

Tel: (011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

### Dirección General:

Gabriel A. Sánchez  
Nadín F. Argañaraz

### Investigadores:

#### Argentina:

Jorge Vasconcelos  
Inés Butler  
Paula Nahiriñak  
Joaquín Berro Madero  
Belisario Álvarez de Toledo  
Guadalupe González

#### Internacional:

Jorge Vasconcelos  
Eliana Miranda

#### En Foco 1

Belisario Álvarez de Toledo

#### En Foco 2

Eliana Miranda

### Edición y

### compaginación:

Karina Lignola

[www.ieral.org](http://www.ieral.org)

#### **Editorial:** *Argentina: ¿podrán los canjes bajar el riesgo país?* 2

- Aunque todavía en el terreno de los anuncios, el canje es una buena opción frente a la preocupación por los vencimientos 2009/10
- En el caso de los holdouts, con un 70% de adhesión, habría un aporte de fondos frescos al Tesoro por 3,7 mil millones de dólares
- En paralelo, se busca aliviar vencimientos por 6 mil millones de dólares en 2009/10 ofreciendo títulos atados a Badlar a cambio de los "Préstamos Garantizados"

#### **En Foco 1:** *PIB: Se amplía significativamente la brecha de crecimiento entre bienes y servicios* 6

- En el segundo trimestre la producción de bienes aumentó 3,7% interanual, mientras los servicios lo hicieron al 9%.
- La industria apunta a un crecimiento del 5,5%; 2 puntos porcentuales menos que en 2007.
- La inversión crece al 12,5% interanual, liderada por bienes de capital importados

#### **En Foco 2:** *Internacional: ¿Puede encaminarse la crisis con las últimas medidas?* 13

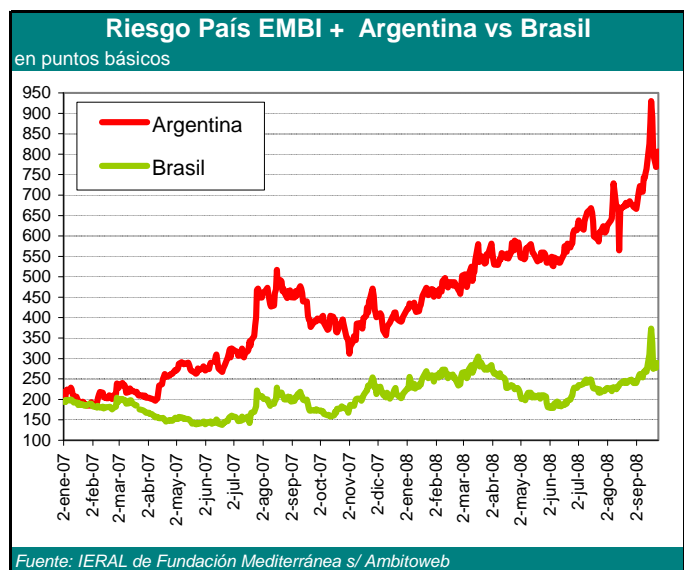
- La firme intervención de la Reserva Federal y del Tesoro estadounidense requiere que el mundo siga demandando dólares y bonos del Tesoro
- Desde el pico de julio de 2007, la bolsa norteamericana se contrajo un 35%, que compara con la caída del 86% de la crisis del '30
- Los países emergentes han pasado a tener un rol preponderante en el crecimiento mundial: en 2007 aportaron el 60% de la variación del PIB global.

## Editorial

### **Argentina: ¿podrán los canjes bajar el riesgo país?**

- Aunque todavía en el terreno de los anuncios, el canje es una buena opción frente a la preocupación por los vencimientos 2009/10
- En el caso de los holdouts, con un 70% de adhesión, habría un aporte de fondos frescos al Tesoro por 3,7 mil millones de dólares
- En paralelo, se busca aliviar vencimientos por 6 mil millones de dólares en 2009/10 ofreciendo títulos atados a Badlar a cambio de los "Préstamos Garantizados"

Los últimos meses se habían caracterizado por una gran incertidumbre respecto de la capacidad de obtener financiamiento por parte del sector público para los años venideros, particularmente 2009 y 2010. En este sentido, en el mejor de los casos, el superávit primario alcanza para cubrir un 50% de los vencimientos del orden de los 20 mil millones de dólares/año, dejando pendientes de financiamiento un monto cercano a los 10 mil millones de dólares para cada año. En un contexto en el que los mercados financieros internacionales permanecen cerrados para los emergentes y con un riesgo país en torno a los 800 puntos básicos, anuncios como el del Club de París tenían entidad política, pero no ayudaban a resolver los dilemas vinculados con el financiamiento 2009/10. En cambio, la propuesta realizada por tres bancos internacionales que acaba de anunciar el gobierno, y que se encuentra en proceso de evaluación, cumple con algunos requisitos interesantes en el sentido de aliviar vencimientos. De todos modos, deberá aguardarse a la instrumentación para obtener conclusiones más firmes.



En realidad se trata de dos cuestiones separadas. Por un lado, está la oportunidad de regularizar la situación con los *holdouts*, que incluye la posibilidad por parte del gobierno de recibir fondos frescos en caso que el canje sea exitoso. Por el otro, se propone un canje de deuda a los tenedores de Préstamos Garantizados (PG´s), aliviando considerablemente los vencimientos de deuda para los próximos dos años.

### Canje holdouts

Según la propuesta, los *holdouts* que acepten el canje deberán entregar los viejos títulos en default más un monto en efectivo, recibiendo como contrapartida un nuevo bono Discount, en dólares. Esto es, por cada US\$ 1.000 de deuda en default canjeada, los holdouts deberán suscribir US\$ 250 de un nuevo bono argentino en el mercado internacional de capitales. El nuevo bono será a 10 años de plazo, en dólares, y con una tasa de interés máxima de 12,5%. El monto involucrado en el posible canje alcanza los US\$ 30.000 millones, de los cuales US\$ 21.000 millones corresponden a capital y US\$ 9.000 millones a intereses vencidos.

En caso que un 70% de los bonistas acepten el canje, se entiende que el ingreso de dinero fresco para el Tesoro local sería de 3.675 millones de dólares (250 por cada 1.000 de capital canjeado). Esto, a cambio de un nuevo bono a 10 años que pagaría 12,5% anual de interés. Si bien esto implica un incremento del stock de deuda pública, del otro lado se tendrá una merma sobre el pasivo hoy en default (independientemente de su contabilización), quita que resultará de la paridad de intercambio entre los bonos viejos y los nuevos.

Un aspecto clave del que aún no se conocen los detalles, gira en torno a la posibilidad de entrega, adicional al nuevo Discount, de cupones atados al PIB. Durante el canje de 2005, por ejemplo, se entregaban tres cupones PIB por cada Discount.

Posiblemente el mayor atractivo para ingresar al canje puede tener que ver con la expectativa de una mejora en la paridad de los bonos Discount, que actualmente cotizan a 67 dólares cada 100 de valor nominal, para una tasa interna de retorno de 12,72% anual. Cabe recordar

que en el primer semestre de 2007, cuando el riesgo país de la Argentina era inferior a los 300 puntos básicos, la paridad de los Discount superaba el 100% y el rendimiento estaba en torno al 7,6% anual.

## Canje Préstamos Garantizados

Adicionalmente a la "plata fresca" que se originaría en el canje con los *holdouts*, la otra gran vertiente de alivio para los vencimientos de deuda tiene que ver con la propuesta de reestructuración de los llamados Préstamos Garantizados (PG´s). En este sentido, los vencimientos de PG´s representan montos cercanos a los 3.700 y 2.300 millones de dólares para el año que viene y el siguiente, respectivamente.

### **Argentina: vencimientos de deuda**

en millones de dólares - montos aproximados

	2009	2010
<b>Amortizaciones:</b>	<b>11.000</b>	<b>9.400</b>
-Préstamos Garantizados	3.700	2.300
-Boden	2.900	2.900
-Letras del Tesoro	1.700	1.650
-Organismos Multilaterales	1.650	1.600
-Otras Deudas	1.050	950
<b>Intereses</b>	<b>4.150</b>	<b>4.300</b>
<b>Cupones PIB</b>	<b>1.650</b>	<b>1.350</b>
<b>Bogar</b>	<b>700</b>	<b>1.000</b>
<b>Recompra de deuda</b>	<b>1.700</b>	<b>1.550</b>
<b>Otros</b>	<b>1.000</b>	<b>700</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20.200</b>	<b>18.300</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos de mercado

Los tenedores de Préstamos Garantizados podrían canjearlos por nuevos bonos Discount en pesos, atados a la tasa Badlar (tasa de interés que rinden los depósitos a plazo privados, superiores al millón de pesos). Dicha tasa se ubica este mes en torno al 12% anual.

Desde el punto de vista del gobierno, se estarían aliviando los vencimientos de deuda para los próximos dos años. Por ejemplo, para 2009 los vencimientos de PG´s representan el 18%

del total a pagar durante el período. Desde el punto de vista de los bancos, principales tenedores de los Préstamos Garantizados, estarían tomando:

- a) Un bono líquido operable cotidianamente en el mercado, a diferencia de los PG´s que no cotizan en bolsa y cuya negociación es menos transparente, más engorrosa y más cara.
  
- b) Otra ventaja que tendrían al estar atados a Badlar, es que mejoran el calce de activos y pasivos para los bancos y les permite detraer un activo ajustable por índices de dudosa veracidad.

## En Foco 1

### **PIB: Se amplía significativamente la brecha de crecimiento entre bienes y servicios**

- En el segundo trimestre la producción de bienes aumentó 3,7% interanual, mientras los servicios lo hicieron un 9%
- La industria apunta en 2008 a un crecimiento del 5,5%; 2 puntos porcentuales menos que en 2007
- La inversión crece al 12,5% interanual, liderada por bienes de capital importados

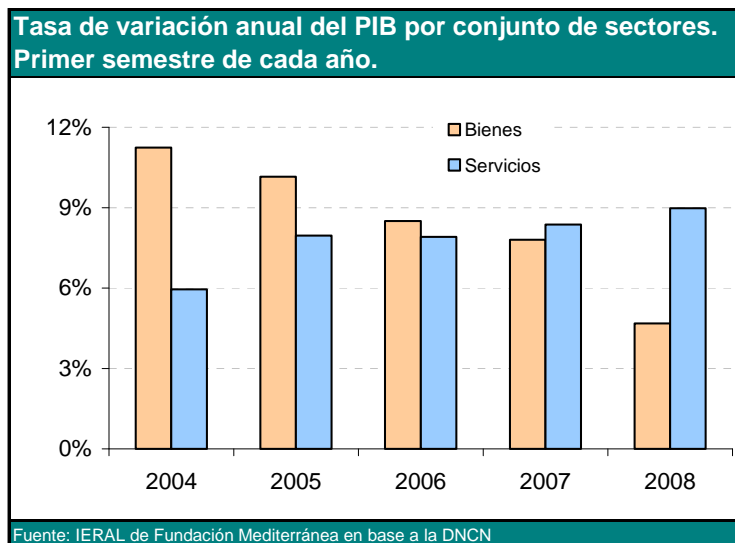
---

En el segundo trimestre se observó una profundización de los signos de desaceleración detectadas en el primer trimestre. La tasa de crecimiento anual del PIB mermó de 8,6% en 2007 a 7,5% en el segundo trimestre reflejando tanto problemas coyunturales de logística como tendenciales vinculadas con las fuentes de crecimiento. Los stocks subieron hasta alcanzar el 6% del PIB a precios corrientes cuando en 2001 este valor había sido de 1,4%.

Esta desaceleración no se asemeja a la observada en EE.UU. o España donde la alta participación de la construcción en el valor agregado (casi 10%) magnifica el impacto de los problemas que afectan a ese sector. Por el contrario, en Argentina la desaceleración no se explica por la construcción (ya que representa aproximadamente el 5% del PIB) sino por la variación negativa de casi 1,8% registrada en el segundo trimestre en la producción de productos primarios (agricultura, ganadería, pesca y minería), los cuales generan el 20% del producto interno a precios corrientes.

La desaceleración de las industrias primarias impactó fuertemente en las tasas de variación del conjunto de sectores productores de bienes, que pasaron de crecer del

7,8% anual en el primer semestre del año pasado a 4,8% durante el primero de este año. Por otro lado, los servicios continuaron creciendo por encima de los sectores productores de bienes, al incrementarse al 9% en el primer semestre del año. Varios factores influyen en este fenómeno: en primer lugar, los sectores de servicios habían crecido a tasas inferiores a la de bienes en los primeros años de la recuperación y en los últimos años estarían volviendo a ganar participación en el producto; en segundo lugar, al ser no transables, los servicios se verían menos perjudicados por la suba de los costos laborales y la competencia externa; por último, puede haber también un “factor INDEC”, ya que el crecimiento se estima como residuo luego de descontar la inflación.



Los sectores de bienes mostraron una merma generalizada de su tasa de crecimiento en el segundo trimestre del año con respecto a las tendencias observadas con anterioridad.

Agricultura y ganadería acentuó el fenómeno debido al paro, ya que pasó de crecer a más del 9% en 2007 a caer al 1,6%. Es probable que esta actividad se recupere en el corto plazo. Por otro lado, el resto de los sectores mantuvieron la desaceleración observada en 2007 con excepción de la Pesca que ha mostrado un comportamiento

errático en los últimos años. Adicionalmente, la caída de minas y canteras puede deberse tanto a las dificultades logísticas notadas previamente como a un fenómeno tendencial vinculado con los hidrocarburos, con una merma sustantiva en la producción petrolera. Por último, la construcción y la industria manufacturera crecieron al 6% en el segundo trimestre, disminuyendo su tasa de crecimiento con respecto a los trimestres anteriores. Este fenómeno se debe a la menor intensidad en las fuentes de crecimiento tanto por el lado de la menor disponibilidad de financiamiento hipotecario como la reducción de la capacidad ociosa industrial. De esta manera, la producción de bienes redujo su tasa de variación de la “tasa china” de los primeros tres años de la recuperación a una tasa más “latinoamericana” de 3,7% anual actual.

#### Variación anual por sector a precios constantes

	2003 a 2006	2006 a 2007	II-08
Agricultura y ganadería	3,9	9,6	-1,6
Pesca	4,3	-6,5	5,8
Minas y canteras	0,8	-0,5	-4,0
Industria manufacturera	9,4	7,7	6,3
Electricidad, gas y agua	5,5	5,6	4,4
Construcción	22,5	9,9	6,0
<b>BIENES a precios de productor</b>	<b>9,6</b>	<b>7,8</b>	<b>3,7</b>
Comercio	10,5	11,4	9,9
Hoteles y restaurantes	7,4	8,3	7,1
Transporte y comunicaciones	13,9	13,7	12,6
Intermediación financiera	10,7	18,4	23,0
Inmobiliarios y empresariales	4,3	4,5	5,9
Administración pública y defensa	3,2	3,7	3,8
Enseñanza, sociales y de salud	3,8	4,9	4,5
Otros servicios	8,9	6,0	6,0
<b>SERVICIOS a precios de productor</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>
<b>TOTAL PBI a precios de mercado</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>7,5</b>

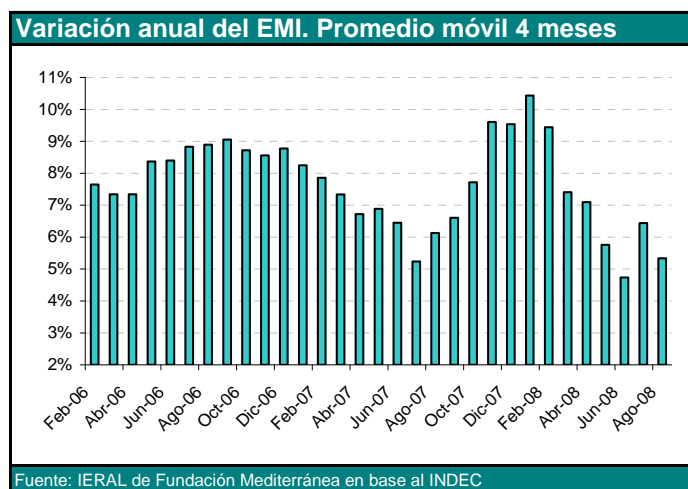
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a la DNCN

Los sectores de servicios continuaron experimentando altas tasas de expansión como en 2007, al crecer en conjunto a casi 9%. Sin embargo, debido a que varias de sus series se calculan en base a volúmenes de negocios deflactados por índices de precios, se cree que podría existir cierta sobrevaloración del crecimiento de servicios. Así se explicaría que intermediación financiera aparezca creciendo a casi el 23% y comercio al 10%, contradiciendo la “sensación térmica” sectorial.

Por último, la creciente presión impositiva (IVA y aranceles) explica la diferencia entre el crecimiento del PIB a precios de productor (6,8%) y PIB a precios de mercado (7,5%).

### El EMI proporciona señales de desaceleración para el tercer trimestre

Los indicadores de la industria proporcionan señales de que la desaceleración en la producción continúa durante el tercer trimestre. En agosto la producción se incrementó un 4,1% y así acumuló un crecimiento 6,2% durante el año. Así, la variación de la industria retoma la tendencia decreciente que se observaba a principios del año pasado y que fue



temporalmente revertida por la expansión de fines de 2007. Sin embargo, resulta menos probable que políticas expansivas tengan el mismo efecto si no se centra en la capacidad productiva argentina. De mantenerse la tasa de variación anual de agosto en los próximos meses, la industria cerraría con un crecimiento de 5,5% en el año, dos puntos porcentuales menos que la tasa registrada en 2007.

### Los componentes del PIB

La desaceleración del PIB se expandió en varios de sus componentes:

- En primer lugar, el pico inflacionario puede haber afectado la tasa de crecimiento del consumo privado, que creció al 7,5%. La propensión marginal a consumir se mantuvo constante en aproximadamente 65%

similar a la tasa registrada en 2007. Esto significa que por cada \$1 de ingreso extra, las familias dedicaron \$0,65 al consumo.

- El consumo público continuó creciendo a altas tasas al hacerlo al 8,5% anual en el segundo trimestre sin modificar su dinámica a pesar de la desaceleración del PIB. Así el gasto público final ganó participación tanto por el lado del empleo como en el consumo de bienes y servicios sobre el total.
- La inversión bruta interna fija (IBIF) también mostró señales de un debilitamiento aunque siguió creciendo por encima del promedio y de esta manera alcanzó una participación de 23,5% en el PIB a precios constantes (24,2% a precios corrientes) en el acumulado 4 trimestres.
- Por el lado del comercio exterior se observa que las cantidades importadas continuaron subiendo por encima del 20% anual, mientras que las exportaciones mostraron con un -1,8%, su mayor caída en términos interanuales desde el tercer trimestre de 1999 (explicado, sin dudas, por el conflicto agrario). Así, continuó profundizándose el déficit a precios constantes (en el acumulado 4 trimestres representa 0,5% del PIB), aunque a precios corrientes se trastoca en superávit de 4% del PIB. La diferencia se debe a los mejores términos de intercambio que en los últimos 12 meses fueron 16% superiores al promedio 2003-2006.
- Así, en el último trimestre se observa una repetición de las tendencias ya registradas. Por un lado, el consumo público acelera mientras que se desaceleran las inversiones y las exportaciones. Mientras tanto, el consumo privado acompaña las tasas de variación del PIB y las importaciones mantienen una fuerte y sostenida dinámica.

#### Tasas de crecimiento anual por componente del PIB

	PIB	Consumo Privado	Consumo Público	IBIF	Exportaciones	Importaciones
2003 a 2006	8,9%	8,7%	4,7%	24,9%	9,6%	24,8%
2006 a 2007	8,7%	9,0%	7,4%	14,4%	8,9%	20,7%
II-07 a II-08	7,5%	7,5%	8,5%	12,4%	-1,8%	22,8%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a la DNCN-MECON

La brecha entre la tasa de crecimiento de la oferta interna y la demanda ha mostrado su mayor valor en los últimos tres años, en un contexto de escasez de recursos ociosos. El valor de la brecha fue de 2,1 p.p. ya que la demanda se incrementó al 10,5% mientras que la oferta lo hacía 8,4% en el acumulado de 4 trimestres. Esta brecha tiene efectos tanto por el lado de la balanza comercial como de la dinámica inflacionaria.

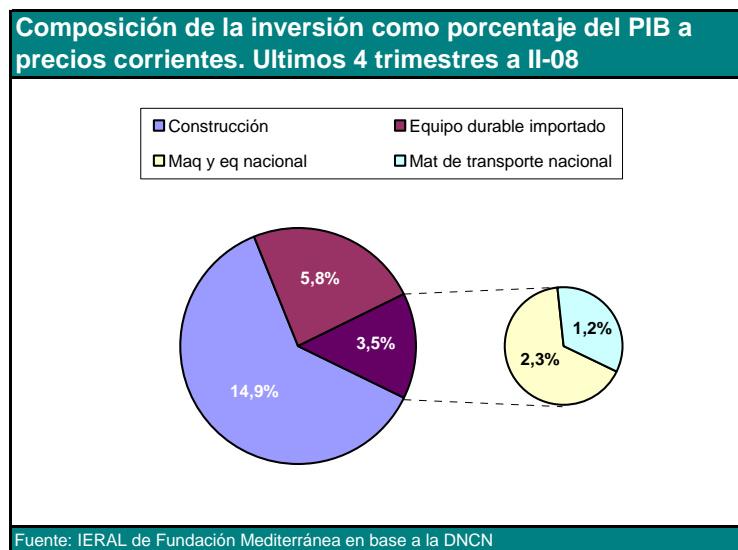
Existen tres formas de cerrar la brecha: a) elevando la tasa de crecimiento de la oferta (producción interna); b) reduciendo las exportaciones netas; c) reduciendo la tasa de demanda (consumo, inversión y gasto público). Sin embargo, el tiempo necesario para lograr la reacción de estas variables no es igual. En el corto plazo, debido a las restricciones que impone la ausencia de recursos ociosos, las posibilidades de aumentar la oferta son escasas. **En el mediano y largo plazo los incrementos de la oferta dependen de mayores inversiones, mejoras de eficiencia de los recursos, aumento de capital humano y eliminación de trampas de ineficiencia tanto por fallas de mercado o como de gobierno.**

En el corto plazo, importa el buen manejo macroeconómico que morigere la volatilidad de los ciclos, y probablemente esto implique una reducción adicional del saldo comercial.

### Los componentes de la inversión

La inversión ha sido uno de los componentes más dinámicos de los últimos años. Esto se explica también por su alta volatilidad, que la había llevado a alcanzar una participación de 12% en 2002. Es también una de las variables más importantes en cuanto a señales de producción futura, como observamos anteriormente. En el último trimestre acumuló una participación del 24,2% del PIB a precios corrientes, lo que representa uno de los niveles más altos de los últimos 15 años. Una gran parte de esta inversión se concentra en el sector de la construcción tanto residencial como productiva y obra pública al alcanzar un 15% de participación en el PIB. En segundo

lugar se encuentra la inversión en equipo durable de producción que suma 9,3% del PIB. Los bienes de capital importados contribuyen con 5,8 p.p. mientras que los restantes 3,5 p.p. provienen de bienes de capital nacionales. Por último, el 66% de la inversión en equipo durable nacional corresponde a maquinaria y equipo (2,3 p.p. del PIB) mientras que el material de transporte nacional contribuye con el restante 34% (1,2 p.p. del PIB).



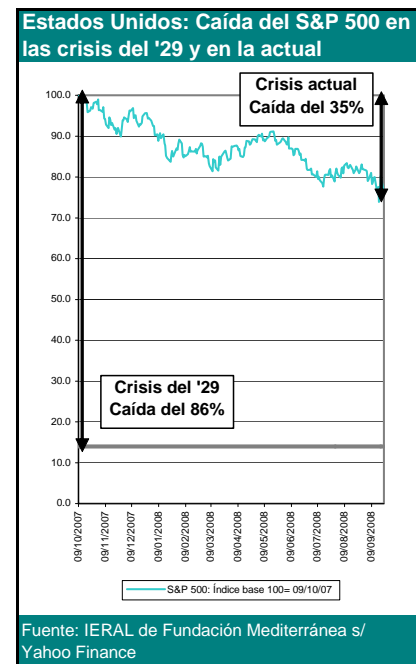
De esta manera se aprecia que la inversión ha vuelto a jugar un rol importante en el gasto de recursos nacionales. Sin embargo, se debe tener en cuanto lo observado en anteriores informes del IERAL en donde el origen de los equipos durables importados se ha sesgado hacia países de menor desarrollo tecnológico en comparación con el patrón importador observado en años previos.

## En Foco 2

### **Internacional: ¿Puede encaminarse la crisis con las últimas medidas?**

- La firme intervención de la Reserva Federal y del Tesoro estadounidense requiere que el mundo siga demandando dólares y bonos del Tesoro
- Desde el pico de julio de 2007, la bolsa norteamericana se contrajo un 35%, que compara con la caída del 86% de la crisis del '30
- Los países emergentes han pasado a tener un rol preponderante en el crecimiento mundial: en 2007 aportaron el 60% de la variación del PIB global

Desde el pico previo a la crisis, allá por julio de 2007, la bolsa estadounidense medida a través del índice S&P 500, se ha contraído un 35%. Esta caída refleja la magnitud de la crisis pero, a su vez, la dimensiona si se compara con el desplome de 86% experimentado por la bolsa durante la crisis del '30. La principal diferencia con aquella crisis es el rol que han jugado la Reserva Federal y el Tesoro. Esta vez, a diferencia de principios del siglo XX, tuvieron un rol decisivo en asegurar la liquidez al sistema financiero y en fijarle un piso al valor de ciertos activos financieros. A través de las decisiones que se han ido tomando, cuyo máximo exponente fue el anuncio sobre el plan financiero de rescate por un monto de 700 mil millones de dólares en los próximos dos años (en tratamiento en el Congreso), se ha demostrado que se priorizará el funcionamiento del sistema financiero, subordinándose en este objetivo el riesgo moral que se alimenta con los continuos rescates.



Desde que la crisis se desatara a mediados del año pasado, el gobierno norteamericano ha implementado medidas anticíclicas, tanto de índole fiscal como monetario. La tasa de interés hoy es negativa en términos reales en más de dos puntos porcentuales y todo indica que la Fed Funds podría mantenerse en el nivel actual de 2% por varios períodos más.

### Inmuebles: todavía mucho stock por digerir

La inversión residencial se ha deteriorado sin pausa desde comienzos de 2006, llegando a caer a un ritmo de 27% anual en el cuarto trimestre de 2007. Desde entonces, la contracción se ha moderado, aunque sigue siendo intensiva. En la actualidad, el stock de casas nuevas para la venta asciende a 416 mil unidades, por lo que, al ritmo actual, se necesitan casi 10 meses para absorberlo, cuando, antes de la crisis, el stock representaba poco más de 4 meses de ventas.



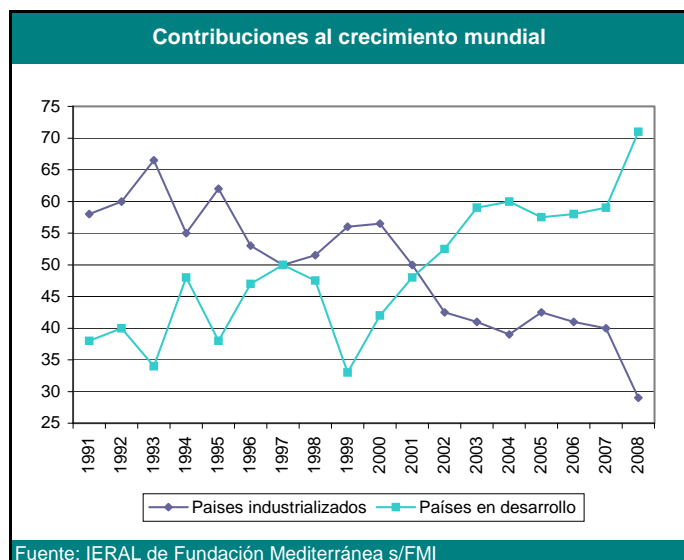
La inversión en equipos ha mostrado contracción en la primera mitad del año, pero no en la misma magnitud que la observada en el sector residencial, y la inversión en estructuras por el momento sigue creciendo. El crédito bancario al comercio y la industria se ha desacelerado desde comienzos de año desde niveles de expansión del 22% interanual al 15%, y los estándares de préstamos bancarios se han hecho más rigurosos en los últimos meses no sólo para el segmento comercial sino también para los consumidores. Para contrarrestar estos hechos se ha redoblado la inyección de liquidez y se tomaron medidas más agresivas:

- Nacionalización de agencias Fannie Mae y Freddie Mac: monto comprometido 200 mil millones de dólares.
- Rescate a AIG - American Internacional Group: monto comprometido 85 mil millones de dólares.

- Recompra de carteras riesgosas: monto comprometido 700 mil millones de dólares (en tratamiento en el Congreso).

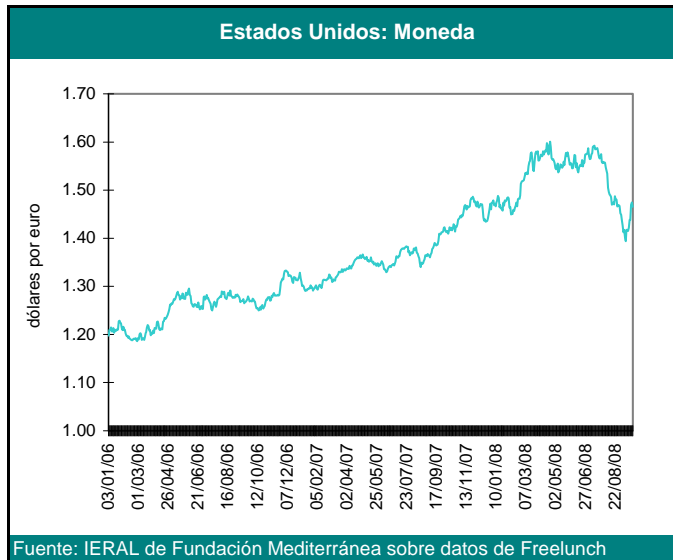
Es de esperar que este conjunto de instrumentos frene la caída en el mercado inmobiliario en los próximos trimestres, como así también destrabe la desconfianza entre los bancos a fin de que se regenere el crédito hacia empresas y consumidores.

Como ya hemos señalado con anterioridad, el impacto de la crisis se ha esparcido por todos los rincones de la economía mundial. Los datos del segundo trimestre en Europa y Japón fueron negativos, y los emergentes comenzaron a mostrar que el desacople es cosa del pasado, pero aún crecen a altas tasas. Esto demuestra la importancia de las dos partes de la economía mundial. A partir del año 2002, el crecimiento de los países emergentes ha comenzado a ocupar un papel preponderante en el crecimiento mundial.



Sólo los BRIC's (Brasil, Rusia, India y China) constituyen el 12% del PIB global y sus altas tasas de crecimiento registradas en los últimos años, así como también la del resto de los países emergentes, han transformado a este conjunto de países en los principales responsables del crecimiento mundial en los últimos años: en el año 2007 aportaron cerca del 60% del crecimiento mundial, guarismo que podría subir a 70% este año.

La eficacia de los instrumentos utilizados por la Reserva Federal y el gobierno de Estados Unidos dependerá de cómo reaccionen los agentes a tales medidas. Para que se cumplan los objetivos es fundamental que el mundo no deje de creer en la moneda norteamericana, siga demandando bonos del Tesoro estadounidense y evitar así que el dólar pierda frente al resto de las monedas. Pese a la gran volatilidad, hoy el escenario parece encaminarse en esa dirección: la paridad dólar/euro se ubica actualmente en un nivel intermedio, de 1.47, mientras que la demanda de bonos del Tesoro no ha decaído significativamente, hecho reflejado en que la tasa de interés para los bonos a 10 años es relativamente baja, de 3.85.



La normalización de las condiciones externas sería deseable para la Argentina, tanto por la importancia de la intensidad del crecimiento de sus socios comerciales como por la relevancia de contar con financiamiento externo en un año como el 2009, en el cual los vencimientos de deuda aumentan significativamente.

