



Informe Agosto de 2014

Contexto Internacional

Según el informe de julio del FMI (WorldEconomic Outlook) fueron revisadas levemente a la baja las perspectivas de crecimiento económico mundial para el corriente año 2014. La nueva tasa proyectada es de 3,4% respecto del 3,7% informado en el informe de abril.

Los factores que influyeron en esta revisión fueron: (i) bajo crecimiento de EEUU producto del crudo invierno (fenómeno transitorio), (ii) el crecimiento de China se moderó más de lo previsto por caída del crédito, la inversión y precios en el sector inmobiliario, (iii) Rusia desaceleró su ritmo de actividad económica por reducción de la demanda agregada por problemas geopolíticos y (iv) algunas economías emergentes están con un menor ritmo de crecimiento proyectado por la menor demanda externa de EEUU y China. Por otro lado, se observó una mejora en el crecimiento de algunos países como Japón, Alemania, España y Reino Unido.

Respecto de las perspectivas de crecimiento para el año 2015, estas se mantuvieron en 4% debido al fortalecimiento de las economías avanzadas.

Brasil es uno de los países con menor crecimiento proyectado para 2014. En el primer trimestre del año el PBI creció 1,9% interanual y 0,2% trimestral desestacionalizado. La inversión marcó tres trimestres consecutivos de caídas desestacionalizadas y en el primer trimestre de 2014 se encontró 2% debajo de la realizada un año antes. La inversión representa el 17,7% del PBI, el valor más bajo desde el primer trimestre de 2009.

El consumo de las familias también permanece estancado; cayó 0,1% desestacionalizado en el primer trimestre, de la mano del índice de confianza del consumidor que se encontró en julio un 20% por debajo del valor que tenía un año antes.

Economía argentina

El pasado miércoles 30 de julio, Argentina entró en default por sexta vez en su historia. La particularidad de este default se debe a que no se originó por problemas de liquidez y solvencia sino de negociación, con aristas no solo económicas sino también políticas y jurídicas.

El gobierno se enfrentaba a dos riesgos contingentes:

- Cláusula R.U.F.O: podría gatillarse ante un posible arreglo con los fondos buitres. Dicha cláusula establece que ante cualquier oferta voluntaria del gobierno que presente mejores condiciones que la del canje 2005 y 2010, los tenedores de deuda reestructurada pueden exigir la diferencia.

- Cláusula de aceleración: establece que en caso de default se requiere el consenso del 25% de los tenedores de una determinada serie de bonos para poder exigirle al Estado el pago de la totalidad del capital en forma inmediata para el 100% de los tenedores de dicha serie más los intereses corridos.

El gobierno optó por la estrategia de no pagar ante la expectativa de que los fondos buitres soliciten la reposición del *stay* (amparo que evita que los fondos girados por el gobierno sean embargados como parte de pago de la sentencia). Sin embargo, el juez Griesa no repuso el *stay* y el 30 de julio Argentina entró en un nuevo default. Así, nos enfrentamos a tres posibles escenarios:

1. Escenario de default efímero: un tercero, por ejemplo un banco extranjero, le compra la deuda a los “fondos buitres”. En este caso, dichos fondos cobran su deuda y Argentina no queda expuesta a que los giros de fondos sean retenidos por los agentes de pago (BoNY). Estamos suponiendo que los bancos que compren la deuda pedirán a Griesa la reposición del *stay*. De este modo se podrá continuar sirviendo los servicios de la deuda. Argentina saldría así del actual escenario de default. Por supuesto, luego de enero de 2015 los bancos extranjeros que compraron la deuda de los “fondos buitres” exigirán al gobierno argentino el pago de dichos pasivos.

2. Escenario de default transitorio: en este caso los “fondos buitres” no venden a un tercero sus acreencias porque no llegan a un acuerdo entre privados, motivo por el cual se extiende en el tiempo este escenario de default, privando así a Argentina a acceder en el curso del corriente año a los mercados de capitales. Esto si traería consecuencias económicas negativas para el país. Pero por otro lado, los holdin o tenedores de deuda reestructurada no encuentran incentivos a gatillar la cláusula de aceleración. Los mismos suponen que vencida la cláusula RUFO, el 31/12/2014, Argentina negocia y cierra un acuerdo con los “fondos buitres”, y se normaliza por lo tanto el giro de fondos a los holdin.

3. Escenario de default extendido en el tiempo: este escenario es similar al anterior en su primera fase pero con la diferencia de que los tenedores de bonos reestructurados, por alguna razón (por ejemplo, incertidumbre sobre la celeridad con la cual el gobierno argentino arregle con los “fondos buitres” y el tiempo que podría transcurrir hasta que se normalicen sus pagos) podrían gatillar la cláusula de aceleración. La aceleración



del pago del Discount, implicaría que el gobierno tendría que pagar USD13.329 millones. Además gatillaría la cláusula cross-default y, por lo tanto, entraríamos en default con los demás bonos bajo legislación extranjera. Si estos últimos gatillan la cláusula de aceleración, el gobierno debería pagar USD28.664 millones en total. En este caso sí nos enfrentaríamos a un problema de solvencia ya que el BCRA no cuenta con los fondos necesarios para cubrir dicha deuda y tal como dijimos, se caerían los canjes anteriores. Si bien se puede abrir un nuevo canje bajo legislación nacional, hay riesgo de que siempre queden holdouts bajo la actual legislación extranjera, ya que muchos son tenedores institucionales y por estatuto no tienen permitido tomar deuda bajo legislación argentina. Pero antes de llegar a esta situación extrema que se prolongaría, tal vez, más allá del horizonte del actual gobierno, este último cuenta con la posibilidad de dejar sin efecto la cláusula de aceleración, si luego de gatillada consigue un consenso de los tenedores del 50% del capital para dejarla sin efecto y además le deposita en el banco agente de pago los montos adeudados hasta ese momento. El gobierno cuenta con 60 días para solucionar el incumplimiento que lo originó y así eliminar el cross-default, caso contrario queda en firme.

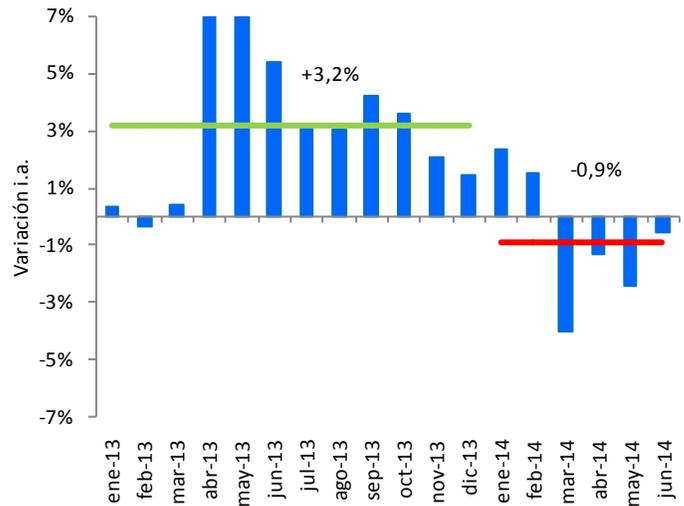
Un riesgo adicional es el vencimiento del bono Par del 30 de septiembre, que de no mediar una solución, el 30 de octubre se agregaría un nuevo bono al default. Vale aclarar, que los tenedores de dichos bonos tienen mayores incentivos a gatillar la cláusula de aceleración respecto a los tenedores del Discount, dada la relación entre el precio de mercado y el valor nominal exigible. Es decir, para el Discount tenemos una relación 85/100 y para el par una relación 50/100.

En los últimos días se registró un aumento de los volúmenes operados del bono Par, sobre el cual existe la incógnita acerca de los nuevos titulares, pudiendo ser el Anses (para resguardarse) o el sector privado.

• Nivel de actividad

De acuerdo al Índice General de Actividad (IGA-OJF) la economía cayó un 0,9% en los primeros 6 meses del año, luego de haber crecido 3,2% en 2013 (ver Gráfico 1). Los grandes sectores de la economía -industria, comercio y construcción- muestran contracciones en la primera parte del año que no logran ser compensadas por los buenos datos de la cosecha récord del agro (que no pudo capitalizarse en su totalidad) y por los aumentos en la generación eléctrica (en los meses de invierno). Aún así cabe destacar que el segundo trimestre del año fue escasamente mejor que el primero en la medición desestacionalizada. Esto no significa que es un piso en la actividad, pero sí reafirma los pobres datos que arrojaron los primeros tres meses del año.

Gráfico 1: Índice General de Actividad. Variación interanual



Fuente: IIE en base a OJF y asociados

Hacia adelante, el crecimiento en el año 2014 variará en un margen muy acotado, de acuerdo al desenlace que consiga la saga de la deuda con los fondos buitres.

En el plano de la construcción, lo que va de 2014 exhibió un desempeño negativo, acumulando una caída interanual del 2,4% en el primer semestre del año, de acuerdo al Indicador Sintético de Actividad de la Construcción. De esta manera, el nivel de actividad del primer trimestre de 2014 es inferior al de los primeros seis meses de 2011.

En materia laboral, el 2014 también se presenta como un año perjudicial. Entre mayo de 2013 y mayo del presente, se perdieron 13.301 empleos registrados en el sector, lo que constituye una caída del 3,3%. En la provincia de Córdoba, el retroceso fue más acentuado, ya que en el mismo período alcanza el 12,5%, es decir, 3.509 trabajadores menos.

• Agro

Finalizada la campaña 2013/2014 de soja, se obtuvo una cosecha récord de 55 millones de toneladas (11% más que la anterior campaña) y la liquidación de los agroindustriales al 25 de julio de 2014 alcanzó US\$15.635 millones, monto superior a la liquidación a la misma fecha del año anterior. Esto se debió al alto nivel de producción, ya que el ritmo de venta se atrasó.

Este atraso en las ventas tiene consecuencias adversas para la economía, ya que a lo largo del mes de julio, pero con un proceso que se inició en la tercera semana de junio, los valores internacionales de la soja sufrieron la peor racha bajista desde



el año 1982 y el precio quedó bien lejos de los US\$500 sinónimo de cada una de sus toneladas en los últimos tiempos.

Gráfico 2: Precio de la soja CBOT. Primeras posiciones



Fuente: IIE sobre la base de Quandl

Este escenario de bajas, encontró a los productores con un 41,6% de la cosecha comercializada, cuando en promedio para esta época se acumula una venta de casi el 62%. Como consecuencia, se perdieron aproximadamente US\$1.430 millones, que surgen de la diferencia entre el valor de la soja sin vender a los precios vigentes a fecha de cosecha (US\$526 FOB) y el valor actual (US\$481 FOB).

Si a esta pérdida de valor de la soja se le suma la desvalorización en la comercialización de maíz, estarían entrando al país unos US\$1.978 millones menos.

La menor entrada de divisas afecta al sector fiscal en un contexto de déficits crecientes, ya que el 35% de esos montos hubieran sido recaudados en forma de retenciones (US\$500 millones de soja y US\$120 millones por parte de maíz: total US\$620 millones menos).

Sin embargo, también golpea la rentabilidad de los productores y plantea un interrogante para la próxima campaña. Ante este escenario de precios bajos, aumento de costos, escaso financiamiento y alta carga tributaria, la rentabilidad del sector va a ser casi nula, especialmente en las zonas marginales donde los rindes son menores y hay elevados gastos para llevar la producción a puerto.

• Análisis monetario

En las primeras cuatro semanas de julio, la autoridad monetaria expandió la base monetaria en sólo \$1.826 millones. Dicha

expansión se encuentra muy por debajo de lo emitido en el mes de junio (\$21.683 millones), mes que se caracterizó por la ausencia de esterilización monetaria por parte del BCRA.

En el período considerado, la autoridad monetaria emitió dinero para comprar divisas (\$6.052 millones) y para financiar al sector público (\$11.554 millones). Sin embargo, dicha emisión fue parcialmente esterilizada a través de pasés (\$2.702 millones) y colocación de LEBACs y NOBACs (\$11.902 millones) que totalizaron \$14.686 millones. La esterilización realizada en julio se debe principalmente al deseo de los bancos de adquirir LEBACs y NOBACs. Esto se observa analizando los montos ofertados por los bancos en las licitaciones semanales: mientras en junio el monto ofertado promedio fue de \$7.800 millones, en julio fue de \$10.800 millones (en dos licitaciones llegaron a superar los \$13.000 millones). De esta forma, el BCRA consiguió, sin aumentar las tasas de sus títulos, colocar un monto superior a los vencimientos de LEBACs en el mes de julio. Lo que ayuda a explicar el comportamiento de los bancos es la incertidumbre existente en cuanto a la posibilidad de que Argentina entrara en default a finales del mes de julio, por lo que buscaron refugiarse en activos más seguros.

En cuanto al mercado cambiario, en el mes de julio el peso argentino se devaluó un 1% con respecto al dólar estadounidense y alcanzó los \$8,21. El tipo de cambio informal continuó su senda alcista y cerró el mes de julio en \$12,70. Durante el mes de julio, el stock de reservas del BCRA disminuyó en US\$275 millones y alcanzó los US\$29.000 millones.

• Comercio exterior

El superávit comercial en el primer semestre de 2014 fue de US\$3.684 millones, el más bajo desde 2001. Respecto a igual semestre de 2013 cayeron todos los rubros de exportaciones excepto las Manufacturas de Origen Agropecuario (principalmente por pellets y harina de soja). También cayeron todos los rubros de las importaciones excepto los Bienes de Capital (influido en gran medida por la compra de trenes a China). Junio fue el primer mes del año en el que el superávit comercial fue mayor al de igual mes del año anterior. La razón de esto es que las importaciones cayeron mucho más que las exportaciones (6% contra 3%), producto de la menor actividad.

• Análisis fiscal

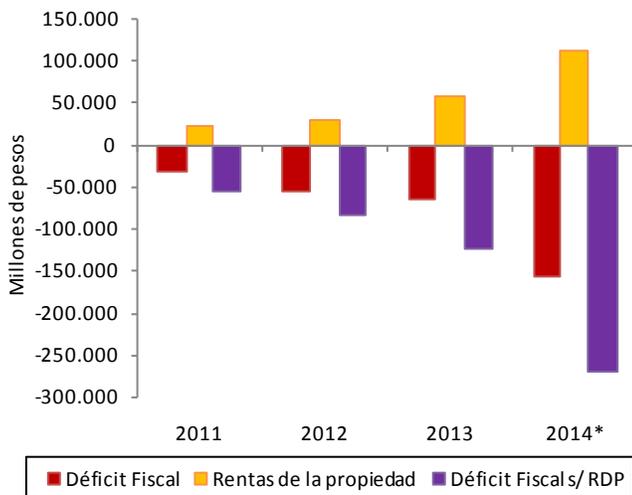
El pasado 31 de julio se publicó un nuevo Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) que instrumenta una nueva ampliación presupuestaria (la mayor en lo que va del año), autorizando un incremento del nivel del gasto por \$199.044 millones, un 23% respecto al presupuesto original, el cual se prevé cubrir vía



endeudamiento por \$150.000 millones, utilidades del BCRA por \$28.900 millones y un mayor crecimiento esperado de la recaudación en \$32.700 millones. Esto generó un aumento del déficit financiero presupuestado, elevándolo a \$155.400 millones. Cabe destacar que si no contemplamos la asistencia que brinda el BCRA (a través de sus utilidades) y el ANSES (vía Fondo de Garantía de Sustentabilidad), ambas englobadas en lo que son las Rentas de la Propiedad (RDP), el déficit asciende a \$268.785 millones. Estos números contrastan fuertemente con el escenario optimista que planteaba el presupuesto original, que estimaba un superávit (con RDP) de \$869 millones y un déficit sin RDP por \$83.616 millones (según ASAP en base al MECON) (ver Gráfico 3).

De esta forma, el sector público logra contrarrestar la caída en el empleo registrado privado, dejando un saldo positivo de 20.757 nuevos puestos de trabajo. El sostenimiento de los niveles de empleo por parte del sector público es utilizado hace años por el gobierno como un colchón para amortiguar la expansión de la tasa de desempleo.

Gráfico 3: Evolución del déficit fiscal



Fuente: IIE en base a MECON y ASAP.*Presupuesto al 31 de julio del 2014

Esta situación deja en evidencia la crítica situación fiscal que viene atravesando las finanzas nacionales, cuya profundización encuentra su origen en la devaluación de enero, la cual gatilló una aceleración de los niveles de gasto, registrándose actualmente un crecimiento acumulado interanual del 44%. Por otra parte, la recaudación tributaria se encuentra rezagada varios puntos porcentuales en términos de crecimiento, ya que para el mes de julio creció solo en un 34,7%. Esto marca una brecha de un 9,3%.

• **Sector social**

Considerando el primer trimestre de 2014, hubo una destrucción de 20.465 puestos de trabajo en el sector privado registrados en el Sistema Previsional Argentino con respecto a igual trimestre de 2013. Esto implica una variación interanual de -0,32%, efecto de la fuerte caída del nivel de actividad en el último año. Sin embargo, en el sector público se han creado 41.222 puestos en igual período (+2,71% variación interanual).