

OVERVIEW

Edición Nº 1163

4 de agosto de 2014

TEMARIO

- **Parar la pelota**
- **Gobernabilidad versus identidad**
- **Cómo sigue la película**
- **Apéndice: mercado cambiario del segundo trimestre**



Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes

Clara Argañaraz
Teresa Balestrini

RESUMIENDO

La Argentina se encuentra en cesación de pagos en parte de la deuda reestructurada en 2005 y 2010. La incógnita es si será **por poco tiempo** (días / semanas), si se prolongará **hasta enero** del año que viene cuando vence la cláusula RUFO, o si quedará como otro problema para la **próxima administración**.

La actual es una transición política y económica donde **el gobierno toma decisiones bamboleándose en un ida y vuelta permanente entre gobernabilidad e identidad**: gobernabilidad para terminar el mandato “sin chocar” la economía versus identidad para defender el modelo populista – nacionalista y no perder en el camino al núcleo más duro de votantes. **¿Dónde encaja el problema de la deuda?** Arreglar con los “holdouts” sería un rapto de gobernabilidad. No arreglar implica otro mojón de identidad. Por el momento, se optó por esto último y entonces el país entró en esta “rara” cesación de pagos. **Muy posiblemente, se eligió identidad por subestimar a priori los impactos de este default** sobre la base de que macroeconómicamente “no es un 2001”, financieramente “la plata está” y políticamente es una batalla que internamente suma adeptos. Pero si en algún momento próximo, por la tensión y la incertidumbre el BCRA tuviera que vender dólares y perder reservas y/o el paralelo se disparara, **no puede descartarse algún rapto de gobernabilidad dando un giro sobre la marcha**.

Para OVERVIEW, la transición octubre 2013 – diciembre 2015 iba a ser de **por sí un camino sinuoso antes de este entuerto por la deuda. Post – deuda, será sinuoso y además resbaladizo**. Cuanto más tiempo dure la incertidumbre por la cesación de pagos, el camino será más sinuoso y más resbaladizo.

El **devenir de la macroeconomía del próximo año y medio** y qué tan complicado llegue al final del mandato, estará en buena medida influenciado por **cuatro problemas, cuatro desafíos y cuatro endogeneidades**.

Los cuatro problemas son anteriores e independientes al lío por la deuda pública: **1)** insuficiencia de dólares y bajo nivel de reservas; **2)** déficit fiscal creciente financiado con la “maquinita”; **3)** estancamiento devenido en recesión y **4)** inflación alta. Respecto a la **insuficiencia de dólares** y el bajo nivel de las reservas, la dificultad del BCRA para comprar dólares se tornó estructural. En los últimos 25 meses, el balance acumulado dio cero. No se corrigió con el cepo, el cerrojo importador, la devaluación ni con los ingresos puntuales de YPF, Chevron y la Anses. Con relación al **déficit fiscal creciente** que se financia excluyentemente con emisión de moneda del BCRA, los últimos dos años (2013 y 2014) muestran una marcada aceleración del deterioro fiscal. El gasto público crece entre siete y ocho puntos por encima del crecimiento de los ingresos. La **actividad**, que venía pinchada, empalmó en 2014 con una caída evidente. A esta altura del año, es difícil que el PBI no caiga 3% y no puede descartarse que retroceda un poquito más si la incertidumbre no se disipa pronto. La caída de la actividad apenas “consigue” que en los últimos cuatro meses (abril – julio) los **precios** suban “nada más” que 2% promedio por mes. Es probable que agosto sea otro mes de 2. Habrá un test en los últimos meses del año en que la recesión como efecto moderador de los precios chocará contra el elevado requerimiento de financiamiento del Tesoro al BCRA.

Los cuatro desafíos durante el próximo año y medio van a amplificar los cuatro problemas. Secuencialmente son: **1) ya**, el desenlace del tema “holdouts” (duración del default); **2) inminente** (próximos meses), un aluvión de emisión de pesos para el déficit del Tesoro; **3) “largo plazo”** (próxima cosecha) una posible caída del precio internacional de la soja y **4) “larguísimo plazo”** (octubre del año que viene), el pago del Boden 2015 por alrededor de US\$ 5.000 M. Irán marcando los picos de tensión. Lo más inminente sucederá en los próximos meses cuando el **Tesoro** acelere las demandas de financiamiento al BCRA. Entre agosto y diciembre (cinco meses), **OVERVIEW** estima alrededor de \$ 130.000 M más. Puede significar un verano con más tensiones cambiarias e inflacionarias. Por su parte, la próxima cosecha de **soja** puede venderse a un precio internacional claramente por debajo del de este año. Sería un evento grave, más todavía cuando el resto de la exportación de Argentina está cayendo. A pesar de la gravedad que revestiría este posible evento y su cercanía en el tiempo, con el lío de la deuda y la cesación de pagos, hoy la cosecha del año que viene pasa a ser “largo plazo”. Si en el actual contexto de incertidumbre por la deuda el riesgo de la soja es “largo plazo”, el pago de alrededor de US\$ 5.000 M por el vencimiento del **Boden 2015** en octubre es “larguísimo plazo”.

Las cuatro endogeneidades ganarán el centro de la escena si se consolidara el escenario de default. Sus dinámicas y timings hoy son impredecibles: **1)** el monto de deuda pública que se tornaría exigible por eventuales eventos de aceleración y “cross – default”; **2)** si el BCRA tuviera que vender dólares y en qué magnitud; **3)** la evolución de la demanda de pesos de la gente y **4)** la conflictividad social frente al agravamiento y prolongación de la contracción de la actividad. Irían determinando el **grado de incertidumbre** macro – financiera. Si la Argentina terminara pateando el tema de la deuda hasta, por ejemplo, enero del año que viene, existe el riesgo de que se disparen las cláusulas de aceleración y “cross – default” de los bonos del canje con ley extranjera (Par y Discount). Por el lado de la demanda de pesos, habría que testearla frente al aluvión de pesos que emitirá el BCRA por pedido del Tesoro, en un contexto en el cual la gente ya está demostrando cada vez menos interés en quedarse con pesos. También podría suceder que el BCRA tenga que vender dólares si el mercado cambiario se tornará todavía más restrictivo. En simultáneo, no puede descartarse en un contexto de mayor incertidumbre un nuevo round de caída de los depósitos en dólares del sector privado. Finalmente, la combinación de menos empleo y alta inflación generará una mayor conflictividad social, con un abanico de imponderables generalmente desconocidos.

El “4 más 4 más 4” irá marcando el rumbo de la transición económica. Los cuatro problemas y sus cuatro desafíos influirán independientemente de que la cesación de pagos se consolide o no. El papel de las cuatro endogeneidades será proporcional a la extensión y duración del default. Es un combo que asegura una transición económica **sinuosa**. Si se afianza el escenario de default será **sinuosa y además resbaladiza**.

LO MÁS IMPORTANTE

Parar la pelota

Desde hace unos días, **la Argentina se encuentra en cesación de pagos en parte de la deuda reestructurada en 2005 y 2010**, aquella involucrada en el fallo de la justicia de EE.UU. Un porcentaje del pago originalmente retenido (los bonos en dólares bajo ley argentina en el exterior) fue habilitado por el Juez “por única vez”.

La incógnita a develar es si el problema de la deuda será **por poco tiempo** (días / semanas) a la espera de alguna salida tejida “desde el sector privado”, si se prolongará **hasta enero** del año que viene cuando vence la cláusula RUFO, o si quedará como otro problema para la **próxima administración**.

La transitoriedad o permanencia en el tiempo del evento, será fundamental para definir y medir las consecuencias financieras, económicas y sociales. Por supuesto que cuanto más dure, más profundos serán los impactos y más difíciles de revertir a posteriori. Por otra parte, aunque dure poco, algún impacto macroeconómico tendrá. Este lío no será gratis, dejará secuelas, desconfianza, “pesadez”. Por empezar, será más complicado para el gobierno retomar la iniciativa para conseguir algo de financiamiento en el exterior.

Visto con realismo y una lente más estructural, hace casi trece años que la Argentina arrastra sin arreglar del todo el repudio de la deuda pública de 2001. Desde este punto de vista, el país no salió nunca del default. **Haber perdido el juicio con los “holdouts” es un eslabón más de esta cadena de poca voluntad de arreglar en forma definitiva las cosas.**

Los pasos que dio en todos estos años no fueron en dirección a normalizar la relación con los acreedores ni de reinsertar a la Argentina en los mercados financieros. Al contrario, **tardó** en reestructurar la deuda con los bonistas, pateó los vencimientos reestructurados, **estiró** al máximo los pleitos con los demás acreedores, **alteró** estadísticas para pagar menos y **eludió** las auditorías de los organismos internacionales. No hubo “voluntad” de regresar al mundo solucionando los problemas.

Argentina no ha tenido acceso a los mercados aun en un contexto global que se ha caracterizado por tasas bajísimas y “liquidez para todos”. **Salir en serio del default hubiera significado tener nuevamente acceso fluido al crédito y esto no sucedió.** Por lo tanto, aún pagando costosamente con reservas y emisión de pesos, ni siquiera se lucró con los beneficios del “buen pagador”: acceder a

financiamiento barato, no para sobre – endeudarse, sino al menos para refinanciar los servicios de capital y abaratar el stock de deuda a la uruguaya. Al revés, se sigue desconfiando de la Argentina.

Llevado a este punto crítico el problema de la deuda con los “holdouts”, vale la pena **parar la pelota**, salir un poco de la coyuntura y la ciclotimia del día a día y **ordenar el escenario macroeconómico de la transición 2014 – 2015**.

Gobernabilidad versus identidad

La actual es una transición política y económica donde **el gobierno toma decisiones bamboleándose en un ida y vuelta permanente entre gobernabilidad e identidad**: gobernabilidad para terminar el mandato “sin chocar” la economía versus identidad para defender el modelo populista – nacionalista y no perder en el camino al núcleo más duro de votantes.

Cuando la realidad económica pone al gobierno entre la espada y la pared, surge cierto instinto de supervivencia y entonces aparecen raptos de gobernabilidad. Por ejemplo, sucedió en enero pasado con la devaluación y la suba de la tasa de interés para frenar el drenaje de las reservas del BCRA. Y en alguna medida menos evidente, ocurrió con los arreglos precipitados con Repsol y el Club de París y el blanqueo estadístico de la mayor tasa de inflación para acercarse al FMI, en pos de hacer factible algún financiamiento externo y apuntalar el bajo nivel de reservas.

Sin embargo, **lo que el oficialismo lleva en la sangre es transitar el último año y medio de mandato sobre la base de mojonos de identidad y “rebeldía setentista”**. Su aspiración es subir siempre el gasto público vía profundizar los Planes Procrear, Progresar, la Asignación Universal por Hijo, las líneas de crédito baratas, los Precios Cuidados, la obra pública.

¿Dónde encaja el problema particular de la deuda en el conflicto general gobernabilidad – identidad? Arreglar con los “holdouts” sería un raptó de gobernabilidad. No arreglar implica colocar en el camino otro mojón de identidad. Por el momento, se optó por esto último y entonces el país entró en esta “rara” cesación de pagos.

Muy posiblemente, se eligió identidad por subestimar a priori los impactos de este default sobre la base de que macroeconómicamente “no es un 2001”, financieramente “la plata está” y políticamente es una batalla que internamente suma adeptos. En el extremo y en el campo estrictamente de las definiciones, para el gobierno esto que pasa no es un default sino una sentencia

de **imposible cumplimiento**. A lo sumo, hay un problema por un pago trabado debido a una decisión arbitraria de un “Juez de una ciudad”.

El gobierno seguirá insistiendo en que sus decisiones emanan de la soberanía nacional y que “...quiere honrar las obligaciones con el 100% de sus acreedores en condiciones **justas, equitativas y legales**, protegiendo la reestructuración de 2005 y 2010...”. Por esto, el Ministerio de Economía bloqueó negociaciones privadas que se habían originado en otras áreas de gobierno (¿Secretaría de la Presidencia, Jefatura de Gabinete, Banco Central?). Está claro que la ideología del Ministerio de Economía está muy a tono con el grupo que más apoya la Presidente.

Por ahora, es un contexto distinto al enero de la devaluación porque en aquel momento las reservas del BCRA caían a razón de US\$ 2.000 / 3.000 M por mes desde hacía varios meses y el gobierno se vio obligado a hacer algo que venía descartando en forma permanente y vehemente (devaluar).

Pero si en algún momento próximo, por la tensión y la incertidumbre el BCRA tuviera que vender dólares y perder reservas y/o el paralelo se disparara, **no puede descartarse algún raptó de gobernabilidad dando un giro sobre la marcha** impuesto por la realidad. Es más, todavía no se descarta del todo algún tipo de “arreglo entre privados” convalidado implícitamente por el propio gobierno.

Para OVERVIEW, la transición octubre 2013 – diciembre 2015 iba a ser de por sí un camino sinuoso antes de este entuerto por la deuda. Post – deuda, será sinuoso y además resbaladizo. Cuanto más tiempo dure la incertidumbre por la cesación de pagos, el camino será más sinuoso y más resbaladizo.

Como mínimo, si hoy al BCRA le cuesta comprar dólares en el mercado cambiario y sostener las **reservas**, le costará todavía más. Si el dólar **paralelo** está más inquieto, lo estará aún más. Si el **nivel de actividad** está cayendo, seguirá haciéndolo y por más tiempo. En la dinámica de la **inflación** pulsearán palmo a palmo la recesión (como moderadora) y la “maquineta” de emitir pesos para el fisco (como impulsora).

Estos impactos serán más lineales o más impredecibles dependiendo de las endogeneidades “casi desconocidas” que asuman ciertas variables en la dinámica de un default: la magnitud de la deuda pública que termine siendo exigible, la evolución de la oferta y la demanda de dólares del mercado cambiario, el comportamiento de la demanda de pesos de la gente y el mayor o menor grado de conflictividad social en función del tenor de la recesión y la contracción del empleo.

Cómo sigue la película

El **devenir de la macroeconomía del próximo año y medio** y qué tan complicado llegue al final de su mandato, estará en buena medida influenciado por **cuatro problemas, cuatro desafíos y cuatro endogeneidades**.

Los cuatro problemas son anteriores e independientes al lío por la deuda pública: **1)** insuficiencia de dólares y bajo nivel de reservas; **2)** déficit fiscal creciente financiado con la “maquinita”; **3)** estancamiento devenido en recesión y **4)** inflación alta. Marcan el deterioro de la macroeconomía y el programa

Los cuatro desafíos durante el próximo año y medio van a amplificar los cuatro problemas. Dado que la incertidumbre por la deuda acorta el horizonte de la transición, **hoy 2015 pasó a ser “largo plazo”**. Los cuatro desafíos ordenados secuencialmente son: **1) ya**, el desenlace del tema “holdouts” (duración del default); **2) inminente** (próximos meses), un aluvión de emisión de pesos solicitado por el Tesoro al BCRA; **3) “largo plazo”** (próxima cosecha) una posible caída del precio internacional de la soja y **4) “larguísimo plazo”** (octubre del año que viene), el pago del Boden 2015 por alrededor de US\$ 5.000 M. Irán marcando los **picos de tensión** por los que atravesará la macroeconomía.

Las cuatro endogeneidades ganarán el centro de la escena si se consolidara el escenario de default. Sus dinámicas y timings hoy son impredecibles: **1)** el monto de deuda pública que se tornaría exigible por eventuales eventos de aceleración y “cross – default”; **2)** si el BCRA tuviera que vender dólares y en qué magnitud; **3)** la evolución de la demanda de pesos de la gente y **4)** la conflictividad social frente al agravamiento y prolongación de la contracción de la actividad y el empleo. Irían determinando el **grado de incertidumbre** macro – financiera en caso de la instalación de la cesación de pagos: la presión de los “mercados” y las “expectativas” sobre el programa económico.

El “4 más 4 más 4” irá marcando el rumbo de la transición económica. **Los cuatro problemas y sus cuatro desafíos influirán independientemente de que la cesación de pagos se consolide o no. El papel de las cuatro endogeneidades será proporcional a la extensión y duración del default.**

Cuatro problemas

Un problema que viene arrastrando la macroeconomía con antelación e independencia a la cuestión del juicio en EE.UU., es la **insuficiencia de dólares** y el bajo nivel de las reservas. **La dificultad del BCRA para comprar dólares se tornó estructural. En los últimos 25 meses, el balance acumulado dio cero.** No se corrigió con el cepo, el cerrojo importador, la devaluación ni con los ingresos puntuales de YPF, Chevron y la Anses. Es un dilema estructural no invalidado por

los lapsos temporales en que el BCRA compra dólares: por ejemplo, los últimos meses en parte por el ingreso puntual de dólares de YPF y Chevron.

El **segundo semestre** pintaba para que el BCRA comprara dólares siempre y cuando ingresaran divisas de YPF y algo de los préstamos acordados con China. Si la cesación de pagos se consolidara, los dólares de YPF y China no entrarían y muy probablemente el mercado cambiario estaría más tenso. El BCRA deberá hacer esfuerzos para que las reservas no bajen de US\$ 28.000 M (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1

INSUFICIENTE CANTIDAD DE DÓLARES Y RESERVAS

US\$ millones	SEIS MESES II semestre 2012	DOCE MESES 2013	SIETE MESES ene-jul 2014 (e)	Acumulado últimos 25 meses
Por qué el BCRA no compró dólares				
a. Compra de dólares del BCRA (a.1+a.2+a.3+a.4)	1.838	-5.310	3.100	-372
a.1) Superávit comercial	5.755	8.003	5.100	18.858
a.2) Financiamiento comercial	-1.704	-6.213	500	-7.417
a.3) Ingresos puntuales	302	3.450	2.270	6.022
<i>Anses</i>	302	1.700	170	2.172
<i>Chevron, YPF</i>	-	1.750	2.100	3.850
a.4) Gran resto de egresos netos*	-2.515	-10.550	-4.770	-17.835
<i>Turismo neto</i>	-2.914	-8.708	-3.000	-14.622
<i>Intereses</i>	-1.291	-2.103	-1.000	-4.394
<i>Utilidades y dividendos</i>	-207	-1.363	-1.000	-2.570
<i>Otros neto</i>	1.897	1.624	230	3.751
Por qué cayeron las reservas del BCRA				
b. Variación de reservas del BCRA (b.1 + b.2 + b.3)	-3.057	-12.691	-1.500	-17.248
b.1) Compras de dólares del BCRA	1.838	-5.310	3.100	-372
b.2) Pagos de deuda	-7.000	-6.000	-2.636	-15.636
b.3) Otros neto	2.105	-1.381	-1.964	-1.240
Nivel de reservas a fin de período	46.348	43.291	30.600	29.100
	jun-12			

(*): Turismo neto, pagos de intereses, utilidades y dividendos, servicios profesionales, préstamos financieros netos, entre otros.

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

El superávit comercial se mantiene elevado pero es insuficiente porque el resto del mercado cambiario pasó a ser demandante neto de dólares por una cuantía similar. Dicho de otra manera, al superávit comercial “se lo lleva” el déficit de la cuenta de servicios. En este contexto, los ingresos puntuales de dólares sirven para que el BCRA no venda más que para que compre. Uniendo los polos extremos, en los últimos 25 meses el superávit comercial acumuló casi US\$ 19.000 M y las reservas del BCRA cayeron más de US\$ 17.000 M. La razón es que **el Tesoro pagó deuda en dólares con reservas y el BCRA no compró en**

el mercado ni un solo dólar para reponerlas. Con el actual nivel de reservas y el total de vencimientos de deuda en dólares a pagar en la transición, se torna fundamental conseguir financiamiento externo.

Un segundo problema es el **déficit fiscal creciente** que se financia excluyentemente con emisión de moneda del BCRA. Los últimos dos años (2013 y 2014) muestran una marcada aceleración del deterioro fiscal, por no llamarlo descontrol. El gasto público crece entre siete y ocho puntos por encima del crecimiento de los ingresos. Estos últimos lucen haber tocado un techo de suba en el primer semestre que difícilmente se sostenga en lo que resta del año: el dato de la recaudación de julio (+ 33% anual) es un indicio. Como consecuencia, este año el Tesoro necesitaría financiamiento por 4 puntos porcentuales del PBI (más de \$ 160.000 M), el doble que en 2012. Sin ajuste fiscal, el BCRA no lleva las de ganar cuando pretenda que la emisión al Tesoro no llegue a \$ 100.000 M (ver cuadro 2).

Cuadro N° 2

DÉFICIT FISCAL PRIMARIO CRECIENTE

Miles de Millones de \$	2011	2012	2013	2014 e
Ingresos	414 (+28%)	526 (+27%)	663 (+26%)	884 (+33%)
Gastos	430 (+32%)	555 (+29%)	740 (+34%)	1.034 (+40%)
Déficit primario (a)	16	28	78	150
Pagos de deuda en pesos (b)	20	18	21	25
Agujero total en pesos (a + b)	35	47	99	175
Emisión de moneda del BCRA para el Tesoro	33	47	94	165
⇒ En % del PBI	1,7	2,1	3,2	4,2

Fuente: M&S Consultores en base a Ministerio de Economía

El tercero es la recesión. La actividad, que venía de muchos trimestres pinchada y costándole enormemente subir, **empalmó en 2014 con una caída evidente.** Transcurrió un primer semestre malo a pesar de una muy buena cosecha de soja. El tercer trimestre “está jugado”, es la continuidad de la caída alimentada por la incertidumbre que genera el entuerto por la deuda. A esta altura del año, es difícil que el PBI no caiga 3% y no puede descartarse que retroceda un poquito más si la incertidumbre no se disipa pronto (ver cuadro 3). Será una contracción tan fuerte como la de 2009 pero más larga, sin crisis internacional y con cosecha récord.

Cuadro N° 3

RECESIÓN 2014: FUERTE COMO LA DE 2009

Variación %	2009	2012	2013	2014 (e)	Acumulado del trienio 2012-2014
PBI	-2,7	0,2	2,9	-3,0	0,0
Consumo	-1,6	0,6	2,0	-2,5	0,0
Inversión	-18,4	-8,0	7,1	-8,0	-9,4
Exportación	-5,2	-3,0	1,8	-5,0	-6,2
Importación	-21,5	-10,0	7,1	-10,0	-13,2

Fuente: M&S Consultores

El cuarto de los problemas de la macroeconomía es la alta inflación. La caída de la actividad apenas “consigue” que en los últimos cuatro meses (abril – julio) los precios suban “nada más” que 2% promedio por mes. Es probable que agosto sea otro mes de 2. ¿Hasta cuándo seguirá esta calma chicha? Habrá un test en los últimos meses del año en que la recesión como efecto moderador de los precios chocará contra la fuerte emisión de moneda para financiar al Tesoro (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

INFLACIÓN: CONTENIDA SOLAMENTE POR LA RECESIÓN

<i>var % anual y mensual</i>		2011	2012	2013	2014								Año (e)
					ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago (e)	
Total	<i>(100%)</i>	24,2	25,2	28,8	4,2	3,5	3,6	2,1	2,6	2,4	2,1	¿menos de 2?	¿36,0?
Alimentos y Bebidas	<i>(36%)</i>	27	29,9	35,5	2,6	4,7	3,6	0,6	3,0	1,8	1,4		
Resto	<i>(67%)</i>	21,7	20,8	22,1	6,1	2,2	3,6	3,7	2,2	3,0	2,7		

Fuente: M&S Consultores en base a estimaciones propias

Cuatro desafíos

El primer desafío que está enfrentando en este momento la macro es el desenlace que tendrá el problema de la deuda pública: si la cesación de pagos será efímera o llegó para quedarse (hasta fin de año o más).

El segundo es inminente. Sucederá en los próximos meses cuando el Tesoro acelere las demandas de financiamiento al BCRA. En los primeros siete meses de 2014, fueron casi \$ 40.000 M contra menos de \$ 20.000 M en igual lapso de 2013. Entre agosto y diciembre (cinco meses), **OVERVIEW** estima alrededor de \$ 130.000 M más.

Semejante aluvión de pesos será muy difícil de absorber por parte del BCRA. Paradójicamente, la política monetaria más contractiva del BCRA se registró en el período de menor emisión de moneda para financiar al Tesoro (los primeros siete meses de año). **El momento de mayor explosión de la “maquinita” se transitará con el BCRA más endeudado, con menos margen para absorber pesos.** El diferencial entre la tasa Badlar (hoy en 21%) y la tasa de Lebac (hoy en 28%) será un spread clave para la capacidad de absorción monetaria. El stock de letras era \$ 95.268 M en diciembre de 2013 y en julio de 2014 suma más de \$ 180.000 M (ver cuadro 5). Quedarán inevitablemente más pesos sueltos dando vuelta, lo que **preanuncia un verano con más tensiones cambiarias e inflacionarias.**

Cuadro N° 5

EVOLUCIÓN DEL STOCK DE LEBAC

§ M

dic-13	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14 (e)	dic-14
95.268	107.323	135.673	128.470	154.209	162.315	163.282	181.000	¿280.000?

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

El tercer desafío también es tensionante. Crece la chance de que la próxima cosecha de soja en 2015 se venda a un precio internacional claramente por debajo del de este año. Podría significar una merma de dólares de exportación superior a US\$ 4.000 M sólo por el lado del complejo soja. Sería un evento grave, más todavía cuando el resto de la exportación de Argentina está cayendo y no se vislumbra indicio alguno que puedan repuntar el año que viene. **A pesar de la gravedad que revestiría este posible evento y su cercanía en el tiempo, con el lío de la deuda y la cesación de pagos, hoy la cosecha del año que viene pasa a ser “largo plazo”.**

Si en el actual contexto de incertidumbre y recorte del horizonte por la deuda el riesgo de la soja es “largo plazo”, el cuarto de los desafíos que vienen a lo largo del próximo año y medio es “larguísimo plazo”: **el pago de alrededor de US\$ 5.000 M por el vencimiento del Boden 2015 en octubre**. Será el principal pago en un año en que vencen más de US\$ 10.000 M (más otros US\$ 1.700 M de vencimientos de la provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires) (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

EL PAGO DEL BODEN 2015 EN OCTUBRE

- Vencimientos de deuda pública en dólares

US\$ M	2015
Vencimientos totales	10.350
- <u>Títulos ley internacional</u>	
(Par + Discount ley NY)	419
- Par y Discount (€ + y)	807
- Global 17 (ley NY)	85
- <u>Títulos ley argentina</u>	5.644
Par y Discount	304
Boden 2015	4.909
Resto	430
- <u>Organismos Internacionales</u>	2.996
Club de Paris	772
Resto	2.225
- <u>Otros</u>	400

Además vencen US\$1.200 M de la Provincia de Bs.As. y US\$500 M la Ciudad de Bs.As.

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda

Cuatro endogeneidades

Si la cesación de pagos se prolongara en el tiempo, a los cuatro problemas macro y los cuatro desafíos se le adicionarán **cuatro endogeneidades**, difíciles de anticipar y cuantificar pero con **alta chance de irrumpir en el escenario**.

Una es la **endogeneidad de la deuda pública** propiamente dicha. Si la Argentina terminara patenado el tema de la deuda hasta, por ejemplo, enero del año que viene, existe el riesgo de que se disparen las cláusulas de aceleración y “cross – default” de los bonos del canje con ley extranjera (Par y Discount). El

monto total de deuda involucrado que podría transformarse en exigible en el corto plazo sería US\$ 27.000 M de capital y otro tanto de intereses (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7

BONOS DEL CANJE - LEY EXTRANJERA SUJETO A ACELERACIÓN Y "CROSS-DEFAULT"

Stock e intereses acumulados

<i>US\$ millones</i>	Stock	Intereses	Total
Par	14.369	10.332	24.701
<i>Ley NY</i>	5.394	4.180	9.574
<i>Ley Londres</i>	8.755	6.122	14.876
<i>Ley Japón</i>	220	31	251
Discount	13.329	16.229	29.557
<i>Ley NY</i>	5.509	6.956	12.465
<i>Ley Londres</i>	7.721	9.207	16.928
<i>Ley Japón</i>	99	66	165
TOTAL	27.697	26.561	54.258

Item de memorando

TOTAL LEY ARGENTINA	6.539
Par	1.300
Discount	5.239

Fuente: **M&S Consultores** en base a Secretaría de Hacienda

Otra endogeneidad es fiscal – monetaria – financiera. Está referida a cómo responderá la demanda de pesos de la gente frente al aluvión de pesos que emitirá el BCRA para financiar al Tesoro, en un contexto en el cual la gente ya está demostrando cada vez menos interés en quedarse con pesos. Por supuesto, es una endogeneidad con derivaciones sobre los precios y el dólar paralelo.

La tercera hace foco en el mercado cambiario y la posibilidad de que el BCRA tenga que vender dólares. Previo a la amenaza de default, el segundo semestre pintaba para que el BCRA comprara dólares siempre y cuando ingresaran divisas de YPF y entrara algo de los préstamos acordados con China. Si la cesación de pagos se consolidara, los dólares de YPF y China no entrarían y muy probablemente el BCRA dejaría de comprar y tuviera que vender. El gobierno se vería obligado a reforzar más el cepo y el freno importador. En simultáneo, no puede descartarse en un contexto de mayor incertidumbre y faltante de dólares un nuevo round de caída de los depósitos en dólares del sector privado y su consecuente impacto sobre el nivel de las reservas del BCRA.

La cuarta endogeneidad, tan difícil de prever y cuantificar como las tres anteriores, es la social. La actual recesión será fuerte y larga. Repercutirá seguramente sobre el nivel de empleo y menos sobre la suba de los precios. Más que una desinflación a la 2009 puede estabilizar la inflación en un nivel alto. La combinación de menos empleo y alta inflación generará una mayor conflictividad social, con un abanico de imponderables generalmente desconocidos.

En conclusión, el **combo** de los cuatro problemas que vienen de antes con los cuatro desafíos para la transición (dos en 2014 y dos en 2015), aseguran de por sí una transición económica que recorrerá un **camino sinuoso**. Si se afianza el escenario de default irrumpirán posiblemente las cuatro endogeneidades y entonces será un **camino no solo sinuoso sino además resbaladizo**.

Apéndice: mercado cambiario del segundo trimestre

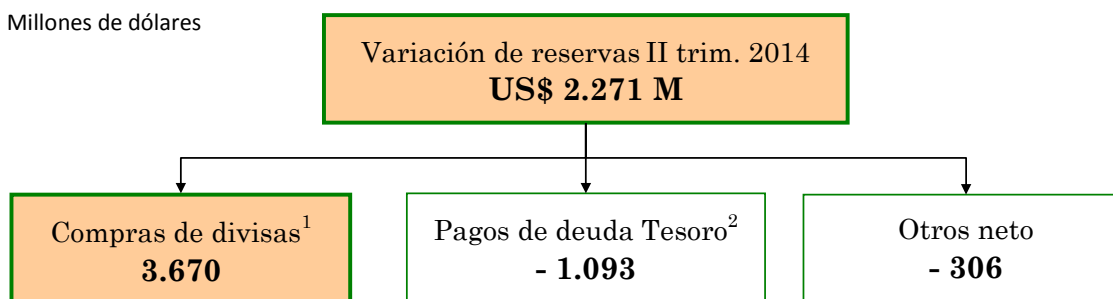
El BCRA publicó el informe “**Evolución del mercado único y libre de cambios y balance cambiario**” correspondiente al segundo trimestre de 2014. A lo largo del segundo trimestre del año el BCRA compró US\$ 3.670 M¹ en el mercado único y libre de cambios (MULC) pudiendo afrontar los pagos de deuda del Tesoro y logrando también que el nivel de reservas se incrementara, luego de 8 trimestres consecutivos de caída, en US\$ 2.271 M.

Los pagos de deuda en moneda extranjera ascendieron a US\$ 1.632 M entre abril y junio de 2014. De todas formas las reservas se redujeron solo en US\$ 1.093 M por este concepto ya que US\$ 539 M correspondieron a los fondos que fueron depositados en la cuenta del banco agente de pago, Bank of New York Mellon, en el BCRA para ser aplicados al pago de los servicios de intereses correspondientes al Discount en dólares estadounidenses y euros con legislación en moneda extranjera. De esta forma el nivel de reservas ascendió a fines de junio a US\$ 29.279 M, un nivel aún inferior a los US\$ 30.600 M de diciembre de 2013.

¹ Compras luego del pago de la compensación de ALADI y Sistema de Pagos en Moneda Local (SML) que ascendieron a US\$ 372 M en el trimestre.

RESERVAS DEL BCRA: II TRIMESTRE DE 2014

Millones de dólares



(1): Compras luego del pago de la compensación de ALADI y Sistema de Monedas Latinoamericano (SML).

(2): No incluye US\$ 539 M correspondientes a los fondos que fueron depositados en la cuenta del banco agente de pago, Bank of New York Mellon, en el BCRA

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

En el segundo trimestre del año el BCRA logró un nivel de compras razonable gracias a las políticas que fue implementando para “equilibrar” el mercado cambiario: aumento del impuesto a los vehículos de alta gama, retaceo de dólares a los importadores, incremento del recargo del 35% a las compras con tarjeta en el exterior

INTERVENCIÓN DEL BCRA EN EL MERCADO CAMBIARIO*

US\$ M

2012	Compró 8.217
ene - sep	+7.307
oct - dic	+910
2013	Vendió 5.291
ene - sep	-108
oct - dic	-5.183
I trim. 2014	Vendió 1.722**
II trim. 2014	Compró 3.670

(*): SE descuentan los pagos de ALADI y SML

(**): No se incluyen compras de dólares MEP por US\$ 1.800 M

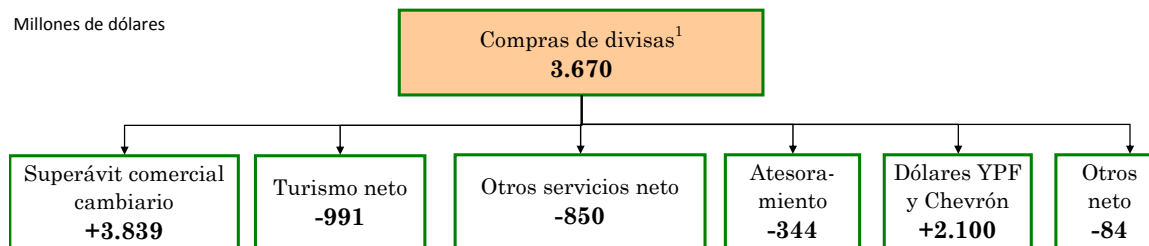
Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

El superávit cambiario del primer trimestre tiene su correlato en: i) un saldo comercial cambiario de una magnitud similar a las compras del BCRA (+US\$ 3.839 M); ii) el déficit en la cuenta de turismo, que no obstante haberse reducido considerablemente ascendió a US\$ 991 M; iii) un déficit en la cuenta de servicios

reales y financieros y en el atesoramiento de casi US\$ 1.200 M respectivamente y iv) un ingreso de capitales puntual y acotado al sector petrolero que fue el que financió estos dos últimos déficits (US\$ 2.100 M).

MERCADO CAMBIARIO DEL II TRIMESTRE DE 2014

Millones de dólares



Superávit comercial	3.564	Intereses deuda privada:	-515
Financiamiento	647	Utilidades y dividendos:	-533
ALADI y SML	-372	Servicios profesionales:	198

(1): Compras luego del pago de la compensación de ALADI y Sistema de Monedas Latinoamericano (SML).

(2): No incluye US\$ 539 M correspondientes a los fondos que fueron depositados en la cuenta del banco agente de pago, Bank of New York Mellon, en el BCRA

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

El **superávit comercial** (los embarques en la Aduana) ascendió a de US\$ 3.564 M en el segundo trimestre de 2014, un nivel similar al de igual período de 2013. Sin embargo este resultado fue producto de una caída conjunta de los valores exportados e importados de 11% y 12% respectivamente. El financiamiento comercial fue positivo por segundo trimestre consecutivo luego de un segundo semestre de 2103 muy deficitario. Por su parte los pagos netos por las operaciones de comercio exterior canalizadas por el Sistema de Pagos en Monedas Locales (SML) y ALADI ascendieron a US\$ 372 M².

El déficit de la cuenta de **turismo, viajes y pasajes** se redujo sustancialmente en el segundo trimestre del año: de un récord de US\$ 2.243 M en el cuarto trimestre de 2013 cayó a US\$ 991 M. Esto se debe, entre otros factores, al incremento del costo de los consumos a partir de la suba de la alícuota de las compras con tarjetas en el exterior, a la devaluación del peso argentino y al efecto del adelantamiento de pagos durante 2013 de viajes a ser realizados durante 2014. En 2013 la salida neta de divisas por este concepto ascendió a US\$ 8.708 M y fue una de las principales causas que llevó al BCRA a vender divisas en el mercado cambiario. De mantenerse esta tendencia en 2014 la salida de divisas por turismo podría ascender a 4.500 M, casi la mitad de los egresos de 2013.

² Estos pagos los realiza el BCRA con las divisas previamente compradas en el MULC, por lo cual Overview deduce este importe de las compras de divisas que publica el BCRA.

Saldo de la cuenta turismo y pasajes

US\$ M	I-13	II-13	III-13	IV-13	I -14	II -14
Saldo neto	-2.281	-2.236	-1.948	-2.243	-1.549	-991
Ingresos	547	359	366	354	372	341
Egresos	-2.827	-2.595	-2.314	-2.597	-1.921	-1.332

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

El **saldo neto de la cuenta de servicios** fue negativo en US\$ 850 M, con un comportamiento similar al de los trimestres previos. Los ingresos por servicios profesionales prestados al exterior rondaron los US\$ 1.000 M por trimestre mientras que los pagos al exterior por este concepto promediaron US\$ 300 M. Por su parte los pagos de intereses ascendieron a US\$ 515 M, un nivel también en concordancia con el de los trimestres previos.

A lo largo de 2013 y en el primer trimestre de 2014 el gobierno comenzó a autorizar, aunque con cuentagotas, el giro de **utilidades y dividendos** al exterior, luego de haberlos prohibido de hecho en 2012. En el segundo trimestre del año el los permisos fueron superiores y ascendieron a US\$ 515 M.

Saldo de la cuenta servicios

US\$ M	I-13	II-13	III-13	IV-13	I -14	II-14
Saldo neto	-581	-1.008	-1.004	-1.276	-773	-850
Servicios profesionales	818	693	646	582	605	603
Intereses	-611	-579	-395	-521	-381	-515
Utilidades y dividendos	-155	-371	-396	-441	-306	-533
Otros neto	-633	-751	-859	-895	-691	-405

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

En lo que respecta a la cuenta capital, las ventas autorizadas por la AFIP para atesoramiento ascendieron a US\$ 344 M entre abril y junio de 2014. El resto de los ingresos netos del trimestre se reduce exclusivamente a los dólares ingresados por el sector petróleo y minería que ascendieron a alrededor de US\$ 2.100 M. En términos netos no hubo ningún ingreso de capitales en el resto de los sectores.

Cuenta capital¹ del segundo trimestre

US\$ millones	II -14	
Ingresos netos de capital*	2.016	
Sector privado no financiero	1.337	
Ingresos del sector petrolero	2.100	Emisión de letra: 1.000
Préstamos netos del exterior ²	-265	Inversión extranjera: 900
Préstamos bancos locales ³	-100	Préstamos financieros: 200
Otros neto	-418	
Sistema bancario local	679	

(1): Excluye atesoramiento

(2): Resto de sectores (no petróleo)

(3): No incluye pagos de tarjeta en el exterior en concepto de turismo

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com