

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

RESUMEN EJECUTIVO

Durante el mes hubo un movimiento importante en el mercado financiero como consecuencia de los efectos de la confirmación del fallo del juez norteamericano Thomas Griesa, que puso al país al borde del *default* técnico. En la pugna se juegan los reclamos de los fondos "buitre" con nuestro país, con la discusión por el pago de una deuda actualmente en cesación por u\$s 7.000 millones. Ante la propuesta argentina para establecer una reapertura del canje, la corte de los Estados Unidos suspendió los efectos del fallo hasta febrero. En este *newsletter* se analiza lo ocurrido y las posibles implicancias sobre nuestro país y sobre otras situaciones similares en el mundo.

Por otra parte, en el mercado local se destaca una merma del saldo comercial, como consecuencia de la reapertura parcial de las importaciones y de una nueva caída de las exportaciones. La industria volvió a mostrar recuperación luego de 6 meses consecutivos de caída, traccionada por las ventas de automóviles a Brasil (las ventas internas siguen en baja). Sin embargo, en este *newsletter* se resaltan algunos datos de largo plazo poco prometedores para el sector. El déficit industrial creciente no ha tenido una solución durante la última década y la pérdida de competitividad por precios (el peso le gana al dólar) no fue compensada mediante un paquete

Temas Locales

- La marcha de la industria: recuperación en el corto, pero no tan buena en el largo.
- En octubre volvió a moderarse el saldo comercial.
- Análisis del mes: una decisión crucial frente a los fondos "buitre".

Temas Internacionales

- Panorama internacional del mes.

de políticas que le diera una importancia presupuestaria sustancial al apoyo al sector.

En el plano regional, se observan buenas perspectivas para Brasil, con un sector privado que desde hace unos meses viene mostrando crecimiento continuo y para Chile, el país sudamericano del que se espera un mayor crecimiento para 2013. Según datos de un estudio reciente, Brasil fue el país del mundo que mejor ha redistribuido el ingreso durante los últimos años.

A nivel internacional, este *newsletter* repasa los tres frentes cruciales para la evolución en 2013: las políticas europeas para terminar con la recesión y ayudar a Grecia, España e Italia; el problema norteamericano planteado por el "*fiscal cliff*", que podría frenar el proceso actual de tibia recuperación de la actividad económica a partir del recorte de gasto público y la suba impositiva, y la buena evolución de los últimos indicadores chinos, que ponen al país de vuelta en la senda de crecimiento de los últimos años.

Durante el *newsletter* n° 27 se había hecho un análisis de los efectos de la modificación de la Ley de Mercado de Capitales. El senado aprobó la última semana la ley, que espera poder revertir el vacío en el financiamiento de las pymes y fortalecer el mercado de capitales nacional, a la vez de *aggiornarse* a las nuevas tendencias internacionales en materia regulatoria.

Temas Locales

La marcha de la industria: recuperación en el corto, pero no tan buena en el largo

La industria nacional se recuperó en octubre, luego de varios meses en los que se venía observando una desaceleración del ritmo de caída. La actividad industrial tuvo un crecimiento anual por primera vez en el año desde marzo (6 meses consecutivos de caída). Sin embargo, la recuperación del sector estuvo traccionada fundamentalmente por la recuperación en la demanda exterior de automóviles (básicamente desde Brasil) y no por la demanda interna.

Con la demanda de la industria brasileña re-vigorizada, es posible que la industria nacional pueda retornar a la senda de crecimiento durante los próximos meses, luego de dos años en 2010 y 2011 en los que creció al 13,4%. Con una mirada más amplia en el tiempo, se observa que la evolución del sector no ha sido tan buena, lo cual se relaciona con la falta de una política industrial que promoviera inversión y sustitución.

Por partes, primero la evolución de corto plazo. De los doce rubros industriales medidos por INDEC, nueve tuvieron subas anuales en octubre, varias de gran magnitud, aunque el índice general fue traccionado por la suba anual de 11,1% en la actividad automotriz. Sin embargo, la producción automotriz estuvo impulsada por las ventas externas, más que por el mercado local. Las ventas internas de automóviles en octubre cayeron 14,5% de manera anual (luego de otra caída de 21% en septiembre) y acumulan una baja de 6,4% en el año. En tanto, las exportaciones crecieron 20,7% de forma anual.

Por otra parte, nueve de los doce rubros (entre los que no está el automotriz) muestran crecimiento acumulado en los primeros 10 meses del año, la mayor parte de los cuales había caído durante 2011. En contraposición, el uso de la capacidad instalada aún no se recupera y acumuló su 12º mes consecutivo a la baja, ubicándose en el 76,4%, por debajo de los niveles de octubre de 2010 y 2011 e igual al de 2008.

Indicador	Período	Variación mensual	Variación Anual	Variación acumulada 2012
Estimador Mensual Industrial (INDEC)	Octubre	4,7%	2,2%	-0,9%
Actividad industrial (UIA)	Septiembre	-1,5%	-5,1%	-2,3%
Uso de la capacidad instalada	Octubre	0,8%	-4,5%	-5,1%
Automotores	Octubre	13,8%	11,1%	-9,3%
Alimentos y bebidas	Octubre	3,3%	-3,1%	2,0%
Metalmecánica	Octubre	-0,3%	-1,8%	-0,7%
Productos químicos	Octubre	6,7%	5,2%	3,9%
Refinación de petróleo	Octubre	0,5%	14,2%	2,6%

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC y UIA

Por otro lado, los empresarios industriales perciben una situación en mejoría, lo que se desprende de las expectativas levemente positivas de la encuesta que releva INDEC para noviembre (ver gráfico).

Más allá de los crecimientos fuertes de 2010 y 2011, el largo plazo muestra un crecimiento del sector a una tasa de 2,5% anual entre 1998 y 2012, una tasa sustancialmente más baja. El crecimiento acumulado en estos

Indicador	Período	Aumentará/n	Disminuirá/n	No variará/n
Expectativas	Noviembre	9,3%	7,0%	83,7%
Evolución de la demanda		11,2%	7,2%	81,6%
Exportaciones		12,0%	9,0%	79,0%
Importación de insumos		6,4%	10,0%	83,6%
Stocks		8,3%	7,1%	84,6%
Utilización de la capacidad instalada		0,7%	1,0%	98,3%
Dotación de personal		4,2%	3,0%	92,8%
Horas trabajadas				

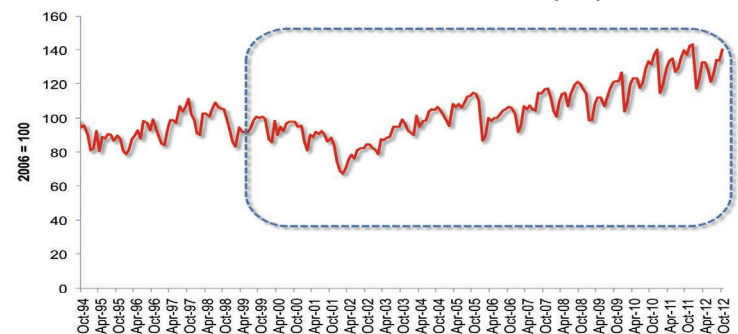
Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC

años totalizó un 45% y deja una sensación fuerte, porque la comparación con los años anteriores es muy buena. Entre 1970 y 2002 el sector industrial argentino no había crecido. Por otra parte, la proporción de capital instalado por persona es inferior a la disponible en 1974.

Por lo tanto, cabe considerar: ¿qué se está haciendo por la inversión industrial en este período? Y ¿es sostenible la estructura industrial actual, con la necesidad creciente de importación en los insumos intermedios? Aun con un 2013 que pueda volver a marcar crecimiento para la industria, el déficit sectorial es creciente y no se vislumbra una política fuerte que pueda

torcer esta situación. En el *newsletter* n° 25 se había mostrado cómo la producción de los principales bienes industriales había incrementado fuertemente su penetración importadora entre 1998 y 2010, mientras que, al mismo tiempo, la gran mayoría había empeorado su balanza comercial. Hay algunas políticas aisladas que rescatar, como algunas de las realizadas por el Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva y el INTI junto con una parte de la industria local, a la vez que hay que preguntarse si una política industrial de estado no debería, además, mostrar un banco que ofrezca financiamiento productivo a tasas competitivas y un Ministerio de Industria con presupuesto y políticas activas.

Gráfico: Evolución del Estimador Mensual Industrial (EMI), 1994–2012



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC

En octubre volvió a moderarse el saldo comercial

Luego de la recuperación que había tenido el saldo comercial a lo largo del año, en octubre volvió a abrirse la importación, cuyos volúmenes crecieron 3% (y 0,1% en valor) después de ocho meses de caída consecutiva. A esto se sumó una nueva merma en el nivel de las exportaciones resultando en un saldo mucho más acotado que el que venía teniendo lugar a lo largo del año. Por otra parte, el balance cambiario se tornó negativo, como consecuencia del menor superávit comercial y del pago de la última cuota del BODEN 2012 (u\$s 2.048 millones).

El saldo comercial fue positivo en u\$s 585 millones, 49,6% menor que el de un año atrás. Esto se debió a un avance de 0,1% en las importaciones y una caída de 7,6% en las exportaciones (que en volúmenes cayeron 9%). Tuvo lugar una reducción anual de 13,6% en las ventas de productos primarios, por la menor venta de soja (acumulando una caída anual de 4,3%) y otra de 10,1% en las ventas de manufacturas de origen agropecuario (MOA) (acumulando una baja en 2012 de 2,6%). Por su parte, se recuperaron por primera vez desde enero las compras externas de bienes de capital (crecieron 2,2% de

manera anual) y las piezas y accesorios para bienes de capital (que revertieron 6 meses de caída con un aumento de 8,3%).

Durante el mes crecieron fuertemente las importaciones desde la Unión Europea y Asia (China, Japón, Corea y la ASEAN). En contraste, volvieron a caer las compras a socios del Mercosur. Mientras que las compras a Brasil cayeron 18% en el año, las compras a China lo hicieron en 11%, las realizadas a la Unión Europea crecieron 7,6% y las que se hicieron a los Estados Unidos aumentaron en 13,7%. Esto implica un retroceso en el proceso de integración regional, que sigue quedando determinado por las políticas autónomas que toma cada uno de los países miembro para resolver los temas que propone la coyuntura. Resolver esos problemas podría volver a poner en el camino el proceso de integración, más allá de que este requiera de políticas adicionales de toma conjunta entre los miembros. En este sentido, nuestro país ha dispuesto numerosas medidas transitorias para frenar un incremento en el déficit por pérdida de competitividad. Un dato del organismo Global Trade Alert ubica a la Argentina como el segundo país con mayor cantidad de barreras no arancelarias del mundo por detrás de Rusia, no obstante lo cual no se ven avances importantes en materia de reducción del déficit sectorial.

Comercio exterior y balance cambiario

Indicador	Último dato	Valor (M de u\$s)	Var. anual	Var. acumulada 2012	var. Mensual / trimestral
Saldo comercial	octubre	585	-49,6%	23,7%	-35,8%
Exportaciones	octubre	6.897	-7,6%	-3,2%	1,2%
Importaciones	octubre	6.312	0,1%	-7,3%	6,9%
Var. reservas internacionales BCRA	3° trim `12	-1.727	-45,2%	-57,1%	147,0%
Cuenta corriente cambiaria	3° trim `12	-300	-148,5%	20,6%	-105,6%
Cuenta capital y fin. cambiaria	3° trim `12	-1.426	-62,2%	-10,6%	-76,4%

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC y BCRA

Análisis del mes: una decisión crucial frente a los fondos "buitre"

El fallo del juez norteamericano Thomas Griesa, que fue puesto en suspenso por la Corte de dicho país durante la última semana, puso no solo a la Argentina al borde del *default* técnico, sino que postergó una definición que podría tener resultados importantes a nivel

mundial. El punto en cuestión no son solo los u\$s 7.000 millones en bonos argentinos que no entraron a los canjes promovidos por el Estado nacional, sino también la posibilidad de sentar un precedente que afecte los canjes futuros de otros países que buscan salir de situaciones de *default*, como podría suceder con algunos países europeos, por ejemplo. En esta situación la deuda argentina tiene viento

favor en la justicia europea, mientras que está en definición lo que determine la justicia de EE.UU. a partir de febrero del año próximo.

Si la corte de los Estados Unidos no aceptara la apelación argentina y diera curso al fallo de Griesa, esto significaría que de aquí en adelante los países con títulos en *default* solo podrían salir de dicha situación acordando con el 100% de los acreedores una forma de pago, por lo que las reestructuraciones de deuda, como las que logró la Argentina en 2005 y 2010, no tendrían sentido. En el caso contrario, una pronunciación de la Corte Suprema norteamericana determinando que el reclamo de los fondos "buitre" no tiene lugar, pondría un final al *default* de los bonos que están en esa situación desde 2001 y acabaría con el negocio de dichos fondos.

Los fondos "buitre" son organizaciones financieras que compran títulos públicos que están en *default* o cerca de él, a precios fuertemente devaluados e inician un proceso de reclamos para poder obtener un beneficio, que en algunos casos puede llegar a ser muy alto. De esta manera, ofrecen dinero inmediato a los inversionistas que no pueden mantener un bono que ha entrado en cesación de pagos. Si el emisor del título continúa en quiebra o el título continúa en *default*, el fondo "buitre" pierde su apuesta. En caso contrario, puede ganar millones. Hasta ahora tuvieron un papel como compradores de deuda de países empobrecidos del tercer mundo, en bonos que ya de por sí pagaban altas tasas en concepto de primas de riesgo.

Hace un par de semanas el juez estadounidense Thomas Griesa había fallado en favor del reclamo de los bonistas y fondos "buitre" sobre la deuda impaga argentina, determinando que desde allí cualquier depósito que hiciera nuestro país para la cancelación de sus obligaciones sería embargado para el pago al 100% del capital de los bonos en manos de estos. De esta manera, se complicaba la operatoria para el pago del Cupón PBI en dólares, con sede en Nueva York, por unos u\$s 3.300 millones, ya que la Argentina hubiera debido depositar previamente otros u\$s 1.300 millones que serían embargados.

Ante la apelación de nuestro país (y la posible llegada a un acuerdo entre ambos países para no permitir la victoria de los fondos "buitre"), la Corte Suprema norteamericana suspendió temporalmente los efectos del fallo de Griesa. Mientras tanto, la resolución de la Corte norteamericana quedó supeditada a un acuerdo con nuestro país para que se comprometiera a reabrir el canje en condiciones similares a las del llamado de 2010, lo cual tendría que estar aprobado, reglamentado y en funcionamiento antes del 27 de febrero del año próximo. Para ese momento, la Argentina deberá presentar en la Cámara de Apelaciones de Nueva York una propuesta para negociar el nuevo canje con los tenedores de los u\$s 7.000 millones restantes, que no habían ingresado en los dos canjes anteriores, solucionando finalmente el problema de los bonos *defaulteados* de 2001. De aquellos u\$s 7.000 millones, los fondos "buitre" poseen u\$s 4.500 millones y el resto está en manos de otros bonistas que no aceptaron entrar en las propuestas de 2005 y 2010.

Actualmente la Argentina espera que la Cámara de Apelaciones falle que el *stock* de deuda por pagar no es del 100% del capital más los intereses sino del monto adeudado en los canjes. Para esto, el país deberá presentar detalles de la apelación y la propuesta para el pago en dos ocasiones entre el 28 de diciembre y el 27 de febrero.

Mientras tanto, durante el último mes, la posibilidad cercana de una caída en *default* técnico de nuestro país influyó para que la agencia calificadora Fitch Ratings rebajara la nota de la deuda soberana nacional a "CC" desde "B" para la deuda de largo plazo en moneda extranjera y a "C" desde "B" para la de corto plazo, dejándola a dos escalones de la nota que indica el *default*, mientras que también rebajó los bonos en moneda nacional a "B-". Al mismo tiempo, la situación con los bonos impagos ejerció una influencia hacia la alza sobre el riesgo país que alcanzó los 1.309 puntos, así como también sobre los Credit Default Swap, que se ubicaron cerca de los 5.000 puntos, cuatro veces más que un mes atrás. Por otra parte, los bonos públicos cayeron 35%, determinando una pérdida de \$5.000 millones en la cartera de ANSES.

Temas Internacionales

Panorama internacional del mes

El mundo tuvo a lo largo del año tres frentes abiertos de gran importancia para el devenir de los años próximos y de diferente resolución. A estos tres frentes, se suma un tema sensible que es el de la discutida soberanía Palestina y los reclamos de Israel sobre las cuestiones territoriales y su influencia sobre el precio del petróleo. Por un lado, el país que lideró el crecimiento mundial durante los últimos años, China, había comenzado a mostrar señales de debilitamiento en la producción como consecuencia de la caída de la demanda internacional. Los últimos meses se había rebajado la expectativa de crecimiento del país, lo cual podía afectar la demanda de *commodities* agrícolas para los países periféricos, como Argentina. Sin embargo, los indicadores recientes para el mes de noviembre indican que China recuperó el ritmo de expansión de 2011, mostrando que las políticas de flexibilización monetaria que llevó a cabo el gobierno tuvieron éxito, esperándose un cuarto trimestre positivo.

Por otra parte, el sector productivo de Estados Unidos comenzó a dar muestras de recuperación, incluso antes del anuncio del último paquete de medidas de expansión monetaria, QE3. Los problemas inminentes para la economía de los Estados Unidos son el alto déficit fiscal (9% de su PBI) y el elevado nivel de endeudamiento (70% de su PBI). Como consecuencia de estos, republicanos y demócratas habían acordado una serie de medidas automáticas de ajuste, a cambio de haber permitido una excepción para poder superar el máximo ratio de endeudamiento permitido. A esta serie de medidas se la denominó "fiscal cliff", la cual empezaría a tener vigencia a partir de 2013 y consistiría en

subas de impuestos y recorte del gasto público, pudiendo tener implicancias negativas para el proceso de recuperación de la actividad económica.

Tras varias semanas de negociaciones, durante los últimos días parece haberse llegado a un acuerdo para evitar el "fiscal cliff". De no llevarse a cabo los recortes, el crecimiento del PBI estadounidense para el próximo año podría alcanzar el 4,4%. En contraste, de aplicarse los recortes, el crecimiento se vería resentido, con consecuencias para la actividad mundial, pero el déficit fiscal podría reducirse hasta el 3,8% del PBI durante 2013.

El último frente de importancia fundamental es el europeo, el cual sigue mostrándose lánguido, con un sector privado en recesión, alto endeudamiento y déficits gemelos en gran parte de los países. Un aspecto importante es la posible condonación de una parte de la deuda a Grecia (una parte de la que está en manos del Banco Central Europeo -BCE- y el Fondo Monetario Internacional -FMI-, que representa un porcentaje elevado del total) y el acuerdo dentro del BCE para recortar 40 mil millones de euros a partir de la reducción de tasas de interés y la devolución de ganancias sobre préstamos otorgados. Esto podría contribuir con el objetivo lejano y poco visible de alcanzar un ratio de endeudamiento de 124% del PBI para 2020 (esto requeriría 8 años consecutivos de crecimiento). A la vez, se anunciaron 44 mil millones de euros en nuevos préstamos. El nuevo acuerdo para apoyar a Grecia generó algún optimismo en ese país.

Por otro lado, se acordó una reducción en el recorte a los subsidios agrícolas que favorecen fuertemente a Francia. Esto generó algunas tensiones con Gran Bretaña y

Alemania, que anunciaron que estas medidas dificultan el alcance de un acuerdo en el presupuesto. Mientras tanto, se espera que durante el año que viene Italia necesite un paquete de ayudas monetarias. En tanto, el sector privado de los principales

países y de la Eurozona en general volvió a tener otro mes de contracción, con un PMI (Índice de Compras de Gerentes) en noviembre ubicado en los 45,8 puntos (los 50 puntos separan la contracción del crecimiento).

Principales indicadores recientes de Europa

Área	Indicador	Período	Valor
Unión Europea	Tasa de desempleo (%)	septiembre	11,6
	Inflación anual (%)	octubre	2,5
Alemania	Confianza del consumidor (tend.)	octubre	Negativa
	Tasa de desempleo (%)	octubre	6,9
	Inflación anual (%)	septiembre	2,0
Reino Unido	Confianza del consumidor (tend.)	noviembre	Positiva
	PBI (variación anual %)	2° trim 12	1,0
Italia	Confianza del consumidor (tend.)	octubre	Negativa
	Tasa de desempleo (%)	septiembre	10,8
	Inflación anual (%)	octubre	2,6
	Confianza del consumidor (tend.)	octubre	Positiva

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de www.researchfortraders.com



Editor Responsable
Dr. José Basso

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Mariano de Miguel

Economista Coordinador
Diego Coatz

RESPONSABLES BOLETÍN
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

Economistas
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

Asistente de Investigación
Joaquín Escardó

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP