobierno en materia económica.** En lugar de poner el foco en la lucha contra la elevada inflación (el “pecado original” del modelo), derivada de un desequilibrio fiscal financiado de forma creciente con emisión monetaria, **el Gobierno prefiere seguir encerrándose en el laberinto del atraso cambiario y los parches de corto plazo que sólo intentan atacar –aislada e infructuosamente- los síntomas** (caída de reservas, disparada del *blue*, parálisis de la actividad de la construcción, etc) **en lugar de la enfermedad.** Por otra parte, **subirse los costos polí-**



ticos de una corrección del tipo de cambio oficial en un escenario de evidente atraso cambiario sirve de poco para calmar al sector privado.

Dados los desafíos por los cuales está atravesando la economía, la conferencia de prensa de los cinco referentes en materia de política económica había generado expectativas de anuncios de fondo. Sin embargo, **todo se circunscribió a un nuevo blanqueo de capitales que deja traslucir como único objetivo el intento por tonificar las alicidas reservas del Banco Central.** La incomodidad y los resquemores entre los miembros del quinteto económico resultaron evidentes durante la conferencia de prensa. Como mencionamos en el Informe Mensual de Abril, **esta dinámica de funcionamiento del equipo económico hacía prever que se mantuviera el *statu quo* en materia cambiaria.**

Un Gobierno enamorado de las soluciones de corto plazo, otra vez recurre al “alquimista” Moreno (ideólogo del esquema anunciado) para tratar de solucionar los problemas que él mismo creó, y con un solo instrumento pretende actuar sobre tres frentes de forma simultánea: las reservas, el tipo de cambio informal, y la actividad inmobiliaria y de la construcción. Teniendo en cuenta que en su momento había prometido revolucionar el mercado inmobiliario con la creación de los préstamos hipotecarios para inquilinos, vale la pena analizar en detalle las características del blanqueo anunciado y los posibles impactos sobre la macro.

De blanqueo en blanqueo

Desde una perspectiva política, **es evidente que el Gobierno deberá pagar costos políticos por la decisión.**

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

El blanqueo implementado en 2009 tuvo como marco el colapso del sistema financiero internacional, y también podía justificarse a partir del impacto que la crisis de 2001-02 había tenido sobre el cumplimiento tributario y previsional de las empresas (lo que representaba un lastre en materia de formalidad hacia futuro).

El contexto actual es muy distinto. Se decide precisamente luego de que distintas investigaciones periodísticas que pusieron el foco en el lavado de dinero vinculado a la corrupción, con una AFIP que ha venido ventilado públicamente distintos casos notorios de supuesto incumplimiento tributario (Lunati, Alé, HSBC) y persiguiendo a los que extrajeron dólares en los cajeros del exterior, un impuesto a las ganancias que alcanza al 25% del total de los asalariados y una presión tributaria que se encuentra, por lejos, en máximos históricos. Por otra parte, el intento por “redolarizar” las transacciones inmobiliarias implica reconocer implícitamente el fracaso del intento de “dar la batalla cultural” y pesificar de prepo a la economía². **Este combo hace muy difícil de justificar políticamente ante la sociedad un blanqueo a costo cero para aquellos que evadieron en el pasado, y que encima ya habían tenido la oportunidad de acogerse al implementado cuatro años atrás.**

El primer punto a resaltar es que el blanqueo actual resulta más generoso y menos restrictivo que el implementado en 2009. En aquella oportunidad, por la exteriorización de capitales **se debían pagar alícuotas que iban del 1%** (en el caso de que destinaran a la construcción de inmuebles e inversiones industriales o agro-ganaderas) **al**

² Por cierto, cuando se lanzó el plan PROCREAR Kicillof había mencionado el riesgo que implicaba dar préstamos hipotecarios para financiar la compra de inmuebles ya construidos, por el posible efecto sobre los precios de los inmuebles. Distintamente, con este blanqueo se permite la compra de inmuebles ya construidos.

8% (si se trataba de tenencias fuera del país que no se ingresaran). Distintamente, **en esta ocasión la exteriorización pagará una alícuota de 0%**.

En aquella oportunidad se incluía también junto con el blanqueo una regularización impositiva y del empleo no registrado, además de que **los capitales podían exteriorizarse tanto en pesos como en dólares**. Otro aspecto distintivo es que **en 2009 no resultaba necesario el ingreso de los fondos para realizar la exteriorización**: por ejemplo, se podía blanquear una propiedad en el exterior sólo declarándola. Por último, los bienes declarados debían inmovilizarse durante un período de dos años (con la excepción de aquellos declarados en el exterior).

En esta ocasión, **el blanqueo sólo podrá realizarse contra el ingreso efectivo de dólares: para ello será necesario tener el depósito de los dólares en una cuenta bancaria** (ya sea de una entidad doméstica o del exterior), y **contra la transferencia de ese depósito en dólares se emitirán tres instrumentos financieros distintos**:

- a) **Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE)**: se trata de un título público en dólares, que tendrá denominaciones de 100, 1.000 y 10.000 dólares. Si bien no se fijan las características financieras en el proyecto de ley (*“condiciones financieras que se estipulen al momento de su emisión”*), en la conferencia de prensa se mencionó que devengará una tasa de interés del 4% anual con vencimiento 2016. Estará destinado exclusivamente a la financiación de proyectos de inversión pública en *“sectores estratégicos, como infraestructura e hidrocarburos”*.

- b) **Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico:** si bien no fue mencionado en la conferencia de prensa original, también estará nominado en dólares y con los mismos destinos. Quienes opten por este instrumento podrán canjearlo, luego de transcurrido un año, por los BAADE.
- c) **Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN):** es un certificado en dólares nominativo y endosable, que se emitirá contra los dólares ingresados. Como los fondos quedarán en custodia del BCRA y estarán 100% encajados, mientras los CEDIN estén en circulación se computarán como reservas internacionales. Se podrá destinar a los más variados destinos inmobiliarios: compraventa de terrenos, galpones, locales, oficinas, cocheras, lotes, parcelas y viviendas ya construidas y/o a la construcción de nuevas viviendas habitacionales y/o refacción de inmuebles. Quienes reciban el CEDIN, podrán optar entre quedárselos, comercializarlos en el mercado secundario o bien presentarse para su cobro en dólares billetes (previa acreditación de la operación inmobiliaria y/o construcción respectiva). Adicionalmente, el proyecto de ley establece que el CEDIN es un *“medio idóneo para la cancelación de obligaciones (...) en dólares”*.

En este blanqueo, los capitales “exteriorizados” no pagarán ningún impuesto. A los sujetos que ingresen no se les preguntará el origen de los fondos, y quedarán liberados de toda acción civil, comercial, y penal tributaria, administrativa, penal cambiaria y profesional. En resumen, **se trata de un perdón generalizado y sin costos para los evasores.**

¿Cuál será la magnitud del blanqueo?

Es muy probable que la promesa de conseguir reservas sin modificar el rumbo de la política económica haya sido la razón por la cual CFK aceptó pagar los costos políticos asociados a la implementación del blanqueo. **El Gobierno ha dejado trascender que esperan captar unos US\$ 6.000 M, ¿podrá el blanqueo cumplir con sus promesas?**

El blanqueo del 2009 resulta un inmejorable benchmark para comparar. En aquel momento, **la situación financiera internacional parecía estar próxima al colapso**, lo que obviamente representaba un factor de incertidumbre que podía incentivar la repatriación de capitales. **Y el contexto macro doméstico era mucho más favorable**, tanto en términos de reservas internacionales, posición fiscal, superávit en cuenta corriente, colchón cambiario, inflación, flexibilidad del tipo de cambio, etc. Asimismo, **se trataba del primer blanqueo post colapso de la convertibilidad** (con el impacto que había tenido en materia de fuga de divisas e incentivo a la informalidad) **y, a diferencia del blanqueo 2013 no era obligatorio “entregar” los dólares no declarados sino que se permitía mantener en el exterior los capitales exteriorizados.** Con estas condiciones generales, **permitió una exteriorización de activos por un total de US\$ 4.700 M, de los cuales sólo el 15% ingresó efectivamente al sistema** (unos US\$ 700 M).

Más allá del distinto contexto, para cuantificar el monto que podrá captar este blanqueo se requiere un análisis más detallado de los instrumentos ofrecidos. De las alternativas planteadas, **el BAADE resulta mucho menos atractivo que**

el CEDIN: la tasa de interés del 4% anual que paga se ubica bien por debajo de la que pagan actualmente instrumentos similares (el BODEN 15 rinde actualmente el 14% y vence un año antes). Como consecuencia de ello, **el blanqueador debería aceptar una pérdida superior al 20% del monto blanqueado**, ya que éste sería el descuento que tendrían los bonos en el mercado secundario. De esta forma, **un evasor debería preferir ingresar los capitales vía el CEDIN, venderlos en el mercado secundario y comprar BODEN 15 con el producido.** Así, la única forma por la cual resultaría atractivo el BAADE es si alguien está dispuesto a atesorarlo hasta su vencimiento en 2016 y lo compara contra el rendimiento –nulo- que generan dólares no declarados en una caja de seguridad, ¿habrá sido está la lógica aplicada?

La situación es distinta en el caso del CEDIN ya que, operación inmobiliaria mediante, resulta convertible a dólar. Así, es esperable que la cotización de este certificado se ubique algo por debajo del dólar informal (dependiendo de su liquidez, de los requisitos que establezca el BCRA para su conversión y de la incertidumbre asociada a la capacidad de repago del BCRA). Por otra parte, dado que la obligación de acreditar la operación inmobiliaria y/o de construcción sólo aplica en el momento que se quiera redimir los certificados por los dólares, **el “blanqueador” podrá volcar automáticamente los CEDIN recibidos en el mercado secundario por pesos (¿o dólares?)³.**

Teniendo en cuenta el diseño general del blanqueo (la obligatoriedad de entregar los dólares no declarados, los instrumentos financieros ofrecidos), el incentivo que representa una alícuota del 0% no parece resultar suficiente para compensar la incertidumbre que genera el proceso de deterioro

³ Si bien deberá fijarlo la reglamentación, es esperable que también se permita la comercialización del CEDIN en dólares en el mercado secundario. En caso contrario, podría generar presión sobre el dólar informal si el evasor que vende los CEDIN quiere dolarizar parte de los pesos recibidos.

de la macro para entregar las divisas acumuladas. Así, **la meta oficial de captar con este blanqueo US\$ 6.000 M luce como una exageración, ya que implicaría multiplicar por 8,5 el monto efectivamente ingresado al sistema durante el blanqueo de 2009.** En nuestra opinión, **el Gobierno debería estar más que satisfecho si logra captar US\$ 2.000 millones.**

Los efectos sobre la macro

Para analizar los efectos del nuevo blanqueo sobre la macro, debemos comenzar por separar los tres canales sobre los cuales pretende incidir el Gobierno: 1) el dólar informal, 2) el stock de reservas internacionales, y 3) la actividad inmobiliaria y de la construcción.

Empecemos por el último. Teniendo en cuenta el diseño del sistema, es probable que una buena parte de los fondos que ingresen no “generen” nuevas operaciones inmobiliarias y/o construcciones, sino que **“aprovechen” obras en curso para obtener el “certificado de conversión” de los CEDIN.** Es importante destacar que el evasor que ingresa los dólares y recibe los certificados no está obligado él mismo a realizar una compra de un inmueble o realizar una construcción, sino que puede intercambiar directamente los CEDIN en el mercado secundario. De esta forma, **aquellos que pueden obtener fácilmente el “certificado de conversión” de los CEDIN (empresas constructoras, por ejemplo), tienen la posibilidad de comprar dólares con pesos de forma legal y a un precio menor que en el mercado informal.**

Por otra parte, **una persona interesada en comprar una propiedad y/o construir, que tiene dólares no**

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

declarados y su nivel de informalidad es moderado, difícilmente estará dispuesto a entrar en el blanqueo. Si alguien tiene dólares atesorados y puede justificar la compra en función de su evolución patrimonial, preferirá hacerlos valer al momento de adquirir el inmueble. Máxime cuando la falta de referencia en los valores de las propiedades facilita la subdeclaración y complejiza la fiscalización tributaria por parte de la AFIP. Así, **sólo estarán dispuestos a entrar aquellos que operan con niveles muy altos de informalidad.**

Teniendo en cuenta todos los aspectos planteados, **es esperable que el impacto dinamizador del blanqueo sobre la actividad inmobiliaria sea bastante acotado:** asumiendo de máxima un ingreso de US\$ 2.000 M y que se destinan íntegramente a comprar inmuebles de un valor promedio US\$ 75.000⁴, **esto representaría sólo un 6% de aumento en las escrituras registradas en 2012.** Tomando un supuesto más realista (ingresa el mismo monto que en el blanqueo de 2009, US\$ 700 M), el impacto sobre el mercado inmobiliario se reduce a sólo el 2%.

Más allá de que la justificación pública del blanqueo, **dadas las restricciones cambiarias que enfrenta la economía y cómo fue diseñado el esquema, todo parece indicar que el foco del Gobierno ha sido tratar de tonificar las reservas internacionales del Banco Central y, sin decirlo, quitarle presión al mercado informal.**

Al dejar encajados el 100% de los dólares que ingresen, el blanqueo podrá darle una ayuda a las reservas internacionales. Sin embargo, este aporte será meramente coyuntural y dependerá de la incertidumbre existente con respecto a la conversión del

⁴ Valor promedio de las escrituras realizadas en la CABA en los últimos meses.

certificado por parte del BCRA. Si el capital blanqueado se dirige a una compra efectiva de un inmueble, dado que el certificado no devenga interés y cotizará por debajo del dólar informal es esperable que el vendedor que reciba los CEDIN prefiera ir a convertirlos de forma inmediata por dólares en el BCRA. De esta forma, **se neutralizaría rápidamente la suba registrada en las reservas internacionales al momento del ingreso de los fondos**⁵.

No obstante, y como analizamos más arriba, es esperable que el tenedor primario de CEDIN no realice una operación inmobiliaria sino que venda los certificados recibidos en el mercado secundario. En este caso, el efecto sobre las reservas internacionales durará hasta tanto algún comprador de CEDIN que cuente con el “certificado de conversión” (por construcción de vivienda, compraventa de propiedad, etc) vaya a redimirlo al BCRA. **Esto implica que el efecto sobre las reservas dependerá del nivel de liquidez del nuevo instrumento, de las dudas con respecto a la disposición a su conversión por el BCRA y a la brecha entre el dólar informal y el CEDIN** (a mayor brecha, mayor será el incentivo para su conversión).

En todo caso, **dadas las bajas expectativas que tenemos con respecto al monto que finalmente ingresará al blanqueo, el efecto sobre las reservas será acotado y no se extenderá más allá del corto plazo:** tomando como objetivo de máxima US\$ 2.000 M, este monto **sólo permitiría compensar –momentáneamente- la mitad de las reservas que el BCRA perdió en el primer cuatrimestre del año.**

⁵ De acuerdo al proyecto de ley, el BCRA determinará en la reglamentación cuáles serán las condiciones para la acreditación de la operación que permita la conversión del CEDIN. Cuanto más estrictas sean esas condiciones mayor duración podrá tener el blanqueo sobre las reservas, pero al costo de desincentivar el ingreso de capitales.

Legalizando el *blue*

Teniendo en cuenta cómo fue diseñado el blanqueo, **la idea del Gobierno fue generar un instrumento –el CEDIN- que funcione como un “cuasi-dólar” legal que pueda competir con el *blue***, de forma de intentar quitar presión sobre ese mercado.

¿Cómo es la lógica del Gobierno? En primer lugar, dado que el evasor que ingrese dólares y reciba CEDIN podrá venderlos de forma automática en el mercado secundario (sin necesidad de realizar ninguna operación inmobiliaria), se permite la existencia de un mercado de CEDIN en circulación. Así, y después de negar sistemáticamente la existencia del mercado del dólar informal y los problemas asociados a la suba en su cotización, **el Gobierno termina por crear un mercado legal de cuasi dólares que funcionará en la práctica como un desdoblamiento de hecho del tipo de cambio.**

Asimismo, **el Gobierno espera que con la creación de este instrumento se genere un mecanismo para que aquellos que atesoraron dólares de forma legal y que quieren aprovechar la valorización del dólar para consumir en pesos** (y hoy se les complica venderlos en el informal por razones impositivas), **tengan un canal legal para transformarlos en pesos a una cotización muy similar a la del informal.**

Ahora bien, **la pregunta clave a responder es si la creación del CEDIN podrá aquietar la presión sobre el dólar informal, mercado que se caracterizó en las últimas semanas por su altísima volatilidad. Pese a la baja reciente del informal, sin una rectificación del rumbo económico el CEDIN no será suficiente por sí solo para quitarle presión al informal.** Por lo pronto, una vez sancionado el proyecto es esperable que los

pesos no declarados que quieran entrar al blanqueo pongan presión en el mercado informal en el corto plazo. Y estos dólares, que entrarían al circuito formal, le quitarían liquidez de forma permanente al mercado informal.

En segundo lugar, **para que el mercado de CEDIN pueda adquirir una escala relevante y competir de forma permanente con el informal se requiere: a) que entre un monto relevante de divisas al blanqueo, y b) que los tenedores de CEDIN no los conviertan por dólares en el corto plazo.**

Como vimos anteriormente, **el contexto de incertidumbre hace difícil que el monto ingresado en el blanqueo sea significativo desde una perspectiva macro.** Si bien las estimaciones del monto que mueve diariamente el *blue* hablan de un mercado pequeño (van de los US\$ 10 a los US\$ 50 millones diarios), en el proyecto de ley el Gobierno menciona que dentro del territorio argentino existirían US\$ 40.000 M en circulación por fuera del sistema. Así, incluso en un escenario exitoso para el blanqueo (captando US\$ 2.000 M), **este monto representaría sólo un 5% del stock de dólares en circulación en la economía.**

Pero además está la cuestión referida a cuánto demorarán los CEDIN en convertirse por dólares. **Al no devengar un interés y con una incertidumbre asociada a una eventual “inconvertibilidad”, es esperable que aquellos que reciban los certificados por operaciones inmobiliarias genuinas prefieran convertirlos a dólares lo más rápido posible, disminuyendo el stock de CEDIN en circulación.** De hecho, tendrán un especial interés en esta operatoria aquellos que pueden obtener con facilidad el “certificado de conversión” (empresas constructoras, personas que vendieron inmuebles, etc). **Y si el BCRA establece condiciones muy restrictivas para su conversión** (de forma de asegurarse que los CEDIN se mantengan en circulación más tiempo), **conspirará contra el éxito**

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

del blanqueo ya que operarían con un importante descuento en su cotización.

De esta forma, es esperable que **el alivio que pueda generar la creación del CEDIN sobre el mercado del dólar informal sea muy moderado y sólo en el corto plazo** (aunque el suficiente para pasar las elecciones), **hasta tanto los tenedores de CEDIN puedan respaldar con una operación inmobiliaria y/o construcción la conversión de los certificados por dólares billetes.**

Por otra parte, **las razones subyacentes que explican la tensión en el mercado informal responden a la incertidumbre que genera la política económica y al exceso de pesos en circulación como consecuencia de una política fiscal que sigue siendo muy expansiva** (el gasto creció 36% ia en febrero, cerrando el 1B-13 con una variación del 30% ia). Sin signos de que el Gobierno vaya a corregir el rumbo de la política económica (más allá de alguna suba circunstancial de la tasa de interés para tratar de calmar el *blue*), difícilmente podrá esperarse una normalización a valores más “coherentes” con la macro. **La incógnita es cuál será el próximo movimiento en materia cambiaria si, como creemos, el blanqueo no alcanza el éxito esperado por el Gobierno. Máxime en un contexto en el cual CFK sigue aumentándose los costos políticos de una corrección cambiaria más acelerada para atenuar el atraso cambiario.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.