

Default extendido y turbulencias cambiarias

Informe Mensual Agosto

Martes 09 de septiembre de 2014

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

Con el envío del proyecto de ley de Pago Soberano al Congreso, el Gobierno Nacional resolvió redoblar la apuesta en el litigio con los *holdouts*: dejó en claro que el problema no era la cláusula RUFO sino la resistencia de pagar el costo político de negociar con los *holdouts*, y puso en evidencia que el problema no se solucionará apenas iniciado el 2015 sino que será una herencia que deberá afrontar el próximo gobierno. Se trata de un proyecto innecesario (el marco normativo vigente resulta más que suficiente) y con varios riesgos asociados, siendo el más relevante el de crear una nueva generación de *holdouts*. Esto implicaría el riesgo de enfrentar nuevos litigios judiciales, complicando aún más el proceso de normalización de la deuda argentina en el largo plazo y demorando el retorno del país a los mercados financieros.

En el Informe Mensual anterior planteábamos que el problema no era tanto el *default* en sí mismo sino la capacidad del Gobierno para administrar esta situación, y dar las señales y los pasos necesarios para morigerar sus impactos sobre la situación cambiaria y la actividad económica. Aun así, era difícil imaginarse una secuencia peor a la ocurrida luego del *default* durante el mes de agosto: envío al Congreso de una nueva Ley de Abastecimiento que aumenta el margen discrecional de intervención por parte del Estado sobre las empresas, amenaza por cadena nacional de aplicar la Ley Antiterrorista contra una empresa extranjera, baja de 100 pb en las tasas de interés de corto plazo de las LEBAC, anuncio de que el gasto primario había acelerado el ritmo de crecimiento interanual al 56% y el proyecto de ley de Pago Soberano.

Sólo ante el recalentamiento del dólar informal el Gobierno dio algunas señales: revirtió la baja de la tasa, redujo al 20% la Posición neta en moneda extranjera de los bancos y activó la línea contingente con China. Medidas que sólo lograrán, en el mejor de los casos, algo de alivio temporario.

Ante un escenario de default extendido y sin acceso al financiamiento externo, la gran incógnita es el nivel de reservas que CFK le entregará al próximo presidente. Por lo pronto, tres factores impactarán negativamente en 2015 en la comparación interanual: menor contribución de la cosecha agropecuaria (base de comparación elevada y caída de los precios internacionales de los *commodities*), menor “aporte” de los controles cambiarios, y mayores vencimientos de la deuda pública en dólares.

Con una inflación que ya se comió el 70% de la ganancia de competitividad que trajo aparejado el salto devaluatorio de enero, es esperable que el sector privado comience a dudar con respecto a la evolución del tipo de cambio oficial debido al atraso cambiario. Sin acceso al financiamiento externo y sin voluntad política para moderar el ritmo de crecimiento del gasto ni subir las tasas de interés, un camino alternativo sería el de un desdoblamiento cambiario con un tipo de cambio comercial y otro financiero. Si bien es una posibilidad que el Gobierno sistemáticamente rechazó y que no está exenta de problemas (riesgo de profundizar la caída de reservas a corto plazo, impacto sobre las empresas y provincias endeudadas en dólares, etc), parece la única alternativa disponible para tratar de quitarle presión al dólar informal y evitar el drenaje de reservas. En todo caso, es claro que si se mantiene el rumbo actual de la política económica más pronto que tarde el Gobierno deberá enfrentarse a nuevos episodios de *stress* cambiario.

El problema no era la RUFO

Con el envío del proyecto de ley de “pago Soberano”, el Gobierno Nacional resolvió redoblar la apuesta en el litigio con los *holdouts*: eligió un camino que Griesa estableció en reiteradas ocasiones que era ilegal (cambiar el domicilio de pago) y que preanuncia un escenario de default extendido en el tiempo. En todo caso, este proyecto pone en evidencia que **el principal obstáculo del Gobierno para encontrar una solución al problema de los *holdouts* no era la mentada cláusula RUFO¹ (como se argumentó en reiteradas ocasiones luego del fallo de la Corte Suprema de los EEUU), sino la resistencia a pagar el costo político de negociar con los *holdouts* y acceder a pagar un monto superior al que surgiría de ofrecer las mismas condiciones que en el canje de 2010. Así, el problema de la deuda no se solucionará apenas iniciado el 2015 (como muchos analistas planteaban) sino que será una “herencia” que deberá afrontar el próximo gobierno.**

Mirando retrospectivamente, resulta evidente que **la agenda de normalización financiera y señales de buena voluntad que venía dando el Gobierno² con el propósito de volver a acceder al financiamiento externo quedó definitivamente archivada luego de la decisión de la Corte Suprema de los EEUU de no to-**

¹ Que supuestamente obligaría a la Argentina a hacer extensivas a los *hold-in* las mejores condiciones financieras eventualmente acordadas con los *holdouts*.

² En oct-13 se anunció el pago de sentencias del CIADI con fallo favorable, seguido en feb-14 por el lanzamiento del nuevo IPC-Nu y el anuncio del arreglo con Repsol, y finalmente en may-14 el cierre a las apuradas del acuerdo con el Club de París que reconoció US\$ 3.600 M en intereses moratorios y punitivos. Si bien pasó desapercibido, es probable que el sobreseimiento dictado a principios de junio al ex Secretario del Tesoro de los EEUU David Mulford en la causa del Megacanje 2001, también haya tenido como objetivo mostrar voluntad de cooperación antes del fallo de la Corte Suprema.

mar el caso argentino. Las idas y vueltas posteriores (que pasaron de una reacción destemplada de CFK por cadena nacional pidiendo “*no confundir una negociación con una extorsión*”, a anunciar la voluntad de cumplir con el 100% de los acreedores, y finalmente a centrar el foco de las críticas en el juez Griesa) pusieron de manifiesto la ciclotimia presidencial por el inesperado desenlace negativo que el caso argentino tuvo en la justicia norteamericana, y la “excusa” de la RUFO fue puesta en el centro de la argumentación para ganar algo de tiempo.

De hecho, **la reacción inicial de la presidenta pareció traslucir la indignación por sentir que se habían dado todos los pasos requeridos para que la Corte Suprema extendiera los plazos y sea el próximo Gobierno el que tuviera que lidiar con el juicio de los *holdouts*.** Así, **la inesperada decisión de la justicia norteamericana fue la razón que cambió de cuajo la estrategia gubernamental en materia de normalización financiera:** de volver a los mercados para refinanciar los vencimientos de la deuda pública, quitando presión sobre el frente cambiario y relajando los controles, se pasó a endurecer el discurso con el propósito de consolidar el núcleo duro de apoyo político al Gobierno y tratar de llegar a diciembre de 2015 “con lo nuestro”.

El proyecto de ley de pago soberano es innecesario, tiene diversos riesgos asociados y sólo busca coparticipar con el Congreso la decisión de remover al Bank of New York como agente fiduciario. El marco normativo vigente (ampliamente detallado en los considerandos del proyecto) resulta más que suficiente para realizar el cambio de domicilio de pago y el eventual canje de jurisdicción de los títulos reestructurados con ley extranjera.

Por el lado de los riesgos, en primer lugar el argumento oficial era que el *default* no era deliberado sino que había sido impuesto desde el exterior como consecuencia del fallo irra-

cional de Griesa. Con el cambio de domicilio de pago propuesto, **se corre el riesgo de dejar los grises de lado y cargar enteramente con la responsabilidad del *default* por haber incumplido la letra del contrato**: difícilmente podrá cobrar un tenedor de deuda reestructurada ley extranjera si no acepta canjear la jurisdicción a Buenos Aires.

En segundo lugar, **la designación de Nación Fideicomisos SA como nuevo agente fiduciario en reemplazo del Bank of New York (BoNY) resulta poco menos que inverosímil**³. Además de no tener ningún tipo de *expertise* previo para cumplir con la efectivización de los pagos, **a todas luces incumple los requisitos para ser agente fiduciario que establece el apartado 5.8 del Convenio de Fideicomiso 2005-10 (*Trust Indenture*)**^{4,5}.

En tercer lugar, teniendo en cuenta que Griesa advirtió que era ilegal cambiar el domicilio de pago para poner a resguar-

³ Más allá de que las causas que invoca el Gobierno para remover al BoNY son cuestionables (en la cláusula 5.9 del *Trust Indenture* se menciona que el Gobierno podrá removerlo en caso de que “*el agente fiduciario se vuelva incapaz de actuar*”), difícilmente el BoNY objete la decisión ya que ello le permitirá sacarse de encima el “problema” de los pagos de la deuda argentina y las contingencias judiciales asociadas por parte de los bonistas reestructurados que no están cobrando.

⁴ “*The Trustee hereunder shall at all times be a Person that has a combined capital and surplus of at least U.S. \$50,000,000, has a trustee, or representative office in the City of Buenos Aires, maintains such accounts in Argentina as may be necessary to carry out the obligations of the Trustee set forth in this Indenture, has its Corporate Trust Office in the Borough of Manhattan, the City of New York and is doing business in good standing under the laws of the United States or of any State or territory thereof or the District of Columbia that is authorized under such laws to exercise corporate trust powers (including all powers and related duties set forth in this Indenture), and subject to supervision or examination by federal, or state authority (...).*”

⁵ Si bien también incumple las condiciones fijadas por el *Trust Indenture*, hubiera sido más razonable designar a Caja de Valores para la efectivización de los pagos.

do de posibles embargos los fondos girados⁶, **es de esperar que cuando el oficialismo sancione el proyecto de ley se declare al país en desacato.** Más allá de que las implicancias directas para el país de este escenario resultan difusas, **lo cierto es que ninguna institución financiera internacional estará dispuesta a colaborar con la identificación de los tenedores y la instrumentación del canje por las implicancias legales asociadas.** Naturalmente, esto representa una complicación adicional porque aquellos tenedores de deuda reestructura con legislación extranjera que deseen entrar al canje deberán girar sus bonos a título individual.

Otro factor de riesgo identificado, y por cierto muy relevante, es que el canje propuesto puede crear una nueva generación de holdouts. Esto implicaría riesgos de nuevos litigios judiciales a futuro, complicando aún más el proceso de normalización de la deuda argentina en el largo plazo y demorando el retorno del país a los mercados financieros. Aun haciendo caso omiso de los fondos de inversión que no pueden entrar por cuestiones regulatorias (ya que sus estatutos establecen que sólo pueden tener en cartera títulos con legislación Nueva York), **cabe esperar que una parte significativa de los tenedores de deuda reestructurada decida no entrar al canje.** En última instancia, deberán sopesar el beneficio de cobrar los intereses en tiempo y forma, contra el costo de aceptar someterse a futuro a la legislación argentina (recibiendo nuevos títulos con términos y condiciones financieras idénticas).

Si bien no se menciona explícitamente en el proyecto de ley, todo indica que aquellos tenedores de deuda reestructurada con legislación extranjera que quieran cobrar sus intereses deberán aceptar el cambio de legislación. Al respecto, debe mencionarse que

⁶ En el tratamiento en el Senado, el oficialismo incluyó como posible domicilio de pago también a Francia (en línea con lo planteado por el proyecto alternativo del Frente Renovador).

David Martínez, con lazos con el Gobierno y titular del fondo de inversión *Fintech Advisory*, planteó en una entrevista la posibilidad de dejar los títulos legislación extranjera “en fiducia” para poder cobrar los intereses en tiempo y forma hasta tanto se normalice la situación con la justicia norteamericana, pudiendo posteriormente volver a acceder a los títulos legislación extranjera entregados. El proyecto de ley es muy amplio y le otorga amplias facultades a la autoridad de aplicación (el Ministerio de Economía), pero lo cierto es que no menciona nada con respecto a un hipotético “canje reversible”.

Por último, **el escenario de default extendido en el tiempo** (como implica el proyecto) **aumenta las chances de un eventual pedido de aceleración de la deuda por parte de los *hold-in***, especialmente en el caso del bono PAR (que cotiza con una paridad apenas superior al 50%). Pese a que se requiere un monto significativo (25% del monto de capital de la serie en cuestión) y que el incentivo para un acreedor de solicitarla es nulo porque ello inevitablemente traería aparejado una nueva reestructuración de la deuda, el escenario puede resultar atractivo para fondos especializados que apuesten a la baja en las cotizaciones de los títulos.

El proyecto también plantea la reapertura del Canje de 2010 (en línea con la ley 26.886 aprobada de apuro en sep-13 luego del fallo de la Cámara de Apelaciones confirmando la decisión de Griesa) **y el depósito en otra cuenta de Nación Fideicomisos SA de los fondos correspondientes que les corresponderían al 7,6% de los tenedores de deuda en *default* en caso de que hubieran ingresado a la “Reestructuración de Deuda Soberana 2005-10”**. En ambos casos **el efecto buscado es únicamente testimonial**, tratando de mostrar buena voluntad. En el primer caso, porque difícilmente alguien estará dispuesto a ingresar al Canje luego de un fallo firme de la justicia norteamericana. Y en el segundo, porque además de las

dificultades para calcular el monto correspondiente a depositar (las condiciones de los Canjes 2005 y 2010 fueron levemente diferentes, y los instrumentos entregados tienen distintas estructuras financieras), implicaría inmovilizar fondos públicos contra una deuda inexistente (“*los nuevos títulos públicos que en el futuro se emitan*”)⁷.

Aun cuando el proyecto es muy amplio y deja librados los detalles en manos del Ministerio de Economía, **el principal problema que genera este proyecto es que pone en evidencia que el *default* no se solucionará inmediatamente finalizada la RUFO con una negociación que incluya quita y pago con emisión de nueva deuda, sino que se extenderá durante lo que resta del mandato de CFK.** Para una economía en recesión, con faltante de dólares y caída en el precio internacional de los *commodities*, **la imposibilidad de acceder al financiamiento externo representa un riesgo no menor en términos de la dinámica cambiaria.**

Las “señales” del Gobierno

Como mencionábamos en el Informe Mensual pasado, el tema más relevante no era el *default* en sí mismo (que tiene la particularidad de que el deudor quiere pagar), **sino la capacidad del Gobierno para administrar esta situación, y dar las señales y los pasos necesarios para morigerar sus impactos sobre la situación cambiaria y la actividad económica.** Teniendo en cuenta la historia pasada del kirchnerismo, planteábamos que no había demasiados argumentos para ser optimistas al respecto.

⁷ De hecho, en lugar de “instruir” a la autoridad de aplicación a realizar el depósito, el artículo sólo la “autoriza”.

Aun así, era difícil imaginarse una secuencia peor a la ocurrida durante agosto luego de producido el *default*. Al envío al Congreso de una nueva Ley de Abastecimiento que aumenta el margen discrecional de intervención por parte del Estado sobre las empresas, le siguió la amenaza por cadena nacional de aplicar la Ley Antiterrorista contra la empresa norteamericana Donnelley por “alteración del orden económico y financiero”, debido a una supuesta quiebra fraudulenta y “conspiración” por tener como accionista al fondo de inversión *Black Rock* (que a su vez le habría comprado dicha participación al fondo *NML Elliot* de Paul Singer).

Acto seguido, y a pesar de un mercado cambiario que volvía a recalentarse, el Banco Central decidió volver a bajar 100 pb las tasas de interés de corto plazo de las LE-BAC con la intención de reanimar la actividad económica. Por si ello no fuera suficiente, casi simultáneamente se anunció que el gasto primario había acelerado el ritmo de crecimiento interanual al 56%. El corolario de esta seguidilla fue la nueva cadena nacional de CFK para anunciar el proyecto de Ley de Pago Soberano, y con la incertidumbre cambiaria generada en los días posteriores el BCRA decidió depreciar 1,6% el Tipo de Cambio Oficial en sólo dos días (+13 cvos) lo que parecía preanunciar un nuevo salto devaluatorio.

En todo caso, el inconveniente no es tanto el impacto puntual de cada decisión, sino la sensación de que un contexto de escasez de dólares y sin posibilidades de financiamiento externo, las decisiones del Gobierno ponen en evidencia que hace una lectura contraria con respecto a lo que requiere la macro para morigerar la incertidumbre cambiaria.

El dato más preocupante viene por el lado de la dinámica fiscal: con una economía en recesión, la visión de Economía es que la aceleración del gasto público

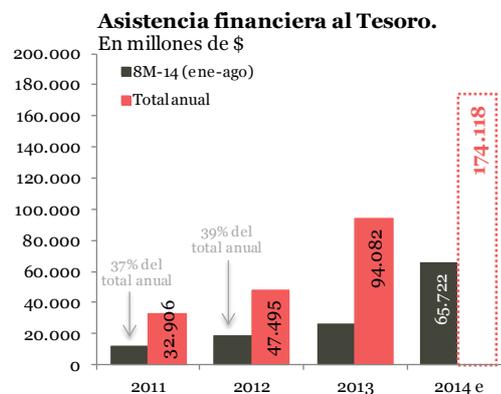
labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

es la única herramienta disponible para ponerle un piso a la caída de la actividad económica. De hecho, en paralelo al abandono progresivo del proceso de reordenamiento de los subsidios y subas de tarifas⁸ (las de electricidad se mantuvieron inalteradas), **el Gobierno realizó distintos anuncios que implican mayor compromiso de gasto o menores ingresos**: moratoria previsional para 500.000 nuevos jubilados, lanzamiento del programa PRO.EmpleAR (que es una ampliación del Progresar), rebaja de las contribuciones patronales, aumento del 33% del Subsidio de Recuperación Productiva (RePro), etc⁹.

Con el dato de junio, **el gasto primario acumula un impactante crecimiento del 44% en el 1S-14 (+8% ia en términos reales)**. Sin acceso al financiamiento y con una recaudación que sigue perdiendo impulso pese al salto devaluatorio de enero y la mayor inflación (creció apenas 31% ia en ago-14 y acumula una expansión de 34% en 8M-14¹⁰), **la consecuencia natural de esta brecha de dinamismo entre los recursos y los gastos es la aceleración de la emisión del Banco Central para financiar las necesidades del Tesoro. En 8M-14 ya acumula \$ 66.000 M, 150% por encima del registro de igual período de 2013**. Teniendo en cuenta que los requerimientos del Tesoro históricamente se concentran en los últimos meses del año, si se asume la estacionalidad promedio del bienio 2011-12 **todavía restarían emitir nada menos que \$ 108.000 M en el último cuatrimestre del año**¹¹.

Si bien la política fiscal kirchnerista fue siempre muy expansiva, en 2014 parece haber entrado direc-



Fuente: LCG en base a BCRA

⁸ Como mencionamos desde un principio, la subas anunciadas en agua y gas no iban a compensar el impacto de la devaluación sobre el gasto en subsidios: el devengado del 1S-14 acumula un alza del 87% ia.

⁹ En base anual, todos los programas anunciados tienen un costo fiscal en base anual de \$ 35.000 (0,8% del PBI).

¹⁰ En términos reales, el crecimiento acumulado del 1S-14 fue nulo.

¹¹ De ser el caso, el acumulado anual totalizaría \$ 174.000 M (4,0% del PBI).

tamente en otro sendero. El impacto sobre la posición fiscal así lo demuestra: aun siendo “moderados” y asumiendo que el 2014 cierra con un crecimiento del gasto primario del 41,5% y del 37,5% de los ingresos totales¹², **el déficit primario neto de ingresos extraordinarios** (rentas del FGS y cuasifiscal del BCRA) **totalizaría \$ 168.000 M (3,9% del PBI).**

Programa financiero en \$
2014-2015

	2014	2015	2014	2015
	\$M		% PBI	
Necesidades de financiamiento	160.141	279.521	3,7%	4,9%
Déficit Primario (sin incluir cuasifiscal)	140.471	261.180	3,2%	4,6%
Asist. Financiera a Provincias (Def. Prim.)	850	5.000	0,0%	0,1%
Vencimientos de deuda en \$ neto ISP	18.820	13.341	0,4%	0,2%
Fuentes de financiamiento (emisión)	151.129	224.866	3,5%	3,9%
Cuasifiscal	78.418	139.891	1,8%	2,4%
Adelantos Transitorios BCRA (incremento)	72.711	84.975	1,7%	1,5%
Margen remanente a financiar	9.012	54.655	0,2%	1,0%

Fuente: LCG

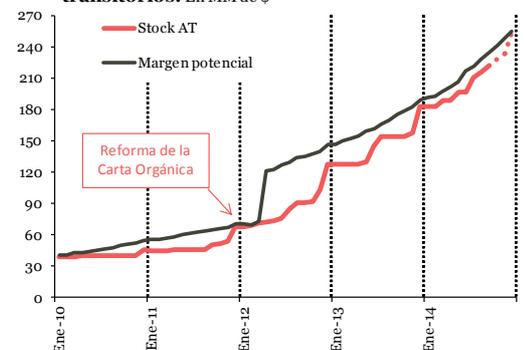
De hecho, **proyectando las necesidades de financiamiento en pesos del Sector Público Nacional para todo el 2014 se observa que la asistencia vía adelantos transitorios sería insuficiente**, quedando un margen a financiar por \$ 9.000 M (0,2% del PBI)¹³. Así, apenas dos años después de haber modificado la Carta Orgánica del BCRA¹⁴, el Gobierno tendría sólo dos alternativas a la vista: **pedir un “adelanto” del resultado cuasifiscal a girar en 2015 o bien pasar por el Congreso para solicitar una nueva modificación de la Carta Orgánica para aumentar los límites de financiamiento vía adelantos transitorios.**

¹² Desagregado en un crecimiento del 34% de la recaudación y del 60% en el caso de los ingresos extraordinarios (cuasifiscal “virtual” del BCRA y rentas del FGS de la ANSES).

¹³ Asumiendo a dic-14 un crecimiento del 28% de la base monetaria.

¹⁴ El BCRA puede asistir al Tesoro vía adelantos transitorios en función de dos parámetros: 12% de la base monetaria y 20% de los recursos totales del SPNF (antes de la reforma de mar-12, este límite era del 10%).

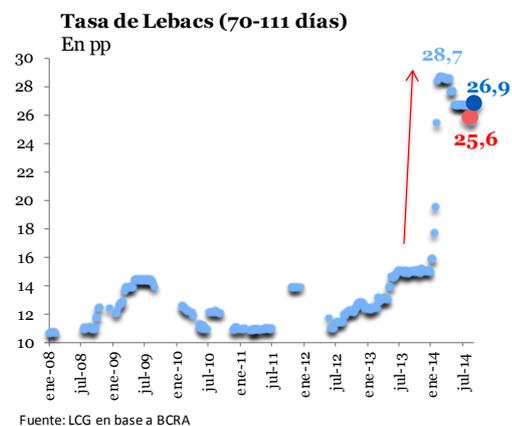
BCRA: financiamiento vía Adelantos transitorios. En MM de \$



Fuente: LCG en base a BCRA.

En este contexto de aceleración del gasto e incertidumbre cambiaria, las decisiones en materia de tasas de interés implicaron echar más leña al fuego: como era absolutamente esperable, la baja de 100 pb de las tasas de interés de corto plazo de las LEBAC decidida a mediados de agosto puso aún más presión sobre la brecha cambiaria. Máxime con una tasa Badlar (depósitos mayoristas) que venía desinflándose hasta llegar a los valores de dic-13 como consecuencia del parate del crédito y **sin que el Banco Central interviniera para ponerle un piso vía modificación de la política de encajes**. Luego del cimbronazo de enero, la elevación de las tasas de interés fue un elemento clave (junto con el límite de la posición neta en moneda extranjera y la desaceleración del ritmo de crecimiento de la emisión) para reducir la brecha cambiaria del 70% al 30%. Así, **la señal de que la baja de la tasa no era sólo un fenómeno del sistema financiero sino una decisión deliberada de la política económica era inevitable que impactara sobre la brecha cambiaria**. De hecho, apenas 15 días después de implementada el Banco Central debió dar marcha atrás con la rebaja implementada.

Y en los últimos días el Gobierno dio algunos pasos mostrando una incipiente preocupación por el frente cambiario: la nueva reducción de la Posición neta en moneda extranjera al 20% de la RPC (del 30% fijado en feb-14, que implica la obligación de vender activos dolarizados por un monto aproximado de US\$ 1.500 M) y la activación del *swap* de monedas con China que permitiría mostrar un menor impacto sobre las reservas internacionales (se espera que antes de fin de año se activen US\$ 800 M). De todos modos, **sin un cambio de fondo en materia fiscal estas medidas sólo lograrán, en el mejor de los casos, algo de alivio temporario**.



Turbulencias cambiarias en el horizonte

Las reservas internacionales se desplomaron en 2013: cayeron US\$ 11.800 M y cerraron en US\$ 30.600 M (46% por debajo del pico alcanzado dos años atrás)¹⁵. Tres fueron los **agujeros negros** por donde escurrió el grueso de las reservas internacionales: las **crecientes importaciones de energía** (que elevaron el déficit energético a US\$ 5.800 M), el **desbalance comercial de la industria automotriz** (US\$ 8.200 M) y la **profundización del desequilibrio en la balanza de turismo** (US\$ 8.700 M). Estos tres factores absorbieron US\$ 22.700 M, 10% más que lo aportado por la buena campaña sojera de la cosecha 2012/13¹⁶.

Con el endurecimiento de los controles (suba al 35% de la percepción de ganancias por turismo, elevación de la alícuota de impuestos internos para los autos de alta gama, etc) y el **salto devaluatorio el Gobierno logró disminuir el drenaje en dos de estos tres filtros**. Al 2T-14 la industria automotriz dejó de ser la principal demandante de divisas para importaciones (19% del total)¹⁷, reduciendo prácticamente a la mitad el déficit comercial registrado en los mismos meses año pasado (de US\$ 3.300 M en 1S-13 a US\$ 1.800 M en 1S-14). La demanda por turismo y pasajes también se retrajo fuerte (-40% ia), permitiendo una mejora del resultado en US\$ 2.000 M en la comparación interanual (de US\$ 4.500 M en 1S-13 a US\$ 2.540 M). **Distintamente, las importaciones de energía siguieron creciendo a un ritmo elevado y acumulan un crecimiento del 39% ia.**

¹⁵ A finales de enero de 2011 totalizaban US\$ 52.624 M.

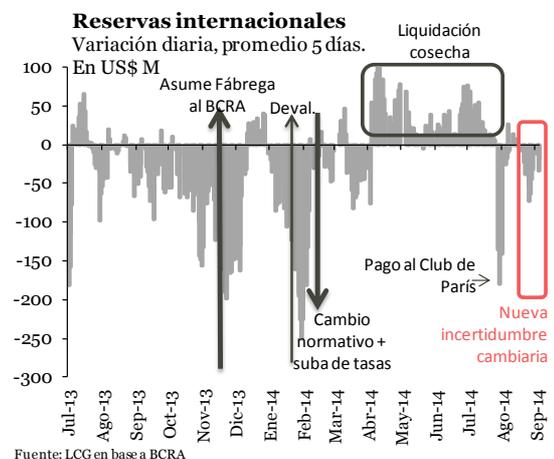
¹⁶ 49,3 millones de toneladas (+23% ia).

¹⁷ Las importaciones energéticas pasaron al primer lugar, absorbiendo el 26% del total de los pagos realizados.

Sumado a ello, **otros dos factores aportaron positivamente: las colocaciones de deuda del sector petrolero¹⁸ y una leve recuperación en el flujo de IED también asociada al sector petrolero.** En el primer caso, lograron revertir después de dos años el saldo negativo de la cuenta de Préstamos Financieros del balance cambiario (+US\$ 530 M en el 1S-14); y la IED totalizó US\$ 836 en el 2T (+32% ia). **De hecho, producto de ello el Gobierno autorizó mayores giros de Utilidades y dividendos** (sumaron US\$ 830 M en el 1S-14¹⁹, casi 2/3 del monto autorizado en todo 2013); **y permitió una flexibilización parcial del cepo cambiario para tratar de quitarle presión al dólar informal** (en lo que va del año lleva vendidos US\$ 1.300 M al tipo de cambio oficial).

Así, **el endurecimiento de los controles, el salto devaluatorio, los mayores ingresos de divisas por Vaca Muerta y, fundamentalmente, la expectativa de normalización de las relaciones financieras con el resto del mundo permitieron tener un primer semestre relativamente tranquilo en materia cambiaria.**

Pero este contexto se trastocó con el default y la percepción de que se va a mantener a lo largo de 2015 (especialmente a partir del proyecto de ley de Pago Soberano): **sólo en agosto el stock de reservas internacionales acumuló una caída de US\$ 400 M (US\$ 20 M diarios) y se ubica en US\$ 28.600 M, US\$ 2.000 M menos que al cierre de 2013²⁰.**



¹⁸ US\$ 1.600 M en el 2T-14.

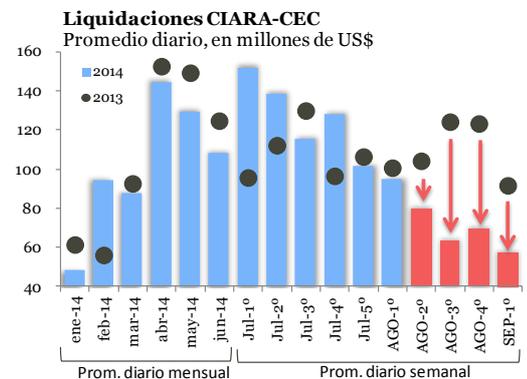
¹⁹ Crecieron 61% en la comparación interanual. El 32% del total autorizado correspondió a empresas del sector petrolero y al sistema financiero (en partes iguales), y un 14% a empresas mineras.

²⁰ El 28-Jul se registró el pago de US\$ 598 M por el acuerdo con el Club de París.

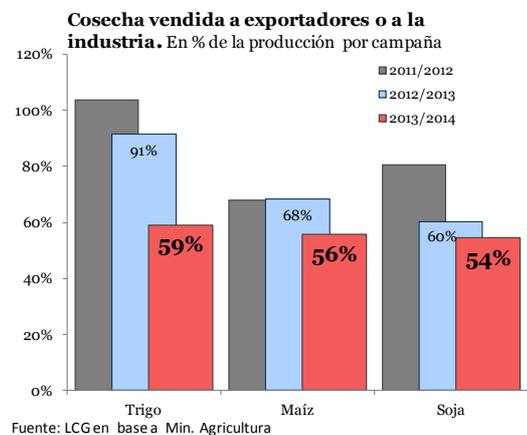
Como era absolutamente previsible, **la ampliación de la brecha cambiaria** (superando el 70%, nivel semejante al de los días previos a la devaluación de enero) **impactó sobre las expectativas de depreciación del sector privado**. El efecto inmediato fue una **ralentización del ritmo de liquidaciones del sector agropecuario (principal fuente de divisas) a la espera de una nueva corrección del tipo de cambio oficial**: el promedio diario de liquidaciones de las últimas 4 semanas se redujo US\$ 43 M, 39% más bajo que el promedio previo y 40% más bajo que en el mismo período del año pasado. Así, una cosecha que ya venía reteniéndose a pesar de la expectativa de caída de los precios internacionales (que se materializó en agosto²¹), demorará aún más en liquidarse ante la mayor incertidumbre cambiaria²². De hecho, **el efecto combinado de la retención y la caída de los precios internacionales implicará menores ingresos de divisas por US\$ 4.100 M en 2014**.

De forma espejada, **el cambio de expectativas en materia cambiaria impactó también sobre la demanda de dólares oficiales para atesoramiento**: el promedio diario de ventas del último mes se ubicó apenas por debajo de los US\$ 16 M diarios, más que duplicando el promedio del trimestre may-jul.

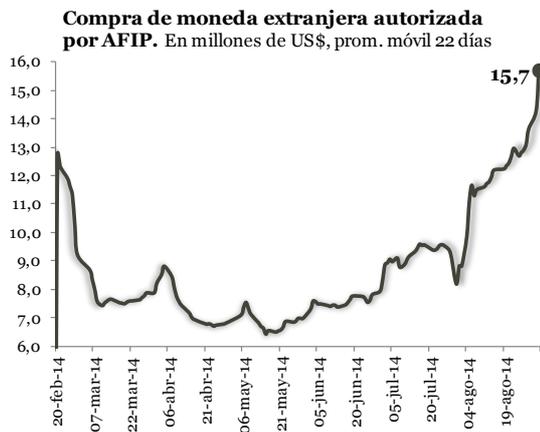
Así, el frente cambiario del 2014 terminará resultando más turbulento de lo inicialmente estimado: la devaluación, la profundización de los controles cambiarios y la excelente cosecha agropecuaria **sólo permitirán reducir a la mitad la caída de las reservas internacionales: de US\$**



Fuente: LCG en base a CIARA-CEC



Fuente: LCG en base a Min. Agricultura



Fuente: LCG en base a AFIP

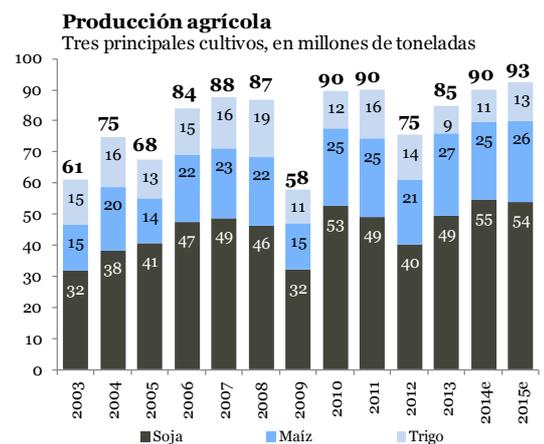
²¹ Al cierre de este informe la soja cotizaba a US\$/ tn 400 (-22% respecto del cierre de junio). El maíz y el trigo (US\$/tn 143 y US\$ 200, respectivamente) acumulan bajas del 22% y 16% en cada caso.

²² En lo que va de 2014 los productores llevan vendidos a la industria y a los exportadores apenas el 56% de la cosecha estimada, cuando en las campañas previas este porcentaje se elevaba a 70% y 80%.

11.700 M en 2013 a US\$ 6.100 M en 2014, cerrando el año en torno a los US\$ 24.500 M.

Obviamente, ante un escenario de default extendido y sin acceso al financiamiento externo la gran incógnita es el nivel de reservas que CFK le entregará al próximo presidente. Por lo pronto, tres factores impactarán negativamente en la comparación contra 2014: menor contribución de la cosecha agropecuaria (base de comparación elevada y caída de los precios internacionales de los *commodities*), menor “aporte” de los controles cambiarios, y mayores vencimientos de la deuda pública en dólares.

Después de crecer 6,5% contra la campaña 2012/13, la cosecha de los tres principales cultivos difícilmente podrá repetir la *performance* en 2015: a los problemas de rentabilidad asociados a la caída en los precios y al encarecimiento de los insumos locales (especialmente en la producción de las zonas más alejadas de los puertos), se suman algunas dificultades climáticas por la acumulación de lluvias²³. Aun siendo muy optimistas y tomando las proyecciones vigentes de la USDA (+2,5% para los principales tres cultivos del país, lo que claramente es un escenario de máxima), los menores precios internacionales (-18% ia promedio en el caso de la soja) reportarán un ingreso de dólares US\$ 4.700 M inferior al de este año.



²³ En el caso del trigo, a mediados de agosto finalizó la siembra (4,1 M de hectáreas). Las abundantes lluvias en el este y sur de la Provincia de Bs As ponen en riesgo los rendimientos del 18% de la superficie sembrada. Esta semana se darán a conocer las nuevas proyecciones de la USDA para la presente campaña (actualmente son de 12,5 M de tns).

Estimación Campaña 2014/2015

	Producción*		Precio		Exportaciones		
	Mill. Tns		US\$/ Tn		US\$ M		
	2014	2015	2014	2015**	2014	2015	Varia
Complejo Sojero					21.832	17.794	-4.038
Soja	49,3	54,5	54,0	467	5.908	3.896	-2.013
Aceite					4.580	3.792	-788
Pellets					11.344	10.106	-1.238
Maíz	26,5	25,0	26,0	220	4.114	3.419	-695
Trigo	9	10,7	12,5	300	596	656	60
TOTAL	84,8	90,2	92,5		26.542	21.869	-4.673

Fuente: LCG en base a USDA y BCR.

* Últimas proyecciones de USDA.

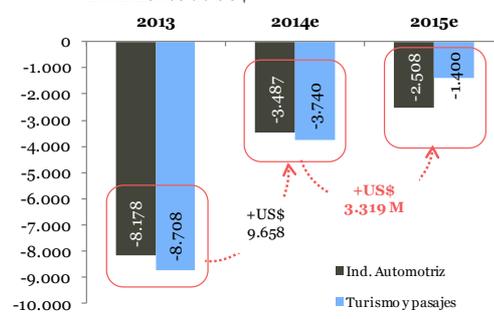
** Precio futuro de las posiciones de Mar-15 y May-15.

En segundo lugar, el “aporte” de los controles en materia de autos y turismo será sustancialmente menor: ya con valores más normales, la “contribución” interanual conjunta en materia de divisas se reducirá de casi US\$ 10.000 M en 2014 a sólo US\$ 3.300 M en 2015. Por último, la amortización completa del Boden 15 por US\$ 5.800 M en octubre de 2015 pone más presión sobre la dinámica de las reservas.

El aporte cambiario del balance de mercancías será similar al de este año (US\$ 4.400 M), pero en un contexto de contracción del comercio. Las exportaciones acentuarán su caída (-8% ia), afectadas por la baja de los precios internacionales, la falta de acceso al crédito por el default y el atraso cambiario, que impactará directamente sobre las exportaciones industriales (-10% ia). En el caso de las importaciones proyectamos una caída del 9%, debido al endurecimiento de los controles y a la menor demanda por la caída de la actividad económica.

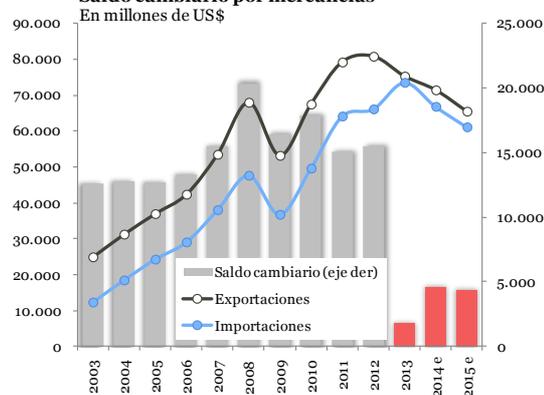
Incidencia de la mejora de la balanza cambiaria de autos y turismo.

En millones de US\$



Fuente: LCG

Saldo cambiario por mercancías



Fuente: LCG en base a BCRA

Principales fuentes y usos de las reservas internacionales

En millones de US\$

	2013	2014	Var ia	2015	Var ia
1. Oferta (Sup. Com. de mercancías)	1.790	4.586	2.796	4.357	-229
Exportaciones	75.250	71.402	-3.848	65.461	-5.940
Importaciones	73.460	66.816	-6.644	61.105	-5.711
Sup. Com. Complejo sojero	20.654	21.832	1.178	17.794	-4.038
Sup. Com. Energía	-5.829	-6.059	-230	-6.891	-832
Sup. Com. Ind. Automotriz	-8.178	-3.487	4.690	-2.508	979
2. Demanda	13.571	10.722	-2.848	12.091	1.369
Vencimientos de deuda en US\$ (netos)*	4.967	3.582	-1.385	8.991	5.409
Boden 2015 (Amort.)	0	0	0	5.818	5.818
Turismo	8.708	3.740	-4.968	1.400	-2.340
Dolarización	-397	2.400	2.797	2.400	0
Utilidades y dividendos	1.363	1.300	-63	900	-400
Resto	-1.070	-300	770	-1.600	-1.300
Oferta neta (1-2)	-11.780	-6.136	5.644	-7.734	-1.598
Stock Reservas internac.(fin de año)	30.599	24.463	-6.136	16.729	-7.734
Stock RI, canjeando 50% de Boden 2015				19.638	-4.825

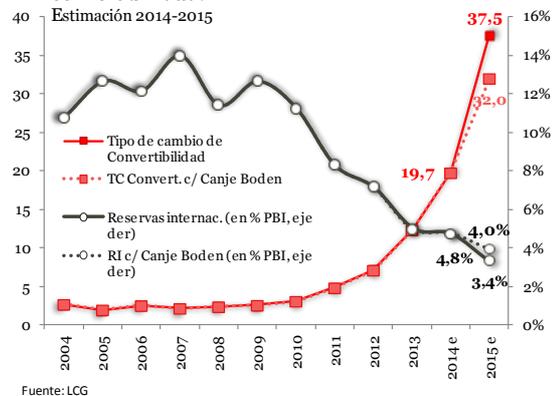
Fuente: LCG

* Neta de vencimientos Intra sector público y Organismos Internacionales. Incluye Acuerdo con Club de París y Arreglo con Repsol

En el escenario planteado²⁴, el stock de reservas internacionales caería US\$ 7.700 M y terminaría el 2015 en apenas US\$ 16.700 M. Obviamente, el Gobierno se verá obligado a implementar un canje para evitar pagar íntegramente la amortización del **Boden 15**: asumiendo un 50% de aceptación (dado que buena parte de los títulos en circulación se encuentran en poder de los bancos), el stock de reservas a dic-15 se ubicaría algo por debajo de los US\$ 20.000 M.

Aun en este último caso parece inevitable que se produzcan nuevas turbulencias cambiarias, dado que el stock de reservas se ubicaría en mínimos históricos (tanto en términos del PBI con medido en meses de importaciones) y el ratio de cobertura de la base monetaria mostraría una dinámica explosiva.

Reservas internacionales y tipo de cambio de convertibilidad.

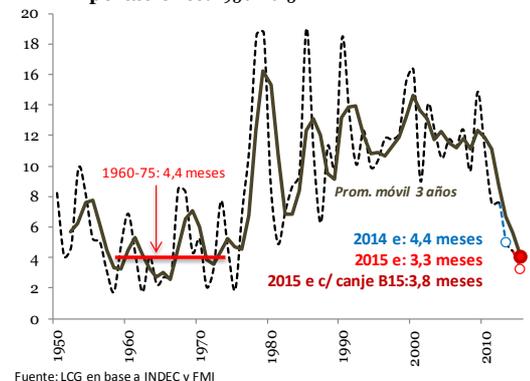


²⁴ Se asume también el mismo drenaje que en 2014 por ventas de dólares para atesoramiento (US\$ 2.400 M, que eventualmente el Gobierno puede restringir) y giros de utilidades y dividendos por US\$ 900 M.

Con una inflación que ya se comió el 70% de la ganancia de competitividad que trajo aparejado el salto devaluatorio de enero, es esperable que el sector privado comience a dudar con respecto a la evolución del tipo de cambio oficial debido al atraso cambiario: por caso, para retomar el Tipo de Cambio Real Multilateral existente en el 1T-11 y congelando el nivel de precios actual se requiere un tipo de cambio hoy de \$ 9,30. Teniendo en cuenta la dinámica inflacionaria y un incremento salarial que se ubicó por debajo del 30%, es de esperar que el Gobierno intente demorar el ajuste cambiario lo máximo posible para evitar una reapertura de las paritarias que ponga en un escalón superior la nominalidad de la economía.

Más allá de la dinámica de corto plazo, lo cierto es que el Gobierno no tiene demasiadas alternativas para evitar nuevos cimbronazos cambiarios. Sin acceso al financiamiento externo y sin voluntad política para moderar el ritmo de crecimiento del gasto ni subir las tasas de interés para contener la demanda de pesos, un camino alternativo sería el de un desdoblamiento cambiario con un tipo de cambio comercial y otro financiero. Si bien es una posibilidad que el Gobierno sistemáticamente rechazó y que no está exento de problemas (riesgo de profundizar la caída de reservas a corto plazo, impacto sobre las empresas y provincias endeudadas en dólares, etc), parece la única alternativa disponible para tratar de quitarle presión al dólar informal y evitar el drenaje de reservas. En todo caso, es claro que si se mantiene el rumbo actual de la política económica más pronto que tarde el Gobierno se enfrentará a nuevos episodios de *stress* cambiario.

Reservas internacionales en meses de importaciones. 1950-2015



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.