

# La compleja tarea de “administrar” el *default*

## Informe Mensual Julio

Jueves 07 de agosto de 2014

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

El efecto combinado del temor del Gobierno a la activación de la cláusula RUFO, la percepción de que Griesa estaba en una situación incómoda y la incapacidad para explorar una solución alternativa hizo que la Argentina entrara nuevamente en *default*. Más allá de que se trata de una cesación de pagos un tanto extraña (ya que el país giró los fondos pero fueron inmovilizados por una orden judicial), el prospecto de los títulos no deja dudas al respecto.

La única posibilidad de arreglo era que un “tercero interesado” (por ejemplo un consorcio de bancos locales) llegara a un acuerdo con los *holdouts*, para negociar con el Gobierno a partir de enero de 2015 sin la amenaza de un default inminente. Pese a que se trataba de la alternativa más aséptica en términos legales y que permitía solucionar varios frentes de forma simultánea, el Gobierno decidió abortarla unilateralmente en las vísperas del *default*.

Mientras se prolongue el escenario de *default*, se incrementará el riesgo de que un grupo de acreedores solicite la aceleración de todo el flujo futuro de pagos (para el cual requieren reunir el 25% del monto de una serie), lo que pondría al país al borde de una nueva reestructuración de la deuda. Por su parte, Griesa no toma mayores definiciones: mantiene inmovilizados los pagos correspondientes al bono Discount legislación extranjera (aunque no los embarga), y sigue instando a las partes a negociar. Por el momento, la única posibilidad a la vista es que un grupo de bancos extranjeros y empresas privadas compren la sentencia.

Luego del *default* y las reacciones destempladas, la sensación es que la RUFO era la excusa del Gobierno para no negociar en 2014, y que la voluntad política de pagar no va mucho más allá de las condiciones ofrecidas en el canje de 2005 y 2010: esto le permitiría al Gobierno mantener la intransigencia

contra los *holdouts* que tantos dividendos políticos le reporta en el plano doméstico, aunque al costo de un *default* que, lejos de solucionarse apenas empezado el 2015, podría prolongarse al menos hasta la transición presidencial.

El *default* dinamita la principal apuesta económica del Gobierno: acceder al financiamiento externo para conseguir dólares y tratar de dinamizar la actividad económica. En caso de que el *default* se mantenga en el tiempo, lo que cabe esperar es la profundización de los problemas que la economía argentina ya venía arrastrando: recesión, alta inflación, incertidumbre cambiaria, escasez de reservas, cepo cambiario, problemas en el mercado laboral y parálisis de la inversión. Así, la transición hacia diciembre de 2015 será menos tranquila de lo que se estimaba a partir de las señales de normalización financiera que había venido dando el Gobierno. La incógnita es si el agravamiento de los problemas de la macro será motivo suficiente para que el Gobierno busque una solución negociada apenas iniciado el 2015.

## Los riesgos de jugar al límite

Si bien el *default* era el peor escenario posible para todos, en el Informe Mensual pasado planteábamos que cuando las partes directamente involucradas jugaban al límite y redoblaban sistemáticamente la apuesta **no se podía descartar que el resultado final terminara siendo el menos conveniente**. Así, **al haberse vencido el plazo de gracia para el pago de US\$ 539 M del bono Discount, la Argentina finalmente entró en *default***. Más allá de que se trata de un *default* “extraño” (ya que el país giró los fondos al agente fiduciario pero un fallo judicial les impide cobrar a los bonistas) y de los malabares discursivos del Gobierno para negar el evento de *default*, **el prospecto legal de los títulos del canje de 2005 no deja ninguna duda: las obligaciones argentinas no serán cumplidas si cualquiera de los pagos previstos (amortizaciones o intereses) no son recibidos por el tenedor registrado de los títulos<sup>1</sup>**.

Después del clima de marcado optimismo del sector financiero que desde principios de julio daba por descontado un acuerdo, la estrategia del Gobierno fue la de jugar al límite para convencer a la contraparte (y al juez) de que el país estaba dispuesto a entrar nuevamente en cesación de pagos. **Esto permitía obtener rédito político interno endureciendo el discurso contra los “enemigos perfectos” (Griesa y los *holdouts*), y simultáneamente recuperar algo de fortaleza para mejorar los términos de un eventual acuerdo o bien para que Griesa repusiera el *stay***.

---

<sup>1</sup> Página S-67 del prospecto original. Distintamente, el prospecto del canje de 2010 establece que las obligaciones de la Argentina no se consideran cumplidas hasta que “dichos pagos sean recibidos por el agente pagador” (*common depositary*).

Además, en la visión del Gobierno **Griesa se encontraba en una posición incómoda en la medida en que se volvían palpables las consecuencias de su fallo.** Esto pareció quedar en evidencia cuando a finales de junio el Gobierno giró al Bank of New York los US\$ 539 M para el pago de los intereses del Discount legislación extranjera y Griesa, en lugar de aplicar su “fórmula de pago” y embargar US\$ 400 M de ese total, prefirió inmovilizarlos e instar a las partes a negociar. Esta señal incentivó al Gobierno a mantener la intransigencia a la espera de que, ante la inminencia del *default*, finalmente autorizara el pago.

Una vez que quedó claro que para el Gobierno el riesgo asociado al gatillo de la cláusula RUFO no era una estrategia de negociación sino un obstáculo insalvable que, en su visión, impedía cualquier tipo de negociación con los *holdouts*, **la única alternativa posible era que un “tercero interesado”** (obviamente con algún guiño por parte del Gobierno) **llegara a un acuerdo con los *holdouts*<sup>2</sup>. Así, a partir de enero de 2015 podría negociar con el Gobierno sin la amenaza de un *default* inminente.** De tratarse de un consorcio de bancos locales, **esta alternativa**, que también habíamos mencionado en nuestros informes, **permitía solucionar varios frentes de forma simultánea.**

En primer lugar, **se trataba de la alternativa más aséptica en términos legales** ya que al ser una negociación entre privados no existía ningún margen para que tenedores de deuda reestructurada pudieran reclamar la activación de la cláusula RUFO. En segundo lugar, **le permitía al Gobierno evitar el *default* y mantenerse al margen de la negociación, preservando el discurso épico “anti-buitres”** de cara a la opinión pública doméstica.

---

<sup>2</sup> Aun cuando desde lo estrictamente jurídico el gatillo de la cláusula RUFO era discutible, lo cierto es que el Gobierno no sólo temía por una eventual catarata de juicios de los *hold-in*, sino a las implicancias penales asociadas para los funcionarios que firmaran el acuerdo.

Desde la perspectiva de los bancos, evitaban los efectos de un *default* sobre su hoja de balance y de paso podían mejorar su imagen ante la opinión pública con un salvataje de último momento. Cabe destacar que el impacto se produce no sólo por la caída en los precios de los títulos públicos que tienen en cartera, sino también el asociado a un eventual endurecimiento de los límites de Posición Neta en Moneda Extranjera en caso de que el Banco Central volviera a perder reservas (lo que limitaría enormemente la posibilidad de los bancos de cubrirse patrimonialmente contra una devaluación)<sup>3</sup>. Y por último, el Gobierno contaba con mecanismos menos evidentes para “compensar” a los bancos por la diferencia entre el aporte en efectivo que realizaran y el arreglo que alcanzaran con el Gobierno una vez expirada la RUFO (vía regulación bancaria del BCRA). Obviamente, la situación es muy distinta si el que compra la sentencia era un banco extranjero.

Ahora bien, si la compra de la sentencia por un consorcio de bancos locales era por lejos la mejor alternativa disponible, la pregunta es por qué fracasó. Una posible explicación es que los *holdouts* forzaron el *default* porque se beneficiaban con el cobro de *Credit Default Swaps* (CDS) que adquirieron con anterioridad<sup>4</sup>. Aun cuando esto pudo haber tensado las negociaciones, lo cierto es que el eventual acuerdo se dinamitó por decisión exclusiva de CFK y Kicillof.

La intención de los bancos de contar con algún tipo de garantía con respecto al reintegro de los “apor-

---

<sup>3</sup> A principios de febrero, el Banco Central dispuso limitar al 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable de los bancos la Posición Neta en Moneda Extranjera (y al 10% en el caso puntual de las posiciones en los mercados de futuros).

<sup>4</sup> El viernes pasado la agencia ISDA (*International Swaps and Derivates Association*) dictaminó que se produjo un evento de *default* en el caso argentino y se gatillaron contratos por un monto total estimado de US\$ 1.000 M.

tes” que iban a realizar (US\$ 600 M en 2014) vía el organismo con participación pública-privada que asegura los depósitos (SEDESA) **enfureció al Gobierno**. Más allá de la “picardía” de los bancos, **el punto es que si la intención del Gobierno era que efectivamente se llegara a un acuerdo estas diferencias eran absolutamente salvable**s y, para evitar malentendidos de último momento, la letra chica debió haberse negociado con más antelación.

Distintamente, **el Gobierno decidió automáticamente dinamitar todo tipo de negociación y asumir los costos de volver a entrar en default**. Y ante el temor de ser acusados de acuerdos espurios con los bancos, tanto el ministro Kicillof como CFK expusieron por cadena nacional a los bancos, prácticamente con nombre y apellido, y los acusaron de querer hacer negocios con dinero ajeno. **Teniendo en cuenta que se trató de una gestión iniciada por el propio Gobierno, sienta un pésimo precedente de cara al futuro**. Y las esquivas afectaron también al presidente del Banco Central, quien quedó en una posición extremadamente incómoda y con rumores de renuncia.

¿Qué puede pasar en el corto plazo? Existen reiterados rumores con respecto a la posibilidad de que un grupo de bancos extranjeros (JP Morgan, Citibank, Deutsche Bank y HSBC) y empresas compren la sentencia para negociar posteriormente con el Gobierno una vez vencida la RUFO. Más allá de los trascendidos, **parece difícil que estas charlas puedan llegar a buen puerto**. En primer lugar, porque **la extrema dureza de las palabras recientes de CFK y Kicillof dejan traslucir que la falta de vocación negociadora de la Argentina no se explica por la existencia de la RUFO sino porque el Gobierno no tiene voluntad de alcanzar un arreglo por un monto significativamente más elevado del que surgiría de replicar las condiciones de los canjes de 2005 y 2010**. En segundo lugar, porque el Gobierno no cuenta con la posibili-

dad de dar una “garantía” de cumplimiento de lo que se acuerde post enero de 2015, ni con las herramientas para conceder una compensación no explícita a los bancos (como sí sucedía en el caso de los bancos locales).

Obviamente, el principal interés de este consorcio de bancos extranjeros es evitar el impacto asociado a una caída en los valores de los títulos públicos argentinos, dada su alta exposición: por ejemplo, recientemente Repsol acordó con JP Morgan la venta de los casi US\$ 5.000 M en títulos públicos que recibió por el acuerdo indemnizatorio (Bonar 24, Bonar X 2017 y Discount), que posteriormente los vendió en el mercado (y probablemente buena parte de ellos hayan quedado en manos de sus clientes).

**Por lo pronto, la cláusula de “cross default” de los bonos reestructurados hace que, dado el incumplimiento en el caso del Discount, el resto de los títulos también se encuentren en *default*<sup>5</sup>. De acuerdo al prospecto original, una vez producido el *default* los tenedores del 10% del monto de capital de cualquiera de las 16 series existentes pueden solicitar al Bank of New York que convoque a una asamblea de los tenedores de dichos títulos para que decidan si se inicia el proceso de aceleración. Si al menos el 25% del monto de capital de la serie en cuestión está de acuerdo, puede reclamarse la aceleración y el pago inmediato de todo el flujo de amortización e intereses hasta el vencimiento del bono respectivo<sup>6</sup>. Una vez producida la declaración de aceleración, el Gobierno dispone de 60 días adicionales para evitarla: dado que se produce como consecuencia de un *cross default*, la declaración de aceleración se rescinde automática-**

---

<sup>5</sup> Para activarse el *cross default*, el prospecto establece que el incumplimiento debe ser superior a los US\$ 30 M.

<sup>6</sup> Las cláusulas de aceleración y *cross default* rigen sólo para los títulos con legislación extranjera (NY, UK y Japón).



mente si la Argentina soluciona el *default* o si los tenedores de la deuda acelerada anulan la declaración de aceleración<sup>7</sup>.

Para un ahorrista promedio el incentivo a solicitar la aceleración es muy bajo, ya que de producirse la Argentina quedaría prácticamente obligada a realizar a una nueva reestructuración de la deuda. **Pero la situación es distinta en el caso de bancos o fondos de inversión que podrían beneficiarse de forzar a la Argentina a una nueva reestructuración de su deuda.** Así, no se puede descartar que estos fondos hayan acrecentado recientemente sus tenencias de alguna serie específica (por ejemplo en el caso del PAR, que cotiza apenas por encima de los US\$ 50) para llegar al valor umbral del 25% que permite solicitar la aceleración una vez producido el evento de *default*. Obviamente, **de producirse la aceleración** (cuyas chances aumentan en la medida en que la Argentina no de señales positivas) **se volvería inevitable una nueva reestructuración de la deuda.**

Por su parte, **Griesa sigue sin tomar mayores definiciones** (más allá de las críticas a las declaraciones públicas del Gobierno argentino) **e insta a las partes a negociar. El monto inmovilizado al Bank of New York por US\$ 539 M se mantiene en el limbo:** los tenedores de bonos Discount Legislación NY, UK y Japón no cobraron pero esa suma tampoco fue embargada para que puedan cobrar los *holdouts* en función de la “fórmula de pago” que Griesa estableció en su fallo de febrero de 2012 y que fue ratificado por las instancias judiciales superiores<sup>8</sup>. Para evitar echar más

---

<sup>7</sup> De acuerdo al prospecto, los tenedores del 50% del monto remanente de cada serie pueden “dispensar” (*wave*) cualquier *default* existente, y rescindir o anular cualquier declaración de aceleración si luego de haberse producido el *default* la Argentina deposita en el agente fiduciario una suma suficiente para pagar todos los servicios vencidos y la tasa de interés correspondiente por la mora.

<sup>8</sup> De acuerdo a esta fórmula de “trato igualitario”, el monto retenido de cada pago se debe distribuir para que el porcentaje de cobro sea el mismo entre los *holdouts* y los tenedores del título reestructurado cuyo pago puntual haya sido inmovilizado. En el caso de los US\$ 539 M retenidos, deber-

leña al fuego, en la última audiencia evitó hablar de *default* y, de forma similar a lo hecho con Citibank, autorizó a Euroclear Bank y Clearstream Banking a realizar “por única vez” el pago a los bonistas europeos de Discount en Dólares con ley argentina<sup>9</sup>.

**Mientras Griesa no decida embargar los fondos, la estrategia del Gobierno será seguir realizando los pagos de deuda reestructurada:** el próximo es el del Bono Par el 30-sep (y Griesa podría inmovilizar US\$ 191 M). De esta forma, el Gobierno mantendría su argumento de que “*no es default porque Argentina pagó*”, promoviendo que los *hold-in* afectados por la decisión de Griesa reclamen judicialmente al BoNY.

**El escenario es muy distinto si Griesa finalmente termina por efectivizar el embargo** (evento que se estima improbable). Ante esa circunstancia, parece inevitable que **el Gobierno avance en un cambio de jurisdicción de la deuda reestructurada con legislación norteamericana para que los pagos queden fuera del alcance de Griesa y lleguen a los acreedores**. Se trataría de un canje de deuda que, a partir de la inclusión de “Cláusulas de Acción Colectiva” en el prospecto original, requiere del **consentimiento del 75% del capital remanente de una serie para que las nuevas condiciones sean obligatorias para el 100% de los acreedores de esa serie** (evitando el poder de veto de una minoría inferior al 25%)<sup>10</sup>.

Se trata de una alternativa que el Juez Griesa en reiteradas ocasiones prohibió, y que **resultaría extremadamente compleja de instrumentar porque en caso de que la**

---

ían distribuirse US\$ 400 M para los *holdouts* y el monto remanente para los tenedores del Discount.

<sup>9</sup> El lunes pasado el juez libró una autorización similar para JP Morgan.

<sup>10</sup> Adicionalmente, se establece que el canje será obligatorio para todos los tenedores de deuda reestructurada si se logra el 85% de aprobación en el capital remanente de todas las series y el 66,6% de cada serie en particular.

#### Vencimiento del Discount y del bono Par

En millones de US\$

	Dicount	Par
	30-Jun-14	30-Sep-14
Ley Arg- En \$	158	6
Ley Arg- En US\$	292	19
Ley NY- En US\$	235	78
Ley Europea- En Euros	302	112
Ley Japón- En Yenes	2	1
<b>Total</b>	<b>989</b>	<b>215</b>
<b>Afectados por fallo de Griesa</b>	<b>539</b>	<b>191</b>

Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

**Argentina entre en desacato con la justicia norteamericana, también lo harían aquellas instituciones financieras que colaboraran en la estructuración del eventual canje.** Aun omitiendo estos obstáculos, **parece difícil que pueda alcanzarse el porcentaje requerido y no se termine creando una nueva generación de *holdouts*:** pese a que a corto plazo implicaría cobrar los servicios en un lugar “seguro”, no se pueden minimizar los riesgos asociados de someterse a futuro a la legislación argentina, y con un Gobierno que ha venido reaccionando con inusual dureza. Obviamente, todo dependerá de la eventual mejora en las condiciones financieras que el Gobierno se vea obligado a ofrecer por el cambio de jurisdicción y del mecanismo que se establezca para garantizar el cobro por parte de los acreedores. **Pero es evidente que en el contexto de incertidumbre asociado al *default* y al incumplimiento de un fallo de la justicia norteamericana, no será nada sencillo que un canje de este tipo pueda resultar exitoso.**

En todo caso, **la principal duda se vincula con la voluntad que efectivamente tiene el Gobierno para llegar a un acuerdo con los *holdouts*.** Teniendo en cuenta los pasos que el Gobierno vino dando en pos de normalizar la relación financiera con el resto del mundo (pago de sentencias del CIADI, normalización del INDEC, indemnización a Repsol, acuerdo con el Club de París, etc), la impresión generalizada era que el Gobierno tenía voluntad negociadora con los *holdouts* pero que la cláusula RUFO era el obstáculo que el acuerdo pudiera cerrarse en 2014.

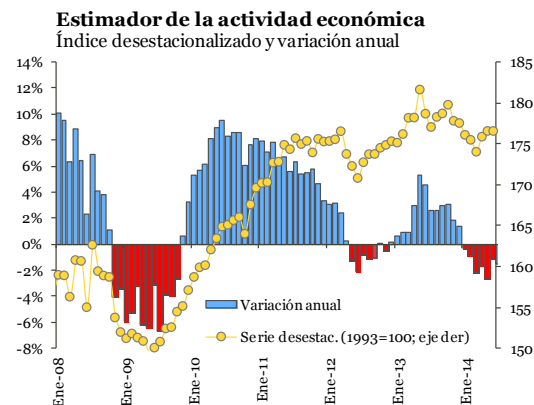
**Luego del *default* y las reacciones destempladas, el panorama se modificó radicalmente:** la sensación ahora es que la RUFO era la excusa del Gobierno para no negociar en 2014, y que la voluntad política de pagar no va mucho más allá de las condiciones ofrecidas en el canje de 2005 y

2010<sup>11</sup>. Esto le permitiría al Gobierno mantener la intransigencia contra los *holdouts* que en el corto plazo tantos dividendos políticos le reporta en el plano doméstico, aunque al costo de un *default* que, lejos de solucionarse apenas empezado el 2015, podría prolongarse al menos hasta la transición presidencial.

## Una economía en recesión y con escasez de reservas

Teniendo en cuenta que el retorno a los mercados de financiamiento era la principal apuesta para conseguir dólares y tratar de dinamizar la actividad económica, un escenario de un *default* que se extienda en el tiempo significará un pesado lastre para una economía con escasez de reservas, que estaba en recesión y con alta inflación.

Desde principios de año la economía viene perdiendo impulso y ya está en recesión: en los últimos seis meses nuestro Indicador Mensual de la Actividad Económica acumula una caída del 1,5% ia en el 1S-14 (promedia una contracción del 0,1% mensual desest.). Es la primera vez desde la crisis de 2009 que se conjugan seis meses consecutivos en baja<sup>12</sup> y en términos desestacionalizados la activi-



Fuente: LCG en base a estimaciones propias

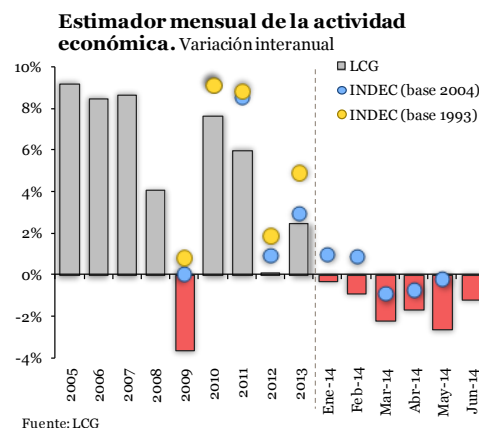
<sup>11</sup> En el Informe Mensual pasado, estimábamos que de aplicarse las condiciones del canje 2010 deberían emitirse US\$ 294 M de nueva deuda valor nominal (más cupones del PBI), que podían transformarse en US\$ 330 M de deuda y US\$ 99 M cash si se ofrecía un “Canje 2010 Plus” (que capitalizaba al 7,2% los pagos realizados por el Discount y el Cupón del PBI en el período 2005-13). En todo caso, montos muy inferiores al establecido por Griesa (US\$ 1.660 M actualizado a hoy) y que reclaman los *holdouts*.

<sup>12</sup> En el parate de 2012, la caída se concentró en 5 meses (may-sep), promediando una baja del 1,3% ia.

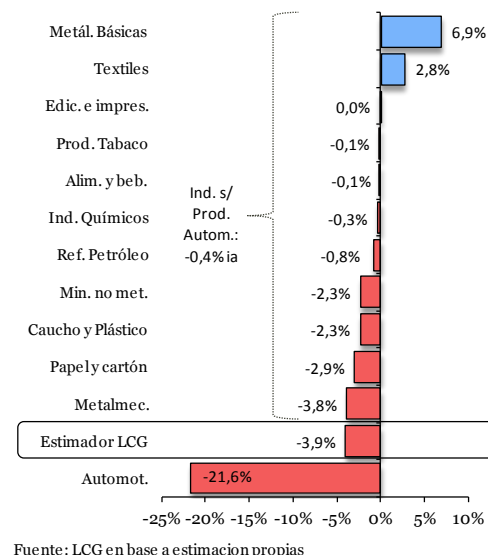
dad económica se ubica prácticamente en los mismos niveles que hace dos años.

De hecho, las cifras oficiales del INDEC también reflejan un menor ritmo de crecimiento: **en los primeros 5 meses la economía no creció respecto de un año atrás, a la vez que ya acumula tres meses consecutivos con caídas interanuales (mar-may)**. Aun cuando el cambio del año base (al 2004) achicó las diferencias con las estimaciones privadas<sup>13</sup>, **la brecha todavía persiste** y se amplió en los últimos meses: en may-14, la diferencia entre ambas mediciones llegó a 2,4 pp (-0,2% ia según el INDEC vs -2,6% ia según LCG)<sup>14</sup>.

Tanto la industria como la construcción y el consumo privado vienen sintiendo el parate. En el 1S-14 la industria manufacturera acumuló una caída del 3,9% ia, y 10 de los 12 sectores industriales relevados evidencian un retroceso de la producción. Como era de esperar luego del aumento del impuesto y la devaluación, la **Industria Automotriz** es la más afectada: en el 1S-14 la producción **se desplomó 22% comparado contra un año atrás (86.130 unidades menos)**, afectada tanto por una menor demanda interna (-27% ia) como externa (-25% ia)<sup>15</sup>. Sólo de manera directa, el derrumbe automotriz restó 3,6 pp al crecimiento agregado de la industria. Del resto de los sectores, **los únicos que crecen son la industria Siderúrgica (+7% ia) y la textil (+3% ia)**. Entre ambos aportaron 0,6 pp al crecimiento industrial, apenas una sexta parte de la pérdida que genera la caída de la producción automotriz. De hecho, **aun excluyendo al sector**



**Producción industrial**  
Datos al 1S-2014, variación anual



<sup>13</sup> En 2013 el crecimiento económico oficial terminó cerrando en 2,9%, sólo 0,4 pp por encima de la estimación LCG de 2,5% (inicialmente, el dato del EMAE con el año base 1993 mostraba un “sorpresivo” crecimiento del 4,9% ia).

<sup>14</sup> De hecho, resulta llamativo las diferencias que el INDEC muestra en el crecimiento en el 1T-14 entre el EMAE (+0,3% ia) y el PBI de Cuentas Nacionales (-0,2% ia en 1T-14), series que en el pasado tendían a converger.

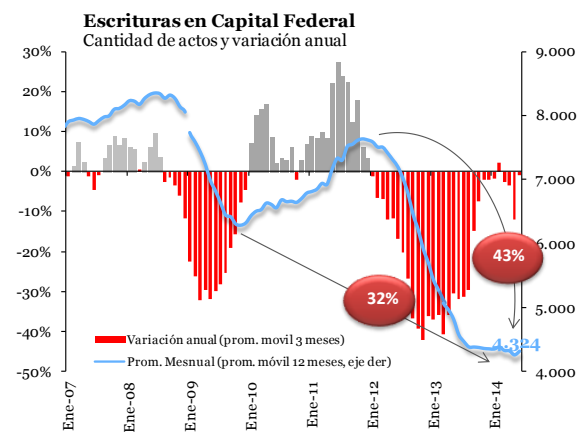
<sup>15</sup> En julio la producción automotriz volvió a desplomarse, cayendo 31% ia.

automotriz se observa que el resto de la producción acumula una baja del 0,4% ia en el 1S-14.

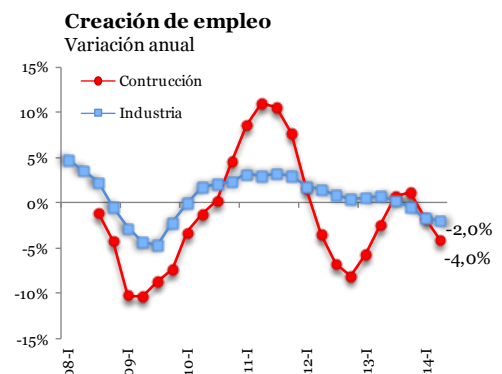
De forma similar, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción del INDEC suma el **segundo trimestre consecutivo con caída interanual, acumulando una contracción del 2,4% ia en el 1S-14**. Según el Índice Construya, la contracción se profundizó en los últimos 3 meses (-5,4% ia). En el desagregado sectorial, los únicos rubros que acumulan crecimiento respecto de un año atrás son las obras viales (apenas 0,7% ia), en tanto que la **construcción de viviendas y de obras para otros destinos (conjuntamente, más de 3/4 del total de la actividad) registran caídas del 2,9% y 2,1% ia, respectivamente**. Además, **el mercado inmobiliario sigue en el subsuelo: aun desde niveles mínimos, las escrituras de inmuebles siguen cayendo (-2% ia en el 1S-14) y se ubican 32% por debajo del piso que trajo aparejado la crisis de 2009 (-43% en relación a la situación pre-cepo)**.

En este contexto no debería sorprender la suerte que corre el **empleo** en estos dos sectores: en la industria **acumula un retroceso del 2% ia (21.000 puestos de trabajo menos)**<sup>16</sup> y en la **construcción del 4% ia (11.200 trabajadores)**.

El efecto combinado de devaluación, la caída del salario real, la desaceleración del crédito y los problemas del mercado laboral impacta de lleno sobre **el consumo privado**. En lo que va del año el **consumo masivo acumula una caída del 1,2% ia**, apenas sostenida por las ventas en supermercados que informa el INDEC (+2% ia real)<sup>17</sup>. Distintamente **las ventas minoristas de**



Fuente: LCG en base a CIA



Fuente: LCG en base a INDEC e IERIC

<sup>16</sup> El total de horas trabajadas registra una caída mayor (-2,2% ia), reflejando las suspensiones que también afectan a los trabajadores del sector.

<sup>17</sup> Las variaciones nominales de las ventas en supermercados que informa el INDEC también resultan llamativas. Según datos de CCR, las ventas en

**CAME<sup>18</sup> promedian una caída del 7% ia** (con bajas en los 22 rubros que componen el relevamiento) y las efectuadas en **shoppings** registraron bajas del **2% y 9% ia en los últimos dos meses<sup>19</sup>**.

**A su vez, el consumo de bienes durables amplifica el ritmo de caída.** En lo que va del año los **patentamientos de 0 km retroceden un 24%** en la comparación interanual, las **ventas de automóviles a los concesionarios se derrumban un 34% ia** y las compras de **electrodomésticos, aún con efecto Mundial mediante, caen un 11% ia.** En este sentido, vale decir que a pesar de haber revertido parcialmente el efecto negativo que causó la devaluación de enero, **la predisposición a comprar bienes durables sigue ubicándose bien por debajo del nivel de los años previos.**

**Como consecuencia de la suba en las tasas de interés, la caída del salario real y la creciente incertidumbre laboral, el crédito al sector privado (especialmente el orientado al consumo) viene desacelerando sistemáticamente.** De hecho, los **préstamos personales crecen sólo 21% ia, lo que implica una caída del 12% ia en términos reales<sup>20</sup>.** El **financiamiento con tarjetas de crédito** también se resiente (+40% ia, -5 pp desde principios de año) aunque a un menor ritmo ya que la decisión de **hacer frente sólo al pago mínimo** frena la caída de los saldos.

**En este contexto, se sumó una inoportuna caída en los precios de los commodities.** Si bien la cosecha agrí-

hiper y supermercados acumulan una baja del 0,9% en el 1S-14, y considerando el total de los canales de ventas la caída es del 1,1% ia.

<sup>18</sup> Cámara Argentina de la Mediana Empresa. En julio, la caída fue del 9,6% ia.

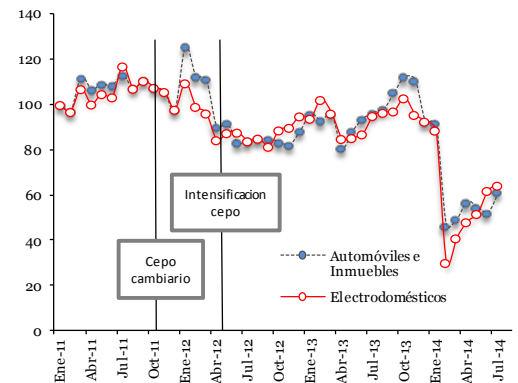
<sup>19</sup> En el acumulado del 1S-14, las ventas reales *shoppings* muestran un crecimiento nulo (+0,2% ia).

<sup>20</sup> Desde enero, acumulan una desaceleración de 10 pp en el ritmo nominal de crecimiento interanual.

## labourcapitalgrowth

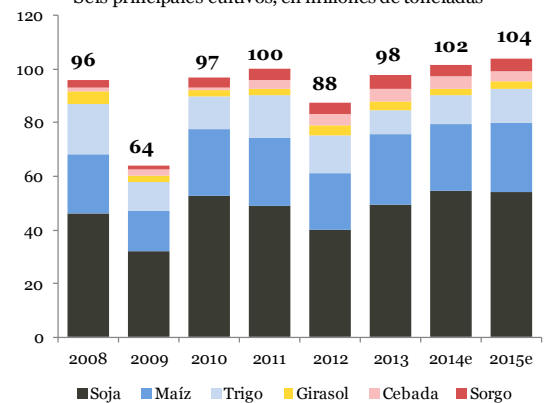
Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

**Predisposición a la compra de Bs. durables e inmuebles. Nivel Nacional**



Fuente: LCG en base a UTDT

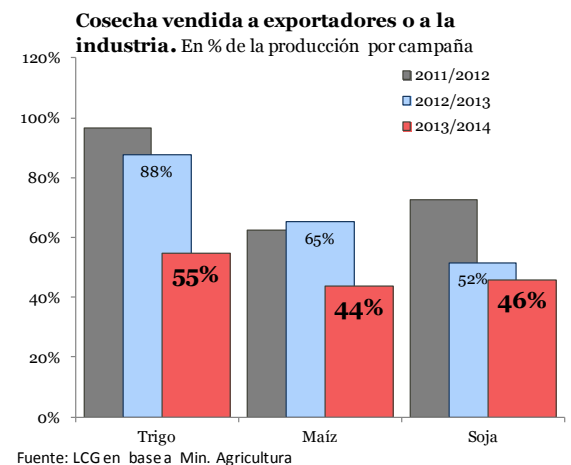
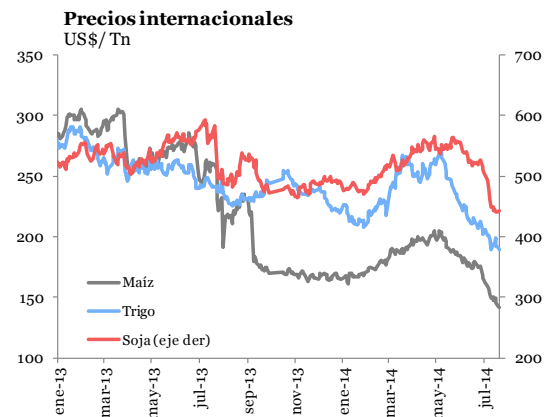
**Producción agrícola**  
Seis principales cultivos, en millones de toneladas



Fuente: LCG en base a USDA

cola alcanzó un nuevo récord (la producción de los seis principales cultivos<sup>21</sup> superó las 100 M de toneladas), **el impacto cambiario se ve limitado por la reciente caída de los precios internacionales y por la demora de los productores en liquidar la cosecha a la espera de un mayor tipo de cambio.** En el último mes los **precios internacionales de los commodities agrícolas se desplomaron:** la soja se ubica en torno a **US\$/tn 450** (15% por debajo del precio promedio de junio, US\$/tn 525<sup>22</sup>), el del trigo en US\$/tn 200 y el del maíz en US\$/tn 140<sup>23</sup>.

El problema es que **a junio sólo se había vendido** (a la industria y a los exportadores) **el 46% de la producción estimada de soja, el 44% de la de maíz y el 55% de la de trigo** (muy por debajo del promedio de los años anteriores). Considerando que aún resta liquidarse aproximadamente el 54% de la cosecha de los principales tres cultivos del país (soja, maíz y trigo), **una caída promedio del 15% en los precios internacionales** (como la registrada contra el promedio ene-abr) **reportará US\$ 3.100 M menos en 2014.** La expectativa es que la caída en los precios internacionales se mantenga en 2015: tomando el promedio de los precios futuro del período mar-15/ago-15 (donde se concentra la mayor liquidación de la cosecha), **implicaría una merma de US\$ 3.650 M en el valor de la producción de 2015<sup>24</sup>.**



<sup>21</sup> Soja, maíz, trigo, girasol, cebada y sorgo. La producción creció 4% contra la campaña 2012/13.

<sup>22</sup> Llegó a US\$/tn 440 el 17-jul, el mínimo valor desde ene-12.

<sup>23</sup> Contra el mes pasado, el precio del trigo se redujo 7% y el del maíz 21%.

<sup>24</sup> De hecho, se toma un crecimiento del 2,6% en la producción de los seis cultivos según proyecta la USDA.



### Producción agropecuaria

Estimación 2014 y 2015

	2014 e			2015 e		
	Produc- ción	Precio*	Valor de Produc.	Produc- ción	Precio**	Valor de Produc.
	Mill. de Tns.	US\$/Tn.	Mill. de US\$	Mill. de Tns.	US\$/Tn.	Mill. de US\$
Soja	54,5	474	25.835	54,0	404	21.792
Maíz	25,0	163	4.074	26,0	155	4.038
Trigo	10,7	216	2.312	12,5	219	2.741
<b>TOTAL</b>			<b>32.221</b>			<b>28.571</b>

Fuente: LCG en base a USDA (proyecciones de jul-14).

\* Precio promedio anual estimado

\*\* Precio promedio de contratos futuros a mar-ago 2015

-US\$  
3.650 M

## El impacto de un *default* prolongado

**En este escenario, el *default* es la noticia más inoportuna.** Obviamente, el impacto que tendrá sobre la marcha economía dependerá crucialmente de la extensión del mismo y de la capacidad del Gobierno para “administrar” los contratiempos que vayan surgiendo. **En ambos aspectos, no hay demasiadas razones para ser optimistas.**

A juzgar por las últimas declaraciones públicas, **parece claro que en la visión del Gobierno el problema tiene mucho más que ver con el monto que reclaman los *holdouts* (con rentabilidades “casi usurarias”, al decir de Kicillof) que con los daños colaterales asociados a la RUFO.** Así, cabría esperar que la situación de *default* no se remedie apenas iniciado el 2015 (caída de la RUFO mediante) sino que eventualmente sea una cuenta pendiente que tenga que afrontar el próximo presidente.

**En segundo lugar, porque el Gobierno no parece cuantificar debidamente el impacto que un *default* prolongado:** no se trata de un meteorito que pega de lleno sobre la economía, sino que las consecuencias dependerán crucialmente de las decisiones que el Gobierno vaya tomando

para morigerar los efectos secundarios y las señales que brinde en términos de su voluntad para llegar a un acuerdo y remediar la situación. Y las reacciones públicas post *default* parecen evidenciar que el Gobierno prioriza el rédito políticos de corto plazo que la pelea con los fondos buitres y el Juez Griesa genera en la opinión popular.

**En caso de que el *default* se mantenga en el tiempo, lo que cabe esperar es la profundización de los problemas que la economía argentina ya venía arrasando:** recesión, alta inflación, incertidumbre cambiaria, escasez de reservas, cepo cambiario, problemas en el mercado laboral y parálisis de la inversión. Así, **la transición hacia diciembre de 2015 será menos tranquila** de lo que se estimaba a partir de las señales de normalización financiera que había venido dando el Gobierno.

**El mecanismo de propagación no es difícil de anticipar ya que, aún con sus distintas condiciones de base, puede compararse con la situación de finales de 2013.** A partir de la mayor salida de capitales, la caída en el financiamiento comercial y la imposibilidad de que empresas y sector público consigan financiamiento en dólares, aumenta la presión sobre las reservas internacionales y se elevan las expectativas de devaluación (con el consecuente impacto sobre la brecha vía suba del informal).

**Para contener el drenaje, el Gobierno endurece aún más los controles cambiarios vigentes:** importaciones, giros de utilidades y dividendos, compra de dólares para atesoramiento, posición neta en moneda extranjera de los bancos, etc. **Y la suba en las expectativas de devaluación,** además de disminuir la oferta de divisas por la ralentización del ritmo de liquidaciones de las exportaciones, **pondría al Gobierno en una antipática disyuntiva:** volver a subir la tasa de tasa de interés para mantener a raya el informal o bien permitir una nueva corrección del tipo de cambio. La dinámica inflacionaria dependerá directamente de la capaci-

dad del Banco Central para contener las fluctuaciones del tipo de cambio y la magnitud de la brecha cambiaria: en el caso de una nueva corrección cambiaria de magnitud (15-20%), la variación de precios en 2014 se elevaría del 35% que estimábamos al rango de 40-45%.

**La dinámica de escasez de dólares, endurecimiento de los controles e incertidumbre cambiaria inevitablemente impactará sobre la actividad económica:** la caída del PBI en 2014, que estimábamos en 1,8%, pasaría a ubicarse entre 3 y 3,5% si el *default* se mantiene en el tiempo y el Gobierno no brinda señales claras de su vocación de llegar a un acuerdo una vez que la RUFO haya expirado. Y sin disponibilidad de financiamiento, la política fiscal contracíclica no es una opción: **su financiamiento vía mayor emisión pondría más presión sobre el dólar informal.**

**Es una actitud miope si el Gobierno moldea su estrategia en función de los réditos políticos domésticos de corto plazo de endurecer la pelea con los “enemigos perfectos”** (Griesa y los fondos buitres): una vez que los efectos del *default* se vuelvan palpables, la opinión pública cargará la responsabilidad sobre el Gobierno. En caso de que el *default* se extienda durante 2014, **la incógnita es si el agravamiento de los problemas de la macro será motivo suficiente para que el Gobierno busque una solución negociada apenas iniciado el 2015.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.