

Econométrica S.A

economic research and forecasts



Informe Semanal

05/11/2012

***“El fallo Judicial podría
terminar a favor de
Argentina”***

Por Ramiro Castiñeira

42 años dedicados
al Análisis
1970 - 2012 Macroeconómico

www.econometrica.com.ar

info@econometrica.com.ar

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

(Clave de acceso IV Trim 2012: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts



El fallo Judicial podría terminar a favor de Argentina.

Por Ramiro Castiñeira (ramirocastineira@gmail.com ; 155-109-1560)

El fallo no necesariamente es una mala noticia para Argentina. El Juez reconoció un “trato discriminatorio” de Argentina para los acreedores que no entraron al canje de deuda de 2005 y 2010, ante la negativa de Argentina de negociar, “ley cerrojo” mediante. Ello sin duda jugó a favor para quienes no entraron en el canje.

Pero acto seguido el juez sentenció “igual trato” para todos, y comenzar a pagar a los querellantes que no entraron en el canje, pero sin definir ni cuándo, ni cuánto, ni cómo hacerlo. Es aquí donde se esconde la posibilidad de que el juez finalmente decida que la forma de pago sea la misma que para quienes aceptaron el canje en su momento, apelando a dar “igual trato” entre el 93% que aceptaron el canje, y el 7% que no lo aceptó.

De ser así, Argentina estaría encaminada para salir del default, ante un juez que obliga a Argentina a pagar a quienes no entraron al canje en su momento, pero también obliga a la parte querellante a aceptar la forma de pago que Argentina ya les ofreció en 2005 y 2010, y que aceptó el 93% de manera voluntaria. Si los bonos no se desplomaron tras el fallo, es que la posibilidad es cierta. Ahora sólo resta la definición del Juez.

Canje 2005 y 2010: 93% renegociado.

Entre 2005 y 2010 Argentina renegoció el 93% de la deuda pública en Default que heredó del fracaso de la convertibilidad, entre tantos otros. La deuda pública en default en poder de privados desde 2001 sumó u\$s101.600 millones.

De ellos, ingresaron de manera voluntaria a los canjes de deuda de 2005 y 2010 un total de u\$s93.900 millones (93%), a los que se le entregaron nuevos bonos en circulación, actualmente por un nominal de u\$s55.300 millones. Los guarismos implican una quita del 41%, aún incluyendo los intereses capitalizados a la fecha.



Resultado del Canje 2005 y 2010

en miles de millones de dólares

	u\$s	en %
Deuda en Default 2001	101,6	
Renegociación 2005	81,8	80,5%
Renegociación 2010	12,1	11,9%
Total Renegociado 2005 y 2010	93,9	92,4%
Nuevos Bonos al dic-11*	55,3	
Par	16,7	30%
Descuento	23,6	43%
Cuasipar	14,0	25%
Global 2017	1,0	2%
Ley Argentina	27,6	50%
en pesos	21,3	39%
en dólares	6,3	11%
Ley Inglesa	15,5	28%
Ley Americana	11,7	21%
Ley Japón	0,4	1%

* Incluye CER e Intereses Capitalizados, no incluye cupones PBI

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

Tras las dos renegociaciones quedó un remante del 7% que no aceptó el canje, por un total de 6.600 millones de capital, que a fin de 2011 llegó a u\$s11.200 millones con los intereses devengados no pagados.

Para tomar de contraste, en el reciente canje de la deuda de Grecia, el nivel de aceptación voluntaria fue mucho menor al de Argentina, sólo el 86% aceptó el canje. No obstante, aprovechando que la mayoría de los bonos estaban bajo legislación helena, semanas antes de realizar el canje el Gobierno logró sacar una ley por el Congreso que habilitaba imponer el canje a todos los acreedores, si superaba cierto nivel de aceptación.

La "cláusula de acción colectiva" amparada por ley, le permitió al Gobierno Heleno imponer el canje al 14% restante de los acreedores, pese a la manifiesta disconformidad al no aceptar el mismo. No obstante, la ley anuló la posibilidad de que el Estado pierda el juicio si es que alguno dentro del 14% que le impusieron el canje, considera sus derechos vulnerados.



La deuda pública Argentina en default estaba mayoritariamente bajo legislación extranjera, lo que no existió la posibilidad de “imponer” el resultado de la mayoría, no importa el nivel de aceptación que tuviese el canje. Descartada la posibilidad para Argentina, como estrategia de renegociación que “incentive” la aceptación del canje, el Gobierno impuso otra cláusula y una ley:

Cláusula de Ofertas futuras:

Los nuevos títulos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 incluyen la cláusula de que cualquier mejora futura en la oferta que Argentina haga de manera **voluntaria**, la misma será extensiva también a los acreedores que entraron en canjes anteriores.

No es menor el punto en que la oferta tiene que ser **voluntaria** por parte del Gobierno. Ello implica que un fallo que en los hechos signifique que un acreedor termine cobrando más que quién aceptó el canje de 2005/2010, igualmente no otorgaría derecho alguno a este último a recibir igual trato. Es decir, cualquiera sea el fallo de la corte, no pone “en jaque” ni otorga derechos al 93% ya renegociado¹.

Ley Cerrojo:

La ley cerrojo en 2005 buscó aumentar la percepción de riesgo del acreedor en no participar en la primera oferta de canje. No entrar cuando terminara siendo aceptada por la mayoría, implicaría quedarse sin cobrar nada y sólo apelar al camino de la justicia, dado que el Gobierno no se sentaría nuevamente a negociar.

Pero la “ley cerrojo” terminó otorgando argumentos a favor de quienes no entraron al canje por “trato discriminatorio” por parte de la Argentina. Si bien el Gobierno con un 93% de la deuda renegociada en forma voluntaria habla por si sola de su voluntad por resolver el problema buscando un acuerdo entre las partes, no quita el “trato discriminatorio” inmediatamente finalizado el canje 2010.

¹ Link a las condiciones de emisión de la oferta del Gobierno, cláusula “Rights Upon Future Offers”.
[http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/documentos/us_prospectus_\(version_ingles\)_30042010.pdf](http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/documentos/us_prospectus_(version_ingles)_30042010.pdf)



Pari Passu.

El reciente fallo obliga a la Argentina a pagar a los querellantes, pero sin especificar, cómo, ni cuándo, ni cuánto. Si la lectura de “*pari passu*” es literal, esto implica “*igual trato*” entre los acreedores, lo que existe la posibilidad que el Juez extienda la oferta Argentina a quienes no aceptaron el canje, dada la significativa magnitud de aceptación de manera voluntaria. Es que si el Juez obliga a la Argentina a pagar sin quita a quienes no aceptaron el canje, entonces el “*pari passu*” tampoco se cumpliría y los discriminados serían ahora el 93%, y los favorecidos el 7%.

Igualmente, si el fallo se encamina en tal sentido donde la minoría discrimina a la mayoría, igualmente no otorga derechos alguno a quien aceptó el canje en 2005 y 2010 dado que Argentina paga más, pero no de manera **voluntaria**, sino obligada por un Juez.

Las implicancias del fallo, en números.

La deuda en default que no entró al canje suma u\$s 6.600 millones, que se extiende a u\$s 11.200 millones, si se suman los intereses devengados no pagados desde 2002 a la fecha. De ellos, el 60% está bajo legislación Americana, el 38% bajo legislación Inglesa, 1% Nipona y 2% local.

El reciente fallo es por el 18% de la deuda en default bajo legislación Americana, equivalente a poco más de u\$s704 millones de capital, que llega a u\$s1.330 millones si se suman los intereses devengados.

Ahora bien, si el juez dictaminara extender el canje a todos los acreedores para este caso en particular, entonces Argentina tendría que emitir un total de 446 millones entre Bono descuento y Global 2017, a cambio de los 704 millones de títulos en default que dispone el fondo litigante. No se reconocen los intereses devengados no pagados de los bonos en default, como a ninguno que entró al canje. También se sumarían la entrega de los Bonos PBI.



Deuda Pública que no se presentó al Canje

en millones de dólares

	Capital	Intereses	Total	Bonos a emitir en Hipotética Reapertura del Canje 2013**
Deuda Pública en Default	6.579	4.599	11.177	4.164
En Moneda Nacional	135	5	140	86
En Moneda Extranjera	6.443	4.593	11.037	4.079
En dólares	3.974	3.529	7.503	2.516
En Euros	2.425	1.058	3.483	1.535
En Yenes	44	7	51	28
Anexo:				
Con sentencia en NY*	704	626	1.330	446
En % de la Deuda en Default Total			11,9%	
En % de la Deuda en Default en dólares			17,7%	

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

* La descomposición entre capital e intereses con sentencia en NY, es una estimación respetando las proporciones agregadas en moneda americana informado por el Mecon.

** A la oferta falta sumar la entrega de cupones PBI.

Dado que el fallo marca jurisprudencia para el resto de la deuda en default, si se extendiera el dictamen de extender la oferta Argentina a todos los acreedores, el Gobierno tendría que emitir u\$s4.200 millones, a cambio de los u\$s6.600 millones de capital hoy en default. La quita sobre el capital sería del 36,7%, y si se consideran los intereses no pagados acumulados, la quita alcanzaría el 66,4%.

No está demás advertir que los nuevos bonos sólo incrementarían la deuda pública en menos de 1% del PBI, y la necesidad de financiamiento en u\$s250 millones en 2013, para el pago de intereses.

En suma, entendemos que existen posibilidades ciertas que el fallo del juez termine siendo a favor de la Argentina, al dictaminar extender el canje al resto de los acreedores que no lo aceptaron en su momento. El elevado porcentaje de aceptación voluntaria entre los canjes de 2005 y 2010, llevan a interpretar la exigencia de "igual trato" entre los acreedores, tan simple como que el 7% cobre lo mismo que el 93%, ni más, ni menos.



Proyecciones Macroeconómicas 2010 - 2013

Principales variables

Variable	Unidad	2010	2011	2012*	2013*
PBI	Var. %	8,5	6,5	1,0	3,5
Precios Impl. (prom. anual)	Var. %	16,1	19,3	19,1	21,7
PBI en pesos corrientes	M.M. \$	1.443	1.842	2.194	2.803
PBI en dólares	M. M. Dólares	368,7	446,0	476,6	509,7
PBI per Cápita	en dólares	9.100	10.905	11.731	12.311
Precios y Tipo de Cambio					
IPC (IPC GB)	Dic/Dic	25,2%	21,8%	23,5%	26,0%
Tipo de cambio (prom. Anual.)	\$ / US\$	3,91 4,9%	4,13 5,6%	4,60 11,5%	5,50 19,5%
Tipo de cambio (prom. Dic.)	\$ / US\$	3,98 4,5%	4,29 7,8%	5,00 16,6%	6,00 20,0%
TCRM (deflac. por BA City) (Prom. Dic.)	Dic 01=1,00	1,77 -12,5%	1,60 -9,9%	1,40 -12,3%	1,35 -3,5%
Sector Público					
Superávit Financiero Consolidado	en % PBI	-1,0%	-2,2%	-3,0%	-2,8%
Nación	en % PBI	-1,0%	-2,0%	-2,5%	-2,2%
Provincias	en % PBI	0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,6%
Deuda Pública Nacional Bruta	% PBI	44,6%	41,8%	39,0%	38%
Neta (Privados y org.)	% PBI	23,7%	19,3%	18,0%	17%
Sector Externo					
Exportaciones	M. M. Dólares	68,1 22,4%	84,0 23,2%	82,9 -1,2%	93,1 12,3%
Importaciones	M. M. Dólares	56,5 45,7%	73,9 30,9%	70,0 -5,4%	82,1 17,4%
Saldo Comercial	M. M. Dólares	11,6	10,0	13,0	11,0
	% PBI	3,2%	2,2%	2,7%	2,2%
Cuenta Corriente BdP	M. M. Dólares	2,9	0,0	1,2	0,0
	% PBI	0,8%	0,0%	0,3%	0,0%
Deuda Externa (Pública + Priv)	% PBI	34,9%	32,1%	31,0%	29,0%
Empleo y Salario					
Tasa de Desempleo	En % PEA	7,8	7,2	7,5	7,5
Trabajo no Registrado	en % Empleo	35,2	34,3	35,0	35,0
Salario Privado Registrado	Var. % Dic/Dic	28,9	30,0	27,0	28,0
Monetario					
Reservas Int. (fin de año)	en M. M. Dólares	52,1	46,4	44,1	45,0
Badlar en pesos (Bcos. Priv.)	en % Fin de año	11,1	19,0	16,5	19,0
Depósitos Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	14,5	14,8	15,2	16,0
Crédito Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	11,5	13,4	13,8	14,3
M2 Privado (pesos)	Var. % int. dic.	33,1	30,7	34,0	35,0

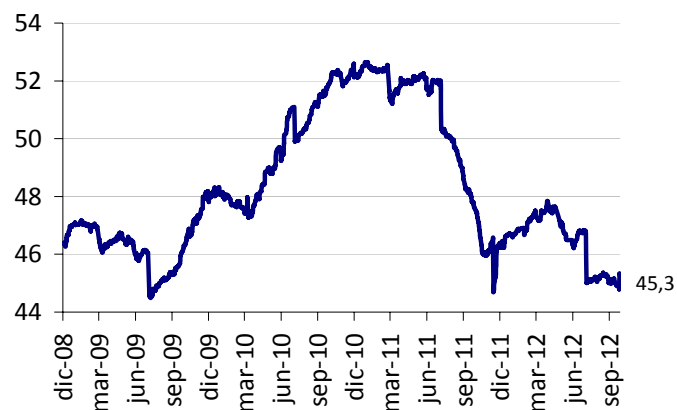
Fuente: Econométrica en base a Indec y Mecon

* Estimación Econométrica S.A



Reservas Internacionales

en miles de millones de dólares



Factores de Variación de las Reservas

en miles de millones de dólares

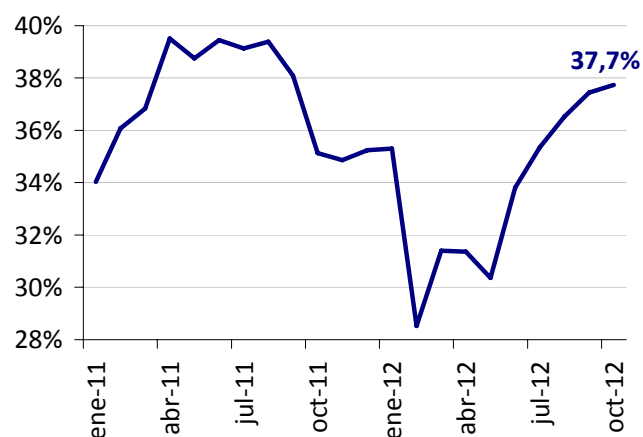
	2010	2011	2012*	Jul	Ago	Sep	Oct*
Variación	4,2	-5,8	-1,1	0,5	-1,7	-0,14	0,24
Compras BCRA	11,8	3,3	8,0	0,35	0,11	0,15	0,04
Resto	-7,6	-9,1	-9,1	0,12	-1,77	-0,29	0,21
Stock fin de período	52,2	46,4	45,3	46,8	45,2	45,0	45,3
Var % Interanual	9%	-11%	-6%	-11%	-10%	-8%	-6%

*Con Información al 26 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Base Monetaria

en miles de millones de pesos - Promedio mensual



Factores de Variación de Base Monetaria

en miles de millones de pesos

	2010	2011	2012	Jul	Ago	Sep	Oct*
Variación	38,1	62,5	40,1	2,3	14,3	4,4	-2,2
Compra dólares	46,3	13,3	35,1	1,6	0,5	0,5	0,2
Sector Público	19,5	32,6	22,1	8,5	5,9	1,6	2,1
Lebac's + Redesc + Pases	-25,6	18,8	-16,2	-7,6	8,4	2,3	-4,5
Otros	-2,1	-2,2	-1,0	-0,1	-0,5	0,0	0,0
Stock fin de período	160,4	222,9	263,0	246,5	260,8	265,2	263,0
Var% Interanual	31%	39%	38%	35%	37%	37%	37,7%

*Con Información al 26 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Balance del BCRA

en miles de Millones de dólares

	A fin de				
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	15-oct
Activos	77,3	79,3	94,1	100,6	110,0
1. Reservas Internacionales	46,4	48,0	52,2	46,4	45,0
2. Financiamiento Gobierno	20,0	23,0	32,8	45,2	56,4
2.1 Títulos Públicos	12,3	13,3	21,2	29,6	37,3
2.2 Adelantos Transitorios	7,7	9,6	11,6	15,6	19,1
3. Otros	10,9	8,4	9,2	9,1	8,6
Pasivos	68,5	66,3	84,4	92,0	99,2
1. Base Monetaria	31,7	32,2	40,3	51,8	56,2
2. Encaje en u\$s	5,0	7,3	9,8	5,7	7,0
3. Lebac's Nobac's y Pases	21,7	19,0	28,3	25,2	27,5
4. Deuda con BIS y Otros	3,7	3,4	1,3	5,3	4,7
5. Dep. del Gobierno en BCRA	1,9	0,6	2,7	0,7	1,9
6. Otros	4,5	3,8	2,0	3,2	2,1
Total Patrimonio Neto	8,8	13,1	9,7	8,7	10,8

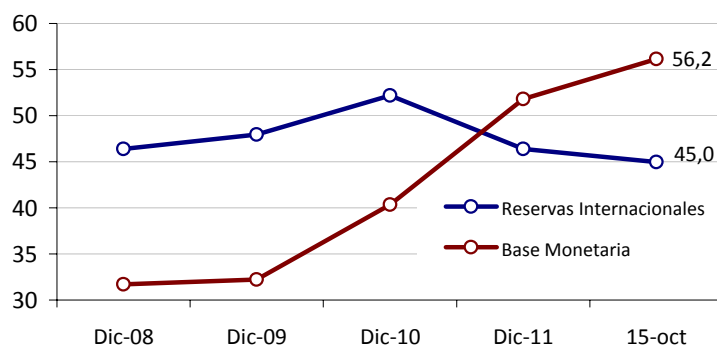
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

ANEXO

Tipo de Cambio	3,45	3,80	3,98	4,30	4,71
Reservas/PBI	14,2%	15,6%	14,2%	10,4%	10,4%
Financiamiento al Gob./Activos	25,9%	28,9%	34,8%	44,9%	46,8%
Base Monetaria/Reservas	68%	67%	77%	112%	115%

Reservas Internacionales y Base Monetaria

en miles de Millones de dólares



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Depósitos y Préstamos - Sector Privado

en miles de millones - Promedio Mensual - Var. % Interanual

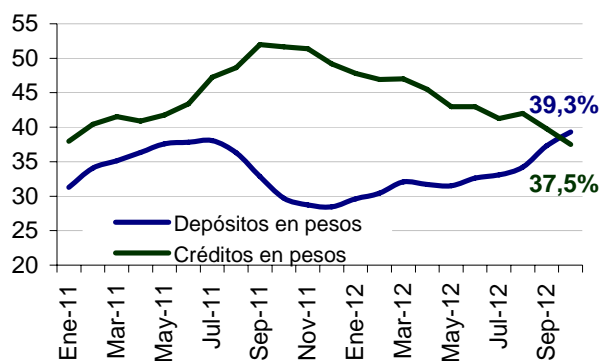
	Depósitos Privados								Crédito a Privados			
	En pesos						En dólares		En Pesos		En Dólares	
	Vista		P. Fijo		Total		u\$s	%	\$	%	u\$s	%
	\$	%	\$	%	\$	%						
Ene-11	124,5	32,4	84,3	29,7	208,7	31,3	11,7	16,2	166,4	38,0	7,6	44,3
Feb-11	125,6	35,3	87,3	32,3	212,8	34,1	11,8	17,9	169,5	40,4	7,9	49,2
Mar-11	126,6	36,4	89,7	33,4	216,3	35,1	12,1	19,1	173,0	41,5	8,2	49,3
Abr-11	130,2	36,4	93,5	36,3	223,7	36,4	12,3	19,5	177,5	40,9	8,5	49,1
May-11	133,9	37,3	95,1	38,1	229,0	37,6	12,7	20,5	184,6	41,8	8,6	47,3
Jun-11	138,2	37,6	95,6	38,1	233,8	37,8	13,0	21,1	191,8	43,4	8,8	52,2
Jul-11	145,9	39,5	96,4	36,0	242,2	38,1	13,3	22,6	202,1	47,2	9,1	55,1
Ago-11	145,9	37,8	99,2	34,2	245,1	36,3	13,9	23,8	208,3	48,6	9,4	51,5
Sep-11	145,8	34,9	99,9	30,0	245,7	32,9	14,3	27,6	218,6	52,0	9,6	49,1
Oct-11	145,4	30,7	101,5	28,4	246,9	29,7	14,7	30,5	227,7	51,7	9,6	46,0
Nov-11	146,0	27,8	105,7	30,1	251,7	28,7	13,0	14,7	234,5	51,4	9,8	42,0
Dic-11	154,8	26,3	107,4	31,7	262,1	28,5	12,0	4,2	241,2	49,2	9,5	31,3
Ene-12	156,0	25,4	114,5	35,9	270,6	29,6	12,1	3,1	245,9	47,8	9,5	24,7
Feb-12	158,1	25,9	119,5	37,0	277,6	30,4	12,0	1,7	249,1	46,9	9,7	21,7
Mar-12	161,0	27,2	124,7	38,9	285,7	32,1	12,0	-0,8	254,3	47,0	9,5	15,8
Abr-12	166,5	27,9	128,1	37,0	294,6	31,7	11,9	-3,2	258,2	45,5	9,4	10,8
May-12	170,8	27,6	130,3	37,0	301,1	31,5	11,5	-9,1	263,9	43,0	9,2	6,9
Jun-12	177,4	28,4	132,7	38,8	310,1	32,6	9,6	-26,3	274,3	43,0	8,5	-3,5
Jul-12	186,0	27,5	136,4	41,5	322,4	33,1	8,7	-34,8	285,5	41,3	7,6	-16,5
Ago-12	185,0	26,8	143,9	45,1	328,9	34,2	8,4	-39,8	295,8	42,0	6,8	-27,3
Sep-12	187,6	28,7	149,8	49,9	337,5	37,3	8,1	-43,5	305,6	39,8	6,3	-33,7
Oct-12*	190,0	30,7	154,0	51,7	344,0	39,3	7,9	-46,1	313,1	37,5	5,9	-38,7

* Estimación Econométrica con información al 26 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

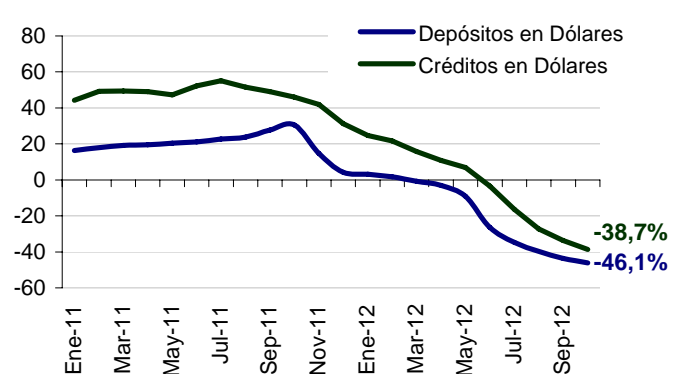
Depósitos y Créditos en Pesos

Var. % Interanual



Depósitos y Créditos en Dólares

Var. % Interanual





Principales Tasas de Interés

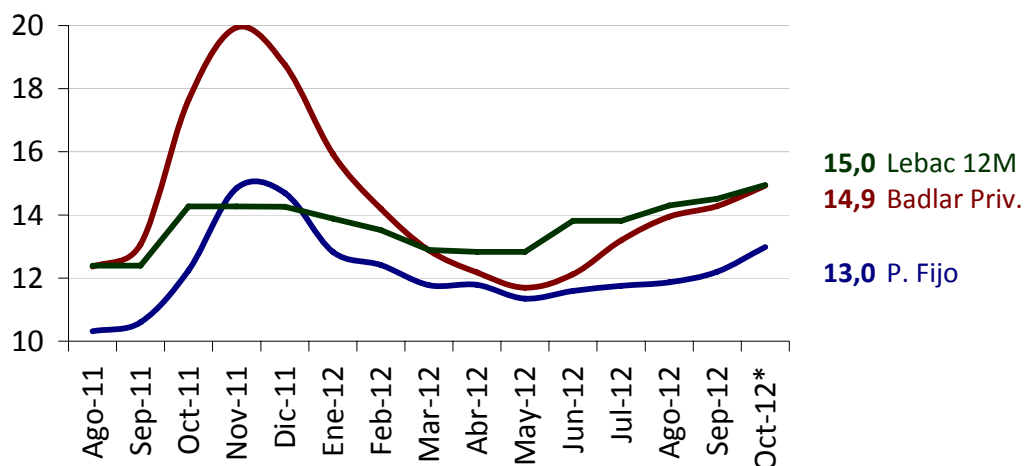
TNA - Promedio del Período

	Plazo Fijo 30d.	Badlar Priv.	Pasivos del BCRA				
			Pases Pasivos	Lebac's y Nobac's			
				3M	6M	12M	24M
2011	10,902	13,3	9,5	11,5	12,4	13,35	14,62
2012	11,9	13,2	9,5	11,6	12,6	13,2	14,9
Ago-11	10,3	12,4	9,5		11,6	12,4	14,4
Sep-11	10,6	13,1	9,5		13,0	12,4	14,5
Oct-11	12,2	17,6	9,5	14,0	13,9	14,3	15,0
Nov-11	14,8	19,9	9,5	14,0		14,3	15,1
Dic-11	14,7	18,8	9,5		14,0	14,3	
Ene-12	12,8	15,9	9,5		13,7	13,9	
Feb-12	12,4	14,2	9,5		12,5	13,5	
Mar-12	11,8	12,9	9,5		12,1	12,9	14,2
Abr-12	11,8	12,2	9,5		12,1	12,8	
May-12	11,3	11,7	9,5	11,8		12,8	14,2
Jun-12	11,6	12,1	9,5	11,3	12,2	13,8	
Jul-12	11,8	13,2	9,5	11,5	12,3	13,8	15,8
Ago-12	11,9	13,9	9,5	11,9	13,3	14,3	16,3
Sep-12	12,2	14,3	9,5	12,3	13,3	14,5	16,5
Oct-12*	13,0	14,9	9,5	12,4		15,0	16,9

*Con Información al 26 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Tasas de Interés TNA - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Agregados Monetarios

Promedio mensual - en miles de millones de pesos - Var % Interanual

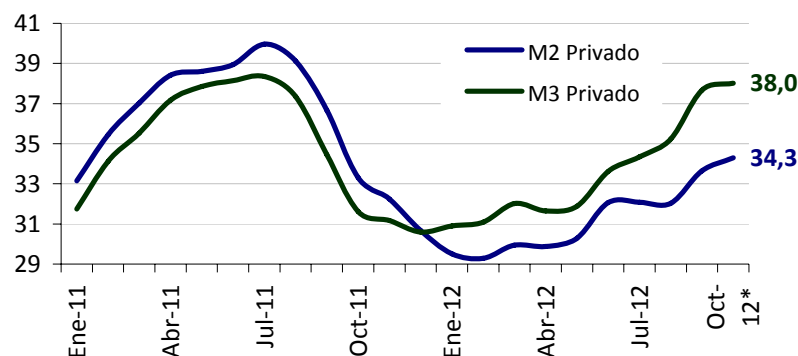
	Privados				Totales			
	M2		M3		M2		M3	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Ene-11	228,3	33,1	321,3	31,7	269,8	32,2	422,2	37,9
Feb-11	229,0	35,5	325,1	34,1	261,4	28,6	428,2	39,1
Mar-11	230,6	37,0	329,4	35,5	264,1	33,7	437,0	41,0
Abr-11	235,3	38,4	338,0	37,2	268,8	34,9	446,2	41,4
May-11	240,7	38,6	345,3	37,9	277,2	37,9	458,5	40,5
Jun-11	248,9	38,9	354,3	38,1	283,7	37,5	469,0	39,7
Jul-11	264,1	40,0	370,2	38,3	296,4	36,1	486,6	38,8
Ago-11	266,3	39,1	375,3	37,4	300,1	38,1	495,7	38,3
Sep-11	266,5	36,7	376,4	34,5	298,4	34,9	501,7	36,2
Oct-11	266,9	33,3	378,4	31,6	301,0	31,2	505,6	32,9
Nov-11	271,3	32,2	387,1	31,2	303,2	30,1	512,7	32,0
Dic-11	288,2	30,7	406,4	30,6	324,9	28,9	527,2	30,3
Ene-12	295,7	29,5	420,5	30,9	346,5	28,4	548,9	30,0
Feb-12	296,0	29,3	426,2	31,1	338,4	29,4	555,6	29,7
Mar-12	299,6	29,9	434,8	32,0	340,5	28,9	563,9	29,0
Abr-12	305,7	29,9	445,0	31,6	343,9	27,9	573,4	28,5
May-12	313,6	30,3	455,4	31,9	354,3	27,8	588,7	28,4
Jun-12	328,8	32,1	473,4	33,6	373,0	31,5	607,3	29,5
Jul-12	348,8	32,1	497,4	34,4	399,3	34,7	633,8	30,3
Ago-12	351,6	32,0	507,5	35,2	403,9	34,6	651,5	31,4
Sep-12	356,2	33,6	518,1	37,7	399,7	34,0	665,1	32,6
Oct-12*	358,4	34,3	522,3	38,0	403,3	34,0	670,9	32,7

* Estimación Econométrica con información al 26 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Agregados Monetarios Privados

var. % promedio Interanual



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA