

cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA
NUEVA ECONOMÍA
UNIVERSIDAD DE BELGRANO



ARGENTINA FRENTE A UN FALLO DE CUMPLIMIENTO IMPOSIBLE

Cumplir la sentencia del juez Griesa podría disparar juicios contra el país por un monto que podría llegar a 43.000 millones de dólares, o sea una vez y media las reservas del Banco Central

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 127 – Julio de 2014

ARGENTINA FRENTE A UNA SENTENCIA DE CUMPLIMIENTO IMPOSIBLE

Entre 2009 y 2011, los fondos NML Capital y Aurelius, junto con un grupo de bonistas individuales, iniciaron acciones judiciales contra la República Argentina exigiendo el pago de los bonos de la deuda en su poder, cuyo valor nominal es aproximadamente de 428 millones de dólares. Estos fondos no ingresaron en los canjes de deuda que la Argentina realizó en 2005 y 2010 por no aceptar la quita a la que sí accedió un 92 por ciento de los acreedores, titulares de unos 75.000 millones de dólares de bonos de la deuda argentina.

El 23 de febrero de 2012, el juez Griesa falló que Argentina debía pagar a los demandantes *pari passu* (en igualdad de condiciones) que a los acreedores que habían ingresado en los canjes. El 26 de octubre de 2012, la Cámara de Apelaciones confirmó el fallo. Frente a ambos fallos, Argentina declaró que pagaría a los bonistas del canje pero no pagaría un solo dólar a los tenedores de los bonos originales.

En respuesta a dichas declaraciones, el juez Griesa emitió un nuevo fallo el 21 de noviembre de 2012 en el que señalaba que “se presenta una circunstancia fuera de lo común de carácter más grave con las continuas declaraciones de la presidenta de Argentina y los miembros de gabinete de que la Argentina no respetará ni cumplirá los fallos actuales del Tribunal de Distrito y el Tribunal de Apelaciones en el litigio del que la Argentina es parte”. Tras señalar que “esas amenazas de incumplimiento no pueden desoírse y que es necesario tomar medidas” ordenaba la inmediata ejecución del fallo anterior, que había quedado en suspenso a la espera de la apelación argentina.

Junto con ello, interpretó la cláusula *pari passu* en el sentido de obligar a la Argentina a pagar el total de lo adeudado a los demandantes, unos USD 1.330 millones. El 23 de agosto, la Cámara de Apelaciones confirmó el fallo del juez Griesa. Finalmente, el 16 de junio pasado, la Corte Suprema declaró que no consideraría la apelación interpuesta ante ella por la Argentina, dejando firme el fallo.

Lamentablemente, la posición argentina de negarse a pagar a los litigantes cualquier suma le impidió discutir el monto a pagar. Ello posibilitó que la suma

reclamada por los demandantes se abriera paso hasta ser aceptada por el juez al no encontrar contraargumentos al respecto de la parte argentina.

La interpretación que ha hecho el juez de la cláusula *pari passu* ha merecido múltiples críticas, porque resucita una vieja fórmula caída en desuso (*ratable payment*) que hace imposible cualquier proceso de reestructuración de deuda al posibilitar que un solo acreedor bloquee cualquier acuerdo entre el deudor y el resto de los acreedores.

Por otra parte, es de cumplimiento imposible para Argentina en la actualidad. En efecto, lejos de la idea de igualar las condiciones entre los acreedores, otorga un tratamiento privilegiado a los demandantes obligando a la Argentina a pagar el 100 por ciento de la deuda mientras que los que ingresaron en la reestructuración sufren una quita. Esto habilitaría a estos últimos a hacer uso de la cláusula denominada RUFO, que asegura a los acreedores que ingresaron en el canje que cualquier mejora que otros acreedores reciban en el futuro se hará extensiva a ellos. Esta cláusula tiene vigencia hasta el 31 de diciembre del corriente año.

Cumplir la sentencia del juez Griesa podría disparar juicios contra la Argentina por un monto que llegaría a los USD 43 mil millones, o sea, una vez y media las reservas del Banco Central. Por esta razón, la sentencia tal como fue dictada es prácticamente de imposible cumplimiento hoy. Sólo a partir del 1º de enero de 2015 podría hacerse un pago a los demandantes superior al que se efectúa a los bonistas que ingresaron en el canje. Debido a que la cláusula RUFO habla de “ofrecimientos voluntarios”, hay quienes sostienen que una mejora dispuesta por imperio de un fallo judicial no sería de aplicación en este caso. Pero ello depende de la interpretación judicial que se dé al término “voluntario”.

En resumen: la Argentina sólo podría cumplir la sentencia sin riesgo a partir del 1º de enero de 2015. Es de esperar que el juez de la causa encuentre un mecanismo que lo haga posible y no transforme en rehenes a los acreedores que ingresaron en los canjes. Estos han venido percibiendo sus pagos pacíficamente, pero se ven ahora imposibilitados de seguir haciéndolo por el bloqueo que el juez ordenó sobre esos pagos.

INDUSTRIA: CAE LA PRODUCCIÓN Y AUMENTAN LOS COSTOS

En el período enero-mayo de 2014, la actividad industrial registra una caída del 4 por ciento con respecto a los primeros cinco meses de 2013, según los resultados de las distintas encuestas presentadas en el siguiente cuadro.

Según datos del informe sobre Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria, publicado por el INDEC, en el mes de mayo de 2014, la industria en su conjunto alcanzó un nivel de utilización de la capacidad productiva del orden del 70 por ciento, es decir, la industria se encuentra operando con un 30 por ciento de capacidad ociosa. Cabe destacar que en la medición del mes de mayo pasado, **las terminales automotrices registraban un nivel de utilización de las plantas fabriles de apenas el 50 por ciento**. El resto de la industria metalmecánica se encuentra en una situación similar, con una utilización de la capacidad instalada del 53 por ciento.

ÍNDICES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Variaciones porcentuales

	EMI (INDEC)	FIEL	FERRERES	PROMEDIO ÍNDICES
Año 2012 / Año 2011	- 1,2	- 0,8	0,0	- 0,7
Año 2013 / Año 2012	- 0,2	0,4	2,4	0,9
Enero-mayo 2014 / Enero-mayo 2013	- 3,7	- 4,4	- 3,9	- 4,0

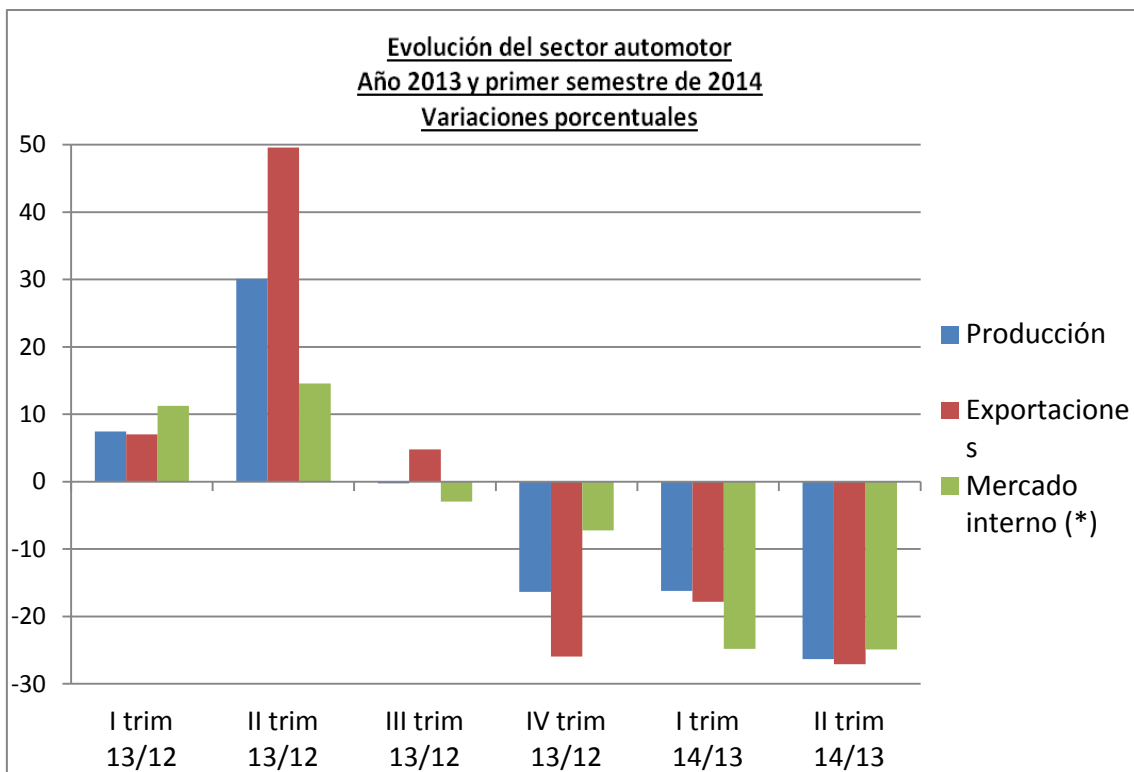
Con respecto a la producción de las terminales automotrices, según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (Adefa), en el primer semestre de este año, la caída de la producción de automotores es del 22 por ciento respecto del primer semestre de 2013. Este resultado es la consecuencia de la disminución del 25 por ciento en las ventas a concesionarios de vehículos de producción nacional y de la caída de las exportaciones del 23 por ciento. En el siguiente gráfico se muestra la evolución del sector desde el año pasado y presenta las variaciones de cada trimestre respecto del mismo trimestre del año anterior.

Comparando el desempeño de los dos primeros trimestres del corriente año, en el segundo trimestre de 2014 se profundizó la caída interanual tanto de la producción como de las exportaciones de automotores, mientras que los despachos de vehículos nacionales al mercado interno mantuvieron la magnitud de la caída. También se advierte que las tres variables (producción,

exportaciones y ventas al mercado interno) llevan tres trimestres consecutivos de caídas interanuales. La acumulación de stocks ha originado la reprogramación hacia abajo de los planes de producción de las terminales automotrices, lo que incluye suspensiones de personal, reducción de turnos de trabajo y planes de retiro voluntario.

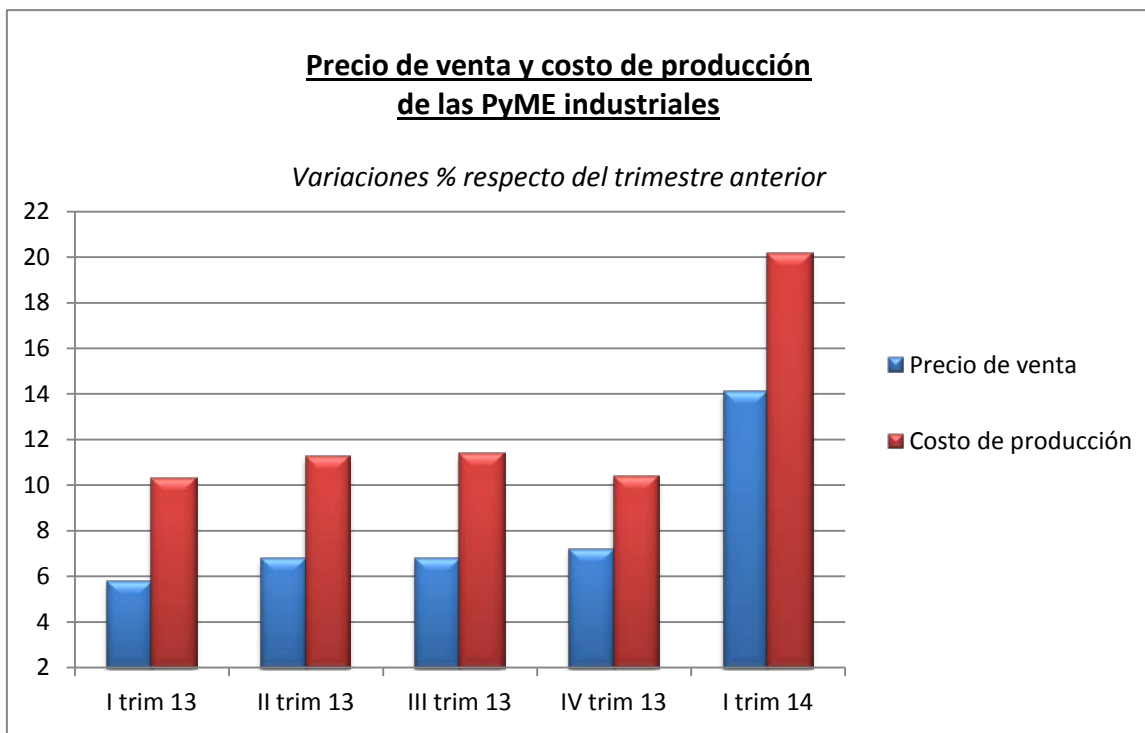
La menor actividad del sector industrial está acompañada este año por un fuerte incremento de los costos de producción. La importante inflación de costos impulsa el traslado a los precios finales de los productos industriales. Si bien el traslado a los precios se viene realizando en una proporción menor al incremento de los costos de producción –con la consecuente disminución de la rentabilidad– la actividad está atravesando una fase de recesión e inflación con perspectivas complejas para los próximos meses.

En otro gráfico se muestra la variación promedio de los costos unitarios de producción y de los precios finales de venta de las pequeñas y medianas empresas industriales. El estudio fue realizado por la Fundación Observatorio Pyme a partir de datos recolectados en la encuesta coyuntural a pyme industriales en todo el país para el primer trimestre de 2014.



(*) Ventas de vehículos nacionales a concesionarios
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ADEFA.

Como se puede observar en el gráfico que aparece más abajo, en 2013, el incremento promedio de los costos unitarios de producción por trimestre estuvo en el orden del 11 por ciento trasladándose al precio final de los productos un 7 por ciento promedio trimestral. En el primer trimestre de 2014, los costos de producción han sufrido el impacto de la devaluación del peso, registrándose una duplicación de la tasa de incremento tanto de los costos unitarios de producción que alcanzaron un 20 por ciento, como de los precios finales que promediaron un 14 por ciento de suba. Cabe mencionar que la fuerte suba registrada en los costos unitarios de producción en el primer trimestre de 2014 se explica principalmente por el incremento en los precios de los principales insumos, ya que en los primeros meses del año todavía no se observa una importante participación de los aumentos en los costos salariales. Asimismo, la disminución de la rentabilidad que se advierte en los últimos trimestres perjudica y frena proyectos de inversión en las plantas industriales.

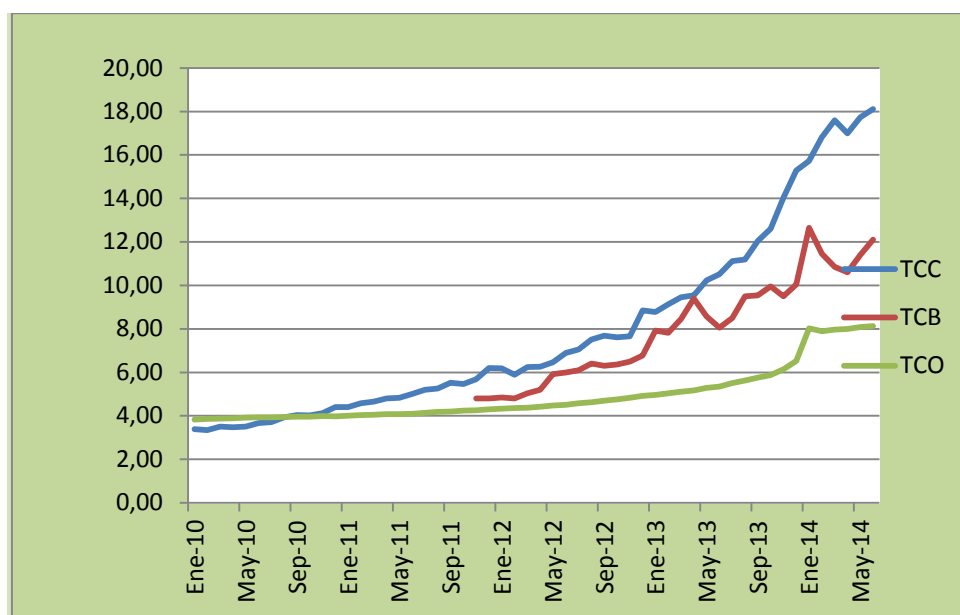


Fuente: Encuesta coyuntural a pyme industriales. Fundación Observatorio PyME.

Tipo de cambio de convertibilidad, oficial y blue

El tipo de cambio de convertibilidad (TCC) se ubicó a fines de mayo en \$ 18,11 mientras el oficial (TCO) cotizaba a \$ 8,13 y el blue (TCB) era reportado a \$12,10.

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



Volvió a mejorar la capacidad de pago de Argentina

Como señalamos en nuestro número anterior, el Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA), tal como fuera diseñado originariamente en 2002, ha perdido cierta vigencia. En efecto, en aquel momento se le asignó un peso preponderante al resultado fiscal, entendiéndose que los pagos de la deuda pública debían efectuarse con fondos del presupuesto nacional. Sin embargo, a partir de la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, los pagos de la deuda externa recaen fundamentalmente en este organismo. Por tanto, hoy el nivel de reservas del Banco Central resulta un dato mucho más relevante que el del resultado fiscal.

Un segundo elemento a tomar en cuenta es el saldo de la balanza comercial, esto es, el exceso de exportaciones sobre importaciones, es decir, las divisas que quedan disponibles una vez pagadas las compras hechas en el extranjero.

Un tercer factor es el tipo de cambio real, esto es el tipo de cambio nominal corregido por la evolución de los precios internos y externos, que condiciona el

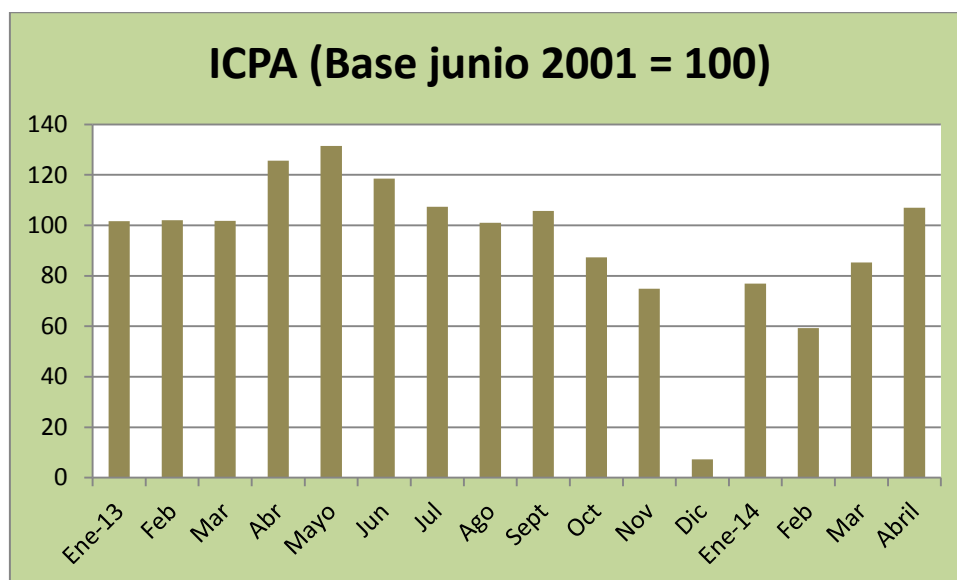
nivel de las exportaciones e importaciones y, por ende, la evolución futura del saldo de la balanza comercial.

Finalmente, tenemos el resultado fiscal primario –esto es el excedente de ingresos sobre gastos del Estado– que determina la capacidad de pago en pesos de sus obligaciones por parte del Gobierno.

En consecuencia, hemos rediseñado el ICPA asignando igual peso a cada una de las cuatro variables utilizadas en su confección.

De todas maneras reiteramos la advertencia formulada en nuestro número anterior con respecto a que la estimación del ICPA puede no ser fidedigna de ser ciertas las sospechas de manipulación de las estadísticas en las cuales se basa su cálculo.

En abril, el Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA) experimentó un nuevo avance ubicándose un 25,39 por ciento por encima del valor registrado en marzo; sin embargo, se verificó un retroceso de un 14,89 por ciento en relación con igual mes de 2013. El avance registrado en abril fue producto de un importante mejoramiento en el saldo de la balanza comercial que pasó de un superávit de apenas 42 millones de dólares en marzo a 926 millones en abril. También tuvieron leves mejoras el tipo de cambio real y la posición de reservas del Banco Central. En cambio, retrocedió el superávit fiscal primario.



Índices de inflación

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

Distrito	Variación mayo	Variación anual
Nación	1.40%	
CABA	3,1%*	38,18%
San Luis	2,60%	44,97%
Tierra del Fuego	3,52%	36,18%

*Abril

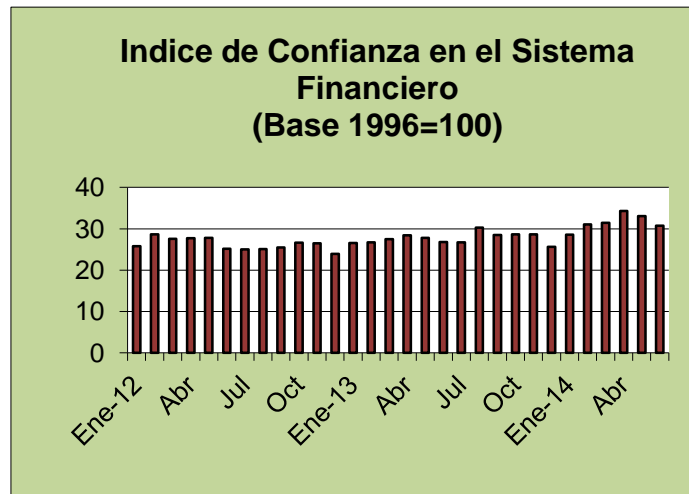
Nuevo retroceso del Índice de Confianza en el Sistema Financiero

El Índice de Confianza en el Sistema Financiero (ICSF) cayó un 7,05 por ciento en mayo respecto de abril, si bien registró un aumento del 19,21 por ciento en relación con igual mes de 2013.

El retroceso de mayo tuvo que ver con una caída en los depósitos a plazo fijo en pesos a partir de la caída en las tasas de interés generada por la decisión del Banco Central de fijar topes a las mismas. A ello se agregó la fuerte expansión registrada en la base monetaria que creció en un tan solo un mes un 6,2 por ciento.

Ambos elementos –el tope a las tasas de interés y el significativo incremento en la base monetaria– parecen marcar un punto de inflexión con respecto a la política monetaria puesta en marcha a partir del cambio de autoridades en la institución rectora del sistema financiero y que se había reflejado en un sostenido crecimiento del índice de confianza.

La necesidad de financiar las necesidades fiscales en el mes de pago del medio aguinaldo se encontraría detrás del inusitado aumento verificado en la oferta monetaria.



Índice de Confianza en el Sistema Financiero
Base 1996=100

2012		2013		2014	
Ene	25,78	Ene	26,59	Ene	28,56
Feb	28,61	Feb	26,74	Feb	31,04
Mar	27,55	Mar	27,49	Mar	31,41
Abr	27,71	Abr	28,43	Abr	34,27
May	27,78	May	27,76	May	33,10
Jun	25,16	Jun	26,82	Jun	30,76
Jul	25,01	Jul	26,68	Jul	
Ago	25,11	Ago	30,29	Ago	
Sept	25,49	Sept	28,53	Sept	
Oct	26,66	Oct	28,62	Oct	
Nov	26,48	Nov	28,63	Nov	
Dic	23,94	Dic	25,66	Dic	