



Julio 2014

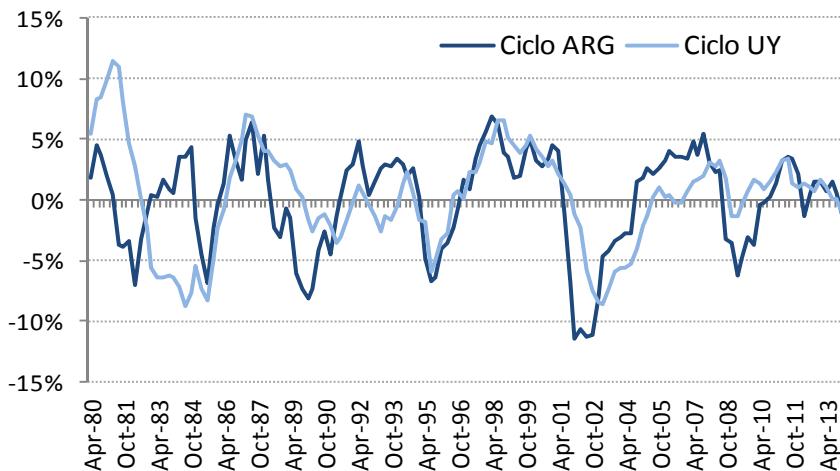
Contenido:

- Argentina mantiene el juicio
- ¿Cómo nos afecta?

ARGENTINA Y SUS REPERCUSIONES

Entender la coyuntura actual de Argentina y las alternativas posibles para la resolución de su situación es una tarea relevante para el análisis de la actividad local así como para elaborar escenarios y planificar el futuro. La evolución de la actividad económica en Argentina es un determinante significativo del desempeño económico local en tanto existe un estrecho vínculo fundamentalmente a nivel del comercio tanto de bienes como de servicios, aunque en los primeros la intensidad de los flujos se ha reducido desde la crisis de 2002-2003.

Gráfico 1.1 – Ciclo del PIB de Argentina y Uruguay
(desviación respecto a la tendencia de largo plazo, en%)¹



Fuente: Elaboración propia en base a BCU y BCRA

determinar si alguno de ellos anticipa al otro. En este caso, el análisis indicaría que el ciclo de actividad de Argentina adelanta al ciclo económico de Uruguay en dos trimestres, encontrándose también que la correlación es elevada. Si bien este no es un análisis de causalidad, permite conocer patrones de comportamiento conjuntos e indica que la información sobre el ciclo de actividad argentino es relevante para pensar la actividad local.

En este informe se analiza la situación actual de Argentina, sus alternativas y perspectivas para lo que resta del año y el que viene. Asimismo, a partir de escenarios alternativos para Argentina, se elaboran predicciones para el nivel de actividad local, obteniendo una medida de los efectos directos de un posible shock negativo de Argentina sobre nuestro PIB para 2014 y 2015.

¹ Extraído siguiendo la metodología de Harvey (1992) , STAMP, OxMetrics.



ARGENTINA MANTIENE EL JUICIO

Desde hace algún tiempo Argentina se ha embarcado en un proceso de ordenamiento y sinceramiento del manejo económico, corrigiendo, al menos parcialmente, algunos de los principales desequilibrios macroeconómicos. Sin embargo, el reavivado conflicto sobre el pago de la deuda a los tenedores que no adhirieron a los canjes de 2005 y 2010 ha sacudido el proceso, inquietando no sólo a Argentina sino a la región en general. En esta sección nos proponemos presentar brevemente los principales acontecimientos en este sentido.

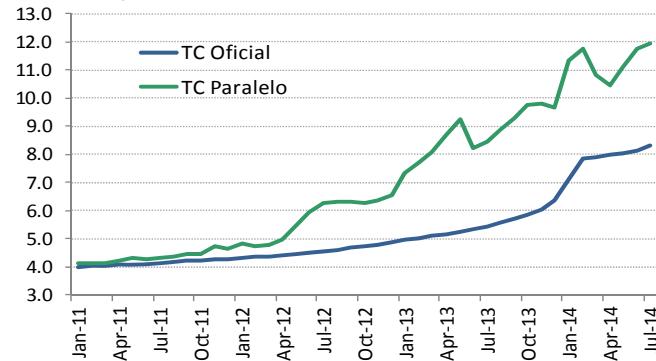
Tiempo de ajustes macroeconómicos

Desde fines del año pasado y junto al cambio de gabinete económico, Argentina tomó algunas medidas encaminadas a transparentar la política económica y estabilizar la macroeconomía.

En este nuevo rumbo de la conducción económica, el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) creó un nuevo índice de precios (IPC_nu), bajo supervisión del Fondo Monetario Internacional (FMI), que reduce la divergencia de la medición oficial respecto a las mediciones privadas y provinciales. Asimismo, se buscó ajustar las tarifas públicas a la realidad económica, corrigiendo su trayectoria y reduciendo en alguna medida los subsidios. De esta forma se quitaron parte de las distorsiones fiscales y por lo tanto el requerimiento de financiamiento con el objetivo de cubrir esta brecha tarifaria. En un contexto en el que el acceso al financiamiento es nulo o en extremo oneroso, las necesidades financieras se transfieren a la emisión monetaria exacerbando el problema inflacionario.

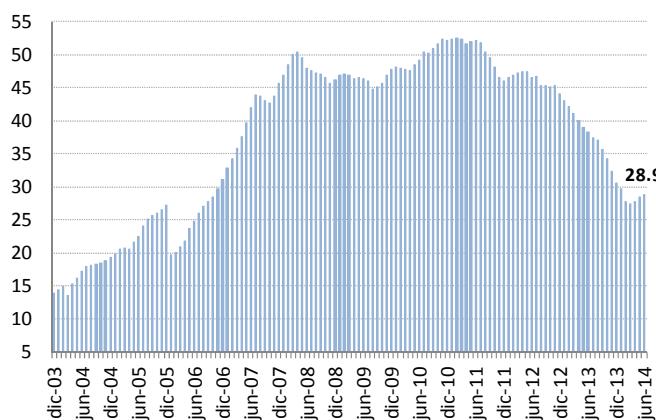
Adicionalmente, una política monetaria con un sesgo más contractivo, acompañada por una leve y pasajero debilitamiento de las restricciones al acceso de divisas, derivó en la reducción de la brecha cambiaria, reduciendo la presión sobre el dólar. Sin embargo los costos de esta política monetaria más restrictiva ya se observan a nivel del crédito al sector privado y en los indicadores de actividad del primer semestre.

Gráfico 2.1– Cotización del dólar (oficial y paralelo)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ámbito

Gráfico 2.2– Reservas Internacionales del BCRA (en miles de millones de U\$S)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Este contexto se propició además la estabilización del saldo de reservas internacionales del Banco Central de Argentina (BCRA), el cual se asentó por encima de los 28 mil millones de dólares, luego de más de un año de



caída continua.

Otras medidas a destacar durante el primer semestre en el proceso de recuperación de la confianza perdida en el manejo macroeconómico fueron las negociaciones con el Club de París, así como la resolución del conflicto en el marco de la Ciadi y el arreglo con Repsol por la nacionalización de YPF. Si bien todos estos arreglos, junto al reordenamiento macroeconómico, permitían augurar que el financiamiento externo comenzaría a fluir lentamente hacia Argentina durante el segundo semestre de este año, el fallo adverso a Argentina en el caso de los *holdouts* en las Cortes de Nueva York eleva la incertidumbre de cara al 2014 y los próximos años.

En tribunales

Argentina tiene desde hace algún tiempo un litigio abierto con los tenedores de activos que no reestructuraron su deuda en los sucesivos canjes de 2005 y 2010 (los *holdouts*). Luego de sucesivos fallos adversos a Argentina, la Corte Suprema desestimó la apelación de última instancia desencadenando la obligación de dicho país de pagar 1.300 millones de dólares a un grupo de litigantes. Esto evitaría que Argentina pueda pagar a otros acreedores en Estados Unidos al embargar los pagos de intereses futuros hasta no resolver el pago pendiente a los litigantes (el *stay* o cautelar). De esta forma se intimó a Argentina a pagar en su cabalidad la deuda con los *holdouts*, debiendo negociar las condiciones y/o mecanismos de pago (con escasísimo margen dado el fallo adverso), ante el riesgo de entrar en “default técnico” ya que no podría pagar los intereses de la deuda reestructurada que debe realizar el gobierno el 30 de julio.

Asimismo, debe considerarse que este litigio

podría desencadenar nuevos reclamos por parte de otros tenedores de deuda argentina, dada la existencia de una cláusula (RUFO, *right upon future offers*) que evita que Argentina otorgue “voluntariamente” un trato diferente a otros acreedores respecto a los del canje 2005 y 2010, pudiendo multiplicar por 10 el monto a pagar y comprometiendo seriamente las finanzas públicas de ese país. Sin embargo, dicha cláusula vence a fin de año, por lo que Argentina estaría buscando estirar la negociación hasta dicha fecha, evitando sus consecuencias.

Por tanto, dada la inminente fecha límite para el pago de intereses ¿cuál es el panorama para Argentina? Tal vez la única respuesta posible es que existe amplia incertidumbre sobre cómo se resolverá esta cuestión, sobre todo ante las aparentes posiciones contrapuestas de las partes.

El menú de opciones es amplio. Si Argentina paga a los *holdouts* antes del 30 de julio, cumple con la sentencia y podría pagar los intereses a vencer en esa fecha, evitando el default técnico, aunque pudiendo quedar expuesto a nuevos reclamos por la RUFO ante lo que habría que evaluar la “voluntad de pago”. Por otra parte, si Argentina decide no cumplir la sentencia, entrará en default técnico al no poder pagar a otros acreedores, complicando aún más la entrada de financiamiento externo de cara a los próximos meses aunque sin ser dramático (como una situación similar a la de 2002-2003) ya que la macroeconomía goza de mejor salud que por esos años. Otras soluciones posibles implicarían un pago en garantía a los *holdouts* como forma de mostrar buena voluntad para liquidar el pago a principios de 2015 u otras opciones que requerirían aún más negociaciones.



Sin embargo, el *quid* de la cuestión se resolverá en los próximos días y decidirá si Argentina entra o no en default. Hasta el momento, los mercados no se han presentado altamente volátiles, quedando a la espera del resultado de las negociaciones. En caso de una resolución negativa, Argentina continuaría al margen del mercado crediticio internacional, a pesar de los esfuerzos del primer semestre. Por tanto, las consecuencias se observarían en varios frentes: en las cuentas fiscales perpetuando el financiamiento mediante emisión, en el mercado de cambios a través del incremento de la brecha cambiaria oficial y paralela y en el apriete del cepo cambiario así como en el control de la inflación mediante un mayor incremento de los precios producto de la emisión.

¿CÓMO NOS AFECTA?

Como ha sucedido a lo largo de la historia, lo que pasa al otro lado del Río de la Plata es un determinante significativo en la dinámica económica local. Si bien la dependencia con nuestros vecinos parece haber disminuido en los últimos años, lejos está la independencia total. Los vínculos con Argentina hoy son menos fuertes que antes pero aún son significativos, en especial para algunos sectores productivos.

La resolución de la actual coyuntura argentina y la forma en que suceda serán relevantes para las perspectivas económicas nacionales en el corto y mediano plazo. Existen varios caminos por los cuales la situación argentina podría impactar sobre el desempeño local. En primer lugar se destaca el canal comercial, tanto en términos de bienes como de servicios. Un shock negativo sobre el nivel de actividad en Argentina podría complicar la situación de sectores que dependen fuerte-

De esta forma el proceso de ordenamiento a nivel macroeconómico sufriría un revés importante en el corto plazo, agregando mayores turbulencias al desempeño económico. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta situación no es sustancialmente diferente a la actual.

Por otra parte, una resolución positiva de este conflicto, si bien podría afectar las reservas internacionales en el corto plazo (en caso de hacerse necesarios pagos al contado) se afirmaría la senda que ha seguido el gobierno hasta el momento. Se sentarían las bases para el acceso al financiamiento internacional dando mayor capacidad de maniobra al gobierno y permitiendo seguir avanzando en el mediano plazo.

mente de la demanda argentina, fundamentalmente algunos sectores industriales y el sector turístico. Adicionalmente, vía nuevas depreciaciones del peso argentino, el aumento de las restricciones de acceso a divisas o al comercio con el exterior, el sustancial encarecimiento relativo de Uruguay respecto a Argentina podría empeorar. Otro canal de transmisión importante es aquel de la inversión extranjera directa (IED), dentro de la cual aquella con origen argentino ha aumentado con el tiempo. De acuerdo al FMI² la misma representaría 2% del PIB.

Asimismo, si bien la exposición a riesgo de contagio en el sistema financiero es sensiblemente menor, un default total o parcial de Argentina podría empeorar la visión del mercado sobre la deuda de los países de la región, aumentando las tasas de interés pe-

²— Fondo Monetario Internacional. Perspectivas económicas, Las Américas. Abril de 2014.



didas y/o reduciendo la disponibilidad de financiamiento. Este no parece ser un problema latente significativo para Uruguay dada la calificación de deuda actual y el buen manejo de la deuda pública que ha reducido la exposición a riesgos³.

Algunos escenarios posibles

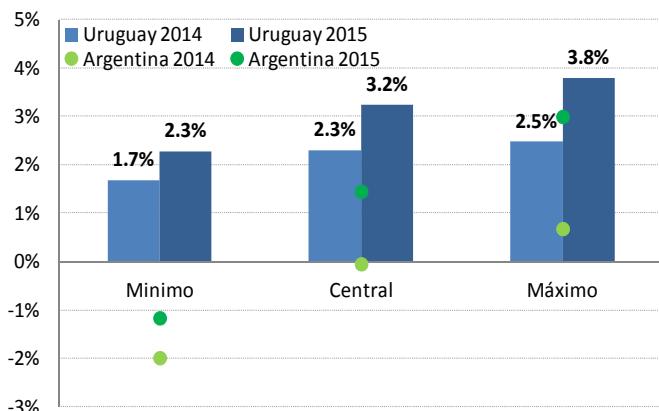
Con el fin de focalizar el análisis en los impactos directos que podrían tener distintas evoluciones de la actividad en Argentina sobre el PIB de Uruguay, tomamos en consideración escenarios alternativos para el PIB de Argentina y estimamos la evolución del PIB de Uruguay alterando únicamente esta variable. Si bien los impactos sobre la economía local pueden surgir de varios frentes (como ya se explicó) se presentarán únicamente el impacto agregado sobre el nivel de actividad (PIB), en tanto se busca presentar una imagen sintética y a grandes rasgos de lo que se puede esperar.

Nuestro escenario central es aquel en que la variación del PIB argentino para este año es nula en tanto se ubicaría en torno 1,5% para 2015. Alternativamente se tuvieron en cuenta otros dos escenarios de acuerdo a la información relevada por LatinFocus, donde se establece un escenario mínimo y uno máximo, según los analistas relevados⁴. Cabe señalar que dichas expectativas se relevaron a principios de mes por lo que es posible que sean aún optimistas sobre la resolución del conflicto con los *holdouts* (al igual que lo era el mercado), pudiendo corregirse en los próximos días producto de las consideracio-

nes de la sección anterior.

En primer lugar cabe resaltar que en todos los casos, excepto el de mínima, los analistas consultados por LatinFocus esperan resultados positivos para 2015. Esto estaría indicando que a pesar de una coyuntura posiblemente adversa en 2014 la economía se recuperaría con relativa rapidez hacia 2015. Este no es un dato menor dado que la transmisión de los efectos sobre el PIB de Uruguay suele ser relativamente rápida, por lo que los resultados, tanto positivos como negativos, se evidenciarían a nivel local en el corto plazo.

Gráfico 3.1– Proyecciones para el PIB, por escenarios (variación, en %)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU y LatinFocus.

El principal resultado a destacar es que bajo ninguno de los escenarios estimados se registraría una contracción del nivel de actividad de Uruguay, ni para este año ni para el que viene. Si bien el desempeño de la economía uruguaya es sensible a lo que sucede en Argentina, aún en el peor caso considerado, se esperan resultados positivos a nivel local (en torno a 1,7% para 2014 y 2,3% para 2015). Nuestro escenario central prevé un crecimiento cercano a 2,3% en 2014 y 3,2% en 2015, mientras que el escenario de máxima ubicaría el crecimiento en 2,5% y 3,8% para 2014 y 2015 respectivamente. En todos los casos se considera que el comienzo de la

³ Por un análisis más detallado ver Informe de Actividad y Comercio N°123. http://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2014/02/AyC_123_0102_2014_Argentina.pdf

⁴ <http://www.latin-focus.com/main/consensus/consensus.htm>, Julio 2014.



producción de Montes del Plata tendría un impacto positivo y significativo sobre el PIB. Respecto a los años previos se observaría un proceso de desaceleración del crecimiento tendencial, más acentuado en los escenarios de mínima, aunque se mantienen las tasas de crecimiento positivas.

Por otro lado, los resultados podrían ser menos favorables si se considera que un shock negativo sobre la actividad argentina impactaría además en otros países de la región, como Brasil, generando efectos de segunda vuelta. Sin embargo, de acuerdo al mismo documento del FMI, un shock negativo en la economía argentina sólo tendría un impacto significativo en nuestro país, por lo que dichos efectos secundarios serían de magnitud reducida. Por otra parte, modificaciones en la política de comercio exterior adicionales o correcciones bruscas del tipo de cambio también tendrían la capacidad de empeorar la situación, fundamentalmente para los sectores que dependen de la demanda argentina o compiten con productos de tal procedencia.

En suma

La coyuntura económica de Argentina, y en particular la resolución de la actual, es un factor relevante a la hora de evaluar la senda de crecimiento esperada a nivel local. Menores tasas de crecimiento en el vecino país se asocian a menores tasas de crecimiento a nivel local, siendo el canal de transmisión fundamentalmente el comercial (bienes y servicios). A partir de la formulación de escenarios alternativos de acuerdo a lo previsto por los analistas consultados por LatinFocus, se encuentra que en ninguno de los casos las proyecciones del PIB para Uruguay indicarían una contracción, incluso en los escenarios más adversos para Argentina. No obstante, este ejercicio no permite considerar efectos de segunda vuelta que puedan, en el mediano plazo afectar al crecimiento local.