

abellera

AGO 2014

Las Torres Petronas, situadas en Kuala Lumpur, capital de Malasia, fueron los edificios más altos del mundo entre 1998 y 2003, superados el 17 de octubre de 2003 por el edificio Taipei 101 en Taiwán.



**INSTITUTO DE
ECONOMIA**
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

Editorial

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

DIRECTOR
SEBASTIÁN AUGUSTE

STAFF
SANTIAGO BARRAZA
CECILIA FUXMAN
SERGIO GUTIÉRREZ
DANIEL HOYOS MALDONADO
ANA LEGATO
PATRICIA LAURA RÁBAGO
MARÍA DEL CARMEN ROMERO
SEBASTIÁN RAMÓN
SANDRO JOSÉ GUIDI
MARIO RAVIOLI
MARIO SEFFINO
VERÓNICA BAZTERRICA

COLABORADOR
SANTIAGO LINARES

BECARIO
LORENA LUQUEZ

SECRETARIA EJECUTIVA
PIERINA FRONTINI

Estimados lectores

El segundo semestre del año comenzó movido en términos económicos. En esta edición del News nos dedicamos casi por completo a la deuda argentina.

Comienza Guillermina Simonetta con una nota esclarecedora sobre el default y los efectos financieros, esencial para cualquier inversor. Luego Guillermina comenta la situación actual de los precios de los commodities, en particular la soja. Cierra el boletín Sebastián Auguste con el verdadero – falso del default, y qué esperar para la economía argentina si esto no se arregla rápido.

Esperando encuentren estas notas de utilidad, lo saluda cordialmente



DR. SEBASTIAN AUGUSTE
Director Instituto de Economía

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar.



Lic. Guillermina Simonetta

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).

Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.

Deuda externa: sigue corriendo el reloj de arena para Argentina

Con los eventos de las últimas semanas en torno a la deuda en default muchos argentinos podrían confundirse con expertos en finanzas o reclamar un título de doctorado por la jerga utilizada en charlas de café. Y es que la coyuntura nos ha llevado a sortear en estos últimos años eventos económicos que en otros países se estudian sólo en cátedras de economía... Un escenario de alta inflación se ha combinado con un nuevo default de deuda pública. Y por poco que nos guste, no se trata de una mera palabra, el 31 de Julio tenedores de bonos Discount debieron cobrar vencimiento de cupones y no pudieron hacerlo, y más allá que Argentina había depositado en el Banco de Nueva York (BoNY) el importe para hacer frente a esos pagos, la cláusula de los bonos estipulaba claramente que el pago se completa cuando el dinero llega al tenedor del bono. El depósito del dinero en el BoNY no es suficiente. De este modo, al no completarse toda la cadena de pago, se dispara la primera causal de evento de default señalado en el prospecto de deuda: el no pago. Por este motivo, la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA, por sus siglas en inglés) ha declarado el default y se han habilitado los pagos de aquellos inversores que compraron Credit Default Swaps (CDS), seguros contra default que operan entre partes u OTC (Over The Counter). Estas son operaciones que se negocian bilateralmente, generalmente entre grandes jugadores (bancos de inversión, empresas), y que no están fácilmente al alcance de pequeños inversores como nosotros. Los CDS operan como un seguro, y los que los emitieron tendrán que pagar a quienes lo compraron en relación al diferencial de precios entre bonos defaulteados y no defaulteados (el costo del default). Esta tasa aún no se ha determinado y se hará en los próximos 30 días.

El país también ha pedido que se investigue si hubo fraude por maniobras financieras con estos instrumentos, ya que el fondo NML que ha ganado la sentencia es un fuerte tenedor de estos seguros contra default, y no sólo eso, el fondo Elliot, dueño de NML, y el banco JP Morgan son dos de los 17 miembros del ISDA que resolvió por mayoría considerar que Argentina entró en default.

Estos fondos, a los que hemos bautizado buitres por su comportamiento especulativo y tácticas agresivas, son en realidad

fondos hiper profesionales con gente muy capacitada buscando legalmente sacar una renta financiera donde se pueda. Las condiciones reinantes en el mercado, las cuáles en gran medida fijó voluntariamente Argentina, le permitieron a estos fondos litigar contra el estado argentino (Argentina eligió tener sede en New York), y jugar un juego a dos puntas. Ganaban si lograban negociar condiciones más favorables que las que había ofrecido Argentina anteriormente a los bonistas que habían entrado al canje, pero también ganaban si Argentina no negociaba y entraba en default porque estuvieron comprando estos seguros CDS. Claramente su apuesta era a ganar el juicio, y les salió.

¿Cuáles son las claves para entender lo que pasa? Uno de los factores preocupantes luego de este default sobre los bonos Discount es si puede ocurrir una aceleración en los pagos. ¿Qué es una aceleración? Pues bien, más que importar el evento del default de este pago en sí, este es el punto crítico: al no pagarse una cuota, los tenedores de bonos reestructurados podrían solicitar que se le abonen todas las cuotas restantes, de esa hasta el vencimiento del activo.... Y ese no es un punto menor ya que estamos hablando de títulos de largo plazo. Para que haya aceleración de pagos se requiere que al menos el 25% de los tenedores de alguna serie de bonos la soliciten, lo que puede efectuarse dentro de los 60 días transcurridos desde la cesación de pagos. Para ello, es necesaria una resolución escrita en la que se demande dicha cancelación. Es posible que los tenedores de bonos Par la soliciten, ya que para ellos la aceleración implicaría una importante ganancia financiera. La deuda en bonos Par de legislación extranjera asciende a casi 15 mil millones de dólares. Hasta ahora, solamente los tenedores de Discount pueden pedirla, ya que son aquellos que no han cobrado el 30 de Junio pasado (con límite el 31 de julio). Los tenedores de Par podrían recién a partir del 30 de Septiembre, que sería cuando estos bonos entrarían en default en caso de no pago o que siga embargada la cuenta del banco de depósito. De haber aceleración, Argentina podría tomar dos vías: pagar el total de las cuotas aceleradas o acordando el retiro de la solicitud por parte del 50% de los tenedores de la serie. Como los montos involucrados no serían menores, el escenario más probable es que el país deba nuevamente efectuar una reestructuración de la deuda... donde entrarían en escena los bancos internacionales que están actualmente en medio de la negociación entre Argentina y los fondos buitres. Un claro juego de lucha por intereses.

Otra terminología que ha estado dando vueltas es el llamado **cross-default**. Se daría en caso que hubiera aceleración en los pagos y que esa deuda acelerada no fuera retirada por parte de los tenedores, o no fuera pagada o reestructurada por el Gobierno. Esto convertiría en exigible a toda la deuda reestructurada y retrotraería la situación al año 2005. Gracias a esta cláusula, los tenedores de bonos no defaulteados podrían reclamar ser considerados en igual situación, lo que dispararía un incumplimiento de toda la deuda con legislación extranjera, por unos 35 mil millones de dólares. Como vemos la situación actual no es nada sencilla, más aún en un escenario donde las reservas internacionales han menguado sustancialmente y con signos de recesión económica.

Será clave por ende seguir la dinámica de las negociaciones actuales. Podría haber un acuerdo entre privados que lleve a la reimposición del "Stay" y normalice la situación a corto plazo o podría dispararse la aceleración de los bonos y llevar esto a una nueva reestructuración, lo que implicaría más tiempo y costos elevados. Lo que sí queda claro es que al haberse emitido bonos con legislación extranjera, se emitió en su momento una señal amigable pero el país quedó atado a esta decisión. Mismo si observamos la letra chica de los contratos que nos deja con esa serie de cláusulas en una

situación desfavorable para negociar y con el reloj de arena mostrando el paso del tiempo. Lamentablemente aunque no nos guste el calificativo de “defaulteadores seriales”, una vez más hemos caído en un incumplimiento de un contrato.

Como nota de color quiero hacer un comentario para aquellos ahorristas que están a la expectativa de estas negociaciones para volcar ahorros al sistema financiero. Por **psicología de los mercados**, esperar una resolución favorable de los eventos actuales para recién ahí comprar activos argentinos no es una estrategia recomendable. Es cierto que la coyuntura actual ha derivado en un marcado aumento de la volatilidad de los activos, pero esperar a que se resuelva favorablemente el tema deuda para comprar ahí acciones o bonos puede ser una decisión muy tardía. Más allá de las fluctuaciones de las últimas semanas en lo que va del año el índice Merval acumula un avance mayor al 50% y algunas compañías líderes con cotización bursátil, subas superiores al 100 y 200% desde el comienzo de 2014.

Tomemos por ejemplo lo que ocurrió luego del **canje del año 2005**. El 14 de enero de 2005 se lanzó oficialmente la operación de canje de la deuda en default. A cambio de los títulos en mora, el gobierno argentino ofrecía tres nuevos bonos: Par, Cuasi Par y Discount. Los mismos bonos que hoy están en el centro de la escena... Los bonos ofrecían además una compensación adicional, ligada al crecimiento del PBI que luego cotizaron en forma escindida como los conocemos actualmente. El plazo para la recepción de las expresiones de interés finalizó el 25 de febrero de 2005; el nivel de aceptación alcanzado permitió renegociar aproximadamente el 76,15% del monto adeudado. Se reestructuraron deudas por un valor equivalente a 62.500 millones de dólares de valor nominal, canjeadas por nuevos títulos por un valor nominal equivalente a 35.300 mil millones de dólares (15 mil millones en títulos Par, 11,9 mil millones en títulos Discount, y 24,3 mil millones de pesos argentinos en títulos Cuasi Par); además, como consecuencia de la reestructuración, el componente en pesos de la deuda pasó del 3 al 37%. El a fines de febrero de 2005 el Merval cotizó en 1607 puntos, un 94% arriba de los mínimos vistos en Mayo de 2004 y tras unos días de fluctuación nos entregó una fase de 20% de baja hasta mediados de abril cuando terminó el proceso de adhesión. Podemos entonces observar en la gráfica de ese momento que el evento optimista de haber logrado una amplia adhesión al canje venía siendo descontado por el mercado accionario y que se generó posteriormente una toma de ganancia de corto plazo, para luego si dar paso a nuevas subas en las acciones líderes. Similar efecto de corto plazo ocurrió en el riesgo país con la medición del EMBI+ de J. P. Morgan subiendo un 38% desde valores cercanos a 5000 puntos hasta antes del cambio de medición por los nuevos bonos del canje.

Más atrás en el tiempo tuvimos un efecto similar sobre las acciones luego del ingreso de Argentina al Plan Brady. La Argentina había suspendido los pagos a la banca comercial desde 1988. En abril de 1992 se produjo un hecho determinante. Se acordaron con el Comité de bancos acreedores los términos de la refinanciación de la deuda de mediano y largo plazo. El Plan Brady marcó el regreso de la Argentina a los mercados internacionales de capitales. Significó un cambio dramático en cuanto a la identidad de los acreedores. La mitad de la deuda externa pública, que estaba en poder de un grupo de grandes bancos internacionales, se convirtió en bonos. El mes de Abril de ese año mostró valores de 842 puntos en Merval y aún cuando el máximo lo vimos en 900 puntos en el mes

de junio, lo llamativo es que a ello le siguió una baja mayor al 60% en el índice hasta niveles de 305 puntos, por lo que el reingreso de Argentina a los mercados en el año 1992 marcó un techo más que una oportunidad de compra...

Y en el campo llueve sobre mojado...

Para seguir sumando elementos preocupantes en esta segunda mitad del año la soja nos ha complicado el panorama... a una economía con alta inflación, reservas menguando, fuerte incremento del gasto público y consumo en merma en muchos sectores, especialmente en el sector automotriz que había sido la estrella en el PBI tiempo atrás, por mencionar algunas variables, estos meses hemos observado una fuerte pronunciación a la baja en la cotización internacional de los granos, y en particular de la soja. Los valores internacionales de la soja siguen en picada. Los futuros a noviembre, de la nueva campaña, arrancaron el mes de agosto en 388,8 dólares la tonelada.

La caída en el precio responde a una cosecha récord proyectada por el Departamento de Agricultura de EEUU (USDA) para la campaña 2014/2015, principalmente por una mayor cosecha esperada en ese país, debido a un aumento en el área sembrada. En su última actualización de las proyecciones de oferta y demanda mundial el USDA aumentó nuevamente la proyección de cosecha global de soja. De esta forma, el USDA espera que la cosecha de soja de EEUU, el mayor productor mundial, aporte el 34% de la cosecha global de

soja, por encima de su promedio histórico (30%). Estima un aumento de 195% en las existencias finales de EEUU respecto al nivel registrado al final de la campaña 2013/2014, alcanzando su máximo nivel desde la campaña 2006/2007 y proyecta un aumento de +27% en las existencias globales respecto la campaña previa, influyendo en la caída en el precio de la soja y sus productos derivados.

Un ejercicio teórico da cuenta del impacto que

PRODUCCIÓN NACIONAL

Soja

Fuente	Fecha	Área Sembrada (millones has)	Rinde Estimado (qq/ha)	Producción (millones tn)
Bolsa de Comercio de Rosario	24/07/2014	20,20 millones has	28,10 qq/ha	55,60 millones tn
Bolsa de Cereales de Buenos Aires	31/07/2014	20,35 millones has	28,50 qq/ha	55,50 millones tn
MINAGRI	17/07/2014	20 millones has	-	53 millones tn
USDA	11/07/2014	-	-	54 millones tn

BALANCES DEL USDA

Argentina Soja

Campaña	Área (mill/has)	Producción (mill/ton)	Importaciones (mill/ton)	Exportaciones (mill/ton)	Consumo (mill/ton)	Stocks finales (mill/ton)
2013/2014	19,5	53,5	0,0	12,0	39,7	26,3
2012/2013	18,9	50,2	0,1	7,8	36,1	24,5
2011/2012	17,6	40,1	0,2	7,4	37,5	18,1
2010/2011	18,3	49,0	0,3	9,2	39,2	22,9

tiene la retracción de los valores globales en el mercado local. A precios de Chicago, la soja que todavía está en poder de los productores, que tiene precio a fijar, unas 29 millones de toneladas, se devaluó 1000 millones de dólares en el último mes. La situación actual, con un 55% de la cosecha sin precio, es similar a la ocurrida en la campaña 2008/9 (en medio de lo que fue la discusión por

retenciones móviles) cuando el 53% de la cosecha estaba sin vender para esta altura del año. Las bajas externas paralizan al mercado, donde solo necesidades muy puntuales marcan operaciones. Durante julio, las liquidaciones llegaron a 3039,3 millones de dólares, lo que significó un aumento del 17,6% contra igual mes de 2013, equivalente a 454,6 millones. La liquidación de estas divisas está fundamentalmente relacionada con la compra de granos que luego serán exportados ya sea en su mismo estado o como productos procesados, luego de una transformación industrial.

A nivel local en algunas regiones productivas de la provincia de Buenos Aires, llovió casi 1000 milímetros en lo que va del año, y algunos campos llevan acumulados hasta 900 milímetros, lo que representa más del doble del promedio histórico.

La foto del primer semestre en lo relativo a comercio exterior es muy preocupante: Cayeron todas las exportaciones menos las del complejo soja. Se derrumbó la venta externa de cereales y cayeron fuertemente las manufacturas industriales en especial, las del sector automotriz. Con este cuadro de situación, la caída que registra el precio internacional de la soja es una alarma roja. El único complejo exportador que se salva de la retracción de este año probablemente acompañe la tendencia en 2015, año electoral, donde difícilmente encontremos un sector que compense las mermas de divisas mayor a 4.000 millones de dólares en el año y de recaudación por retenciones provenientes de la oleaginosa. Una combinación de exportaciones a la baja y déficit fiscal al alza en una economía ya en contracción y con alta inflación resultará complicada.

GÁFICO. EVOLUCION DE LA COTIZACION DE LA SOJA EN CHICAGO DÓLARES POR TONELADA.





Dr. Sebastián Auguste

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Es Director del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.

El verdadero - falso de nuestro nuevo round con la deuda externa

El conflicto que nos ha tenido en boga a todos los que nos gusta economía es el pago de la deuda argentina. Esto ha generado muchas dudas y preguntas, que a continuación trataré de plasmar y contestar.

¿Estamos en default? La pregunta tiene más de semántica que de pragmatismo. Lo cierto es que los tenedores de los bonos Discount con jurisdicción en EEUU no recibieron el pago correspondiente, y esto es un default, acá y en la China, nos guste mucho, poquito o nada. Los especialistas en el tema, por unanimidad lo han declarado así, por lo que a lo fines prácticos tiene poco sentido la discusión. Lo relevante para usted y para mí, que no somos semiólogos, es si esta situación nos afecta en algo.

Entonces ¿hay costo para la economía? Nuestra presidenta ha dicho que pasó el fin de julio y aquí estamos. Pero eso no responde la pregunta de si hay costos o no. Obvio, si alguno de ustedes tenía bonos, se perjudicó. Si alguno de ustedes tenía acciones, se perjudicó, si alguno de ustedes tenía activos argentinos en general, se perjudicó, porque perdieron valor. Puede que esta pérdida de valor sea coyuntural y que luego se recupere, pero eso dependerá en gran medida de si el gobierno arregla o no el tema default, lo que a las claras muestra que el default sí tiene costos.

Ahora bien, no es la primera vez que entramos en default, en 2004 estábamos sin pagar y crecíamos a una muy buena tasa. Además, tampoco es la primera vez que defaulteamos (¿notaron que en el país hemos creado un nuevo verbo?). El primer crédito externo se la debemos a Bernardino Rivadavia, cuando en 1824 la Argentina recibió 552 mil libras del millón que la casa inglesa Baring Brothers & Co le prestó (sí, se perdieron varias libras en el “viaje”). Fue justamente este crédito el primero que defaulteamos, ya que en 1828, sólo 4 años después de pedirlo prestado, no cubrimos el pago correspondiente y perdimos un par de fragatas que fueron incautadas (hay buitres desde que existe la deuda, van casi de la mano). Este primer empréstito se terminó de pagar, con varios sobresaltos, 80 años después.

El default del 2001 es el más reciente, cuando todo el Congreso aplaudió la cesación de pagos (el mismo que había autorizado el endeudamiento en años previos...)1. Vicisitudes argentinas. Hay

1- Recordemos que el Congreso es quién aprueba la Ley de Presupuesto General que formula el Ejecutivo, y a su vez las entidades de la Administración Nacional no pueden formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la Ley de Presupuesto General del año respectivo o en una ley específica (art. 60 de la Ley N° 24.156, de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional).

quienes dicen que Argentina siempre estuvo en default desde 2001, y las razones son dos: en primer lugar porque un porcentaje de la deuda no entró al canje (lo que abrió las puertas para que hoy los buitres nos reclamen), y en segundo lugar porque el gobierno altero las cifras de inflación para pagar menos intereses en los bonos que se ajustaban por CER (algo que llamativamente no ha generado mayores inconvenientes, tal vez porque la inflación, aún la reconocida oficialmente por el gobierno, terminó siendo mucho más alta que lo que estos tenedores anticipaban).

Pero toda esta discusión no nos lleva a nuestra mayor inquietud hoy, ¿cómo nos afecta este nuevo default? ¿Qué hay de distinto esta vez? Bueno, el sillón de Rivadavia sigue en su lugar, pero muchas cosas han cambiado. Si en 2004 creíamos en default, ¿por qué esta vez será diferente? Para crecer hay que invertir, o tener capacidad ociosa (esto segundo fue lo que pasó en 2004), y tiene que haber demanda. Hoy la economía Argentina no está pasando por un buen momento. Tiene un gran déficit de inversión en muchos sectores, y por otro lado la demanda se viene retrotrayendo por pérdida de poder adquisitivo de los salarios. El Estado está en déficit fiscal (en 2004 tenía un fuerte superávit), lo que implica que tampoco tiene muchos grados de libertad como para hacer políticas expansivas de la demanda (por ejemplo, bajando impuestos y/o subiendo los planes sociales). Esto no es nuevo, la Argentina está en esta senda desde hace un tiempo. Lo que era nuevo desde fines de 2013 era la dirección que había tomado el gobierno, la que el mercado había visto con muy buenos ojos (basta ver que varias acciones argentinas en dólares llegaron a ¡duplicarse en unos meses!). Estas medidas iban en la dirección correcta de atacar los problemas de la Argentina: alta inflación, elevado déficit fiscal, falta de inversión y falta de competitividad por un tipo de cambio desalineado. Las medidas no eran suficientes, a mi entender, pero estaban ayudando. La frutilla del postre era el endeudamiento público. La Argentina planeaba (por eso el arreglo con el Club de París, por eso el nuevo IPC para satisfacer al FMI) ajustar el déficit de gasto corriente por un lado (para parar la inflación) y empujar la economía con inversión, siendo YPF y Vaca Muerta el gran caballo de batalla. El clima de inversión había cambiado sustancialmente, por primera vez en varios años era más caro traer plata al país del exterior que sacarla. Los inversores se preparaban para invertir, lo que más acuciantemente necesitaba la Argentina. La situación no era buena pero las expectativas sí.

El default lo que hace es cambiar esto último. La Argentina, en default, no podrá tomar nuevos créditos. El país no se estaba endeudando, pero lo necesitaba si quería explotar oportunidades de inversión. El crédito per se no es malo, si se usa para inversiones de alto rendimiento, como Vaca Muerta. Por otro lado, también el crédito para el sector privado se encarecerá (tras que ya había muy poco) y el estado se verá en el dilema de rever su política de racionalización, porque si no tiene acceso al crédito, no podrá fomentar la inversión y el mismo tiempo ordenar las cuentas fiscales. El Estado se verá en la obligación de seguir financiando su déficit con emisión monetaria, generando más inflación (de hecho en el último mes el Banco Central aceleró en gran medida la emisión monetaria), lo que también arrastrará al tipo de cambio, y se le hará difícil encontrar los recursos para las inversiones productivas necesarias.

Corolario, no es que el default nos lleve a un lugar peor del que estábamos, sino que no nos va a dejar ir a un lugar mejor, como descontábamos. La clave para entender que pasará es cómo maneja la Argentina este conflicto. Cuanto antes pueda solucionarlo, traer tranquilidad a los mercados, mejor. Por ahora el camino elegido parece la batalla épica contra los molinos de viento, con argumentos poco convincentes (como llevar el caso a La Haya). No descarto sea una estrategia de negociación, endurecer la posición para luego

ceder. También es cierto que los Fondos Buitres luego de que cobren los seguros de default ya habrán embolsado algo y estarán más proclives a ceder. Este default no le conviene a nadie, excepto a los buitres. Podemos renegar contra ellos, pero si no dejamos carroña los buitres no vienen, y eso es algo que tenemos que entender para el futuro. Hoy estamos pagando los costos de errores del pasado, y esperemos no generemos costos a futuro. Las condiciones externas para Argentina siguen siendo buenas, no excepcionales, pero lejos están de ser tremendamente adversas como en el 2001. Las oportunidades internas abundan. Esperemos que pase rápido el temblor y tengamos un 2015 hacia arriba.

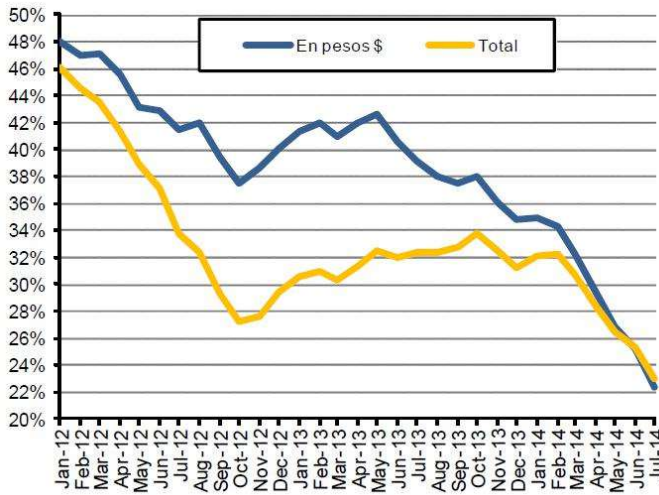
La coyuntura

STOCK Y SERVICIOS DE LA DEUDA PÚBLICA NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA - EN MILLONES DE DÓLARES

	Stock		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Refinanciables	63.356	43,0%	3.752	2.729	11.791	1.998	1.879	1.577	7.986
Multilaterales	18.772	12,7%	2.421	2.346	2.261	1.998	1.879	1.577	1.417
Letra Intransferible - BCRA	42.907	29,1%	0	0	9.530	0	0	0	6.569
Letras del Tesoro	1.676	1,1%	1.330	383	0	0	0	0	0
En situación regular previa	53.327	36,2%	3.465	9.291	3.079	10.077	5.816	3.146	2.214
Bonos del Canje	35.202	23,9%	1.949	1.949	1.949	2.872	1.864	1.955	2.046
Legislación Nueva York	11.868	8,1%	675	675	675	1.599	591	625	658
Legislación Argentina	6.539	4,4%	466	466	466	466	466	474	482
Legislación Londres y Tokio	16.795	11,4%	807	807	807	807	807	856	905
Bonar	10.733	7,3%	838	838	838	7.012	3.765	1.004	0
Boden	5.818	3,9%	407	6.225	0	0	0	0	0
Resto	1.574	1,1%	271	279	293	193	188	186	168
Resto de la deuda	30.717	20,8%	1.333	1.552	1.599	3.402	2.884	2.884	414
Acuerdo Club de Paris y Repsol	15.717	10,7%	1.333	1.552	1.599	3.402	2.884	2.884	414
Holdouts (sin acuerdo aún)	15.000	10,2%							
Deuda en Moneda Extranjera	147.400	100,0%	8.550	13.571	16.469	15.477	10.579	7.607	10.614

En base a datos oficiales al 30/09/13. No se incluye estimación por cupón PIB

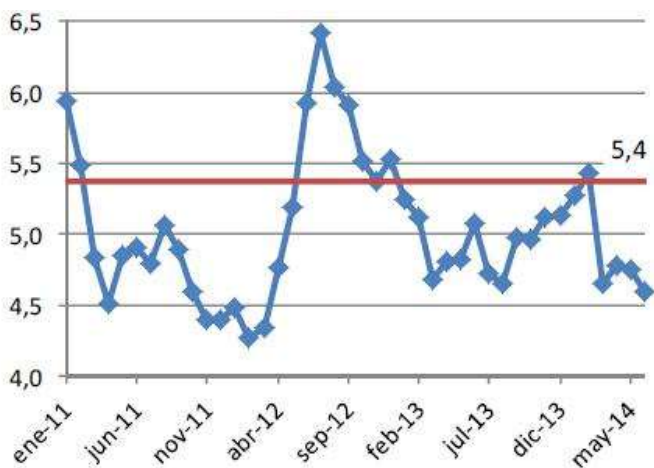
PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR PRIVADO - VARIACIÓN INTERANUAL (%)



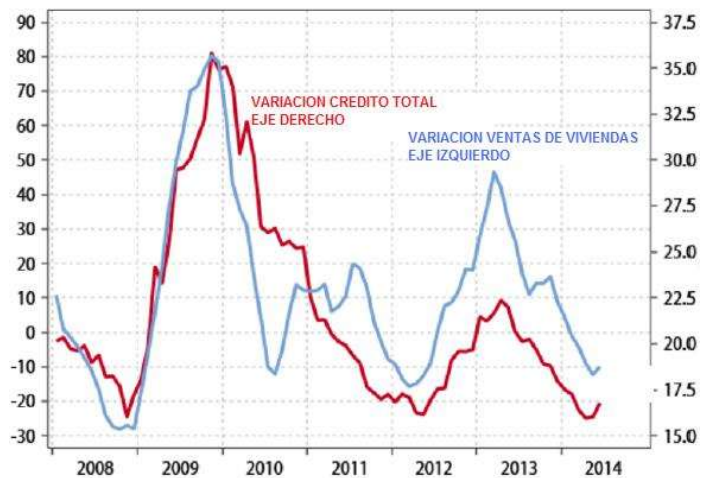
COMERCIO MUNDIAL: ECONOMÍAS EMERGENTES - (PROMEDIO MÓVIL 3 MESES DE VARIACIÓN INTERANUAL)



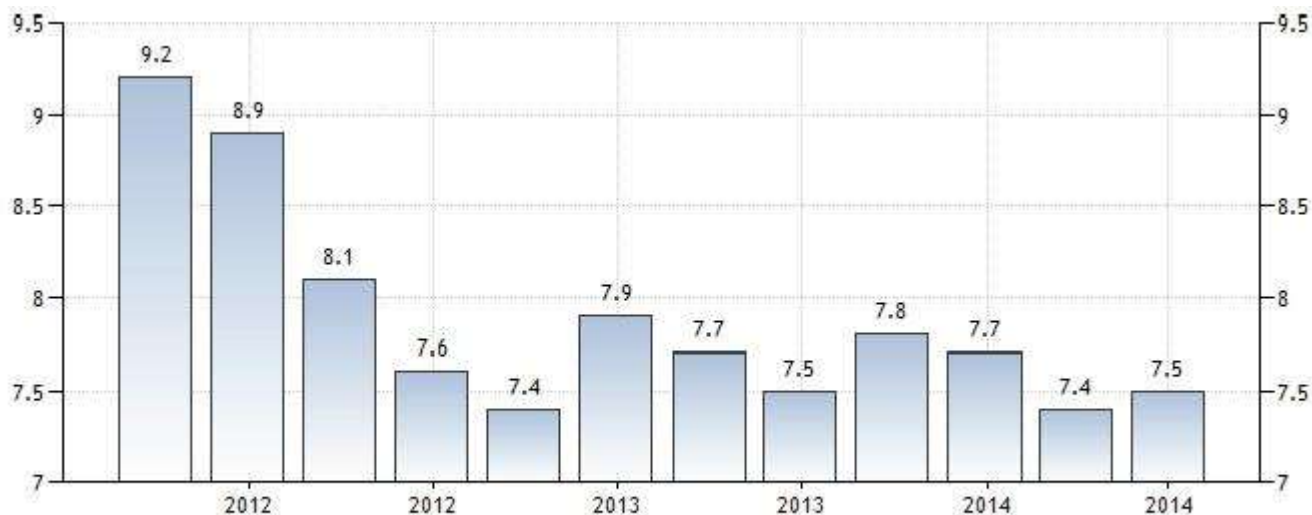
RATIO DE PRECIOS: POROTOS DE SOJA/PETRÓLEO CRUDO BRENT



CHINA: MERCADO INMOBILIARIO Y CREDITICIO



CHINA: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PBI ANUAL



NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA

CUADRO DE VARIABLES FINANCIERASL

VALORES AL 31 DE JULIO DE 2014

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2014
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	8.23	26.13%
DÓLAR INFORMAL - VENTA	12.7	27.00%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2.264	-4.17%
RIESGO PAÍS - EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	649	-19.68%
MERVAL (ARGENTINA)	8187.99	51.88%
DOW JONES (USA)	16563.3	-0.08%
BOVESPA (BRASIL)	55829.41	8.39%
SOJA. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	449.94	-6.70%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	140.55	-15.40%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	194.84	-12.39%
PETROLEO WTI - USD POR BARRIL	98.17	-0.25%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	21.38%	-1.16%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	20.52%	15.59%