

nys N° 103

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Argentina: Negociar, única opción

NEWSLETTER DEL MES DE JUNIO

Junio 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: Negociar, única opción.....</i> | <i>7</i> |
| <i>Negociar con holdouts es la unica alternativa al default</i> | <i>7</i> |
| <i>La actividad económica peor de lo esperado</i> | <i>10</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 |

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

SITUACIÓN ECONÓMICA

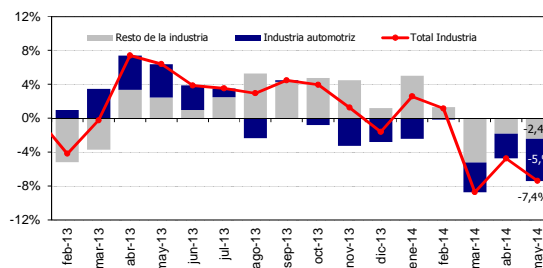
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

De acuerdo al IGA-OJF, en mayo la actividad económica cayó 2,5% interanual por el deterioro del sector industrial, que afectó a su vez al transporte y el comercio. De esta forma, el nivel de actividad acumula una caída de 0,9% anual. Asimismo, según el IBIM-OJF, la inversión real se contrajo 4,9% anual producto de las menores adquisiciones de bienes de capital.

El sector industrial disminuyó 7,4% interanual por la merma en la producción de autos (36%). Esto repercutió en el transporte y el comercio, que cayeron 7,3% y 4,8% en relación a mayo de 2013. El menor dinamismo de la industria afectó el traslado de las mercaderías y el volumen de las importaciones, lo que golpeó al comercio. Esta actividad también se ve afectada por la baja en las ventas de bienes durables dada la suba de tasas que encareció el financiamiento.

Esto último continúa afectando a la intermediación financiera, que en mayo mostró una modesta suba de 1,5% interanual asociada a la suba en el volumen negociado de la bolsa, ya que los préstamos cayeron en términos reales 7,2% interanual, arrastrando las ganancias obtenidas.

EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA
Var. % interanual



Fuente: OJF & Asociados

INFLACIÓN

Nuestra estimación de precios registró en mayo una suba mensual de 2,4%. Asimismo, en términos interanuales, los precios registraron un aumento de 41,2%, 0,1 p.p. superior al observado en abril.

Especialmente, se destacó la suba del rubro Salud, cuyo aumento fue de 5,9% mensual, debido al incremento en las cuotas de medicina prepaga. Asimismo, el rubro de Bienes Varios aumentó 8% por la suba de Cigarrillos del 21%, mientras que el rubro Esparcimiento creció 4,5% por la suba de equipos de audio, televisión y computación.

Por su lado, Alimentos y Bebidas se incrementó 2% mensual explicado por la suba de frutas (4,6%) y Alimentos consumidos fuera del hogar (5%). Así, el rubro con mayor ponderación en el índice revirtió la desaceleración de abril (+1,1%) y muestra en lo que va del año una inflación acumulada del 16,1%.

Para lo que resta del año, esperamos una inflación mensual en torno al 2% promedio y 40% en términos interanuales, explicada por el impacto de los restantes tramos de la quita de subsidios (junio y agosto) y el alza del precio de los bienes transables, que sufrirán el impacto de la depreciación del peso que se espera para el segundo semestre del año, presionado por el mayor circulante de pesos de los últimos 6 meses.

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE MAYO

Var. % mensual e incidencia

| | Estimador Inflación | |
|-----------------------------------|---------------------|------------|
| | var % mensual | Incidencia |
| Bienes Varios | 8,0% | 0,34 |
| Salud | 5,9% | 0,52 |
| Esparcimiento | 4,5% | 0,38 |
| Alimentos y bebidas | 2,0% | 0,69 |
| Indumentaria | 2,1% | 0,10 |
| Transporte y comunicaciones | 1,6% | 0,26 |
| Equip. y Funcionamiento del Hogar | 0,9% | 0,07 |
| Vivienda | 0,8% | 0,09 |
| Educación | 0,1% | 0,01 |
| Estimación inflación MAYO | 2,4% | 2,4 |
| INFLACIÓN ANUAL | 41,2% | |

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

SITUACIÓN FISCAL

En mayo, la recaudación tributaria totalizó \$ 105.071 M, incrementándose 35,1% interanual. En forma acumulada, esta variable creció 34,8%, retrocediendo 2,8% anual en términos reales.

Los ingresos públicos se vieron favorecidos por impulso del impuesto a las ganancias. Éste aumentó 38,6% respecto a mayo de 2013 y acumula un alza de 39,5% en lo que va del año. Es importante notar que este desempeño se halla asociado a la falta de actualización del mínimo no imponible y las escalas, que hacen que más gente se vea alcanzada y absorbe cada vez una mayor proporción de su ingreso. De esta forma, es entendible el motivo por el cual el ejecutivo posterga la discusión en torno a un gravamen que se muestra tan distorsivo.

Por su parte, el IVA mostró un crecimiento de tan solo 25,6% anual en mayo, desacelerándose respecto de la dinámica de los meses previos. Un panorama similar evidencian los ingresos por seguridad social, que crecieron solo 28,1% y acumulan un alza de 26,6% a lo largo del año. Nuevamente, la partida más dinámica fueron los derechos de exportación, al mostrar un alza de 62,8% respecto a los guarimos de 2013, reflejando el efecto de la depreciación cambiaria efectiva desde aquel entonces.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

La empresa Medanito adquirió el 52% de la compañía petrolera Chañares Herrados, dueña de dos yacimientos en Mendoza (Chañares y Puesto Pozo Cercado), el restante 48% lo adquirió la financiera Edmax, también vinculada a Medanito, de la familia Carosio. Ambas sociedades, según informaron a la Bolsa, pagaron US\$ 84,5 M. Los vendedores, según trascendió, fueron miembros de la familia Lapeyrade.

El Banco Galicia informó que el Organismo de Control de Concesiones Viales aprobó la venta de su 10% en AEC S.A., la concesionaria de la Autopista Ezeiza-Cañuelas a Esuvial.

La automotriz alemana Mercedes Benz decidió invertir US\$ 170 M en la Argentina para la producción de la camioneta "Vito".

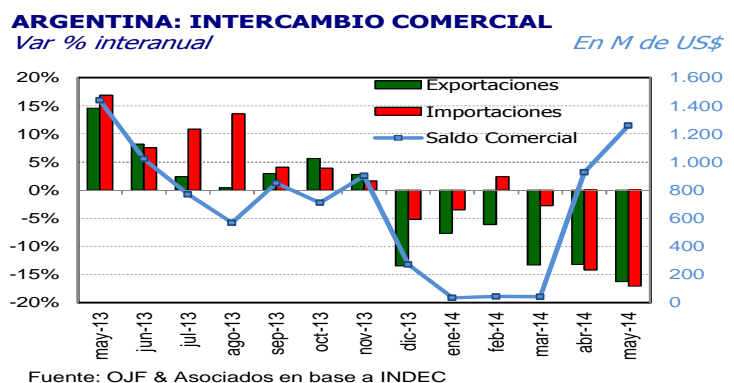
El grupo francés Accor anunció inversiones por US\$100 M en la apertura de nuevos hoteles en la Argentina. Los planes de la empresa implican la inauguración de una decena de establecimientos.

SECTOR EXTERNO

En mayo, las exportaciones no reflejaron el efecto de la cosecha gruesa y alcanzaron los US\$ 7.117 M, cayendo 16% interanual. Por su lado, las importaciones fueron de US\$ 5.858 M, cediendo 17% anual, originando así un saldo comercial de US\$ 1.259 M, el cual es un 12% menor al resultado de mayo de 2013.

La caída de las importaciones se debió a las menores cantidades compradas de combustibles (-24%), vehículos (-41%), y piezas y accesorios de capital (-19%). Este último caso se debe al pobre desempeño experimentado por el sector industrial.

Por el lado de las exportaciones, las referidas a los productos primarios retrocedieron 29% interanual por



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

efecto precio (-12%) y cantidad (-20%). En el primer caso, habría afectado la disminución de la calidad de los productos, y en el segundo, el retraso de la cosecha. Las exportaciones de manufacturas de origen industrial cayeron 21% en términos interanuales, impactadas por la baja de 30% anual en los materiales de transporte, lo que refleja el deterioro en el sector automotor.

Para los próximos meses, el aumento de las importaciones de combustibles en época invernal será el principal motivo de salida de divisas, el cual suele ser atenuado con las exportaciones de productos primarios. Sin embargo, si estas continúan experimentando caídas, el superávit comercial se verá reducido.

BOLSA Y FINANZAS

La FED en la reunión de Junio del FOMC (Comité de Mercado Abierto por sus siglas en inglés) recortó sus proyecciones trimestrales sobre la economía de EE.UU. Cuando en marzo esperaba una expansión del 2,9% anual ahora estima un incremento del 2,2% anual, luego de un magro primer trimestre. No obstante, decidió continuar recortando la compra de bonos del Tesoro en US\$ 10 *billions* por quinta vez, resultando en un volumen de inyección de US\$ 35 *billions* mensuales. Así, el mercado continúa superando máximos casi día a día mostrando variaciones positivas frente a esto. De esta forma, en lo que va de junio los principales índices muestran alzas, principalmente en el índice Nasdaq composite (+2,7%) llegando a los 4.359 puntos y el S&P (+1,8%) llegando a los 1.959 puntos. Por su parte, el índice Dow Jones aumentó 1,2% alcanzando los 16.921 puntos, muy cerca de superar la barrera de los 17.000 puntos.

El mes de junio se caracterizó por una enorme volatilidad explicada por la incertidumbre que se generó en el mercado, luego de que la Corte de EE.UU. rechazó tomar el caso argentino frente a los Holdouts. Así, las especulaciones y las contradicciones en el gobierno sobre la postura a seguir produjeron fuertes caídas de 10% con una posterior recuperación del 9%, luego del discurso de Cristina planteando negociar con los Holdouts. De esta forma, en lo que va de junio el índice MerVal, aumentó 4% medido en pesos con un volumen negociado promedio de \$205 M diarios, duplicando el volumen de mayo. Así, el MerVal muestra una suba en lo que va del año del 48% en pesos y 31% medido en dólares debido a la suba del tipo de cambio implícito. Por el lado de la renta fija, el movimiento fue similar que las acciones mostrando mucha volatilidad en sus precios pero si la solución negociadora tiene éxito tendrían un recorrido alcista mayor que las acciones ya que no habían tenido una suba tan pronunciada como estas en las últimas semanas.

MONEDA

Durante mayo, la base monetaria se contrajo \$ 3.234 M, de la mano de una fuerte política de esterilización monetaria que posibilitó la absorción de \$ 14.190 M del mercado. Estos movimientos, permitieron contrarrestar la expansión de la cantidad de dinero asociada a la compra de divisas (\$ 7.289 M) y la asistencia al tesoro (\$ 3.667 M). De esta forma, el BCRA logró reducir la tasa de expansión monetaria al 17% anual, 2 p.p. por debajo de lo registrado en el mes de abril.

Es importante destacar que esta absorción de pesos se produjo en un contexto en el cual el BCRA ha decidido reducir los tipos de interés. En mayo, los préstamos a corto plazo (90 días) de la autoridad monetaria registraron un tasa de 26,7% anual, retrayéndose en más de 200 puntos básicos desde el pico alcanzado en el mes de febrero. Esta decisión es entendible a la luz de la dinámica que ha evidenciado el crédito al sector privado y los guarismos que arroja la actividad económica en general. En particular, en el quinto mes del año los préstamos al sector privado reportaron un aumento de 23% interanual, lo que implica una contracción en términos reales del 13%.

El escenario actual plantea una disyuntiva de política de difícil resolución para el BCRA. En la medida que opte por continuar en el camino de reducción de tasas, si bien puede moderar la caída de la

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

actividad eco-nómica, perderá el control sobre variables fundamentales como el tipo de cambio, alimentando la de-precia-ción de la moneda y fomentando al alza la tasa de inflación.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de junio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT mostró un crecimiento de 10% mensual. Sin embargo, en forma interanual reflejó una caída de 5,8% aunque continúa evidenciando un menor ritmo en las contracciones.

Contribuyendo al resultado general, se destacaron las expectativas de Capital Federal al incrementarse 15,4% mensual. Por su parte, el ICC en el Interior creció 11,7% mensual, mientras que en el GBA la confianza experimentó una suba de 11,7% respecto a mayo.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Para el 2014 esperábamos una economía estancada con una leve recuperación de 0,7%. Dicho pronóstico se basaba en una mejora de la actividad económica en el segundo trimestre impulsada por el aumento en la cosecha gruesa. Sin embargo, en los primeros cinco meses del año la actividad económica de acuerdo al IGA-OJF cayó 0,9%. Debido a esto, modificamos nuestras proyecciones de crecimiento a la baja. En el contexto actual estimamos que el año cerrará con una caída del PIB de 1,5%. Las razones que provocaron que esta recuperación no se esté observando son las siguientes:

En **primer lugar**, la caída de la producción industrial, liderada por la venta de autos es peor de lo esperada, no sólo por las condiciones locales, sino también porque la industria brasileña está sufriendo fuertes bajas. De hecho, en abril la producción industrial en Brasil cayó 5,8%. En **segundo lugar**, la cosecha de soja si bien es mayor que la del año pasado se ha retrasado por cuestiones climáticas y como resultado se obtuvo un grano de peor calidad y esto ha retrasado también la recuperación de las industrias vinculadas. En **tercer lugar** el sector financiero, que había mostrado un fuerte crecimiento hasta febrero, se ha desacelerado más rápido de lo previsto. En sólo dos meses este sector pasó de tasas de expansión del orden del 10% anual a un virtual estancamiento.

Finalmente, creemos que las expectativas de los inversores han empeorado considerablemente en los últimos días debido a la derrota judicial sufrida en Nueva York y, por sobre todo, debido a la desordenada respuesta que el Gobierno ha mostrado hasta ahora. Como consecuencia, es posible que proyectos de inversión que estaban por lanzarse se hayan retrasado.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

| VARIABLE | Unidad de Medida | Último Dato | | Variaciones ¹ | | |
|--|------------------|-------------|----------|--------------------------|--------------------|---------------------|
| | | Mes | Nivel | Mensual | Anual | Acumulada |
| Producción y Empleo | | | | | | |
| Índice General de Actividad (IGA OJF) | 1993=100 | may 14 | 178,0 | -0,2% ² | -2,5% | -0,9% |
| Índice de Producción Industrial (IPI OJF) | 1993=100 | may 14 | 174,7 | -2,3% ² | -7,4% | -3,9% |
| 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 | II 14 | 7,1 | -0,4 ¹⁰ | -0,5 ¹⁰ | |
| Precios | | | | | | |
| IPCNu | 4T '13=100 | may 14 | 106,5 | 1,4% | | |
| Estimación de inflación | 1999=100 | may 14 | 933 | 2,4% | 41,2% | 18,3% |
| Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴ | \$ / US\$ | may 14 | 8,1 | 0,5% | 54,0% | 27,1% |
| Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted * | 2000=100 | abr 14 | 144,6 | 144,6 | 0,05% | 8,1% |
| PTE Arg/USA | | may 14 | 12,4 | 2,1% | 38,3% | 15,9% |
| Situación Fiscal | | | | | | |
| Recaudación Tributaria | \$ M | may 14 | 105.071 | 13,3% | 35,1% | 34,8% |
| Resultado Primario | \$ M | mar 14 | 3.570 | 9.197 | 3.131 | -2.717 |
| Resultado Financiero | \$ M | mar 14 | -4.366 | 3.395 | -790 | -9.495 |
| 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 13 jun | 28.844 | 1,6% | -25,4% | -37,8% ³ |
| Base Monetaria ⁵ | \$ M | Al 13 jun | 365.174 | 3,4% | 16,4% | 63,8% ³ |
| M2 (promedio mensual) | \$ M | Al 13 jun | 588.102 | 3,4% | 23,8% | 80,1% ³ |
| Depósitos Privados | \$ M | Al 13 jun | 602.196 | 3,5% | 30,8% | 84,8% ³ |
| Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶ | \$ M | Al 13 jun | 519.231 | 1,3% | 25,4% | 79,5% ³ |
| Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días) | % | Al 24 jun | 29,80 | 29,8 | 15,2 | 12,4 |
| Tasa BADLAR Bancos Privados TNA | % | Al 24 jun | 21,88 | 21,9 | 4,8 | 0,3 |
| Bolsa y Finanzas | | | | | | |
| Riesgo País (Embi Plus) | Ptos. Básicos | Al 25 jun | 667 | -161 | -519 | -141 |
| Merval en dólares (ajustado por TC implícito) | Puntos | Al 25 jun | 772 | 11,2% | 99,0% | 27,8% |
| Merval en pesos | Puntos | Al 25 jun | 7.983 | 3,5% | 168,2% | 48,1% |
| Internacional | | | | | | |
| Dólar | \$ / US\$ | Al 25 jun | 8,13 | 0,6% | 51,0% | 24,7% |
| Dólar Implícito | \$ / US\$ | Al 25 jun | 10,35 | -6,9% | 34,8% | 15,9% |
| Dólar Blue | \$ / US\$ | Al 25 jun | 12,05 | 5,7% | 49,7% | 20,5% |
| Euro | US\$ / € | Al 25 jun | 1,36 | -0,2% | 4,5% | -1,1% |
| Real | R\$ / US\$ | Al 25 jun | 2,22 | -0,9% | -0,5% | -5,8% |
| Soja | US\$ / ton | Al 25 jun | 520,21 | -5,2% | -9,5% | 7,9% |
| Trigo | US\$ / ton | Al 25 jun | 211,46 | -8,3% | -11,3% | -4,9% |
| Maíz | US\$ / ton | Al 25 jun | 173,62 | -5,3% | -35,1% | 4,5% |
| Petróleo WTI | US\$ / bbl | Al 25 jun | 106,50 | 3,7% | 10,3% | 8,2% |
| Oro | US\$ / oz troy | Al 25 jun | 1.320,70 | 6,0% | 7,7% | 9,8% |
| EE.UU. T Bond 10 años | % | Al 24 jun | 2,58 | 0,10 | 0,10 | -0,45 |
| Índices de Confianza | | | | | | |
| Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸ | Índice | Mid jun14 | 41,9 | 10,0% | -5,8% | |
| Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella) | Índice | Mid may14 | 1,51 | 7,9% | 6,3% | |

* 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 ECONÓMICOS - 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 (25/06/2014)

ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES

SINTESIS: NEGOCIAR, ÚNICA OPCIÓN

Finalmente la Corte Suprema de EE.UU. decidió no tomar el caso Argentino contra los holdouts que no ingresaron en la restructuración de la deuda y con eso quedó en firme la sentencia de primera y segunda instancia que le obliga a la Argentina a pagar la deuda al 100% de la deuda al valor actualizado. En este contexto la mejor opción del Gobierno sería sentarse con los holdouts y negociar un pago similar al que se hizo con Repsol, esto es, con bonos o algún otro tipo de combinación.

El pago con reservas del total de la deuda de los holdouts –aquellos que ganaron este juicio y todos los que están en otras instancias judiciales- es otra opción, pero podría dejar a la economía vulnerable dado el bajo nivel de las mismas. Por ello creemos que es una opción más riesgosa.

El resto de las opciones implican un default con consecuencias negativas en materia de financiamiento de inversiones, infraestructura, energía, comercio exterior y deuda provincial. Todo lo cual, terminaría impactando negativamente en el crecimiento económico, el tipo de cambio y la inflación.

Esto es especialmente preocupante en un contexto en el que la actividad económica está creciendo menos de lo esperado y la inflación se mantiene en torno al 40%.

En efecto, para el 2014 bajamos nuestra proyección de actividad económica de +0,7% a -1,5% anual.

Nuestro pronóstico original se basaba en una mejora de la actividad económica en el segundo trimestre que no se está dando. Esto se debe a que la industria argentina y brasileña están cayendo más de lo esperado, al tiempo que la suba de tasas de interés provocó una desaceleración del sistema financiero más violenta de lo que suponíamos. A esto se le sumó un retraso en la cosecha que si bien fue mayor a lo esperada, afectó a toda la cadena de valor.

NEGOCIAR CON HOLDOUTS ES LA UNICA ALTERNATIVA AL DEFAULT

Esta semana, la Corte Suprema de EE.UU. rechazó el pedido argentino de tomar el caso contra los Holdouts, luego de que Argentina perdiera el juicio en primera y segunda instancia. Según la sentencia Argentina deberá pagar quienes ganaron este juicio (NML, Aurelius, Blue Angel y otros) US\$1.330 millones + los intereses punitivos de los últimos 20 meses (entre US\$1.400-1.500 millones)¹. Pero el tribunal no sólo condenó a Argentina a pagar el 100% de la deuda sino que por la cláusula de Pari Passu ordenó que si Argentina no pagaba deberían embargarse los pagos de los títulos de la deuda restructurada.

DEUDA CON HOLDOUTS ACTUAL

US\$ Miles de Millones

| | Valor Original | Valor Actualizado |
|--|----------------|-------------------|
| Deuda Nominal | 6,6 | 16,5 |
| Holdouts Litigantes | 4,6 | 11,5 |
| Juicio Actual (Pari Passu) | | |
| Elliot, NML y Aurelius | 0,7 | 1,4 |
| Resto Elliot fuera del pari passu | | |
| Dart + Otros litigantes | 3,9 | 10,1 |
| Resto no reclamado | 2 | 5 |

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

¹ US\$1.500 millones según el Gobierno argentino y NML habló en el día de hoy de US\$1.400 millones

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

En este contexto, las alternativas para Argentina son muy limitadas. Una opción es que Argentina pague en efectivo. El problema es que hay otros US\$10.000 millones en juicio que pueden acceder a la misma solución. A lo que se les sumaría otros US\$5.000 millones que fueron a juicio en el CIADI, no entraron en los canjes o no iniciaron juicio aún. Esto podría llevar el pago total a unos US\$16.500 millones, según estimaciones propias². Naturalmente, pagar semejante cifra con Reservas, que hoy están en el orden de los US\$28.900 millones, dejaría al país en una situación muy vulnerable en materia financiera.

Si Argentina insiste en no pagar, las opciones son muy peligrosas. La primera que se podría verificar en la práctica si siguiéramos este camino o no se llegara a un acuerdo con los holdouts antes, podría ocurrir el 30 de junio, cuando haya que depositar en Nueva York el importe del vencimiento de los bonos Discount. Si no les pagamos a ellos antes, los "fondos buitres" podrían embargar el pago en el banco y, por la cláusula de crossdefault, entraríamos en una cesación de pagos (30 días después), situación que sería muy mala para el país.

Otra alternativa peligrosa es la de cambiar la jurisdicción de pago y trasladarla a Buenos Aires, lo que se consideraría evasión de justicia, y perderíamos más de lo que podemos obtener, dado que quedaríamos como rebeldes, y tendríamos igual muchos embargos en el exterior. El ministro de Economía, Axel Kicillof, dijo que va a proponer un canje de bonos y cambiar la jurisdicción de pago a Buenos Aires. Sin embargo, esta opción tiene tres dificultades: En primer lugar, hay muy poco tiempo. El próximo pago del 30 de junio se pospone hasta el 30 de julio sin entrar en default (hay 1 mes de gracia). Aún así, 40 días para realizar un canje de esta naturaleza es poco tiempo, sobre todo si se tiene en cuenta que el 85% de los acreedores debe estar de acuerdo. En segundo lugar, ya en el 2012 Griesa había dicho que este tipo de medidas sería interpretado como un intento por evadir la justicia y fue reiterado en la reunión de ayer entre los abogados y el Juez. En tercer lugar, esta medida podría requerir la colaboración de bancos norteamericanos (especialmente el Bank of New York) y, de acuerdo a las órdenes judiciales en vigencia, dicha colaboración podría interpretarse como asistencia a la evasión de la justicia, con lo cual es improbable que los bancos actúen en favor de Argentina.

La mejor opción para la Argentina, en este contexto es negociar la forma de pagar las sentencias. En marzo de 2013 la Cámara de apelaciones (Second Circuit), había abierto una instancia de negociación, en la que Argentina ofreció las mismas condiciones que en 2010 (que fue rechazada en abril) y luego a comienzos de este mes Griesa presentó a los abogados la posibilidad de abrir una instancia de negociación para determinar la forma de pago.

En este sentido, tal vez, la mejor posibilidad de Argentina sería pagar la sentencia usando bonos, como en el caso Repsol, lo que sería una opción razonable dado el estado de las cosas. La negociación es la única herramienta que tiene Argentina ahora y, aunque está muy debilitada por la pérdida de todas las instancias del juicio en Nueva York, es la mejor opción para proseguir con el objetivo de normalización plena de las relaciones financieras internacionales de la Argentina.

Sin embargo, Argentina todavía no inició este proceso. Si bien se envió a los abogados a hablar con Griesa, éstos le dijeron al juez (según transcripción de la reunión) que el Gobierno argentino enviaría una delegación de técnicos para negociar con los Holdouts. Sin embargo, el Jefe de Gabinete dijo en el Congreso que no había un equipo para negociar, lo que dio lugar a dos interpretaciones. La primera es que no se enviaría a nadie a negociar y la segunda que no estaría definido quién iría. Para sumar a la confusión, el 18 de junio la Corte de apelaciones, levantó la medida cautelar (Stay) que impedía el embargo de los pagos de deuda Argentina a quienes entraron en canjes anteriores, tras lo cual, el Ministerio de Economía emitió un comunicado en el que decía que bajo dichas condiciones no se podría realizar el pago del 30 de junio, porque sería embargado.

² Estimaciones propias, pero existen estimaciones alternativas que fluctúan entre US\$15.000 millones hasta US\$25.000 millones (Estudio Garrido)

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

Consecuencias:

A priori es difícil determinar todas las consecuencias, dado que todavía no se conoce la estrategia argentina, pero se pueden plantear algunos escenarios.

Escenarios en los que se paga la sentencia

El mejor escenario, es que Argentina logre una solución “a la Repsol”, esto es que logre pagar con bonos a valor de mercado todas las sentencias judiciales, sin que esto afecte la cláusula RUFO (Right Upon Future Offers) que es la que habilita a los que ya entraron en los canjes 2005-2010 a recibir la misma oferta que los Holdouts.

Esta cláusula tiene vigencia hasta Diciembre de 2014 y dice que si Argentina realizase una oferta voluntaria, deberá hacerla extensiva a todos los que entraron en canjes anteriores. Aquí la palabra clave es “voluntaria”. En principio, se entiende que el cumplimiento de una sentencia judicial tras muchos años de litigio no puede considerarse voluntario (tal vez por eso, la Presidente usó la palabra “extorsión” en su último discurso) y por eso, un acuerdo de este tipo, no debería afectar dicha cláusula. No obstante, existen ciertos grises legales que podrían dar lugar a diferentes interpretaciones, pero nada que un delicado trabajo legal no pueda evitar.

Esta solución implicaría una emisión de deuda de entre US\$10.000 millones y US\$18.000 millones para ser entregado a los Holdouts quienes podrían (como Repsol) tener ya preparada su venta a un banco para cobrar el efectivo. Naturalmente, también se puede combinar esta opción con algún pago en efectivo. Esta solución, incluso, podría terminar en la apertura de los mercados para Argentina y la colocación de deuda internacional para financiar el 2015.

Por otra parte, si el dinero termina saliendo en su totalidad de las reservas, dejaría a la Argentina, en una situación vulnerable, dado que las reservas son muy bajas. Sin embargo, también se abriría la posibilidad de colocar deuda en dólares para recomponerlas, al menos parcialmente. Claro que bajo estas condiciones las presiones sobre el tipo de cambio oficial y paralelo serían mucho mayores, lo que aceleraría el ritmo de devaluación y posiblemente la inflación.

Escenarios en los que NO se paga la sentencia

Todos estos escenarios implican un default.

El Gobierno indirectamente está planteando, tal vez, el único escenario en el que esto no suceda que es el impracticable canje voluntario de jurisdicción. Pero un canje involuntario de jurisdicción sería default, así como permitir el embargo de los vencimientos de junio/julio y septiembre.

En condiciones de default, empresas y provincias argentinas tendrían problemas serios de financiamiento internacional. Así el costo de la deuda de YPF para explotar vaca muerta crecería, lo mismo que el financiamiento a compañías en Argentina, que hoy logran obtener dólares para las importaciones de la deuda que toman en el exterior.

También se complicaría el financiamiento del comercio exterior y de las provincias que han colocado deuda. Por lo tanto, las inversiones en infraestructura, energía y el crecimiento potencial, así como el empleo se verían afectados negativamente. Sin contar con que Argentina deberá volver a empezar con el default de la deuda. Este es un contexto de menor crecimiento, mayor devaluación, tasas de interés más altas y posiblemente mayor inflación, dado que se deberá recurrir más a la emisión monetaria.

En conclusión, el Gobierno tiene dos opciones aceptar la derrota y negociar con los holdouts o intentar mostrar fortaleza poniéndose en una postura agresiva y arriesgarse a un nuevo default. Creemos que el mejor camino es el primero, lo que llevaría a un mayor endeudamiento pero le daría tiempo al país (y

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

posiblemente financiamiento) para realizar los necesarios ajustes fiscales y compensar ese incremento en la deuda y el consecuente pago de intereses en los próximos años.

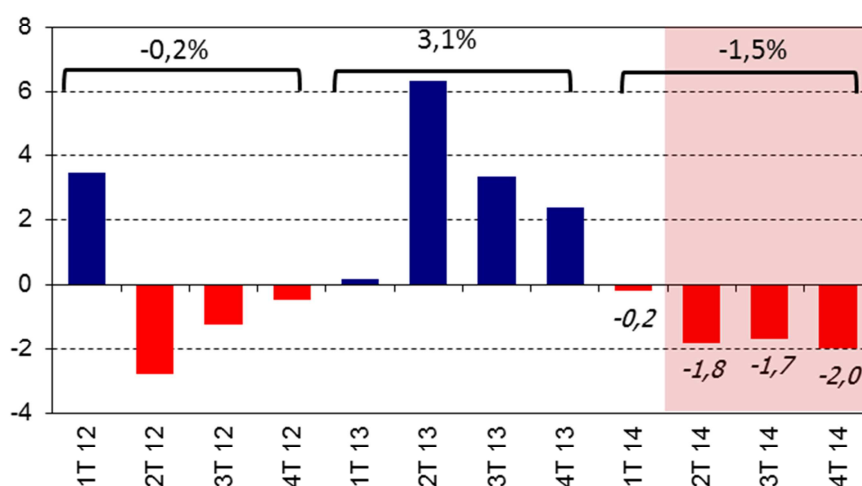
LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PEOR DE LO ESPERADO

Para el 2014 esperábamos una economía estancada con una leve recuperación de 0,7%. Sin embargo, dicho pronóstico se basaba en una mejora de la actividad económica en el segundo trimestre impulsada por el aumento en la cosecha gruesa. Sin embargo, esto no se está dando. De hecho, en los primeros cinco meses del año la actividad económica de acuerdo al IGA-OJF cayó 0,9% y en mayo mostró una baja de 2,5%. En este contexto modificamos nuestras proyecciones de crecimiento a la baja. En el contexto actual creemos que el año cerrará con una caída del PIB (medida por el IGA) de 1,5%.

Nuestra proyección inicial se basó en una mejora de la actividad económica durante el segundo trimestre impulsada por el agro. Esta estimación se basaba en el hecho de que las estimaciones de la cosecha de soja fueron subiendo de 53 millones de toneladas en enero a 55,5 millones en la actualidad. Esta cifra representa un incremento de más de 15% respecto de las 48 millones del año pasado. En el caso del maíz se esperaba una caída de 1 millón de toneladas y el resultado final terminó siendo un incremento de un millón de toneladas en la cosecha.

EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Var % anual



Fuente: OJF & Asociados

Naturalmente, esperábamos que este crecimiento impulsara sectores como la producción de aceites, harinas, así como el transporte. Todo lo cual, implicaría un aumento de la actividad económica en aquellos sectores vinculados a la exportación, dado que no se esperaba demasiado de los sectores vinculados al mercado interno. Sin embargo, varias razones provocaron que esta recuperación no se esté observando y tampoco creemos que se observe en el futuro.

En primer lugar, la caída de la producción industrial, liderada por la venta de autos es peor de lo esperada, no sólo por las condiciones locales, sino también porque la industria brasileña está sufriendo fuertes bajas. De hecho, en abril la producción industrial en Brasil cayó 5,8%.

En segundo lugar, la cosecha de soja si bien es mayor que la del año pasado se ha retrasado por cuestiones climáticas y como resultado se obtuvo un grano de peor calidad y esto ha retrasado también la recuperación de las industrias vinculadas.

En tercer lugar el sector financiero que había mostrado un fuerte crecimiento hasta febrero se ha desacelerado más rápido de lo previsto. En sólo dos meses este sector pasó de tasas de expansión del orden del 10% anual a un virtual estancamiento.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

Finalmente, creemos que las expectativas de los inversores han empeorado considerablemente en los últimos días debido a la derrota judicial sufrida en Nueva York y, por sobre todo, debido a la desordenada respuesta que el Gobierno ha mostrado hasta ahora. Como consecuencia, es posible que proyectos de inversión que estaban por lanzarse se hayan retrasado.

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 (25/06/2014)

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION

**PETROBRAS**BANCO COMAFI 

GRIMOLDI

**ROGGIO**

IERAL



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

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 (25/06/2014)

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

NyS N° 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS N° 021

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

NyS N° 022

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

NyS N° 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS N° 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS N° 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS N° 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS N° 027

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

NyS N° 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS N° 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 N° 030

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

NyS N° 031 a 48

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

NyS N° 049

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

NyS N° 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

NyS N° 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

NyS N° 052 a 62

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

NyS N° 063

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

NyS N° 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 N° 067

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

NyS N° 068

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

NyS N° 069

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

NyS N° 070

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

NyS N° 071

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

NyS N° 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 N° 073

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

NyS N° 074

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

NyS N° 075

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

NyS N° 076

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

NyS N° 077

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

NyS N° 078

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

NyS N° 079

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

NyS N° 080

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

NyS N° 081

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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/06/2014)

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