

4192-F-3-252
nys N° 104

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Alternativas y estrategias sobre los holdouts

NEWSLETTER DEL MES DE JULIO

Julio 25, 2014

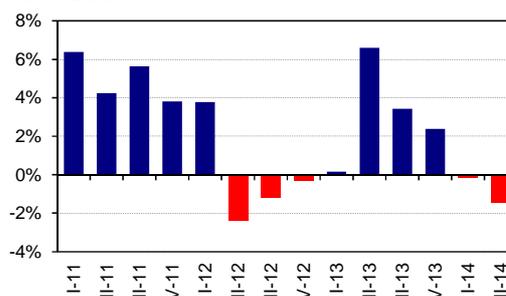
CONTENIDO

SITUACIÓN ECONÓMICA	2
<i>Producción y Consumo</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal</i>	<i>3</i>
<i>M&A e inversiones más importantes</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo</i>	<i>3</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>Moneda</i>	<i>4</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de corto plazo</i>	<i>5</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	7
<i>SINTESIS: ¿default o no default? Esa es la cuestión... pero no la única.....</i>	<i>7</i>
<i>Alternativas y estrategias sobre los holdouts.....</i>	<i>7</i>
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION.....	13
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	14
“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción.....	18

SITUACIÓN ECONÓMICA
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

De acuerdo al IGA-OJF, en el segundo trimestre del año la actividad económica finalizó con una caída de 1,5% respecto a igual periodo de 2013. Este resultado se explica por el retroceso de la industria, el comercio y el transporte, así como por la fuerte desaceleración de la intermediación financiera. No obstante, el desempeño del sector agropecuario amortiguó parcialmente la caída.

En el segundo trimestre del año, la suba de tasas de interés y reducción de los préstamos desaceleró la intermediación financiera, que experimentó una leve suba de 0,6% anual. A su vez, el fin de las cuotas sin interés como el encarecimiento del crédito, desfavorecieron al comercio y la industria, que evidenciaron caídas de 3,3% y 4,2% respecto a igual periodo de 2013. Asimismo, las menores importaciones por el nulo dinamismo industrial y las trabas en el comercio exterior, afectaron al transporte que se contrajo 4,1% anual. Finalmente, la cosecha agrícola permitió que el sector agropecuario se expanda 6% anual, favoreciendo en parte a la actividad económica.

ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD (IGA-OJF)
Var % anual


Fuente: OJF & Asociados

Teniendo en cuenta que el ciclo de la cosecha llegaría a su fin en el tercer trimestre del año, el sector agropecuario experimentaría tasas de expansión más moderadas. Asimismo, la industria, el comercio y el transporte continuarían mostrando contracciones. De esta forma, esperamos que la actividad económica se mantenga en baja ya que no se podría compensar la caída de estos sectores.

INFLACIÓN

De acuerdo con nuestra estimación, en junio los precios evidenciaron una suba de 2,5% mensual. De esta manera, en nivel inflacionario refleja un aumento en forma interanual de 41,4%.

En el mes de junio fue relevante la aceleración en los valores de los productos del rubro Alimentos y Bebidas, los cuales mostraron una suba de 3,4% mensual, explicando prácticamente la mitad del incremento del resultado mensual. El rubro Verduras fue el que experimentó la mayor alza (22% mensual), originado por la estacionalidad del mismo.

Asimismo, entre otras subas de precios importantes se encontraron los Productos Lácteos (5%) y Alimentos consumidos fuera del hogar (3,5%).

Por su parte, otro de los rubros con mayor incidencia fue el de Vivienda que evidenció una suba de 6,1% respecto de mayo. Esto se debe principalmente al aumento en los Servicios Básicos (16,7%), asociado a la quita de subsidios en las tarifas de los servicios de gas y agua.

A pesar que la economía está estancada, no esperamos que la inflación mensual baje del 2% promedio. De hecho, el nivel de precios en julio se encontraría afectado por la suba en los precios del transporte, combustibles y el aumento en las tarifas de la medicina prepaga.

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE JUNIO
Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Vivienda	6,1%	0,63
Alimentos y bebidas	3,4%	1,19
Indumentaria	3,0%	0,15
Equip. y Funcionamiento del Hogar	2,1%	0,15
Transporte y comunicaciones	1,8%	0,28
Esparcimiento	1,3%	0,12
Educación	0,5%	0,02
Salud	0,3%	0,02
Bienes Varios	-0,9%	-0,04
Estimación inflación JUNIO	2,5%	2,5
INFLACIÓN ANUAL	41,4%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

SITUACIÓN FISCAL

En mayo, el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un resultado fiscal negativo de \$ 1.158 M, acumulando en el año un total de \$ 20.615 M. Si descontamos las utilidades giradas por el BCRA, el déficit global asciende hasta los \$ 38.025 M, siendo este número más del doble del contabilizado en igual periodo de 2013 (\$ 16.117 M).

En el quinto mes del año, el gasto primario evidenció un crecimiento de 39,5% interanual, y acumula en lo que va de 2014 una suba de 41,3% respecto a igual periodo del año pasado. El incremento del mes, estuvo impulsado nuevamente por las transferencias al sector privado, que mostraron un alza de 70% interanual y acumulan una suba de 63%. Para dimensionar el dinamismo de la partida, puede notarse que los subsidios a la energía devengados al cuarto mes del año (\$ 32.137,1 M) crecieron al ritmo de 107% anual.

En otros términos, si descontamos los efectos de la inflación, el gasto primario se expandió 1,9% anual en el primer cuatrimestre, pero las erogaciones por subsidios lo hicieron a un ritmo de 17,6%, siendo una de las partidas más dinámicas, junto con el gasto por intereses de la deuda (+19%). Esto contrasta con la evolución de los ingresos "genuinos", los cuales se contrajeron 1,4%.

Dicho esto, el ejecutivo tiene poco margen para instrumentar modificaciones impositivas que alivien la carga tributaria sobre impuestos distorsivos (ej. impuesto a las ganancias), dado que los componentes del gasto que impulsan al alza la partida son muy inflexibles a la baja.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

General Motors invertirá US\$ 270 M para construir una nueva fábrica de motores en el complejo automotor que tiene en la localidad de General Alvear, en las proximidades de Rosario.

La empresa autopartista Master Trim de Argentina, perteneciente a Toyota, invertirá más de US\$ 33 M en los próximos tres años, para aumentar su producción, nacionalizar piezas y sustituir importaciones por US\$ 24 M de dólares anuales.

El conglomerado mexicano Alfa, a través de la petroquímica Alpek, compró la planta BASF ubicada en la localidad de General Lagos, en Santa Fe, donde se produce poliestireno expansible.

La francesa Total se desprendió de sus acciones en la Transportadora de Gas del Norte, una de las dos redes troncales de gasoductos que conectan Argentina. Los compradores fueron sus socios en esa empresa, las petroleras Tecpetrol, del grupo Techint, y Compañía General de Combustibles, de Eurnekian.

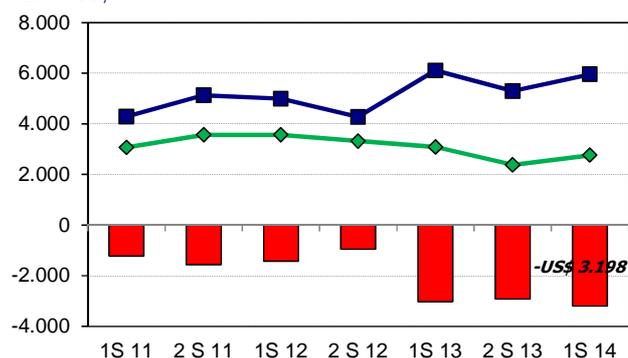
SECTOR EXTERNO

En el mes de junio, el balance comercial arrojó un resultado positivo de US\$ 1.379 M, avanzando 13,5% respecto de igual mes del año pasado. Esto se debió principalmente a las mayores exportaciones de soja, que en mayo, por las intensas lluvias en las zonas productoras, retrasaron la recolección.

Las exportaciones retrocedieron 3% interanual, alcanzando los US\$ 7.387 M. Las ventas externas de cereales cedieron un 52% respecto a junio de 2013, aunque esto fue contrarrestado

BALANCE DE DIVISAS ENERGÉTICO

En M US\$



Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

parcialmente por las mayores exportaciones de semillas y frutos oleaginosos, que avanzaron 83% interanual. Por otro lado, las ventas al exterior de residuos y desperdicios de la industria alimentaria (mayormente harina y pellets de soja) avanzaron 37% anual, aportando US\$ 1.689 M.

Por su lado, las importaciones mostraron una merma de 6% interanual, alcanzando un total de US\$ 6.008 M. A excepción de las compras de bienes de capital, todos los rubros mostraron caídas interanuales. Pese a que las cantidades importadas de combustibles y energía cayeron 10%, el incremento de 10% en sus precios provocó una caída de apenas 2% interanual en valor. Así, la balanza energética acumula un déficit de US\$ 3.198 M, creciendo un 7,2% anual.

Para los próximos meses, comenzarán a observarse reducciones en el saldo comercial, hecho que suele estar asociado con la disminución de las exportaciones agropecuarias y los aumentos de las importaciones de energía. Esto acotará la oferta de dólares en el segundo semestre, lo que se verá reflejado en la evolución de las reservas internacionales.

BOLSA Y FINANZAS

El índice Merval medido en pesos aumentó 3,4% en lo que va de julio. Además, el volumen operado duplicó su valor de mayo y se colocó en torno a un promedio diario de \$ 205 M. De esta manera, el mercado local exhibe una suba de 54,46% en el año medido en pesos y 23,4% en dólares. Dentro de la renta variable, los mayores rendimientos siguen asociados a empresas del sector bancario y al energético. La evolución de la renta fija refleja la incertidumbre del mercado respecto a la resolución del conflicto con los *holdouts*. Un resultado favorable podría generar subas importantes en las cotizaciones de los bonos soberanos de Argentina, especialmente para los títulos de largo plazo emitidos en dólares bajo legislación local.

Por su parte, las bolsas en Wall Street continúan evolucionando de forma favorable. En lo que va de julio, el índice S&P 500 avanzó 0,46% y alcanzó su máximo histórico con 1.948 puntos. Además, el Dow Jones mostró un alza de 0,93% y se colocó en 17.114 puntos. Por su lado, el Nasdaq Composite se mantuvo relativamente estable, con una leve baja de 0,07% que lo llevó a los 4.456 puntos. Dentro de las restantes bolsas mundiales, se destacó el rendimiento del Bovespa, que ganó 9,05% en el mes, el mayor retorno observado para los principales mercados internacionales.

MONEDA

En el mes de junio, la base monetaria se expandió \$ 21.683 M, impulsando la tasa de variación interanual hasta el 20%. Este resultado es explicado principalmente por la fuerte asistencia por parte de la autoridad monetaria al fisco, que le demandó \$ 12.511 M. En lo que va de 2014, el BCRA le ha girado al ejecutivo \$ 24.831 M, lo que representa poco más del triple que lo cedido en igual período del año pasado.

Asimismo, el crecimiento de este agregado monetario se vió favorecido por la compra de divisas por parte del BCRA. Durante el sexto mes del año, las reservas internacionales crecieron poco menos de US\$ 750 M, y tuvieron como contrapartido una emisión de pesos de \$ 6.263 M. Además, en el mes de junio la política de absorción mediante títulos de deuda no ha rendido frutos. Si tenemos en cuenta las transferencias por países y los pagos de intereses por la deuda de corto plazo emitida en el pasado reciente, la operatoria del BCRA resultó expansiva por \$ 2.909 M.

Como perspectiva para el segundo semestre del año, debe considerarse que los factores principales que impulsan al alza la cantidad de dinero se verán magnificados. En primer lugar, la autoridad monetaria enfrentará fuertes vencimientos de capital e intereses por los títulos públicos colocados, y además deberá satisfacer la restricción presupuestaria de un tesoro con un déficit fiscal en aumento (las necesidades de financiamiento del SPNF rondaría los \$ 100.000 M en los últimos seis meses de 2014).

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT mostró un crecimiento de 2% mensual. Sin embargo, en forma interanual continúa reflejando una tendencia a la baja, cayendo 10% respecto del séptimo mes de 2013.

En el desagregado por regiones, la expectativa de los consumidores en la Capital Federal se contrajo un 2,6% mensual, mientras que en el Gran Buenos Aires se mantuvo sin cambios respecto a junio. En cambio, en el interior del país la confianza de los mismos se mostró optimista al avanzar un 7,8% en relación al mes pasado.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Si Argentina no logra un acuerdo con los holdouts, siguiendo los lineamientos que estableció la Justicia norteamericana, entraría en default en una semana. Esto es, que el Gobierno pague los bonos vencidos (pre-default) por un monto, que con intereses y punitivos, alcanzaría los US\$ 1.650 millones. Sin embargo, el Juez Griesa también abrió una instancia negociadora para acordar la forma de pago y resolver otras complejidades. Esto abre tres escenarios posibles, uno de acuerdo y dos que implican default.

Aún creemos que es más probable que se llegue a un acuerdo, porque a partir de mañana comenzarán las reuniones entre Argentina y los holdouts e incluso ha habido negociaciones con bancos que podrían actuar como intermediarios para reducir el bajo riesgo de la cláusula RUFO. Para la economía Argentina acordar con los Holdouts permitiría acceder al financiamiento internacional y, así, aliviar un poco la presión sobre el tipo de cambio y sobre las reservas.

Pero también existen dos escenarios de default, el “default controlado” y el “fresh start”. El primero es peligroso y hay bajas probabilidades de que salga bien. Se trata de mantener un default en el “limbo” con acuerdo de los acreedores que entraron en los canjes de 2005 y 2010 hasta enero del 2015, cuando se podría hacer una oferta a los holdouts sin arriesgarse a incumplir la cláusula RUFO. La segunda opción es entrar en default y reestructurar toda la deuda, incluso con cambio de jurisdicción y otras previsiones para evitar juicios como el actual. Sin embargo, esta alternativa tiene muchas dificultades de ejecución e incluso podría ser frenada por la justicia norteamericana.

En cualquier caso, un default sería malo para la economía y comenzaría con caída de la bolsa, baja de los bonos y suba de las tasas de interés y del dólar paralelo. Este proceso profundizaría aún más el escenario de recesión y alta inflación que experimenta la economía y que por ahora, está en un segundo plano.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Índice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	jun 14	169,8	0,4% ²	-0,6%	-0,9%
Índice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	jun 14	167,4	-0,8% ²	-2,5%	-3,3%
Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	may 14	157,6	2,3% ²	-4,9%	-2,2%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	I14	7,1	-0,4 ¹⁰	-0,5 ¹⁰	
Precios						
IPCNu	4T '13=100	jun 14	106,5	1,3%		
Estimación de inflación	1999=100	jun 14	957	2,5%	41,4%	21,3%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	jun 14	8,2	1,1%	52,8%	28,5%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	may 14	141,9	141,9	-1,86%	7,8%
PTE Arg/USA		may 14	12,5	2,1%	38,3%	15,9%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	jun 14	101.186	-3,7%	35,5%	35,0%
Resultado Primario	\$ M	may 14	3.076	2.405	1.409	-2.082
Resultado Financiero	\$ M	may 14	-1.158	3.118	-498	-11.204
Deuda Pública	US\$ M	II 13	196.142	13.402	13.402	-1.321
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	may 14	7.117	11,2%	-16,3%	-11,8%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	may 14	5.858	7,1%	-17,1%	-7,9%
Saldo Comercial	US\$ M	may 14	1.259	333	-179	-1.626
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 11 jul	29.632	2,8%	-20,4%	-36,1% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 11 jul	390.326	4,8%	20,2%	75,1% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 11 jul	628.550	7,6%	25,8%	92,5% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 11 jul	620.202	2,7%	29,4%	90,4% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 11 jul	525.016	1,2%	23,2%	81,5% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 22 jul	22,19	22,2	7,6	5,3
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 22 jul	21,88	21,9	4,2	0,3
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 22 jul	653	-65	-455	-155
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 22 jul	840	9,8%	111,3%	39,1%
Merval en pesos	Puntos	Al 22 jul	8.332	5,6%	148,1%	54,6%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 23 jul	8,17	0,4%	48,4%	25,3%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 23 jul	9,92	-3,8%	17,5%	11,1%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 23 jul	12,60	4,1%	47,7%	26,0%
Euro	US\$ / €	Al 22 jul	1,36	-0,7%	2,3%	-1,1%
Real	R\$ / US\$	Al 22 jul	2,22	0,4%	-2,7%	-5,8%
Soja	US\$ / ton	Al 22 jul	435,05	-15,5%	-13,8%	-9,8%
Trigo	US\$ / ton	Al 22 jul	192,73	-7,1%	-21,0%	-13,3%
Maíz	US\$ / ton	Al 22 jul	141,83	-15,1%	-27,8%	-14,6%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 22 jul	104,42	-0,9%	-0,6%	6,1%
Oro	US\$ / oz troy	Al 22 jul	1.306,40	-1,6%	-0,3%	8,6%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 22 jul	2,46	-0,07	-0,11	-0,57
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid jul14	42,8	2,0%	-10,0%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid jun14	1,70	12,6%	-2,3%	

* Ajustado por principales precios de exportación e importación (estimación propia)

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2011

4: Minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación monetaria + encajes en \$

6: Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares)

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

10: Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

Convenciones: M: millones m: miles var%A (anual): respecto a igual período del año anterior var%M (mensual): respecto al mes anterior var%T (trimestral): respecto al trimestre anterior var%Ac (acumulada): acumulado del período respecto al acumulado equivalente del año anterior

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES

SINTESIS: ¿DEFAULT O NO DEFAULT? ESA ES LA CUESTIÓN... PERO NO LA ÚNICA

Si no logra un acuerdo con los holdouts siguiendo los lineamientos que estableció la Justicia americana, Argentina entraría en default en una semana. Esto es, que el Gobierno pague los bonos vencidos (pre-default) por un monto, que con intereses y punitivos, alcanzaría los uS\$1.650 millones. Sin embargo, el Juez Griesa también abrió una instancia negociadora para acordar la forma de pago y resolver otras complejidades que tiene este fallo a través de un mediador (special master).

Según creemos esto abre tres escenarios posibles, uno de acuerdo y dos que implican default.

Aún creemos que es más probable que se llegue a un acuerdo, porque a partir de mañana comenzarán las reuniones entre Argentina y los holdouts e incluso ha habido negociaciones con bancos que podrían actuar como intermediarios para reducir el bajo riesgo de la cláusula RUFO. Para la economía Argentina acordar con los holdouts permitiría acceder al financiamiento internacional y, así, aliviar un poco la presión sobre el tipo de cambio y sobre las reservas.

Pero también existen dos escenarios de default. A estos escenarios los llamamos el "default controlado" y el "fresh start".

El primero es peligroso y hay bajas probabilidades de que salga bien. Se trata de mantener un default en el "limbo" con acuerdo de los acreedores que entraron en los canjes de 2005 y 2010 hasta enero del 2015, cuando se podría hacer una oferta a los holdouts sin arriesgarse a incumplir la cláusula RUFO

La segunda opción es entrar en default y reestructurar toda la deuda, incluso con cambio de jurisdicción y otras provisiones para evitar juicios como el actual. Sin embargo, esta alternativa tiene muchas dificultades de ejecución e incluso podría ser frenada por la justicia norteamericana.

En cualquier caso, un default sería malo para la economía y comenzaría con caída de la bolsa, baja de los bonos y suba de las tasas de interés y del dólar paralelo. Este proceso profundizaría aún más el escenario de recesión y alta inflación que experimenta la economía y que por ahora, está en un segundo plano.

ALTERNATIVAS Y ESTRATEGIAS SOBRE LOS HOLDOUTS

El tiempo corre y estamos a menos de una semana de que se produzca el "Event of Default", todavía no hay una solución. Desde que la Corte Suprema de EE.UU. rechazó tomar el caso de Argentina y la Cámara de Apelaciones (Second Circuit) ya pasó más de un mes. Desde que Argentina depositó los fondos en el Bank of New York Mellon que no pudieron ser girados a los tenedores de deuda pasaron 23 días y ni siquiera se han reunido el Gobierno y los Holdouts (al menos no públicamente) para intentar llegar a un acuerdo, a pesar de que el Juez Griesa nombró un mediador y los empujó a reunirse. También es cierto que existieron reuniones entre funcionarios del Gobierno con bancos que podrían ser intermediarios y cerrar un acuerdo por esta vía.

La verdad es que las opciones para Argentina son muy pocas. En este contexto creemos que existen 3 escenarios posibles. Siendo lo más probable que se evite el default.

1. Acuerdo con Holdouts a través de un intermediario. Lo más probable.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

- El "default controlado", que implica, básicamente, intentar sostener el default en un "limbo" hasta enero cuando se podrá hacer una oferta a los holdouts
- Default con una reestructuración posterior, empezando todo de nuevo (el "Fresh Start"), que creemos es lo menos probable

TÍTULOS Y BONOS DE LA REESTRUCTURACIÓN - DTO. 1735-04 Y 563-10

En millones de US\$. Datos a septiembre de 2013

	Valor original	Valor actualizado
Dólares - Ley NY	10.338	11.868
PAR EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY NY	5.297	5.297
PAR EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY NY	97	97
DISCOUNT EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY NY	3.048	4.221
DISCOUNT EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY NY	930	1.288
GLOBAL 2017 USD - DTO. 563/10	966	966
Euros - Ley Inglesa	14.432	16.475
PAR EN EUROS - DTO. 1735/04	6.809	6.809
PAR EN EUROS - DTO. 563/10	1.945	1.945
DISCOUNT EN EUROS - DTO. 1735/04	3.061	4.163
DISCOUNT EN EUROS - DTO. 563/10	2.616	3.557
YENES - Ley Japonesa	304	320
PAR EN YENES - DTO. 1735/04	212	212
PAR EN YENES - DTO. 563/10	9	9
DISCOUNT EN YENES - DTO. 1735/04	58	69
DISCOUNT EN YENES - DTO. 563/10	26	31
Total Ley Extranjera	25.074	28.663
Ley ARG	5.084	6.539
PAR EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY ARG	1.230	1.230
PAR EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY ARG	71	71
DISCOUNT EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY ARG	3.651	5.056
DISCOUNT EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY ARG	131	182
TOTAL	30.157	35.202

no se está pagando x orden de Griesa

Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

Un posible acuerdo y la cláusula RUFQ

Creemos que aún la opción más probable sigue siendo la de alcanzar un acuerdo utilizando un banco intermediario que compre los derechos de los juicios y acepte bonos a cambio. Un banco de inversión americano de primera línea ha hecho una oferta a la Argentina que iría en este sentido. Más allá de las variantes que puede existir en esta estrategia, básicamente se trata de que un banco de inversión compre todos los derechos judiciales de los US\$4.600 millones (a valor original) ó

DEUDA CON HOLDOUTS ACTUAL

US\$ Miles de Millones

	Valor Original	Valor Actualizado	
		Sin Punitivos	Con Punitivos
Deuda Nominal	6,6	11,7	16,8
Holdouts Litigantes	4,6	8,5	11,8
Juicio Actual (Pari Passu) Elliot, NML y Aurelius	0,7	1,2	1,7
Resto Elliot fuera del pari passu Dart + Otros litigantes	3,9	7,2	10,1
Otros (CIADI y otros)	2,0	3,2	5,0

Fuente: OJF & Asociados en base a Mecon, Estudio Cabanellas, Etchebarne, Kelly, Estudio Garrido y estimaciones propias

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

US\$11.800 millones¹ a valor actualizado de aquellos que iniciaron juicio contra Argentina, a cambios de bonos cuyo valor de mercado equivalga a la compra de dichos derechos.

La particularidad es que si Argentina coloca un bono a dicho banco antes de esta compra de derechos judiciales o en enero del año que viene, se podría evitar la cláusula RUFO (Right Upon Future Offers) que tiene preocupado al Gobierno, al tiempo que incluso sea posible que bajo estas condiciones el ajuste sea menor del que reguló Griesa en el 2012. Si no se tienen en cuenta los intereses punitivos y otros gastos es posible que un intermediario logre reducir el monto a pagar a \$8.500 millones.

A pesar de existir esta opción, dentro del Gobierno existe alguna opinión de que aún este esquema podría violar la cláusula RUFO. Esta cláusula impide al Gobierno hacer una nueva oferta voluntaria a tenedores de bonos en default sin hacerla extensible a todos los que entraron a canjes anteriores. Esta cláusula se puso para estimular a los bonistas a entrar en el canje y asegurarles que si en el futuro había una mejor propuesta, los que entraron no serían perjudicados.

Específicamente dice:

“Bajo los términos de los títulos Par, Discount y Cuasi Par, si luego de la expiración de esta oferta (canjes 2005 y 2010) hasta el 31 de diciembre de 2014, Argentina voluntariamente hiciera una oferta para comprar, canjear, o solicita consentimiento para modificar cualquiera de los activos elegibles (se refiere a los títulos en default) no establecidas en esta oferta, Argentina se compromete a tomar los pasos necesarios para que cada uno de los tenedores de Par, Discount o Cuasi Par tenga el derecho por un período no menor a 30 días desde el anuncio de dicha oferta a cambiar sus Par’s, Discount o Cuasi Par por la contraprestación en efectivo o en especie recibido con este tipo de compra o de canje, según el caso...”

En principio, resulta muy difícil pensar que el cumplimiento de una orden judicial que fue apelada en dos oportunidades pueda ser interpretada como una oferta para “comprar, canjear...” dichos títulos. Por ello, creemos que la probabilidad de que algunos de los tenedores de la deuda restructurada inicie un juicio contra la Argentina por dicha cláusula y logre un dictamen a favor en dos instancias (porque obviamente sería apelable) es muy improbable. En especial, cuando al parecer la opinión de Griesa es que no hay lugar para activarla, por algo él mismo ha invitado a negociar a las partes y ha puesto a cargo a Daniel Pollak como “special master” o mediador en dicha negociación.

El default controlado: una jugada peligrosa

Una opción de la que se ha hablado en los medios y que el propio Ministro de Economía ha planteado en reuniones con bancos locales y analistas es la del “Default controlado”, que como mencionamos antes se trata de mantener “en el aire” a los bonistas de los canjes y los holdouts hasta el 2015. Pero naturalmente, conlleva muchos riesgos y puede terminar ahogando a la Argentina en una ola de juicios mayor a la actual.

Para explicar esta opción es necesario previamente tener en claro que establece el prospecto de los canjes 2005 y 2010 ante un “evento de default”.

Si Argentina no acordara con Holdouts hay un plazo de 60 días, antes de que comiencen a dispararse las primeras consecuencias. En efecto, según este documento el atraso en el pago durante 30n días por parte de Argentina constituye un “evento de default”, si un 25% de los acreedores lo exigiera se “acelerarían” los bonos Discount que son los que entrarían en default el 30 de julio. Pero por la cláusula de Cross-default también sucedería lo mismo con los Par y con los Cuasi-Par, sin embargo éstos

¹ Ajuste de acuerdo al fallo de Griesa.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

últimos están mayormente en manos del Anses y por lo tanto resulta difícil que se demande el Cross-Default. La “aceleración” implica que los bonistas pueden exigir que se les devuelva todo el capital que resta pagar más los intereses acumulados.

Sin embargo, esta aceleración podría anularse si dentro de los 60 días el Gobierno remediara dicho evento de default. Incluso, es posible que el 50% de los acreedores decidan anular o rescindir la declaración de la aceleración en nombre de todos los tenedores, si Argentina deposita todo lo que debía en el Banco fideicomisario que es el Banco de Nueva York Mellon (BONY) y se resuelve cualquier otro evento de default.

Esta cláusula es la clave en los que se refiere al “Default Controlado” y es la razón por la cual, el Gobierno no permite que el BONY le devuelva los fondos que el Gobierno le transfirió para el pago del vencimiento del 30 de junio.

El “Default Controlado” entonces implicaría continuar haciendo los depósitos en el BONY a medida que venzan los títulos del canje y lograr que un 50% de los acreedores que entraron en los canjes del 2005 y 2010 le den un “waiver” (permiso) a la Argentina hasta fin de años, cuando vence la cláusula RUFO. Para lo cual, Argentina tiene que tener depositados los fondos en el BONY.

Esta opción tiene varios problemas. El más obvio es que podría no alcanzarse el piso de 50% de los bonistas de cada serie para lograr el waiver y, por lo tanto, la aceleración de los bonos desembocaría en una nueva serie de juicios contra Argentina por unos U\$30.000 millones adicionales (que son los bonos bajo ley extranjera del canje 2005 y 2010). Sin contar con otros condimentos que pueden complicar la operación como juicios contra el BONY, principalmente, pero también podrían estar afectadas las casas de clearing internacional.

Otro problema es que el prospecto, agrega que además del 50% se requiere el depósito y la solución de cualquier “otro evento de default”. Esto da espacio a interpretaciones.

La más obvia de todas es que si el dinero no puede llegar a los bonistas, en realidad, no se han solucionado todos los eventos de default. Esta interpretación, prácticamente impediría tomar este camino.

Sin embargo, dado que los eventos de default están explicados en el prospecto, se podría argumentar que Argentina hizo el depósito en el BONY y el hecho de que no lo llegue el dinero a los acreedores, no constituye ninguno de los otros eventos de default. Sin embargo, esta interpretación difícilmente pueda ser sostenida ante un juez. Pero como se trata de ganar tiempo, no es descabellada que el Gobierno la intente. En el fondo esta explicación está en la línea de razonamiento que hace Argentina cuando dice que en realidad pagó y por eso no está en default.

En síntesis, seguir este camino es un intento de posponer el problema hasta el 2015, pero transitando un camino muy peligroso, en el cuál existe un alto riesgo de que todo salga mal.

El “Fresh Start”: Default y una nueva reestructuración

Esta opción es improbable y posiblemente sea difícil de ejecutar. Implicaría que tras los 60 días mencionados anteriormente y luego de establecida la aceleración Argentina ofrezca un nuevo canje de deuda de modo tal que el mecanismo de pago y demás aspectos relacionados queden fuera del alcance de los tribunales norteamericanos.

El principal problema con esta opción es que para realizar dicha reestructuración es necesario canjear los bonos bajo ley de Nueva York por otros nuevos y este proceso podría ser impedido por el Juez Griesa, sobre todo teniendo en cuenta que se necesita la colaboración del BONY y de otros bonos norteamericanos.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

A ello se le suma el riesgo de que los acreedores que tienen títulos con ley Nueva York pueden no querer canjearlos por otros títulos con otra ley, en especial, teniendo en cuenta que ha quedado bien claro que la ley americana le da prioridad al acreedor.

Las perspectivas

Por lo pronto mañana hay una nueva reunión con el “special master” (mediador) nombrado por el juez, Daniel Pollack para intentar llegar a un acuerdo. Igualmente, existen varias opciones que se ha planteado el Gobierno en caso de default.

De entrar en default, las consecuencias no serán buenas. Inicialmente, los precios de los títulos públicos argentinos caerán y lo mismo sucederá con la bolsa, todo lo cual impulsaría la tasa de interés al alza y podría provocar una suba del dólar paralelo. Adicionalmente, se cortarían líneas de financiamiento para proyectos de inversión o del comercio internacional.

En este contexto, dependiendo de la reacción del BCRA, se profundizarían tendencias que ya se observan en la economía, como la recesión, la inflación y la pérdida de reservas.

En efecto, ya en la primera mitad del año la actividad económica cayó 0,9% según el IGA-OJF, el tipo de cambio se devaluó 25% y la inflación a junio llegó al 41,4% anual de acuerdo a OJF. Sin embargo, el segundo semestre presentará aún más desafíos. En primer lugar, los salarios que no pudieron ser ajustados a la inflación durante las paritarias y continuarán deteriorándose, las necesidades fiscales serán mucho mayores en la segunda mitad del año y por ello, la emisión monetaria también lo será. Por el contrario, en el segundo semestre suele haber menos dólares, porque se importa más energía y se exporta menos productos primarios. Así las presiones sobre el tipo de cambio, las reservas, la inflación y las tasas de interés serán mayores. En este contexto, no hay razones para esperar una recuperación económica en la segunda parte del año y menos si Argentina vuelve al default, lo que podría acelerar la demanda de divisas. Con el agravante de que la situación de cara al 2015 sería más compleja de lo previsto inicialmente.

AUTORIDADES

Presidente

Orlando J. Ferreres

Vicepresidente

Francisco Gismondi

Vocales

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Carlos Mendive

Sebastián Marcilese

EQUIPO DE TRABAJO

Directora de Investigaciones

Marta N. Barros

Investigador Invitado

Alberto O. Rodríguez

Investigadores

Luciana Carcione

Carolina Monti

Ezequiel Brodschi

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina

Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004

E-Mail: info@fundacionnorteysur.org.ar

www.fundacionnorteysur.org.ar

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



PETROBRAS

BANCO COMAFI 

GRIMOLDI

Cámara
Argentina de
Comercio

ROGGIO

PHILIP MORRIS
INTERNATIONAL

IERAL



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)**CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR****NyS Nº 001**

Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires: Programa. Julio 1995

NyS Nº 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS Nº 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS Nº 004

Sector Público Argentino: Gasto, Endeudamiento, Intereses y Gastos Reservados. Enero 1998

NyS Nº 005

PRESUPUESTO NACIONAL: De La Formalidad Legislativa A La Realidad Fiscal. Marzo 1998

NyS Nº 006

PRESUPUESTO NACIONAL: Administración Financiera: Control, Excepciones y Nivel del Gasto. Abril 1998

NyS Nº 007

PRESTAMOS EXTERNOS: El Costo De Pedirlos y No Utilizarlos. Mayo 1998.

NyS Nº 008

Finanzas Públicas Provinciales y la Relación Nación - Provincias: Soluciones Parciales o un Acuerdo Integral. Julio 1998.

NyS Nº 009

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

NyS Nº 010

PRESUPUESTO NACIONAL: Evaluación de gestión: ¿Un instrumento eficiente? Octubre 1998

NyS Nº 011

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (I). Diciembre 1998

NyS Nº 012

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (II). Febrero 1999

NyS Nº 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NyS Nº 014

El Programa de Asignaciones Familiares y la necesidad de su modernización. Septiembre 1999.

NyS Nº 015

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

NyS Nº 016

Presupuesto Nacional para el año 2000: Estimaciones de Recursos y Reducción de Gastos. Noviembre 1999.

NyS Nº 017

Provincias: los desequilibrios fiscales y la necesidad de un nuevo acuerdo. Diciembre 1999

NyS Nº 018

La urgencia del momento: medidas concretas para superar la crisis. Mayo 2000

NyS Nº 019

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

Presupuesto Consolidado: Distribución Federal de Gastos y Recursos Públicos. Julio 2000

NyS Nº 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS Nº 021

Argentina: Facturación por Sector Económico. Informe Metodológico. Mayo 2001

NyS Nº 022

SUECIA: La reducción del Gasto Público y la salida de la crisis 92-94. Agosto 2001

NyS Nº 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS Nº 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS Nº 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS Nº 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS Nº 027

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Julio 2003

NyS Nº 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS Nº 029

Distribución del ingreso. Agosto 2004

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2004 – Historia Argentina en Cifras

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

NyS Nº 030

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Junio 2007

NyS Nº 031 a 48

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007 – Junio 2009

NyS Nº 049

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

NyS Nº 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

NyS Nº 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

NyS Nº 052 a 62

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2009 a Agosto 2010

NyS Nº 063

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

NyS Nº 064 a 66

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Noviembre 2010

NyS Nº 067

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Una mirada al futuro. Diciembre 2010

NyS Nº 068

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Marzo 2011

NyS Nº 069

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Crecimiento económico con riesgos. Abril 2011

NyS Nº 070

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Mayo 2011

NyS Nº 071

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Junio 2011

NyS Nº 072

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Argentina ante los desequilibrios mundiales. Julio 2011

Chaco, su historia en cifras

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Edición Librería de la Paz, Agosto 2011

NyS Nº 073

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas del Mundo y Argentina. Agosto 2011

NyS Nº 074

¿Es suficiente la Inversión para crecer a tasas chinas?. Septiembre 2011

NyS Nº 075

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Los problemas de los desarrollados empiezan a golpear a los emergentes. Septiembre 2011

NyS Nº 076

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

NyS Nº 077

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas económicas postelectorales. Octubre 2011

NyS Nº 078

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 difícil a nivel mundial y local. Noviembre 2011

NyS Nº 079

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 con complicaciones internas y externas. Diciembre 2011

NyS Nº 080

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La sábana se acorta y el frío lo empieza a sentir la gente. Marzo 2012

NyS Nº 081

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La necesidad tiene cara de hereje. Abril 2012

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

NyS N° 082

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en el centro de la escena. Mayo 2012

NyS N° 083

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen las alternativas. Junio 2012

NyS N° 084

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reflejan las inconsistencias acumuladas. Julio 2012

NyS N° 085

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Todos priorizando el HOY. Agosto 2012

NyS N° 086

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: En 2013: ¿se profundizará el “modelo” o las distorsiones?. Septiembre 2012

NyS N° 087

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: ¿Se nos cayó el mundo encima o nos tropezamos?. Octubre 2012

NyS N° 088

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El camino hacia la recuperación está cubierto de riesgos. Noviembre 2012

NyS N° 089

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas para el 2013: un año con altos y bajos. Diciembre 2012

NyS N° 090

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Mejoran las perspectivas a corto plazo. Marzo 2013

NyS N° 091

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía de las elecciones. Abril 2013

NyS N° 092

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Apuntalar la economía para las elecciones. Mayo 2013

NyS N° 093

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Al borde de la estanflación. Junio 2013

NyS N° 094

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Escenario internacional no tan bueno. Julio 2013

NyS N° 095

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen los márgenes de maniobra. Agosto 2013

NyS N° 096

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El dilema argentino para el 2014. Septiembre 2013

"BASES PARA EL LARGO PLAZO": ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

BASES
PARA EL LARGO PLAZO

Orden de Suscripción

Nombre y apellido: _____

Domicilio: _____

Localidad: _____ Provincia: _____ C.P.: _____

Teléfono: _____ Correo electrónico: _____

Empresa: _____ Posición: _____

Periodo de Suscripción:

<input type="checkbox"/>	6 meses	\$	100	2 números
<input type="checkbox"/>	1 año	\$	200	4 números
<input type="checkbox"/>	2 años	\$	400	8 números

Forma de Pago:

<input type="checkbox"/>	Efectivo (en nuestras oficinas)
<input type="checkbox"/>	Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur
<input type="checkbox"/>	Depósito o Transferencia bancaria (solicitar datos bancarios)

Enviar orden de suscripción a:1 Reconquista 458, 8° piso
(1358) C.A.B.A. – Argentina

2 ☎ (+5411) 4394-3993

Fecha:/...../.....

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar