

Publicación NyS N° 033

f u n d a c i ó n  
**NORTE**Y**SUR**

---

**SINTESIS DE LA  
ECONOMIA ARGENTINA  
NEWSLETTER DEL MES DE AGOSTO**

**Agosto 16, 2007**

---

**CONTENIDO**

**SITUACIÓN ECONÓMICA .....2**

*Producción y Consumo .....2*

*Inflación y Salarios .....2*

*Situación Fiscal.....3*

*M & A e inversiones más importantes.....3*

*Sector Externo.....3*

*Bolsa y Finanzas .....4*

*Moneda.....4*

*Confianza de los agentes económicos .....4*

*Perspectivas de corto plazo.....4*

**ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES .....6**

*Subprimes: Cronica de un problema anuNciado .....6*

*El impacto de la subprimes en EE.UU. y Europa .....7*

*La politica monetaria mundial de los últimos días .....9*

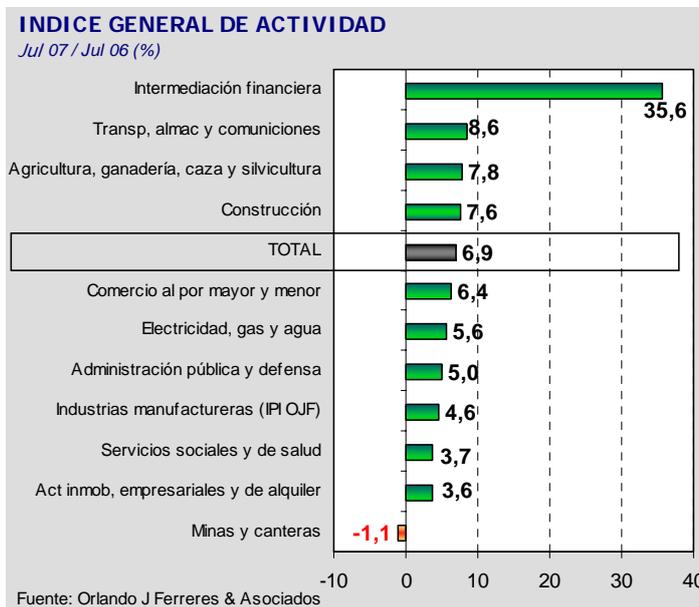
*El efecto “subprime” en Argentina y la region.....10*

**CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR .....13**

**SITUACIÓN ECONÓMICA**
**PRODUCCIÓN Y CONSUMO**

En base al IGA-OJF, se mantiene el crecimiento de la actividad económica. Los datos de julio mostraron una mejora de 0,1% frente a junio último, en términos desestacionalizados, y un 6,9% frente a julio de 2006, con lo cual el crecimiento acumulado de los siete primeros meses del año es 7,9%. De esta manera, el crecimiento económico se mantiene elevado a pesar de algunas restricciones en el abastecimiento energético.

Intermediación Financiera continúa siendo el sector de mayor crecimiento. Así, en julio se expandió un 35,6% anual y en el año acumula una suba de 27,4%. El gran dinamismo responde a la recuperación de los créditos provenientes de bancos públicos, aunque aún se concentra mayormente en los destinados al consumo.



Por otra parte, la industria creció un 4,6% anual en julio, por debajo del crecimiento promedio de los primeros seis meses del año. Sin embargo, cabe esperar un mayor dinamismo de la industria en los meses subsiguientes, ya que el suministro energético se habrá normalizado a partir de la segunda parte de agosto gracias a las mayores temperaturas.

**INFLACIÓN Y SALARIOS**

Para el mes de agosto esperamos una inflación del 0,4%, levemente inferior al registro del mes de julio: 0,5% mensual.

En julio, los precios de Alimentos y Bebidas crecieron un 0,4%. De todas formas, por la gran ponderación que tienen en el índice, explicaron un 32% de la expansión del IPC general. Esta suba también estuvo explicada por el alza de 1,1% mensual de Transporte y Comunicaciones, producto de la expansión de los precios de los vehículos y de las comunicaciones (2,1% y 1,5% mensual respectivamente).

Por otra parte, conforme a la liquidación de la temporada otoño-invierno, los precios de Indumentaria cayeron un 3,2% mensual.

En cuanto a los Precios Mayoristas, se evidenció nuevamente un fuerte incremento, registraron una suba del 2,1% mensual, producto principalmente de la suba en el precio del petróleo y gas y los productos agropecuarios (3,7% y 3% mensual respectivamente). En esta línea, también se observó un alza del 3,7% en los productos refinados del petróleo.

**INFLACIÓN DE JULIO**

	var % mensual	Incidencia
Alimentos y bebidas	0,4%	32%
Transporte y comunicaciones	1,1%	30%
Educación	2,2%	16%
Esparcimiento	0,9%	16%
Equip. y funciona del hogar	1,1%	14%
Vivienda	0,6%	12%
Salud	0,5%	10%
Varios	0,8%	8%
Indumentaria	-3,2%	-40%
<b>IPC</b>	<b>0,5%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Orlando J Ferreres & Asociados en base a INDEC

**SITUACIÓN FISCAL**

Para el mes de agosto, estimamos que la recaudación tributaria superará los \$ 16.500 M (y podría alcanzar los \$ 17.000 M), lo que implica un alza de 30%, de manera que aún no mostraría signos de desaceleración. La dinámica de la actividad económica, del empleo y la evolución de los precios continuarán siendo los motores de los recursos fiscales en lo que queda del año.

Si bien la performance de los ingresos fiscales continúa siendo muy favorable, el resultado fiscal del SPNF continúa erosionándose debido al fuerte incremento del gasto público (+45% en el primer semestre). Este deterioro le quita fuentes de financiamiento al Tesoro, por lo que el panorama podría complicarse si persisten en el tiempo las recientes perturbaciones financieras internacionales, que encarecen el costo de emisión de títulos públicos (la reciente emisión de deuda se realizó mediante la convalidación de una tasa de 10,7% anual en dólares). De todas formas, estimamos que el aumento del gasto se moderará a partir de noviembre, al tiempo que estimamos que las condiciones financieras podrían mejorar en el mediano plazo, aunque el riesgo de una alta volatilidad en los mercados de capitales del mundo aún son elevados.

**M & A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES**

- Ternium, empresa controlada por el grupo Techint, completó la compra de 100% de la empresa mexicana Imsa por US\$ 3.200 M.
- Pampa Holding, subsidiaria del grupo Dolphin, cerró la compra del 100% del capital social de la Corporación Independiente de Energía, empresa propietaria del 99,99% de la central térmica Piedra Buena en US\$ 85 M a Albanesi. El acuerdo también comprende la adquisición de la totalidad del paquete accionario de IPC Operations Limited, sociedad constituida en el Reino Unido y que presta servicios de administración a CPB.
- Petrobrás acordó con el consorcio conformado por Enarsa y Electroingeniería la venta de su 50% de participación accionaria en Citelec, controlante de Transener por US\$ 60 M. Dicha operación espera ser aprobada por el Enre, ente regulador del sector, y la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDCC).

**SECTOR EXTERNO**

En el mes de junio las exportaciones crecieron 17% anual, alcanzando los US\$ 4.480 M. Las ventas de productos primarios mostraron una notable performance debido a la excelente producción del sector agrícola. De este modo, acumulan una suba del 25% en el primer semestre del año.

Sin embargo, a pesar de su dinamismo, las ventas al extranjero no lograron compensar la suba de las importaciones (25% anual). Las importaciones de Bienes Intermedios (que representan un 35% del total) crecieron un 23% anual en junio y acumulan una expansión del 24% en el primer semestre. Cabe destacar en este punto el crecimiento sostenido de los suministros industriales (+19% acumulado). Por último, la importación de Bienes de Capital se expandió un 22% en junio y acumula un incremento del 23%.

De esta forma, se observó un deterioro en el superávit comercial que cayó un 8,5% respecto a igual mes del año anterior.

**COMERCIO EXTERIOR: GRANDES RUBROS**  
*Millones de dólares y variación porcentual*

	Junio		
	2006	2007	V%A
<b>Exportaciones</b>	<b>3.843</b>	<b>4.480</b>	<b>17%</b>
Primarios	760	1.108	46%
MOA	1.167	1.507	29%
MOI	1.203	1.413	17%
Combustibles	713	452	-37%
<b>Importaciones</b>	<b>2.858</b>	<b>3.580</b>	<b>25%</b>
Bs.Capital	659	805	22%
Pzas.Capital	500	635	27%
Bs.Interm.	991	1.222	23%
Combustibles	217	337	55%
Bs.Consumo	300	387	29%
Automotores	182	184	1%
Resto	10	10	2%
<b>Saldo</b>	<b>985</b>	<b>900</b>	<b>-8,6%</b>

Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

## BOLSA Y FINANZAS

La volatilidad en los mercados financieros internacionales creció exponencialmente, luego de que muchos fondos y bancos invertidos en el sector hipotecario norteamericano comenzaron a tener problemas de financiamiento. Como consecuencia, el Dow Jones acumuló una baja de casi 7% en el último mes y el Merval cayó 11% en ese mismo período. Esto provocó un aumento de las tasas de interés de largo plazo en los países emergentes. En Argentina, el rendimiento del Discount en dólares subió 100 bp desde mediados de julio. Los bonos ajustados por CER sufrieron caídas aún mayores debido a las preocupaciones que genera, en los inversores, la situación del INDEC. Como consecuencia el rendimiento del Discount en pesos ajustable por CER subió más de 200 bp, en este mismo período.

## MONEDA

La turbulencia financiera derivada de los problemas del mercado hipotecario de Estados Unidos impactó al sistema financiero local en los últimos días de julio y primera semana de agosto. El tipo de cambio nominal, que hasta el momento experimentaba fuertes presiones a la baja y que había motivado medidas del BCRA para morigerar el ingreso de capitales del exterior, aumentó en esos días hasta situarse en un nuevo rango que oscilará entre los 3,15 – 3,20 \$/US\$.

El aumento de la demanda de dólares provocado por la fuga de capitales hacia activos más seguros, en un mes en el cual se pagaron aguinaldos y comenzaron a regir las restricciones adicionales a los ingresos de capitales financieros de corto plazo, provocó una situación de escasa liquidez bancaria. Esto favoreció un inusitado aumento de la tasa call interbancaria (en promedio superó el 20%). Una vez estabilizado el tipo de cambio en la nueva banda, el BCRA tomó una serie de medidas (flexibilización de encajes, rescate de títulos y disminución del stock de pases) que finalmente sirvieron para favorecer el retorno de la tasa interbancaria a los niveles previos.

## CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

La confianza en el gobierno, medida por la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) se redujo en el mes de julio (-3,4% mensual). Así, se ubicó en el nivel más bajo del actual gobierno. Esta caída se observó en todos los rubros excepto eficiencia (+0,58%). De todos modos, el Índice actualmente se ubica en un nivel de 2, en una escala creciente del 0 al 5, lo cual resulta elevado considerando la cercanía a la finalización del mandato presidencial.

## PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

La suba del dólar, de las tasas y la caída de los bonos y acciones en el mercado local de las últimas semanas, revelan que el escenario internacional se va tornando más complicado. Al mismo tiempo, este escenario deberá enfrentarse con un nuevo Ministro de Economía que adicionalmente deberá preparar el nuevo Presupuesto para el 2008. Sin embargo, aún no se han conocido medidas que estén dirigidas a frenar la inflación que aún se mantiene elevada, de acuerdo a los datos publicados en el IPC Nacional. En este sentido, creemos que el alza del dólar tendría un efecto moderado sobre la inflación, ya que fluctuaría en un rango de entre \$3,15 y \$3,20 lo que implica una suba de entre 1,5% y 2,5%, pero esta alza no afecta a todos los bienes. Más preocupante, resulta el aumento de los alimentos que se dio en los últimos meses debido al aumento de los commodities a nivel internacional y a las heladas del último mes que está haciendo subir el precio de las frutas y hortalizas.

## PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

VARIABLE	Unidad de Medida	Ultimo Dato		Variaciones <sup>1</sup>		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
<b>Producción y Empleo</b>						
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	Jul 07	149,3	0,1% <sup>2</sup>	6,9%	7,9%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	Jun 07	155,1	-0,2% <sup>2</sup>	5,2%	6,6%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	Jun 07	131,1	0,8% <sup>2</sup>	15,6%	13,0%
Indicador Sintético de la Construcción (ISAC)	1993=100	Jun 07	127,4	1,4% <sup>2</sup>	4,3%	4,0%
Ventas Reales en Supermercados	\$ M	Jun 07	1.156,2	7,0%	17,2%	12,2%
Ventas Reales en Centros de Compra	\$ M	Jun 07	238,7	8,4%	20,8%	15,4%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	I 07	9,8	1,1 <sup>9</sup>	-1,4	
<b>Precios</b>						
Indice de Precios al Consumidor	1999=100	Jul 07	195	0,5%	8,6%	4,4%
Indice de Precios Mayoristas (IPIM)	1993=100	Jul 07	312	2,1%	10,9%	10,4%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>	\$ / US\$	Jul 07	3,13	1,2%	1,1%	1,7%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	1980/90=100	Jul 07	227	-2,2%	-6,8%	-86,6%
<b>Situación Fiscal</b>						
Recaudación Tributaria	\$ M	Jul 07	17.470	-3,1%	37,7%	32,0%
Gasto de Capital <sup>7</sup>	\$ M	Jun 07	1.722	455	839	1.244
Gasto Primario <sup>7</sup>	\$ M	Jun 07	12.466	2.439	4.405	18.976
Resultado Primario	\$ M	Jun 07	2.303	-3.052	59	1.769
Pago de Intereses	\$ M	Jun 07	1.202	814	112	1.950
Resultado Financiero	\$ M	Jun 07	1.101	-3.831	-51	-215
<b>Sector Externo</b>						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	Jun 07	4.480	-6,5%	16,6%	16,6%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	Jun 07	3.580	1,1%	25,2%	24,5%
Saldo Comercial	US\$ M	Jun 07	900	-352	-84	-1.123
<b>Moneda y Bancos</b>						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 9 Ago	43.885	-0,7%	60,2%	37,0% <sup>3</sup>
Base Monetaria <sup>5</sup>	\$ M	Al 2 Ago	89.727	0,0%	36,7%	12,1% <sup>3</sup>
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 3 Ago	141.959	1,2%	26,8%	15,1% <sup>3</sup>
Depósitos Privados	\$ M	Al 3 Ago	141.603	0,9%	23,9%	16,7%
Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>	\$ M	Al 3 Ago	89.671	1,7%	36,0%	19,5% <sup>3</sup>
Tasa Prime 1a línea \$ - 30 días TNA	%	Al 13 Ago	10,58	0,19	0,13	0,10 <sup>3</sup>
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 13 Ago	10,03	1,40	0,57	1,18 <sup>3</sup>
<b>Bolsa y Finanzas</b>						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos Básicos	Al 14 Ago	460	11	140	232
Merval en dólares	Puntos	Al 14 Ago	640	-7,6%	17,0%	-3,4%
Merval en pesos	Puntos	Al 14 Ago	2.030	-7,4%	19,3%	-1,8%
<b>Índices de Confianza</b>						
Confianza en el Consumidor (Universidad Di Tella) <sup>8</sup>	Índice	Med Jul 07	50,2	-2,2%	-13,1%	
Confianza en el Consumidor (Fundación Mercado)	%	Fin Abr 07	44,1%	0,5%	3,1%	

\* Ajustado por principales precios de exportación e importación

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2005

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

Fuente: 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

**ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES**

**SUBPRIMES: CRONICA DE UN PROBLEMA ANUNCIADO**

Si bien el escenario internacional ha resultado favorable en los últimos años, es posible que en los próximos meses veamos un cambio negativo en la coyuntura mundial, debido al problema que se ha generado en EE.UU. por las hipotecas subprime y que finalmente parece haber estallado. En efecto desde el comienzo del año, al menos una veintena de fondos internacionales posicionados en activos hipotecarios han experimentado problemas o directamente han ido a la quiebra. Esto provocó un fuerte reposicionamiento de los mercados internacionales que volvieron hacia los activos de bajo riesgo (flight to quality). Esto provocó un deterioro en los mercados de capitales de los países emergentes y un aumento de las tasas de interés y del riesgo país. Como consecuencia, de la baja liquidez es muy probable que se reduzca el crecimiento del mundo y que los países emergentes tengan menos acceso a los capitales internacionales.

El mercado de hipotecas en EE.UU. funciona a través de un poderoso sistema de securitización de las mismas. Como en cualquier parte del mundo si una familia decide obtener una hipoteca, debe dirigirse a un banco comercial. Este banco le otorga la hipoteca a la familia y luego la revende a compañías como el Fannie Mae, Freddy Mac, etc. que "securitizan" estas hipotecas en el mercado secundario. Esto significa que emiten títulos de deuda que están garantizados por dichas hipotecas. Estos bonos se llaman MBS o Mortgage Backed Securities. A su vez, los MBS son comprados por Fondos Comunes de Inversión, Hedge Funds, bancos, compañías de seguros o inversores individuales.

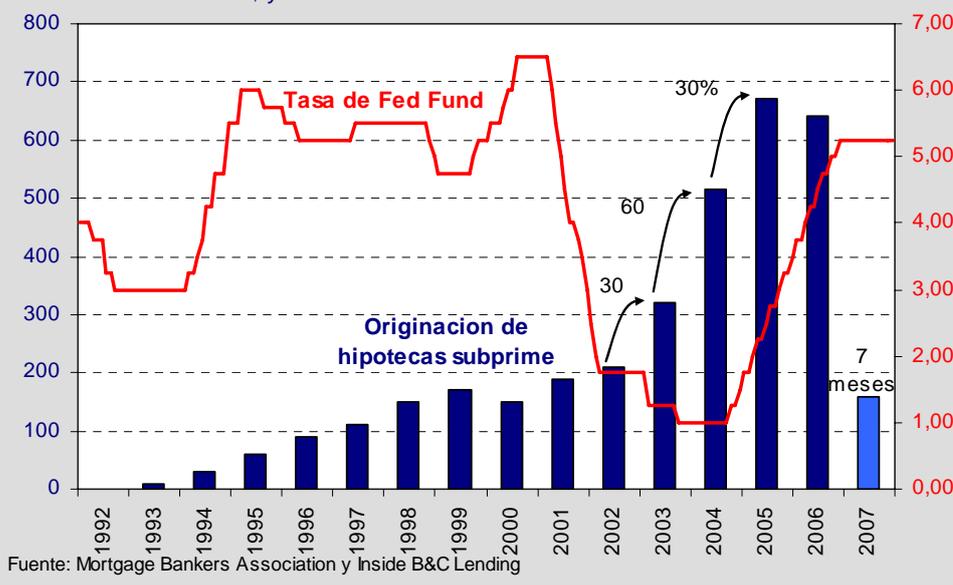
El problema surge cuando comenzó a crecer el mercado de MBS de baja calidad o subprime. Durante el 2001 la Reserva Federal comenzó a bajar violentamente el target de la tasa de corto plazo, luego de que estallara la burbuja de las "punto-com". A mediados de 2001 la tasa de los Fed Funds había alcanzado 6,5% pero ya para principios de 2002 la Fed había reducido su tasa objetivo hasta 2%. Para finales del 2003, la tasa de interés había alcanzado el 1%, el valor más bajo desde la década de 1960. Estas bajas tasas de interés alentaron el crecimiento de los fondos de inversión que prometían mayor rentabilidad. Pero para lograr esto se necesitaba tomar un mayor riesgo.

Las bajas tasas de interés también alentaron el mercado hipotecario que llevó a un fuerte aumento en el precio de las viviendas. Por otra parte, la inversión en acciones no parecía muy atractiva luego de la caída del Ndaq en el 2001. Esto provocó un fuerte crecimiento del mercado de MBS tanto por el lado de la oferta de crédito como por el lado de la demanda. Sin embargo, la especulación inmobiliaria y las bajas tasas de interés generaron un nuevo mercado hipotecario: el subprime.

Las bajas tasas de interés facilitaron a muchas familias que tenían problemas financieros o bajos ingresos que accedieran a un préstamo hipotecario. Por otra parte, estas bajas tasas de interés permitieron a los inversores endeudarse a bajo costo y aumentar sus inversiones. De hecho, entre el 2002 y el 2003 la originación de préstamos hipotecarios

**ORIGINACIÓN DE HIPOTECAS SUBPRIME Y TASA DE LOS FED FUNDS**

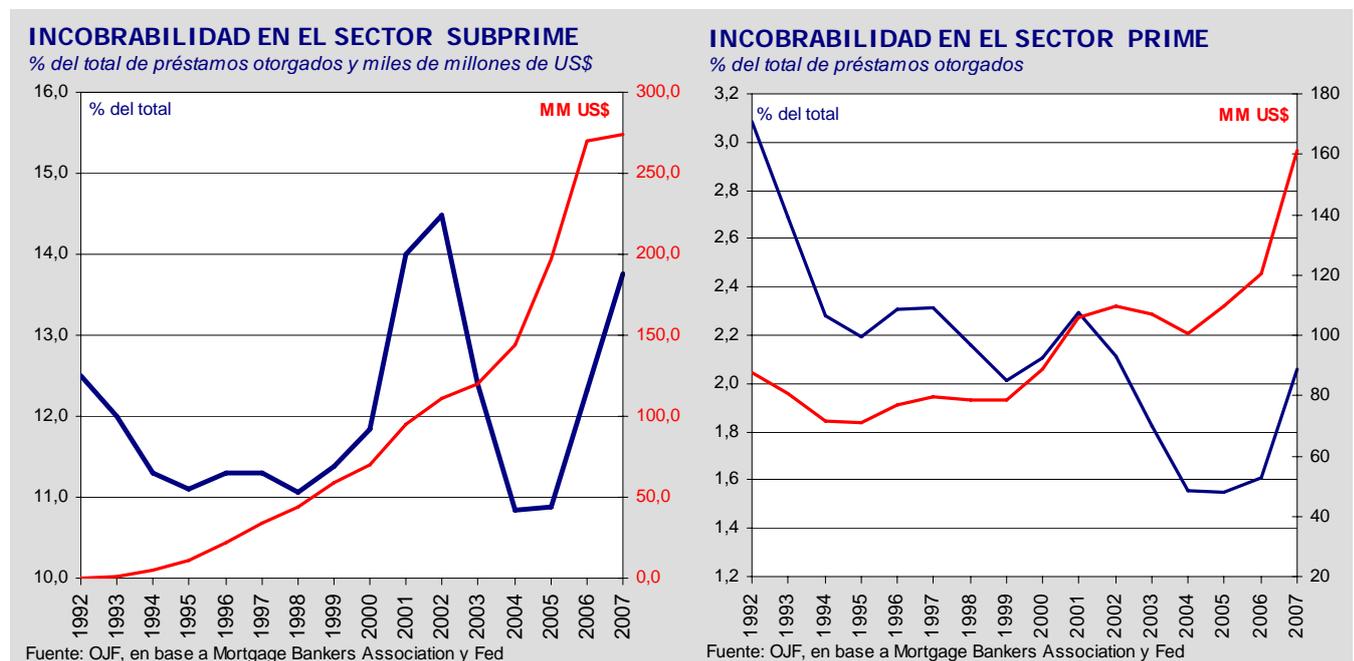
*miles de millones de US\$ y TNA en*



subprime creció 30%. En el 2004, el alza de este tipo de crédito se duplicó y en el 2005 volvió a crecer al 30%. Recién en el 2006 se observó una reducción en la originación de hipotecas subprime, cuando la tasa de los Fed Funds superó el 4%.

Este crecimiento de la oferta de crédito hipotecario también permitió que muchas familias utilizaran el creciente valor de sus hogares como un cajero automático. En efecto, al subir el precio de la vivienda las personas podían sacar una segunda hipoteca y así financiar su consumo, o bien, podían refinanciar sus hipotecas menores tasas y reducir así la cuota del crédito.

Sin embargo, durante el 2006 la suba en el precio de las viviendas comenzó a desacelerarse debido al aumento de la tasa de interés (para las hipotecas prime a 30 años trepó desde 5% al 6,7%) y que llevó a un alza en las cuotas hipotecarias. Como consecuencia, también subió la morosidad, en especial en el sector subprime. En efecto, entre el 2004 y el 2007 la incobrabilidad en este tipo de préstamos pasó del 10,6% a casi el 14%. Si bien, no es la primera vez que la morosidad alcanza esta proporción, en términos de los montos que están en juego resultan de los más altos de la historia.



En efecto, antes de 1995 las hipotecas subprime, prácticamente no existían. Recién, comenzaron a tener alguna relevancia en 1997 y 1998. Pero en esta época no representaban ni el 10% del total del sistema. Hoy en día, estas hipotecas prácticamente representan el 20% del mercado norteamericano y por lo tanto, un nivel de incobrabilidad del 14% implica que hay US\$270 mil millones en créditos hipotecarios con problemas sólo en este mercado.

**EL IMPACTO DE LA SUBPRIMES EN EE.UU. Y EUROPA**

Los problemas en EE.UU.

Con el alza en las tasas de interés, la desaceleración en el precio de las viviendas y el aumento de la morosidad, los activos de los fondos de inversión dedicados a hipotecas empezaron a perder valor. Algunos que estaban “apalancados” incluso fueron a la quiebra. En este sentido, tal vez el más importante fue American Home Mortgage. Este fondo que se encontraba en el top ten en el mercado hipotecario y había otorgado hipotecas por US\$ 58.900 millones. Esta institución se dedicaba tanto al sector prime como al subprime, pero su especialidad eran las hipotecas a tasas variables. A finales de julio y principios de agosto se vio obligado a llenar el formulario del “chapter 11” porque no pudo devolver US\$ 800 millones a sus prestamistas y tuvo que despedir a 7000 de sus 7700 empleados.

Este no fue el único fondo con problemas. Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más importantes del mundo, era uno de los principales prestamistas de American Home Mortgage y

debió enfrentar no sólo esta pérdida sino que -más grave aún- tuvo que desembolsar US\$1.600 millones para financiar las pérdidas de dos hedge funds que él mismo patrocinaba: “*High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*” y el “*High-Grade Structured Credit Strategies Fund*”. En el primero de estos fondos, el dinero se utilizó para pagar las deudas, debido a que se trataba de un fondo muy apalancado (como su nombre lo indica) prácticamente no quedó nada. De hecho, el comunicado emitido por Bear Stearns decía que a los activos de este fondo “...le queda muy poco valor.” El segundo de estos fondos parecería que está un poco mejor, ya que tendría “suficientes activos para pagar la deuda de US\$1.400 millones que posee”, según informó el banco. Si bien los números de estos fondos no son públicos, se estima que ambos fondos habían pedido prestado hasta US\$ 20.000 millones en conjunto.

Estos son algunos ejemplos de los fondos que tuvieron problemas en EE.UU. pero hubo más. Lo cierto es que la debilidad de los mismos provocó una recomposición de las carteras de inversión y los inversores comenzaron a sacar sus capitales de los activos de riesgo para refugiarse en los bonos del tesoro americano, cuyo rendimiento bajó hasta 4,75%. Esta salida de capitales se dispersó por todo el mundo y también llegó a Europa donde otros fondos de inversión sufrieron problemas.

**FONDOS QUE EXPERIMENTARON DIFICULTADES DURANTE EL 2007**

Fondo	Origen	Tipo de Inversiones	Consecuencias de la crisis
1 <i>American Home Mortgage</i>	EEUU	Subprime/Prime	Quiebra
2 <i>Ownit Mortgage</i>	EEUU	Subprime	Quiebra
3 <i>SouthStar Funding, LLC</i>	EEUU	Subprime	Quiebra
4 <i>American Freedom Mortgage, Inc.</i>	EEUU	Subprime	Quiebra
5 <i>MesRAE Mortgage</i>	EEUU	Subprime	Quiebra
6 <i>Bears Sterns</i>	EEUU	Subprime	Cerró dos Hedge Funds con un costo de US\$ 1600 millones
7 <i>New Century Financial</i>	EEUU	Subprime	Suspendida de la cotización
8 <i>Fremont General Corp.</i>	EEUU	Subprime	Suspendida su operación
9 <i>General Electric WMC Mortgage</i>	EEUU	Subprime	Suspendida su operación, reducción del 20% del personal
10 <i>Ameriquest Mortgage</i>	EEUU	Subprime	Reducción del personal
11 <i>BNP Paribas SA</i>	Francia	Subprime	Congeló sus dos fondos (US\$ 2200 M). Salida de capitales por US\$ 550 M en dos semanas en 3 fondos dedicados al sector subprime.
12 <i>DWS ABS Fund (Deutsche bank)</i>	Alemania	Prime	Salida de capitales por \$1.225 M desde fines de julio. El fondo no se cerró pero se redujo a la mitad. Administraba US\$3.000 millones
12 <i>Citigroup</i>	EEUU	Subprime	Salida de capitales por US\$ 500 M desde fines de julio
13 <i>NIBC Holding NV</i>	Alemania	Subprime	Salida de capitales por US\$ 189 M en lo que va del año
14 <i>NovaStar Financial Inc.</i>	EEUU	Subprime	Disminución precio de la acciones por 98% ( de \$260 a \$4,39)
15 <i>Acreedited Home Lenders</i>	EEUU	Subprime/Prime	Disminución precio de la acciones por 50%
16 <i>Countrywide Financial Corp</i>	EEUU	Subprime /Prime	Disminución precio de la acciones por 40%
17 <i>IKB Deutsche</i>	Alemania	Subprime	Disminución precio de la acciones por 20%
18 <i>Hypo Real Estate Holding AG</i>	Alemania	Subprime	Disminución del precio de la acción en 6,3%
19 <i>Commerzbank AG</i>	Alemania	Subprime	Disminución del precio de la acción en 4,2%
20 <i>Allianz</i>	Alemania	Subprime	Disminución del precio de la acción en 1,8%
21 <i>Macquarie Bank</i>	Australia	Subprime	Disminución de 25% de sus resultados
22 <i>GMAC (General Motors)</i>	EEUU	Subprime	Renegociación de su venta a Cerberus Capital Management LP, ya que su filial (ResCap) tiene el 77% de cartera en este tipo de hipotecas
23 <i>HSBC Holding PLC</i>	Inglaterra	Subprime/Prime	

Fuente: OJF y asociados

**En Europa es diferente**

En los últimos días se conocieron casos de fondos europeos con problemas como el fondo DWS ABS del Deutsche Bank y tres fondos del BNP Paribas que se dedicaban a las MBS del sector subprime en EE.UU. Sin embargo, en estos casos no se trata de Fondos de Cobertura o “*Hedge Funds*”, sino de Fondos Comunes de Inversión o “*Mutual Funds*”. La diferencia entre ambos es importante, porque los primeros suelen estar apalancados, mientras que los segundos no pueden endeudarse, sino que invierten el capital que se les proporciona a través de las ventas de cuotas-partes.

Cada cuota-parte representa una proporción del capital invertido por el fondo y si alguien desea vender su cuota-parte, el banco la recompra y vende en el mercado los activos que ese título representaba. En el caso del BNP Paribas, sucedió que se retiraron en pocos días US\$ 550 millones de tres Fondos Comunes de Inversión que estaban invertidos en MBS y que tenían

inversiones por US\$ 2.200 millones. De la misma manera, el DWS ABS del Deutsche Bank tuvo una salida de fondos por US\$1.225 millones de los US\$ 3.000 millones que administraba. Esto generó fuertes ordenes de venta de MBS's en el mercado europeo que se sumaron a las ventas que se daban en EE.UU. Como consecuencia, los precios de muchos de estos activos cayeron, al punto que en algunos casos ni siquiera había compradores. Por lo tanto, el BNP Paribas decidió congelar los fondos en problemas por 30 días, bajo el pretexto de que no podían recomprar las cuota-partes, porque no podían estimar el valor de los activos que éstas representaban. A diferencia del caso americano, en Europa no hay problemas solvencia –al menos por ahora- sino de liquidez.

**LA POLITICA MONETARIA MUNDIAL DE LOS ÚLTIMOS DÍAS**

Los problemas en el mercado secundario de hipotecas provocaron una gran caída de la liquidez mundial, en los últimos días. Al punto tal, que la tasa interbancaria en EE.UU. –Fed Fund Rate- tocó 6% el 9 de agosto pasado, a pesar de que la Reserva Federal mantuvo sin cambios el objetivo de esta tasa en 5,25%. Algo similar sucedió en Europa donde la Euribor pasó de 4,1% a 4,24% ese mismo día, a pesar de que el Banco Central Europeo inyectó más US\$ 129 mil millones.

De hecho, la salida de capitales desde los activos de riesgo se mantuvo por varios días, lo que obligó al BCE y a la FED a seguir inyectando capital para bajar las tasas de interés.

**INTERVENCION DE LOS BANCOS CENTRALES DESDE EL 9 DE AGOSTO**

*millones de US\$ y %*

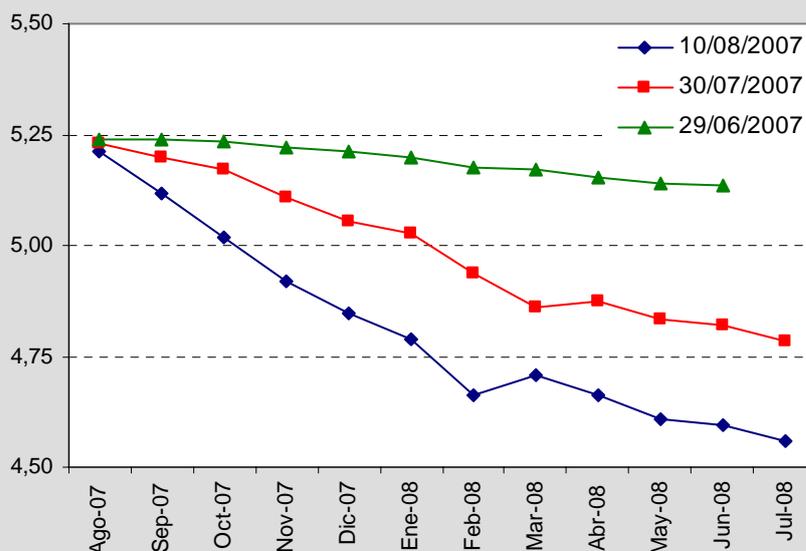
	Estados Unidos		Europa		Intervención Total
	Inyección de fondos	Tasa efectiva de Fed Fund	Inyección de fondos	Euribor 7 días	
Miércoles 8		5,26%		4,10%	
Jueves 9	38.000	5,41%	129.118	4,24%	167.118
Viernes 10	24.000	5,35%	83.600	4,23%	107.600
Lunes 13	2.000	5,25%	64.967	4,21%	66.967
<b>Total</b>	<b>62.000</b>		<b>277.685</b>		<b>339.685</b>
% del circulante	8,2%		33,7%		21,4%

Fuente: OJF y Asociados

Entre ambos bancos inyectaron casi US\$ 340 mil millones en tres días. Lo que implicó un aumento del 21,4% en la circulación monetaria combinada de Europa y Estado Unidos.

Con esta inyección de fondos se espera que las cosas comiencen a volver a la normalidad. De hecho, en el día de hoy la Reserva Federal, sólo necesitó US\$ 2.000 millones para reducir la tasa de interés a su target de 5,25%. Sin embargo, en materia de política monetaria aún queda por definir como actuarán los bancos centrales en los próximos meses. Con el actual escenario de baja liquidez parece difícil que el BCE decida volver a subir las tasas el próximo 6 de septiembre. Por otra parte, el mercado comenzó a apostar a una baja de tasas por parte de la Reserva Federal. En efecto,

**EXPECTATIVA SOBRE LA TASA DE LOS FED FUNDS SEGÚN EL MERCADO DE FUTUROS**



Fuente: Chicago Board of Trade

el mercado le asigna una probabilidad de 92% a la posibilidad de que la Reserva Federal reduzca la tasa de interés a 5% en octubre. Incluso, la probabilidad de que la FED baje la tasa a 5% en septiembre subió del 20% al 54% en los últimos 10 días.

Esta situación pone a la Reserva Federal en una situación de frágil equilibrio. Por un lado, puede enfrentarse a una situación de baja liquidez y, por el otro, aún no ha logrado contener del todo la inflación. Creemos que la Fed aún no tiene una decisión tomada y esto dependerá de la evolución de los mercados y de los datos de inflación que vayan apareciendo. De hecho, esta semana se publican tanto los precios mayoristas como los minoristas en EE.UU., lo cual, en este contexto resultan datos extremadamente relevantes.

**EL EFECTO “SUBPRIME” EN ARGENTINA Y LA REGION**

En América Latina el efecto de la crisis de las sub-primas se tradujo en una fuga de capitales, un aumento de los rendimientos de los títulos públicos y en la devaluación de las monedas. En materia de aumento del riesgo país Argentina fue uno de los más golpeados a pesar de que la capacidad de pago del Gobierno se mantiene sólida gracias al superávit fiscal.

La caída de los mercados bursátiles de julio, provocó una baja de los precios de los títulos públicos argentinos y por lo tanto, un aumento de los rendimientos de los mismos. Esto llevó a un aumento del riesgo país y una suba del costo de financiamiento del Estado. Adicionalmente, el 6 de agosto el Gobierno debió pagar vencimientos de títulos públicos por US\$2.500 millones, con lo cual, se produjo un cuello de botella en las necesidades de financiamiento del sector público, que se resolvió parcialmente emitiendo los títulos públicos a Venezuela.

En efecto, el fuerte aumento del riesgo país erosionó la demanda de bonos argentinos tanto a nivel local como a nivel internacional. Prueba de esto, es que el BCRA canceló la emisión de Lebacks y Nobacs del 31 de julio pasado y que el riesgo país argentino fue el que más subió dentro de la región.

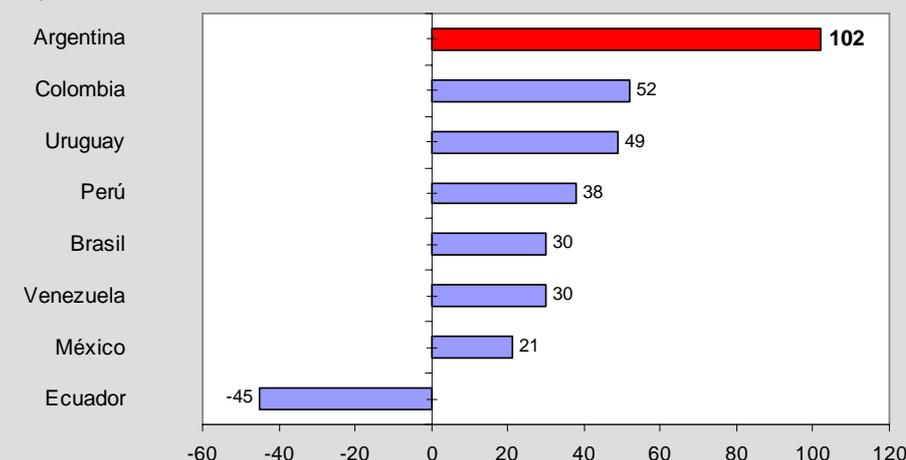
A nivel internacional la demanda de bonos argentinos, es prácticamente nula, debido a que aún no resuelve la situación de los “Holdouts” y a que los conflictos en el INDEC han reducido notoriamente la confiabilidad que se tenía en los bonos ajustados por CER. Por esta razón, el Gobierno debió recurrir a Venezuela para emitir bonos, aunque sea a una tasa del 10,6%. Adicionalmente, por esta vía el Gobierno puede hacerse de dólares sin tener que comprar demasiado en el mercado interno que aún está algo “sensible”.

Afortunadamente, de aquí a fin de año, las necesidades de financiamiento son mucho menores y es poco probable que el Gobierno tenga nuevos problemas para financiarse. Recién en diciembre el Gobierno deberá enfrentar vencimientos del cupón del PIB por US\$1.500 millones. Sin embargo, la mayor parte de este monto está cubierto.

Más allá de la situación fiscal, el sistema financiero argentino parece mantener la solvencia. Sin embargo, en términos de liquidez ha pasado por cuellos de botella que llevaron la tasa de interés interbancaria hasta el 20%. Incluso, las tasas de interés de los plazos fijos han subido desde 7,22% en junio a 8,1% en agosto. Sin embargo, estos niveles de tasas aún son bajas comparadas con la inflación. De hecho, según nuestras estimaciones, la inflación anualizada de los primeros 7 meses ya se encuentra en torno al 14%.

El problema de las sub-prime nos está revelando que la situación internacional ya no es tan favorable como en el pasado. De hecho, ya no podemos hablar de un exceso de liquidez a nivel

**VARIACIÓN DEL RIESGO PAIS EN LATAM ENTRE 10-AGO Y 29-JUN**  
En puntos básicos



Fuente: OJF & Asociados en base a JP Morgan

mundial y las dificultades del sector inmobiliario va a provocar una desaceleración en la economía norteamericana. Afortunadamente, los precios de los commodities aún se mantienen firmes a pesar de la volatilidad de los últimos días los haya perjudicado levemente.

A este deterioro de la situación internacional se suma la crisis energética, que provocó una caída de la actividad económica de julio de 0,2% mensual en términos desestacionalizados y la reducción del superávit fiscal. En efecto, si no fuera por los traspasos de fondos de las AFJP, en junio el Sector Público No Financiero habría tenido un déficit fiscal de \$ 185 millones, a pesar de que los ingresos tributarios crecieron al 30% anual.

En síntesis, la coyuntura económica parece estar deteriorándose tanto desde el punto de vista internacional, como del fiscal, energético e inflacionario. Sin embargo, el alto nivel de reservas, el superávit comercial, los buenos precios agrícolas, la solidez del sistema financiero y las bajas necesidades de financiamiento del sector público son factores que tienden a suavizar el deterioro de la coyuntura económica.

f u n d a c i ó n  
**NORTE**Y**SUR**

## **AUTORIDADES**

### **Presidente**

Orlando J. Ferreres

### **Vicepresidente**

Ludovico A. Videla

### **Vocales**

Raúl Sanguinetti

Rodolfo D'Onofrio

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Carlos Mendive

Francisco Gismondi

Sebastián Marcilese

## **EQUIPO DE TRABAJO**

### **Directora de Investigaciones**

Marta N. Barros

### **Investigadores**

Juan Pablo Paladino

Milagros Gismondi

Nicolás Cozzetti

María Belén Nates

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

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

E-Mail: [nys@ojf.com](mailto:nys@ojf.com)

[www.nys.org](http://www.nys.org)

**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**

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

**NyS Nº 030**

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

**NyS Nº 031**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007

**NyS Nº 032**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2007