

# cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA  
NUEVA ECONOMÍA

UNIVERSIDAD DE BELGRANO



# LOS CINCO ERRORES CAPITALES QUE LLEVARON AL DEFAULT

**El gobierno argentino se centró en la condición moral de los buitres, dijo que no acataría el fallo de Griesa, sólo abrió después de hora una puerta a los holdouts, no invocó sino a último momento la cláusula RUFO y subestimó a sus entrenados adversarios**

# INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Informe de coyuntura

**Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano**

Director: licenciado Víctor A. Beker

Número 128 – Agosto de 2014

## LOS CINCO ERRORES CAPITALES QUE LLEVARON AL DEFAULT

El 1º de agosto se llevó a cabo una reunión de la International Swaps and Derivatives Association, en la que se dictaminó que Argentina se encontraba en default a partir del día anterior y correspondía, por tanto, el pago de los seguros de riesgo contra default (Credit Default Swaps) a favor de quienes los habían contratado.

En nuestro número anterior brindamos un detalle de cómo se llegó a la sentencia dictada por el juez Griesa y que para Argentina resulta de imposible cumplimiento sin desatar una multitud de juicios amparados en la cláusula RUFO.

Para arribar a este absurdo desenlace Argentina contribuyó con al menos cinco errores capitales:

1) Argentina centró su posición en objetar la condición moral de los litigantes por su condición de fondos buitres. Pero ante el juez se presentaron títulos emitidos por el Gobierno argentino que tenían como cláusula de emisión su absoluta transferibilidad a favor de cualquiera. La objeción de Argentina fue respondida por la Cámara de Apelaciones de Nueva York señalando que los bonos eran pagaderos al portador sea éste “un fondo de reserva de una universidad, un denominado fondo buitres, una viuda o un huérfano”.

2) Los más altos funcionarios del Gobierno manifestaron reiteradamente que no acatarían un fallo desfavorable para la Argentina. Esto fue considerado por el juez “una circunstancia fuera de lo común” y “que esas amenazas de incumplimiento no pueden desoírse y que es necesario tomar medidas”.

3) La posición argentina de negarse a pagar a los litigantes cualquier suma le impidió discutir el monto a pagar. Sólo después de perder el juicio en primera instancia, volver a fracasar en segunda instancia y no lograr que la Corte Suprema tomara el caso, Argentina presentó una propuesta. Es decir, cuando ya existía una sentencia firme e inapelable se presentó la oferta de pagar lo mismo que a los bonistas que habían ingresado en el canje. Los demandantes rechazaron de plano tal oferta ya que tenían a su favor un fallo en firme. ¿Por qué no se presentó dicha propuesta al comienzo del juicio?

4) Argentina no explicitó que había un tope a lo que podía ofrecer pagar a los litigantes impuesto por la cláusula RUFO. Esta sólo fue invocada para poner en evidencia la imposibilidad de dar cumplimiento a la sentencia del juez Griesa luego que ésta fuera emitida y quedara en firme.

5) Argentina subestimó al adversario. Los fondos buitres están especializados en litigar contra gobiernos deudores y cuentan con un cuerpo de abogados que forma el corazón de la organización experto en estas cuestiones. En el clima de rechazo hacia el mundo de las finanzas y hacia los fondos buitres en particular imperante luego de la crisis de 2008, se pensó que era imposible que surgiera un fallo a favor de éstos y contra un país soberano. Por eso se puso el acento en los aspectos políticos sin prestar demasiada atención a los específicamente jurídicos. Por esa razón se sigue insistiendo en que el Gobierno americano debe imponerle límites al juez.

Otro error estratégico cometido fue cerrar un acuerdo con el Club de París antes de que estuviera definido el resultado del juicio en Nueva York. Es así que Argentina debe hacer ahora pagos a este club sin gozar de ningún beneficio al encontrarse en default.

### La industria automotriz lidera la caída

En el primer semestre de 2014, la actividad industrial registró una caída del 3,5 por ciento respecto del primer semestre de 2013. Este dato surge de promediar los resultados de los indicadores de coyuntura que miden la evolución de la producción industrial elaborados por el INDEC, por Ferreres y por la Fundación FIEL.

#### ÍNDICES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Variaciones porcentuales

|  | EMI<br>(INDEC) | FIEL        | FERRERES    | PROMEDIO<br>ÍNDICES |
|--|----------------|-------------|-------------|---------------------|
| Año 2012 / Año 2011                            | -1,2           | -0,8        | 0,0         | -0,7                |
| Año 2013 / Año<br>2012                         | -0,2           | 0,4         | 2,4         | 0,9                 |
| <b>1º semestre 2014 /<br/>1º semestre 2013</b> | <b>-3,2</b>    | <b>-4,1</b> | <b>-3,3</b> | <b>-3,5</b>         |

Al analizar el promedio de los índices en términos trimestrales, ya se acumulan tres trimestres consecutivos con disminuciones del nivel de actividad industrial en la comparación interanual.

### TRIMESTRES

Variaciones porcentuales respecto del mismo trimestre del año anterior

| TRIMESTRES | EMI<br>(INDEC) | FIEL | FERRERES | PROMEDIO<br>ÍNDICES |
|------------|----------------|------|----------|---------------------|
| I 2013     | -1,3           | -4,0 | -1,3     | <b>-2,2</b>         |
| II 2013    | 3,5            | 3,0  | 5,7      | <b>4,1</b>          |
| III 2013   | 0,7            | 1,8  | 3,6      | <b>2,0</b>          |
| IV 2013    | -3,5           | 0,2  | 1,0      | <b>-0,8</b>         |
| I 2014     | -3,1           | -2,3 | -2,3     | <b>-2,6</b>         |
| II 2014    | -3,2           | -5,7 | -4,2     | <b>-4,4</b>         |

En el acumulado anual se destaca la importante disminución de la actividad en las terminales automotrices. Según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (Adefa), en el período enero-julio de 2014, la caída de la producción de automotores es del 23 por ciento respecto de los primeros siete meses de 2013. Este resultado es la consecuencia de la disminución del 24 por ciento en las ventas a concesionarios de vehículos de producción nacional y de la caída de las exportaciones en un 26 por ciento.

Sobre esta industria han operado simultáneamente el “impuestazo” aprobado en diciembre pasado y la caída del nivel de actividad económica y de demanda en Brasil, el principal destino de nuestras exportaciones del rubro.

La industria metalmecánica, sin incluir los automotores, también presenta una caída en el primer semestre de 2014 superior al promedio de la industria, del orden del 6 por ciento respecto del primer semestre de 2013, según el Estimador Mensual Industrial (INDEC). Asimismo, según la misma fuente, otro rubro industrial que registra para esta comparación una disminución superior al promedio –también del orden del 6 por ciento– comprende a los fabricantes de productos de caucho y plástico.

Cabe destacar que tanto la industria metalúrgica como la industria plástica están formadas por una cantidad significativa de pequeñas y medianas empresas. Estos sectores enfrentan, por un lado, una demanda menor, erosionada por el encarecimiento del crédito y por la fuerte pérdida de poder adquisitivo de la población a partir del creciente nivel de la tasa de inflación de precios. Por otro lado, padecen un importante incremento de los costos de producción que, al no poder ser trasladado totalmente a los precios finales de los productos como consecuencia del escenario recesivo, deriva en una pérdida de rentabilidad de la actividad. En efecto, según datos de la encuesta coyuntural a pyme industriales realizada por la Fundación Observatorio Pyme, para el 66 por ciento de los empresarios disminuyó la rentabilidad de su empresa en el primer trimestre del corriente año.

La disminución de la rentabilidad, junto con el encarecimiento del crédito, condiciona negativamente las decisiones de inversión en las fábricas. En efecto, según datos de la encuesta coyuntural a pyme industriales realizada por la Fundación Observatorio Pyme, en abril de 2014 disminuyó el porcentaje de empresarios que considera que es un buen momento para invertir en maquinaria y equipo. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, este porcentaje se ubicó en el 27 por ciento para abril de 2014 mientras que registró un valor del 40 por ciento para el promedio de 2013.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la encuesta coyuntural a pyme industriales, Fundación Observatorio Pyme.

Cabe mencionar que, al cuadro de recesión con inflación, se ha sumado en las últimas semanas un mayor nivel de incertidumbre económica a partir del conflicto que enfrenta el país con los holdouts. Esta situación puede perjudicar el acceso al financiamiento externo, acentuando la escasez de dólares y las dificultades para acceder a insumos importados necesarios para el normal desarrollo de los procesos productivos.

## **El rol del empleo público provincial**

En un estudio llevado a cabo por el economista Félix Piacentini se analizó la evolución del empleo público provincial entre 2003 y 2013. A continuación extractos del informe.

\* Mientras que entre 2013 y 2003 la población argentina aumentó en un 11 por ciento, el empleo público de todas las provincias lo hizo en el 43 por ciento.

\* Una planta de personal estatal que se incremente anualmente en la misma proporción que la población podría constituirse en una trayectoria más razonable en la medida que los servicios del

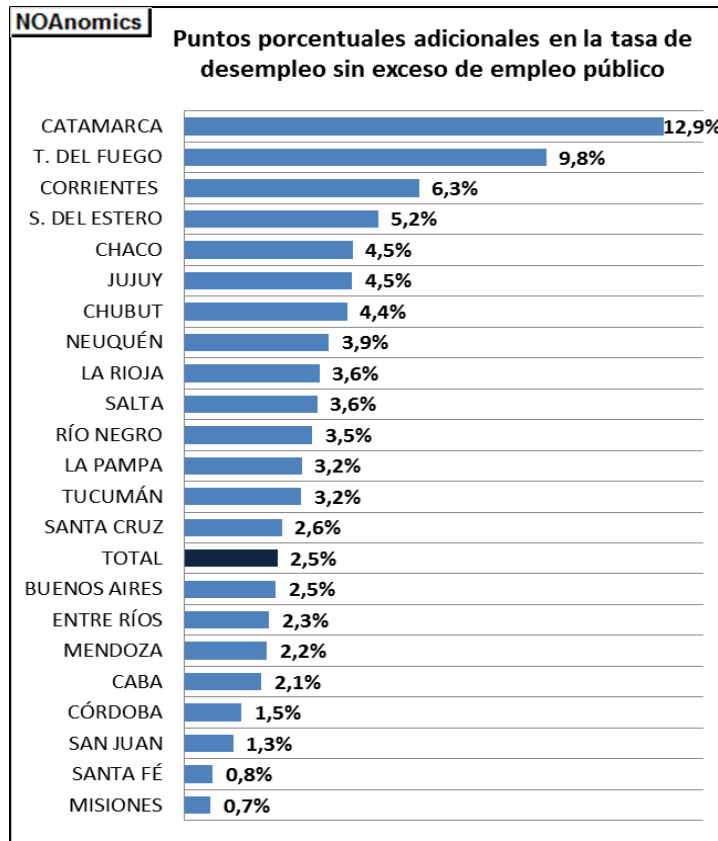
Estado se amplían al ritmo de una mayor cantidad de habitantes. Según esta metodología durante la última década se han creado un total de 434 mil puestos públicos excedentes.

\* Si los estados provinciales no hubieran incorporado personal en demasía, la tasa de desempleo del tercer trimestre del año pasado habría llegado al 9,1 por ciento en lugar del 6,6 por ciento observado, es decir 2,5 puntos porcentuales más. La provincia en sufrir la mayor tasa habría sido Catamarca con el 20,6 por ciento versus el 7,7 por ciento efectivamente registrado, luego Tierra del Fuego con 17,7 por ciento versus 7,9 por ciento y Salta con un 13,8 por ciento versus el 10,2 por ciento obtenido.

\* Por último cabe preguntarse cuánto tendría que crecer el sector privado de cada provincia para absorber el empleo público sobrante o, lo que es lo mismo, cuántas empresas privadas adicionales deberían crearse para emplear (en blanco) a los trabajadores estatales superabundantes.

\* En función del promedio de ocupados por empresa privada de cada provincia serían necesarias un total de 45 mil empresas privadas adicionales para incorporar a las 434 mil personas no absorbidas por los Estados provinciales, es decir un 7 por ciento más de firmas que las cerca de 650 mil existentes en la actualidad. En base a la creación anual promedio de empresas de los últimos diez años este proceso llevaría dos años, siempre que se dejara de ampliar la planta de empleo público por encima del crecimiento poblacional.

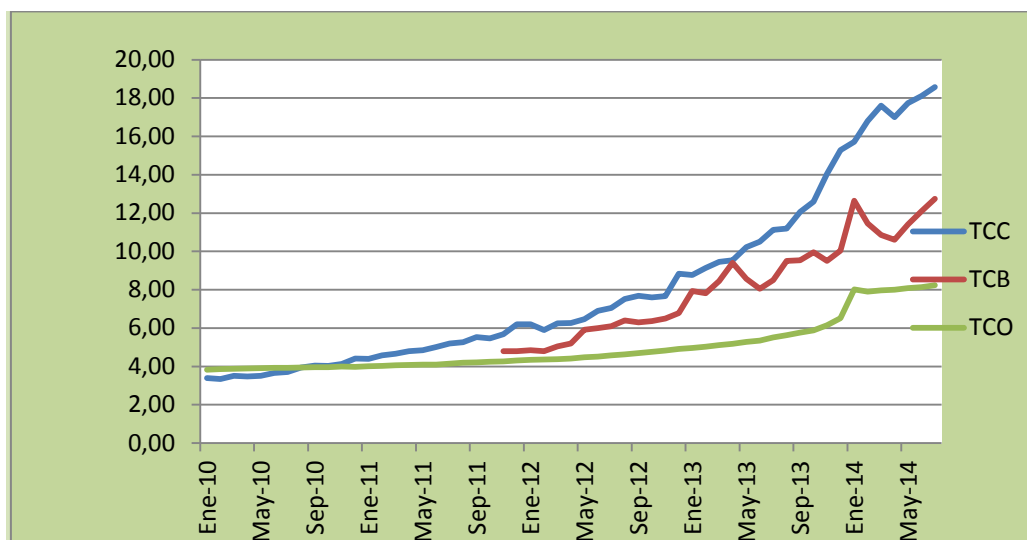
\* Para 15 provincias el aumento necesario de empresas privadas se encuentra por arriba del 7 por ciento promedio, se destaca Catamarca que debería crear un 51 por ciento más de empresas (lo que le llevaría 14 años), Corrientes (32 por ciento, 9 años) y Santiago del Estero (25 por ciento, 6 años). En tanto, para los casos de provincias como Jujuy, Chaco, La Rioja, Salta y Tierra del Fuego la creación requerida de empresas está en el rango de entre un 20 y 15 por ciento con un proceso que podría durar entre 5 y 4 años. Entre los distritos en los que el fenómeno no es tan agudo se encuentran Santa Fe, CABA, Misiones y San Juan; que en un año y con sólo un 2 a 3 por ciento más de firmas privadas resolvería el exceso de empleo público de sus economías.



### El tipo de cambio de convertibilidad se acerca a \$ 20

El tipo de cambio de convertibilidad (TCC) se ubicó a fines de julio en \$ 18,58 mientras el oficial (TCO) cotizaba a \$ 8,23 y el blue (TCB) era reportado a \$ 12,75.

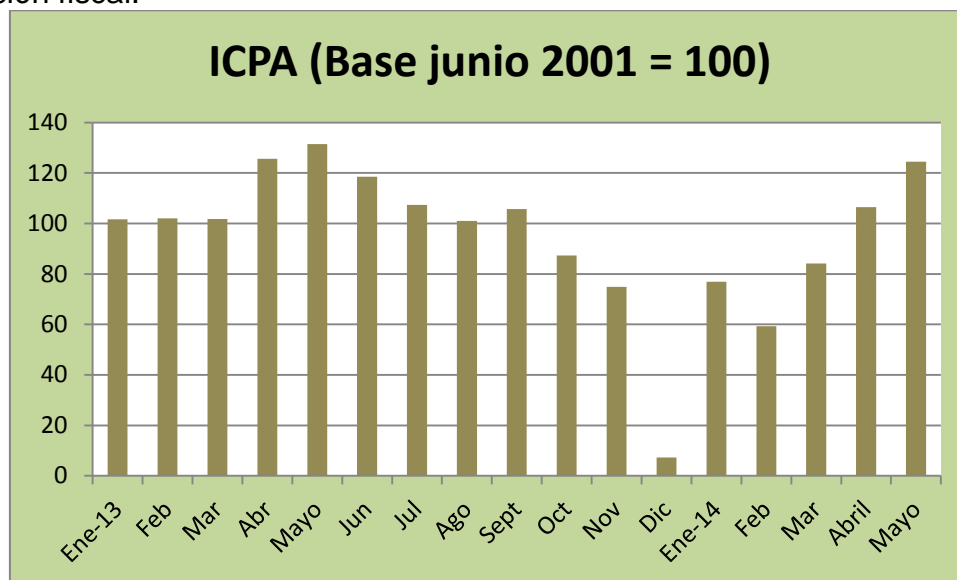
El tipo de cambio de convertibilidad es el tipo de cambio que posibilitaría al Banco Central hacer frente con sus reservas en moneda extranjera al total de sus pasivos en pesos (base monetaria más letras y notas del BCRA menos redescuentos y adelantos).



## En mayo volvió a mejorar la capacidad de pago de Argentina

En el mes de mayo, el Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA) experimentó un nuevo avance ubicándose un 16,37 por ciento por encima del valor registrado en abril, aunque un 5,29 por ciento por debajo del mismo mes de 2013. El avance registrado en mayo fue producto de un nuevo mejoramiento en el saldo de la balanza comercial que totalizó un superávit de 1.249 millones de dólares ese mes. También tuvieron leves mejoras el tipo de cambio real y la posición de reservas del Banco Central.

Finalmente, también creció el superávit fiscal primario, aunque llama la atención que, pese a que mayo siempre presenta un pico estacional por el ingreso del impuesto a las ganancias, este año las cifras fiscales no lo reflejen. En cambio, el Tesoro debió recurrir a casi 5.000 millones de pesos de financiamiento por parte del Banco Central. Que esto ocurra en el mes de mayores ingresos tributarios da una idea del nivel de desajuste que presenta la situación fiscal.



## Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales de índices de precios al consumidor provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y el Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano del INDEC.

| Distrito         | Variación junio | Variación anual |
|------------------|-----------------|-----------------|
| Nación           | 1,30%           |                 |
| CABA             | 2,30%           | 40,16%          |
| San Luis         | 1,80%           | 44,20%          |
| Tierra del Fuego | 0,60%           | 36,18%          |