

LA SEMANA EN POCAS PALABRAS

Descartado un acuerdo con los "holdouts", el gobierno decidió esta semana avanzar en una modificación del lugar de pago de los títulos restructurados en los canjes de los años 2005 y 2010, junto con la apertura de la opción de un cambio en la legislación y jurisdicción de esos bonos para los tenedores que así lo quisieran.

La opción del cambio en el lugar de pago y/o jurisdicción de los títulos era uno de los caminos que se le abrían al gobierno después que quedara firme la sentencia de la Justicia norteamericana en favor de los "holdouts" y, si bien las autoridades argentinas ya habían mencionado esta posibilidad anteriormente, se estimaba que por las complejidades y potenciales costos que traía aparejadas esta operación, las probabilidades de que se terminara optando por esta línea de acción no eran originalmente elevadas.

El proyecto de ley presentado por el gobierno apunta a permitir a los tenedores de los títulos restructurados en 2005-2010 a optar por mecanismos alternativos de cobro, incluyendo la acreditación de los fondos en Buenos Aires, a través de Nación Fideicomisos. Ahora bien, dados los problemas operativos de esta medida, la baja probabilidad de eludir las trabas impuestas por la Justicia norteamericana para girar los fondos al exterior y las restricciones con las que cuentan muchos inversores institucionales para contar con títulos de deuda que tengan otra legislación que no sea la americana o la inglesa, el grado de adhesión que tendría esta propuesta sería reducido, por lo que la incertidumbre aparejada a esta nueva jugada oficial ya ha comenzado a repercutir en los mercados y no tardará en hacerse sentir sobre el resto de la economía.

A corto plazo, el desobedecer lo dispuesto por la Justicia norteamericana tiende a aislar financieramente al país y, con el acceso al financiamiento externo virtualmente vedado, las perspectivas de una creciente escasez de divisas no tardó en disparar las expectativas de devaluación, en una economía a la que le sobran pesos y le faltan dólares. El dólar "blue" trepó a los \$14, llevando la brecha con el tipo de cambio oficial a casi el 70%, mientras que el dólar "contado con liquidación" se acercó a los \$13, reflejo de una creciente fuga de capitales. En línea con el salto que experimentaron las cotizaciones alternativas del dólar, el gobierno también se vio obligado a imprimir una mayor velocidad al deslizamiento del tipo de cambio oficial, llevándolo a \$8,4, mostrando la tasa de depreciación más acelerada desde el salto cambiario de enero, en una plaza donde escaseó la oferta y aumentó la demanda de divisas.

Claramente, estas son malas noticias para una economía que ya venía de por sí debilitada por las propias inconsistencias de la política macroeconómica. Previo a estos movimientos, los datos de la economía real habían mostrado un nuevo deterioro de la actividad agregada al inicio del segundo semestre, con una caída del 2,3% interanual en julio, según las mediciones del IGA de Ferreres. Paralelamente, en el mercado de trabajo, según las estimaciones del propio INDEC, se habrían perdido unos 117 mil puestos de trabajo en los centros urbanos cubiertos por la EPH en la primera mitad del año, lo que equivale a una destrucción de cerca de 300 mil empleos a nivel país. Como resultado de lo anterior, la tasa de empleo cayó al 41,4%, su nivel más bajo de los últimos ocho años, mostrando su cuarta caída interanual consecutiva. Obviamente, con el conflicto por la deuda escalando, las perspectivas para el segundo semestre no apuntan en otra dirección más que en una profundización de esta tendencia.

Pero así como las últimas medidas oficiales tendrían costos palpables a corto plazo, las consecuencias a mediano plazo no son para nada despreciables. La posibilidad de que los tenedores de títulos reestructurados soliciten una aceleración de los pagos podría poner en jaque a los canjes de los años 2005 y 2010. En otras palabras, por no poder llegar a un acuerdo con los fondos litigantes (con una tenencia original de menos del 1% de la deuda defaultada en el 2001, cuya situación se podría extender, de máxima, al 7% de los "holdouts"), se pondría en riesgo la situación del 93% de los tenedores de títulos que sí ingresaron a los canjes, lo cual podría desembocar en una nueva reestructuración de la deuda soberana, la tercera en menos de tres décadas, dejando otra pesada herencia para la administración que asuma el poder a fines de 2015.

CONTENIDOS

Deuda: profundizando problemas, agitando mercados - Pág.2

Actividad: comenzando el segundo semestre con el pie izquierdo - Pág.6

Creciente deterioro de las variables laborales - Pág.8

La Marcha de los mercados - Pág.10

Estadístico - Pág.12

INFORME ECONÓMICO SEMANAL

Nº 298 – 22 de agosto de 2014

Estudios Económicos
estudioseconomicos@bancociudad.com.ar

Prensa
prensa@bancociudad.com.ar

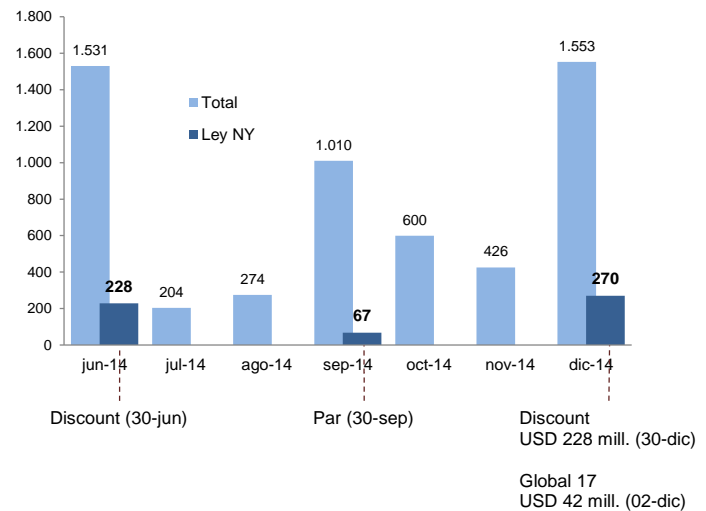
Banco Ciudad de Buenos Aires
www.bancociudad.com.ar

DEUDA: PROFUNDIZANDO PROBLEMAS, AGITANDO MERCADOS

Descartado un acuerdo con los fondos litigantes, el gobierno decidió esta semana avanzar en la dirección de un cambio en el lugar de pago de los títulos reestructurados, que eventualmente podría ser acompañado también por un cambio en la legislación y jurisdicción aplicables a estos títulos. Con esto, el gobierno busca eludir las disposiciones de la justicia norteamericana que han trabado los pagos ligados a los títulos de la deuda reestructurada si simultáneamente no se paga a los fondos litigantes el total de sus acreencias, intereses y punitivos, en función de su interpretación de la cláusula “pari-passu”. Hasta el momento, los que se han visto impedidos de cobrar son los tenedores de los títulos Discount, pero pronto se les sumarán aquellos con títulos Par (30 de septiembre) y Global 2017 (2 de diciembre). La opción del cambio en el lugar de pago y/o legislación de los títulos era uno de los caminos que se le abrían al gobierno después que quedara en firme la sentencia de la Justicia norteamericana a favor de los “holdouts”, y si bien el gobierno ya había mencionado esta posibilidad anteriormente, se estimaba que, por las muchas complejidades y costos que traía aparejadas, el gobierno no optaría finalmente por llevar a cabo esta iniciativa. Ahora, sin embargo, las autoridades argentinas han manifestado no querer avanzar en ningún tipo de acuerdo con los fondos litigantes, más allá de la reapertura del canje 2005/2010, comenzando a transitar un camino expuesto a numerosos riesgos, para una economía que ya venía de por sí debilitada por las propias inconsistencias de la política macroeconómica interna.

El proyecto de ley presentado por el gobierno apunta a permitir a los tenedores de los títulos reestructurados optar por mecanismos alternativos de cobro, aunque en la práctica difícilmente se logren eludir las trabas impuestas por la Justicia norteamericana. A estos fines, se propone remover primero al Bank of New York Mellon (BoNY) como agente fiduciario, designándose en su remplazo a Nación Fideicomisos, habida cuenta que el BoNY, ateniéndose a lo dispuesto por la Justicia de su país, no puede canalizar los pagos de la deuda argentina reestructurada. El proyecto de ley ingresado al Senado también dispone la creación de una cuenta a nombre de Nación Fideicomisos en el Banco Central, donde se depositarían los fondos destinados al pago de los servicios de la deuda reestructurada, habilitándose, a su vez, al Ministerio de Economía y/o a los tenedores de los títulos a designar a las entidades encargadas de distribuir los fondos acreditados en dicha cuenta. En qué medida este mecanismo alternativo de pago pueda ser instrumentado dependerá de si otras jurisdicciones habilitan mecanismos de cobro desatendiendo lo

Títulos Públicos - Vencimientos de Capital e Intereses
En USD millones



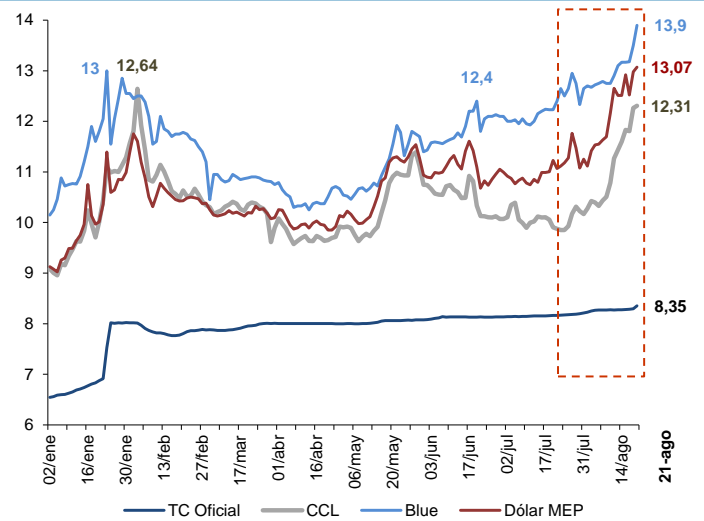
Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

dispuesto por la Justicia de EE.UU. y, también, si eventualmente la propia Justicia norteamericana relaja en alguna medida las restricciones impuestas por el juez de primera instancia (la Corte de Apelaciones de Nueva York fijo audiencia para el 18 de septiembre en una apelación presentada por el Citibank buscando que se lo habilite a canalizar los pagos correspondientes a los títulos bajo legislación argentina cuyos tenedores se encuentran fuera del país), aunque la belicosidad de las autoridades argentinas hacia esas instituciones claramente no ayuda en este sentido. Finalmente, el proyecto de ley autoriza al Ministerio de Economía a instrumentar un canje por nuevos títulos públicos regidos por legislación local en caso que los tenedores de los títulos lo soliciten. Esta última medida apunta también a ofrecer flexibilidad a los tenedores de los títulos reestructurados para eludir lo dispuesto por la Justicia de EE.UU., aunque los incentivos a cambiar los instrumentos de deuda son realmente reducidos.

En este sentido, los interrogantes que se presentan en relación con la alternativa elegida por el gobierno son numerosos, siendo quizás el más relevante el grado de adhesión que pueda tener la propuesta por parte de los tenedores de los títulos reestructurados.

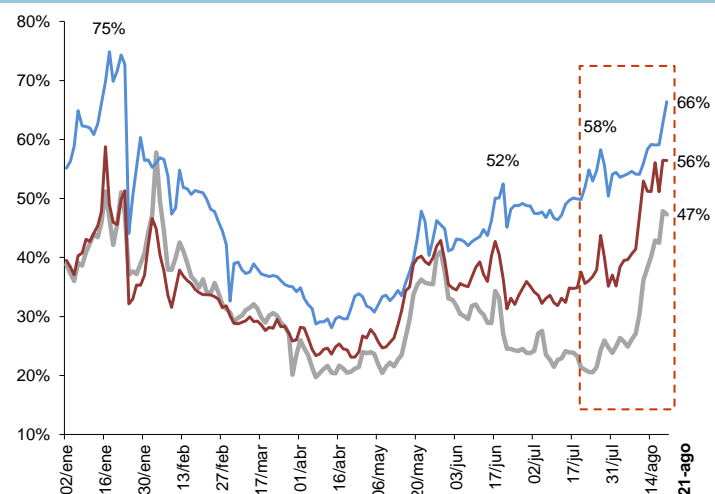
Las opciones que se les presentan a estos últimos serían básicamente las siguientes: 1) adherir a la propuesta de la Argentina, 2) no adherir y buscar una aceleración de los títulos surgidos de los canjes de 2005 y 2010; o 3) no adherir y vender sus bonos de la deuda. El atractivo de la primera opción dependerá de la variedad de mecanismos alternativos de pago que se puedan realmente instrumentar en la práctica (esto, como se mencionó, en función de lo que dispongan otras jurisdicciones respecto a lo resuelto por la justicia norteamericana y también de si esta decide relajar sus restricciones en alguna medida, excluyendo por ejemplo títulos regidos por otra legislación que no sea la americana). El atractivo de la segunda opción, no adherir y buscar la aceleración, será mayor o menor en función de las expectativas de lograr bajo un futuro gobierno en 2016 un canje en condiciones más atractivas de las que presentan los títulos que surgieron de los canjes 2005 y 2010. Aquí, entre otras cosas, probablemente influya el grado de apoyo que el gobierno obtenga de la oposición para aprobar su iniciativa. Por último, el atractivo de la tercera opción dependerá de los precios que se puedan obtener por los títulos reestructurados, que a su vez dependería de la demanda derivada de aquellos que quieran optar por alguna de las dos opciones anteriores. Con todo, una porción no menor de los tenedores de la deuda reestructurada corresponde a fondos institucionales norteamericanos que se encuentran impedidos, por cuestiones regulatorias o de sus propios estatutos, a optar por títulos regidos por legislaciones que no sean la norteamericana o inglesa, de manera que se verán forzados a vender sus títulos o bien a optar por buscar una aceleración de los pagos y una eventual

Tipo de cambio oficial, CCL, MEP y blue
En \$/USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Reuters.

Brecha con TC Oficial
En %



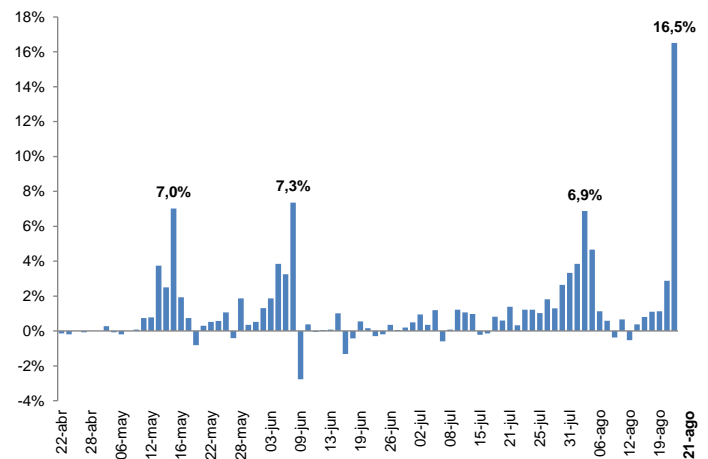
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Reuters.

renegociación a futuro, reduciendo las chances de éxito de la iniciativa oficial en curso.

Ante el bajo atractivo de la propuesta del gobierno de modificar el lugar de pago, la incertidumbre que trae aparejada esta nueva iniciativa oficial ya ha comenzado a repercutir en los mercados y no tardará en hacerse sentir sobre el resto de la economía. De prosperar la propuesta oficial, el acceso al financiamiento externo se vería virtualmente vedado hasta entrado el año 2016, lo que alimentó en la última semana las perspectivas de que se acentúe la escasez de divisas, impulsando las expectativas de devaluación y con estas las cotizaciones alternativas del dólar y las brechas con el tipo de cambio oficial. Todo esto, a su vez, contribuye a reforzar un círculo vicioso que no hace más que agudizar las tensiones en el mercado de cambios. Típicamente, los exportadores retrasan la liquidación de exportaciones, esperando obtener un tipo de cambio más favorable, reforzando así la falta de dólares a corto plazo. La liquidación de divisas del sector agroexportador será así uno de los termómetros a seguir para evaluar que tan complejo puede tornarse el escenario en las próximas semanas, aunque los últimos datos disponibles son más que elocuentes: la semana pasada, incluso previo al último anuncio oficial, las liquidaciones de los agroexportadores habían caído por debajo de los USD 400 millones, resultando un 25% inferiores a las de la misma semana de 2013 y casi la mitad del pico alcanzando un mes y medio atrás, cuando las expectativas de devaluación se encontraban bajo control y alineadas con las tasas de interés domésticas. En este marco, se acrecientan las probabilidades de reeditarse los eventos del segundo semestre de 2013 que desembocaron en la devaluación y suba de tasas de comienzos de 2014.

Las tensiones en los mercados se sintieron con mayor intensidad en las cotizaciones alternativas del dólar, que reflejaron el apuro por posicionarse en la moneda norteamericana como resultado de expectativas de devaluación crecientes. El dólar "blue", que incluso previo al anuncio ya venía empujando su cotización ante la falta de novedades en la dirección de un acuerdo en el conflicto con los "holdouts", pasó de \$13,18 a ubicarse en \$13,90 dos días después del envío del proyecto de ley al Congreso para cambiar el lugar de pago de la deuda, llevando la brecha con el dólar oficial de 59% a 66%, nivel que no se alcanzaba desde enero de este año, previo al salto devaluatorio que llevó el dólar oficial a \$8. El dólar "contado con liquidación", que también venía acelerando su escalada antes del anuncio, pegó en los dos días posteriores un salto de 50 ctvos (+4,2%), pasando a ubicarse en \$12,31, lo que llevó su brecha con el dólar oficial de 43% a casi el 50%, cuando dos semanas atrás la misma se encontraba en el 25%, reflejo de una creciente fuga de capitales. En línea con el salto que experimentaron las cotizaciones alternativas del dólar, el gobierno también se vio obligado a imprimir una mayor

Tipo de cambio oficial
Variación diaria mensualizada (en %)



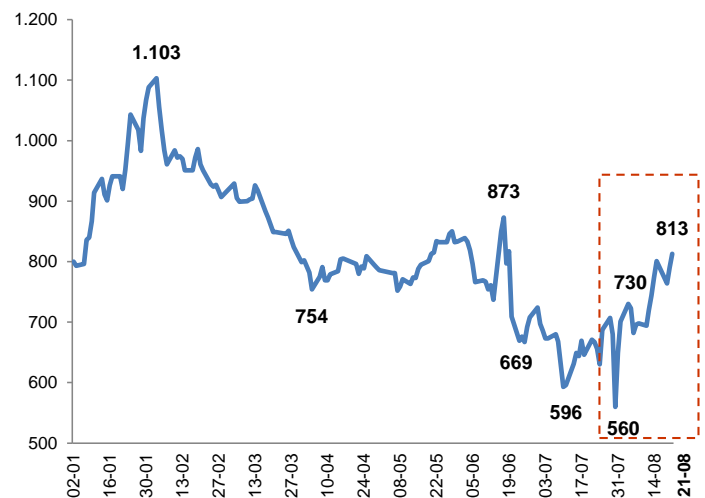
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

velocidad al deslizamiento del tipo de cambio oficial, llevándolo en dos días de \$8,28 a \$8,35, lo cual equivale a una depreciación mensual del 9,5%, la más alta desde el salto cambiario de enero.

Los precios de los títulos públicos también sintieron el impacto del anuncio, aunque la reacción resultó más moderada que la registrada en el mercado de cambios. El riesgo país, medido por el índice EMBI+ experimentó un incremento de 50 puntos básicos (p.b.), pasando de 764 p.b. previo al anuncio a superar los 800 p.b. sobre el final de la semana. Al igual que en el mercado de cambios, las correcciones habrían sido más profundas de no mediar una intervención oficial vía venta de títulos en cartera de la Anses o, en el caso cambiario, restricciones al acceso de dólares para importadores o agresivas ventas en los mercados de futuros.

Todo esto se da en un contexto de aceleración del gasto público e incremento cada vez mayor del déficit fiscal que obliga, a su vez, a recurrir en dosis crecientes al financiamiento del BCRA en pesos. Con el gasto primario creciendo en junio un 56,5% y los ingresos genuinos (excluyendo ingresos extraordinarios provistos por el BCRA y el FGS de ANSES) haciéndolo a un ritmo de 36%, el déficit primario ajustado experimentó un fuerte deterioro, pasando de \$8.000 millones en junio de 2013 a \$24.000 millones en junio de 2014, es decir, multiplicándose por 3. Con un comportamiento similar, el déficit financiero pasó de \$13.000 millones a \$40.000 millones. Todo esto no hace más que acentuar la dependencia de los recursos provistos por el Banco Central, forzándolo a acentuar la emisión de pesos y luego a redoblar sus esfuerzos de esterilización (máxime luego del recorte en las tasas de referencia impulsado hace una semana). En otras palabras, el escenario actual en el que sobran pesos y se agudiza la falta de dólares, no hace más que aumentar las expectativas de devaluación e inflación, con impactos negativos en los salarios reales e incrementos de la incertidumbre, golpeando de lleno al consumo, la inversión, el nivel de actividad y el empleo, los cuales ya venían operando en baja previo a estas complicaciones vinculadas al conflicto por la deuda.

Riesgo país En puntos básicos



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

ACTIVIDAD: COMENZANDO EL SEGUNDO SEMESTRE CON EL PIE IZQUIERDO

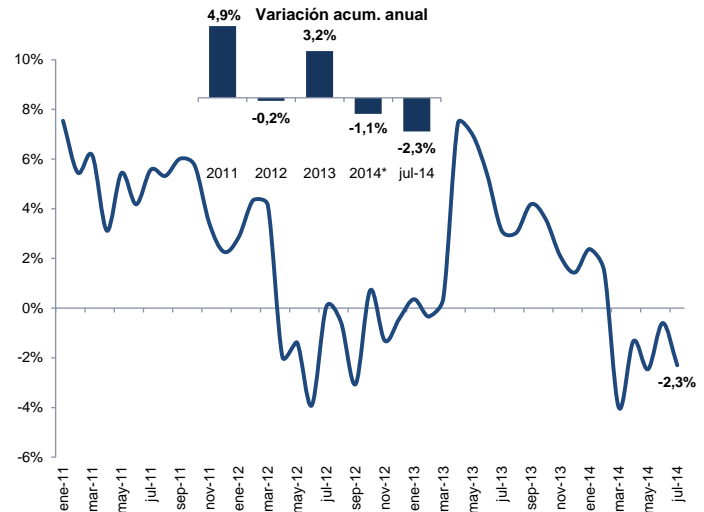
Las cifras oficiales del nivel de actividad se mantienen estancadas. El Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC (EMAE-INDEC) presentó en junio una variación nula en su comparación interanual (i.a), tanto para el último mes como para lo acumulado en el primer semestre, aunque sin llegar a presentar hasta ahora un escenario recesivo, como lo hacen los indicadores privados. Entre los meses de marzo y mayo, el EMAE-INDEC había registrado caídas, coincidentes con la evolución negativa de otros indicadores de la economía real, pero en junio se mantuvo constante en relación a un año atrás, creciendo un leve 0,3% mensual en su medición sin estacionalidad (s.e.).

Para las mediciones privadas, el primer semestre cerró en baja y los datos preliminares del mes de julio adelantan una profundización del cuadro recesivo en el segundo semestre. Los datos del Índice General de Actividad de O. J. Ferreres (IGA-OJF) del mes de junio marcaron una caída acumulada en los seis primeros meses de 2014 de 0,9%. Según estas estimaciones, la economía ya había entrado en "recesión técnica" entre el tercer trimestre de 2013 y el primero de 2014, logrando estabilizarse en el segundo, en gran parte gracias a la cosecha gruesa de soja. En el mes de julio, sin embargo, el IGA-OJF experimentó una nueva caída de 2,3% interanual, acumulando una baja en el año de aproximadamente 1,1%. En la comparación con un año atrás, la industria, el comercio y la construcción son los sectores que explican la contracción por el lado de la oferta, mientras que la caída del consumo y la inversión determinan la retracción por el lado de la demanda.

Mientras tanto, la industria continúa en caída libre. El índice de producción industrial de O. J. Ferreres (IPI-OJF) experimentó una baja de 3,1% interanual en julio, en lo que fue su quinta caída consecutiva. Según Ferreres, la industria acumula una contracción de 3,2% en los primeros 7 meses del año. Para la medición de FIEL (IPI-FIEL), la producción manufacturera ya habría alcanzado una baja de 4,1% anual en el primer semestre. Ambas mediciones ubican a la industria bien por debajo de sus picos recientes (5,5% para Ferreres, respecto a principios de 2013, y 7,7% para FIEL, con relación a su máximo de fines de 2011), capturando una pronunciada fase recesiva para la industria.

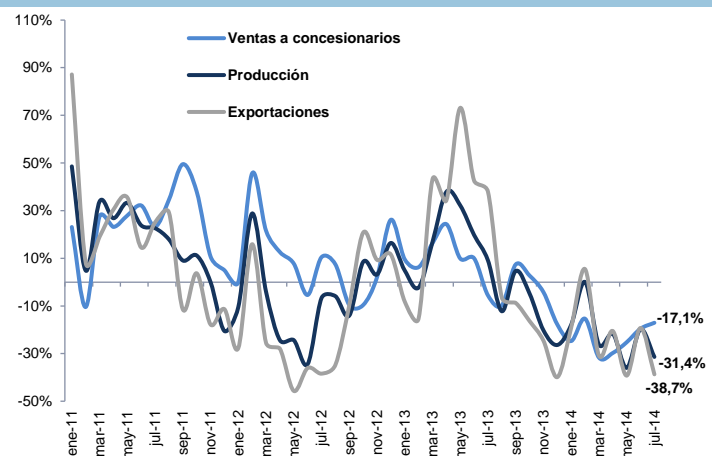
El derrumbe del bloque automotriz es el principal responsable de la retracción de los índices de producción industrial. Según ADEFA, la producción de vehículos cayó un 31,4% interanual en julio, sin bien la

Actividad Económica Variación anual en %



(* Variación acumulada en los primeros 7 meses de 2014.
Fuente: Elaboración propia en base a OJF.

Industria Automotriz Variación anual en %



Fuente: Elaboración propia en base a ADEFA.

base de comparación fue el mes record en la historia del sector (en julio de 2013 la producción alcanzó un pico de 71.895 unidades mensuales). Las exportaciones continúan derrumbándose (caen 38,7% i.a.), fundamentalmente por la caída de la demanda brasileña, principal mercado de exportación de la industria automotriz argentina. Las ventas al mercado interno también cayeron en julio (17,1% i.a.), pero a un menor ritmo que en los demás meses de 2014. Julio fue el primer mes completo de vigencia del plan PRO.CRE.AUTO, evidenciando una leve mejora en las ventas en el margen, que permitió amortiguar las caídas que se venían observando desde comienzos de año. El patentamiento de vehículos 0Km durante julio continuó cayendo respecto a un año atrás (-30,3% i.a.), pero se recompuso en un 18,9% respecto a junio de 2014. Sin embargo, el efecto de este nuevo plan para impulsar la adquisición de automotores sería limitado, ya que la caída en la demanda de bienes durables, incluidos los autos, responde principalmente al deterioro del poder adquisitivo de las familias, el cual podría volver a verse afectado de repetirse unas tensiones cambiarias (e inflacionarias) como las vislumbradas en enero.

Con todo, el año 2014 finalizaría con una fuerte contracción del nivel de actividad. Tomando como base las estimaciones del IGA de Ferreres hasta el primer semestre y estimando una caída trimestral en la segunda mitad del año a un ritmo del 1,5% trimestral (similar a la vislumbrada en promedio durante la crisis del año 2009), la actividad agregada podría llegar a finalizar el 2014 con una contracción promedio cercana al 2%, cerrando el cuarto trimestre con una disminución superior al 3% interanual. Claramente, de darse este escenario, se profundizaría el deterioro ya observado en los indicadores del mercado laboral y el arrastre estadístico para 2015 sería cercano a -1,8%, comprometiendo seriamente las cifras de crecimiento del próximo año.

Actividad Económica Estimaciones 2014

Trimestre	Var. t/t	Var. a/a	Var. Acum.
I-14	-0,6%	-0,2%	-0,2%
II-14	0,3%	-1,5%	-0,9%
III-14*	-1,5%	-1,9%	-1,2%
IV-14*	-1,5%	-3,3%	-1,7%

Fuente: Elaboración propia en base a OJF.

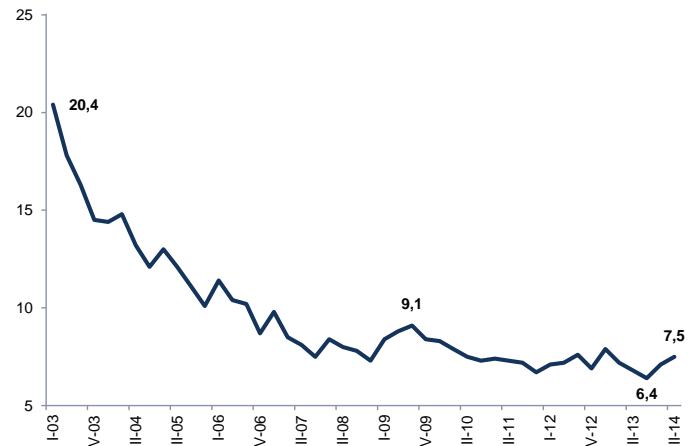
CRECIENTE DETERIORO DE LAS VARIABLES LABORALES

La tasa de desempleo volvió a aumentar durante el segundo trimestre del año. Esta semana, según dio a conocer el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), la tasa de desempleo del segundo trimestre del año alcanzó al 7,5% de la población económicamente activa (PEA). Este registro representa un aumento de 0,4 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al primer trimestre de este año y de 0,2 p.p. con relación a un año atrás (7,2%). De esta manera, en las zonas urbanas relevadas por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), la cantidad de personas que buscan empleo activamente y no logran insertarse en el mercado laboral ascendió a 890 mil, registrando un aumento de 47 mil en la comparación trimestral, guarismo que, extrapolado a todo el país, equivale a un incremento de 109 mil desempleados, sumando un total de cerca de 1,4 millones de desocupados en todo el territorio argentino.

El dato de desempleo señala el impacto de la caída del nivel de actividad en materia de pérdida de puestos de trabajo. En lo que va de 2014, se habrían perdido unos 117 mil puestos de trabajo si se compara con el último trimestre de 2013 en los centros urbanos cubiertos por la EPH, lo que equivale a una destrucción de cerca de 300 mil empleos a nivel país. Como resultado de lo anterior, la tasa de empleo (u ocupación) cayó al 41,4%, su nivel más bajo de los últimos ocho años (primer trimestre de 2006), situándose 0,4 puntos por debajo del trimestre previo, con una merma de 1,7 puntos respecto de un año atrás, en lo que fue su cuarta baja interanual consecutiva.

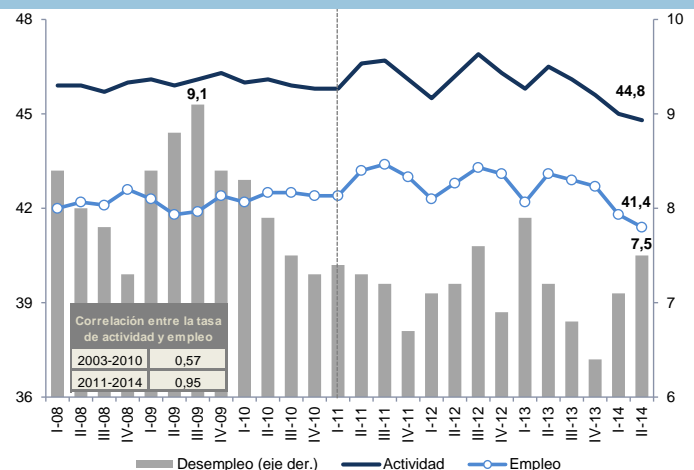
El incremento en la tasa de desempleo hubiera sido mayor de no mediar una caída de la tasa de actividad (población económicamente activa). Durante el segundo trimestre de 2014, la tasa de actividad (es decir, el porcentaje de población que trabaja o busca activamente un empleo) fue la menor de la última década, representando al 44,8% de la población total relevada por la EPH. Así, de acuerdo a las estadísticas oficiales, el impacto de la caída de la tasa de ocupación sobre el desempleo fue amortiguado por la gente que se retiró del mercado de trabajo, dejando de buscar activamente un empleo. Se verifica, adicionalmente, una altísima correlación entre las tasas de actividad y empleo, que despierta dudas entre los analistas respecto de la precisión de las cifras oficiales de desempleo, habida cuenta que desde que la economía ingreso en una fase de estancamiento y posterior caída, con previsible impactos sobre la tasa de empleo, la tasa de actividad tendió a compensar estos movimientos, llevando la correlación entre ambas variables a niveles muy superiores a su media histórica. Más concretamente, la correlación entre las tasas de actividad y empleo del mercado de trabajo divulgadas

Tasa de Desempleo
En % de la Población Económicamente Activa (PEA)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Mercado laboral
Tasas en puntos porcentuales



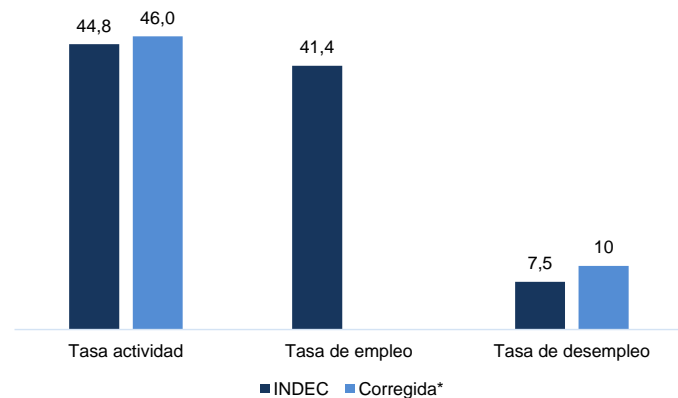
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

por el INDEC, pasó de cerca de 60% entre los años 2003 y 2010, a un 95% desde 2011 en adelante. En este marco, suponiendo que la tasa de actividad se mantuviera hoy en torno a su promedio 2003-10 (46%), la contracción reciente del empleo hubiera dado lugar a un incremento de la tasa de desempleo hasta niveles del 10%, superiores a los vigentes durante la crisis global de 2008-09.

De todas maneras, aún con dudas respecto de la exactitud de las cifras oficiales, desde el propio gobierno se reconoce una creciente caída en los niveles de empleo, en un contexto de suspensiones y despidos en diversos sectores industriales, que anticipan una profundización del deterioro de los indicadores laborales. Lo complejo del actual contexto viene dado por el desgaste de las cuentas públicas. A pesar del relanzamiento de subsidios a empresas en problemas, la probabilidad de que la ayuda oficial tenga un rol de relevancia como en la crisis global de 2009 es reducida, habida cuenta de la menor potencia de estas herramientas, tanto en términos reales (ajustadas por inflación), como en relación a los actuales niveles salariales. Frente la presente crisis doméstica, el gobierno reflató el Programa de recuperación Productiva (RePro), que durante la crisis global de 2009 llegó a contar con 150.000 beneficiarios, ampliando su duración de 6 a 12 meses y su monto de \$1.500 a \$2.000 mensuales. Ahora bien, el mencionado aumento del 33,3% en el valor del subsidio no logra compensar el incremento de precios de los últimos 5 años, de manera que el monto pagado representaría actualmente una tercera parte en términos reales (alrededor de \$610 a precios del año 2009). Asimismo, si se lo compara con el salario mínimo, durante la crisis internacional la cifra pagada por el RePro representaba algo más de un salario mínimo, mientras que hoy dicha proporción alcanza solamente al 56%. Por otro lado, así como la ayuda cubría 1/3 del salario industrial promedio en 2009, en el corriente año no llega al 15% (para más detalles ver Informe Semanal n° 297).

Otro indicador que muestra una desmejora de las variables laborales es la tasa de subocupación. En este sentido, durante el segundo trimestre del año se registró un aumento de 1,9 p.p. con respecto al primer trimestre. Por otro lado, si bien la tasa agregada se ubica aún por debajo de un año atrás (-0,3 p.p.), la tasa de subocupación demandante (que son aquellas personas que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias, están dispuestos a trabajar más horas y buscan activamente otra ocupación) creció de un 5,5 durante el primer trimestre a 6,8 durante el segundo trimestre del año.

Estimación alternativa de desempleo En %

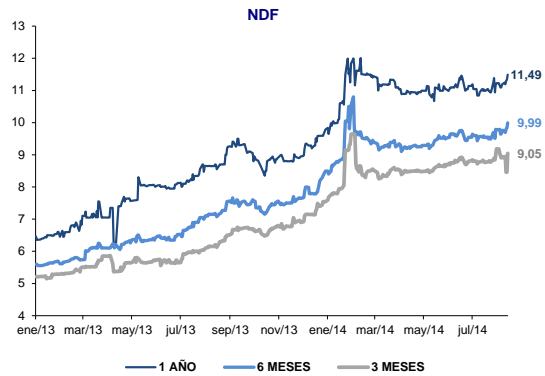
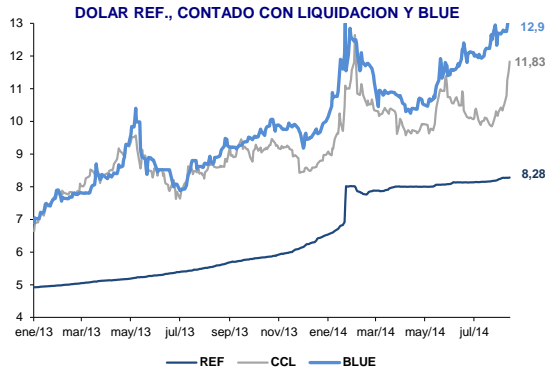


(*) Calculada utilizando la tasa de actividad promedio del período 2003-2011.

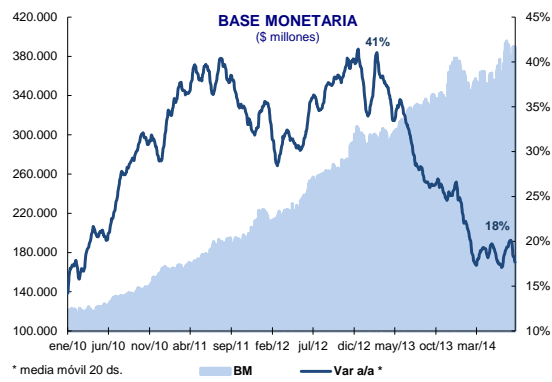
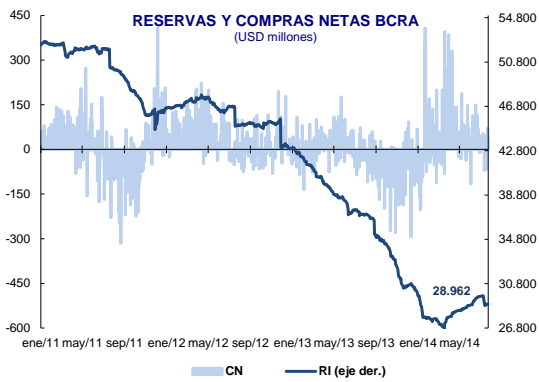
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

LA MARCHA DE LOS MERCADOS

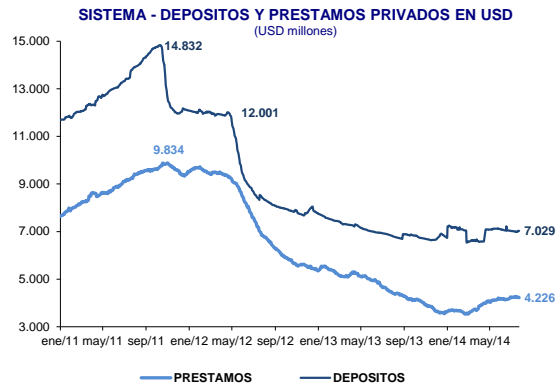
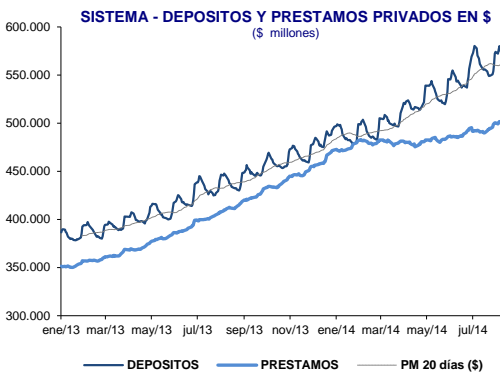
Mercado Cambiario



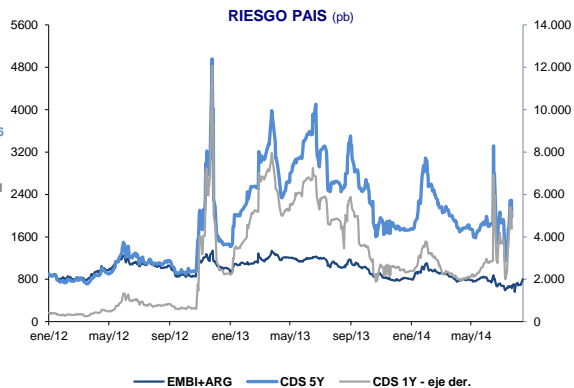
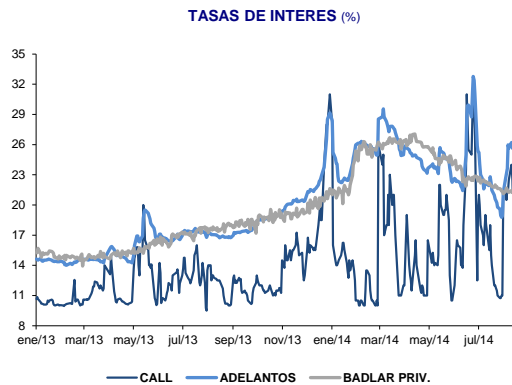
BCRA



Préstamos y Depósitos

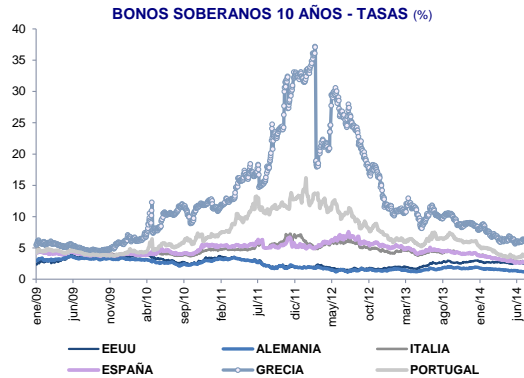
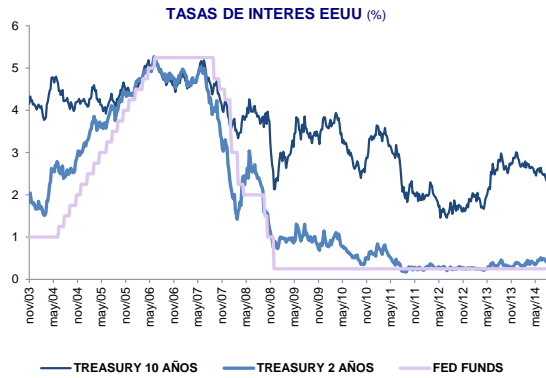


Tasa de Interés y Riesgo País

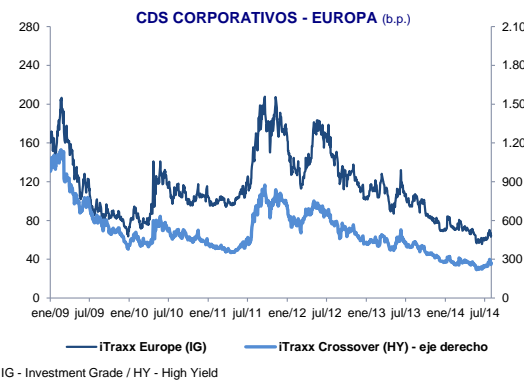
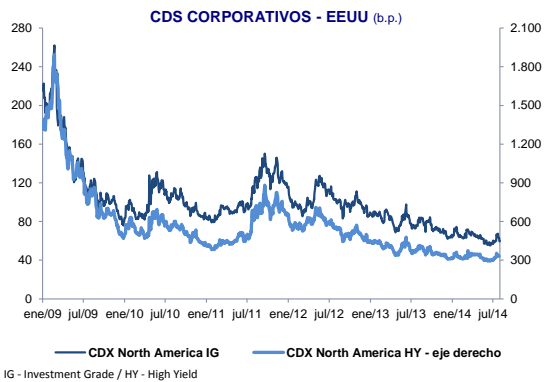


LA MARCHA DE LOS MERCADOS (CONTINUACIÓN)

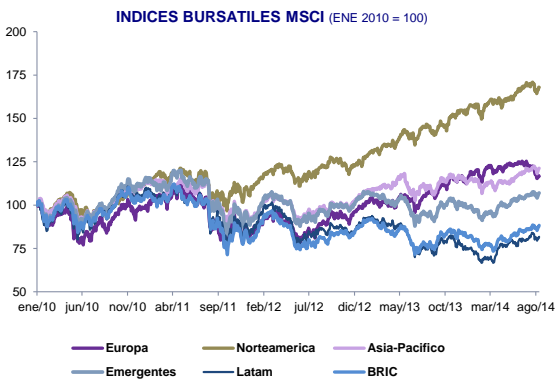
Política Monetaria EEUU y Rendimiento Bonos de Países Desarrollados



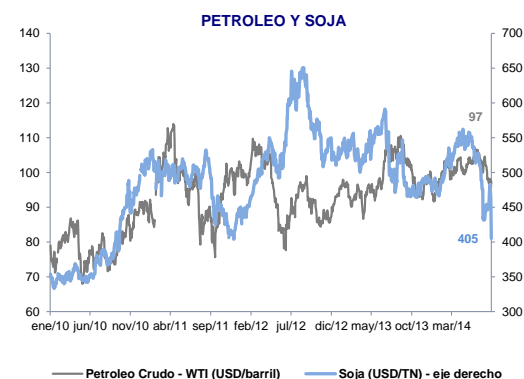
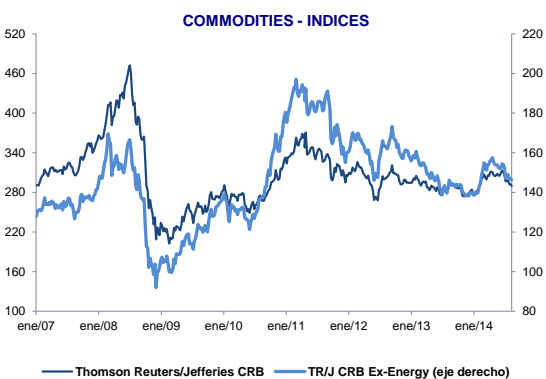
Credit Default Swaps Corporativos



Volatilidad S&P 500 e Indices Bursátiles Regionales



Precio de Materias Primas



ESTADISTICO

ACTIVIDAD	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Nivel General					
PIB-INDEC (\$mm-2004)	I-14	816.749	-0,8%	-0,2%	-0,2%
EMAE (2004=100)	jun-14	208,9	0,3%	0,0%	0,0%
IGA-OJF (1993=100)	jul-14	//	//	-2,3%	-1,1%
Índice Líder-UTDT (1993=100)	jun-14	187,2	0,4%	7,8%	3,5%
Sectores					
EMI (2004=100)	jun-14	128,9	2,1%	-0,4%	-3,2%
IPI-OJF (1993=100)	jul-14	//	//	-3,1%	-3,2%
ISAC (1997=100)	jun-14	187,6	3,6%	0,2%	-2,3%
ISE (2004=100)	dic-13	114,5	-0,2%	2,2%	1,4%
Servicios públicos (2004=100)	jun-14	251,0	0,9%	3,7%	4,4%
Indicadores de Inversión					
FBKF-INDEC (\$mm-2004)	I-14	170.312	-0,3%	1,9%	1,9%
IBIM-OJF (2005=100)	jun-14	152,9	1,1%	-0,7%	-2,0%
IBIM-Construcción	jun-14	174,9	1,1%	-1,0%	-0,9%
IBIM-Máquinas y Equipos	jun-14	119,3	1,2%	-0,2%	-4,4%
Impo bs.cap. + piezas (USD mm)	jun-14	2.091	-2,4%	-2,5%	-6,4%

PRECIOS	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual*
IPCNu (2013=100)	jul-14	119,9	1,4%	//	16,7%
IPC (Índice alternativo - Congreso)	jul-14	//	2,5%	39,7%	//
IPCBA (CABA - jun11-jul12=100) *	jul-14	194,4	2,2%	39,8%	25,4%
IPC (San Luis - 2003=100)	jun-14	695,1	1,8%	44,2%	23,7%
Expectativas de inflación***	jul-14	//	//	30,0%	//
Precios mayoristas (1993=100)	jul-14	790,4	1,3%	27,9%	20,5%
Precios implícitos del PIB (2004=100)	III-13	450,8	10,5%	24,6%	24,6%

(*) Variación con respecto a Diciembre del año anterior.

(**) Datos provisionales, fecha de publicación 20 de Febrero

(***) Mediana para los próximos 12 meses y var. en puntos porcentuales.

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Exportaciones (USD mm)					
Primarios	jun-14	1.823	//	-13,6%	-30,5%
MOA	jun-14	3.075	//	13,7%	10,1%
MOI	jun-14	2.018	//	-12,0%	-12,9%
Combustibles y energía	jun-14	471	//	-1,5%	-11,6%
Importaciones (USD mm)					
Saldo comercial (USD mm)	jun-14	1.379	//	13,5%	-28,4%
T.C.R. multilateral (*)	jun-14	1,59	-1,1%	12,1%	10,6%
T.C.R. bilateral (Dic01 = 1)	jun-14	1,03	-0,9%	11,3%	8,2%
Materias primas (dic 1995=100)	jun-14	1.503	-2,4%	39,8%	42,1%

(*) Ajustado por inflación estimada sobre promedios provinciales e indicadores privados.

COMMODITIES *	Fecha	1 mes	6 meses	1 año	a/a
Soja (USD / Tn)	22-08-14	429,7	385,3	389,9	-11,6%
Maíz (USD / Tn)	22-08-14	143,9	151,3	159,3	-26,2%
Trigo (USD / Tn)	22-08-14	201,8	213,2	222,6	-13,4%
Petróleo (USD/ Barril)	22-08-14	93,6	92,6	91,7	-9,8%

(*) Contratos futuros en Golfo de México para agropecuarios y WTI para petróleo.

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Recaudación AFIP (\$ mm) (*)					
IVA	jul-14	28.000	10,4%	29,9%	35,3%
Ganancias	jul-14	21.930	-25,1%	40,1%	38,4%
Sistema seguridad social	jul-14	32.061	42,7%	24,1%	26,3%
Derechos de exportación	jul-14	9.363	9,5%	65,5%	61,4%
Gasto primario (\$ mm)					
Remuneraciones	jun-14	11.594	19,6%	55,2%	40,6%
Prestaciones Seguridad Social	jun-14	38.535	41,4%	34,0%	32,4%
Transferencias al sector privado	jun-14	22.830	24,9%	100,8%	69,9%
Gastos de capital	jun-14	10.879	14,7%	58,5%	36,9%
Resultado primario (\$ mm)					
Intereses (\$ mm)	jun-14	16.390	//	261,4%	113,3%
Resultado fiscal (\$ mm)	jun-14	-16.677	//	-12.298	-23.502

(*) Recaudación incluye ingresos coparticipables a las provincias.

INDICADORES DE CONSUMO	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Supermercados (País - \$ mm)					
Supermercados (CABA - \$ mm)	may-14	2.456	//	43,1%	39,0%
Shopping (GBA - \$ mm)	jun-14	2.845	//	23,6%	33,8%
Shoppings (CABA - \$ mm)	may-14	1.182	//	30,2%	35,2%
Electrodomésticos (País - \$ mm)					
Patentamiento (País - Unidades)	jul-14	61.273	18,9%	-30,3%	-24,8%
Patentamiento (CABA - Unidades)	jul-14	9.541	10,2%	-35,8%	-27,8%
Confianza del Consumidor (País)					
Confianza del Consumidor (CABA)	ago-14	45,4	13,6%	-8,1%	-15,0%
Impuestos LNA* (\$ mm)					
	jun-14	28.112	-1,5%	27,0%	34,5%

(*) Impuestos ligados al nivel de actividad; incluye SSS, IVA-DGI, Internos, Combustibles, IDCB.

LABORALES Y SOCIALES	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Desempleo país (%)					
Desempleo GBA (%)	II-14	7,7	0,0 pp	0,1 pp	-0,6 pp
Tasa de actividad país (%)	II-14	44,8	-0,2 pp	-1,7 pp	-1,3 pp
Asalariados sin aportes (%)					
Salarios nominales (Trim IV 2001=100)	I-14	32,8	-0,7 pp	0,8 pp	0,8 pp
Salarios Reales (*)					
S. privado registrado	jun-14	171,1	2,1%	29,2%	28,7%
S. privado no registrado	jun-14	194,4	3,7%	44,1%	36,1%
S. privado registrado	jun-14	97,5	0,8%	-4,5%	-4,2%
S. privado no registrado	jun-14	95,5	-0,1%	-7,6%	-5,8%
S. privado no registrado	jun-14	108,5	1,5%	3,0%	-0,5%

(*) Ajustado por inflación estimada sobre promedios provinciales e indicadores privados.

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual*
IPC Brasil (base jun 1994 =100)	jun-14	461,7	0,4%	6,5%	3,7%
IPC Estados Unidos (base dic 1982=100)	jun-14	238,3	0,2%	2,1%	2,3%
IPC China	jun-14	//	//	2,3%	//
IPC Eurozona (base dic 2005=100)	jul-14	117,5	-0,6%	0,4%	-0,4%

(*) Variación con respecto a Diciembre del año anterior.

INDICADORES DE LA PRÓXIMA SEMANA

Indicador	Fuente	Período	Fecha de publicación
Encuesta de Centros de Compras	INDEC	Julio 2014	Jueves 28 de Agosto
Encuesta de Supermercados	INDEC	Julio 2014	Jueves 28 de Agosto
Estadísticas de Servicios Públicos	INDEC	Julio 2014	Viernes 29 de Agosto
Indicador Sintético de Act. de Construcción	INDEC	Julio 2014	Viernes 29 de Agosto
Utilización Capacidad Instalada Industrial	INDEC	Julio 2014	Viernes 29 de Agosto
Estimador Mensual Industrial	INDEC	Julio 2014	Viernes 29 de Agosto
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	INDEC	Julio 2014	Viernes 29 de Agosto

ESTADISTICO *(Continuación)*

DEPOSITOS \$ (mill.)	08/08/2014	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
SPNF	574.187	0,0%	1,4%	29,3%
Vista	306.239	-1,1%	2,0%	27,0%
Pzo Fijo	267.948	1,2%	0,8%	32,0%
Sector Público	161.168	-9,7%	0,7%	8,2%
Total	738.825	-2,3%	1,3%	23,7%

DEPOSITOS USD (mill.)	08/08/2014	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
SPNF	7.029	0,6%	-1,0%	1,7%
Vista	3.149	1,9%	-0,4%	8,1%
Pzo Fijo	3.880	-0,5%	-1,4%	-3,0%
Sector Público	1.207	-6,4%	-14,1%	2,1%
Total	8.244	-0,5%	-3,4%	1,7%

Fuente: BCRA

PRESTAMOS (\$ millones)	08/08/2014	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
Sector público	43.091	-2,5%	-0,2%	14,6%
Sector financiero	10.026	0,2%	-12,2%	-3,2%
SPNF Total	500.605	0,1%	1,2%	22,5%
- Adelantos	70.067	1,4%	5,3%	26,2%
- Documentos	112.839	1,0%	2,0%	20,7%
- Hipotecarios	46.179	0,1%	0,8%	16,2%
- Prendarios	31.938	-0,1%	-0,3%	15,8%
- Personales	105.027	0,0%	0,6%	19,5%
- Tarjetas	91.727	-1,9%	-1,9%	35,5%
- Otros	42.827	-0,2%	1,6%	16,5%
Total	553.722	-0,1%	0,8%	21,2%

Fuente: BCRA

BASE MON. (\$ millones)	08/08/2014	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
B.M.A.	389.667	-0,1%	-1,5%	17,6%
- Circulante	305.128	2,5%	1,9%	18,9%
- Cta. Cte. en BCRA	84.539	-8,3%	-12,2%	13,3%

Fuente: BCRA

RES. INT. (USD millones)	13/08/2014	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
Reservas	28.970	0,13%	-2,2%	-21,7%

Fuente: BCRA

TASAS DE INTERES (%)	15/08/2014	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. AÑO (bp)
Badlar - Privados	21,1	-13	-106	356
PF\$ (30 ds. Bcos. Priv.)	20,3	-19	-110	409
Adelantos (10M o más, 1-7)	26,7	101	469	982
T-Notes USA 10Y	2,3	-8	-21	-43
Libor (180 d.)	0,3	0	0	-7
Selic (Anual)	10,9	0	0	250

Fuente: BCRA, Reuters

ORO Y DIVISAS	15/08/2014	1 SEM	1 MES	1 AÑO	31/12/2012
Dólar (\$/US\$)	8,28	0,1%	1,6%	48,5%	68,4%
NDF 3 meses	9,05	1,1%	2,4%	46,0%	72,9%
NDF 6 meses	9,99	2,4%	4,7%	39,9%	78,2%
NDF 1 año	11,49	2,7%	4,5%	32,2%	77,9%
DÓLAR FINANCIERO	11,83	12,6%	16,9%	37,6%	78,0%
BLUE	13,17	3,3%	8,4%	48,0%	94,2%
Real (R\$/US\$)	2,26	-0,9%	1,8%	-3,5%	10,3%
Euro (U\$/S/€)	1,34	-0,1%	-1,3%	0,4%	1,5%
YEN	102	0,3%	0,6%	5,1%	18,0%
PESO CHILENO	577	0,3%	3,8%	13,4%	20,6%
Onza troy Londres (US\$)	1.304	-0,4%	0,8%	-4,5%	-22,1%

Fuente: BCRA, Reuters

RIESGO PAIS	15/08/2014	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. AÑO (bp)	V. 2013 (bp)
EMBI +	303	-13	24	-29	55
EMBI + Argentina	801	103	152	-218	-190
EMBI + Brasil	222	-11	8	-6	80
EMBI + México	152	-4	3	-16	26
EMBI + Venezuela	1.040	-2	145	122	267

Fuente: Ambito Financiero

BOLSAS	15/08/2014	1 SEM	1 MES	1 AÑO	2013
MERVAL	8.670	5,4%	0,5%	124,3%	203,8%
MERVAL ARGENTINA	7.088	3,4%	-2,7%	154,7%	254,5%
BURCAP	25.547	6,5%	-0,7%	77,7%	161,3%
BOVESPA	56.964	2,5%	1,8%	11,9%	-6,5%
MEXBOL	44.629	1,2%	1,5%	5,9%	2,1%
DOW JONES	16.663	0,7%	-2,3%	10,3%	27,2%
S&P 500	1.955	1,2%	-0,9%	17,7%	37,1%
ALEMANIA DAX	9.093	0,9%	-6,4%	8,6%	19,4%
FTSE 100	6.689	1,9%	-0,3%	3,2%	13,4%
NIKKEI	15.318	3,7%	-0,5%	11,4%	47,4%
SHANGAI COMPOSITE	2.227	1,5%	7,6%	7,0%	-1,9%

Fuente: Reuters

RENTA FIJA 15/08/2014	PRECIO	YIELD	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. 2013 (bp)
PRO 12 (\$)	58	7,6	314	291	-128
BOGAR (\$)	153	9,6	91	328	-18
PRO 13 (\$)	240	9,8	44	980	-289
PAR (\$)	88	9,5	27	84	-176
DISCOUNT (\$)	253	9,9	7	90	-372
BONAR X (u\$s)	1.037	-1,4	-303	-141	-451
BODEN 2015 (u\$s)	1.112	-17,3	-920	-999	-1603
DISCOUNT (u\$s)	1.240	7,5	-84	747	209
PAR (u\$s)	544	6,8	-41	-29	-52

Fuente: Reuters

GLOSARIO

m/m Variación mes actual contra mes anterior

mm En millones

a/a Variación mes actual contra igual mes del año anterior

p.p. Puntos porcentuales

Anual Variación acumulado al último mes contra igual acumulado año anterior

p.b. Puntos básicos

Fuentes: INDEC, BCRA, Mecon, Reuters, O.J. Ferreres, UTDT – CIF, FIEL, DGEyC – GCBA, Gobierno de San Luís.

Estudios Económicos Banco Ciudad de Buenos Aires

Presidente

Rogelio Frigerio

Economista Jefe

Javier Ortiz Batalla

Estudios Macroeconómicos y Sectoriales

Alejo Espora (Coordinador)

Esteban Albisu

Francisco Schiffrer

Luciana Arnaiz

Santiago Giulianelli

Estudios Microeconómicos y Financieros

Luciana Esquerro (Coordinadora)

Ángeles Garbers

Damian Basani

Eleonora Rodriguez

Francisco García Póslleman

Jimena Perez Borda

Natalia Alessandrini

Prensa

Sarmiento 611

Ciudad Autónoma de Buenos Aires

República Argentina

Tel. (54-11) 4329-8717 • prensa@bancociudad.com.ar

EL PRESENTE INFORME NO PODRÁ INTERPRETARSE O CONSIDERARSE COMO UN ASESORAMIENTO PROFESIONAL PARA EFECTUAR DETERMINADA OPERACIÓN FINANCIERA. EL BANCO CIUDAD DE BUENOS AIRES, NI SUS DIRECTORES, AGENTES O EMPLEADOS SERÁN RESPONSABLES POR CUALQUIER PÉRDIDA O DAÑO, YA SEA PERSONAL O PATRIMONIAL, QUE PUDIERA DERIVARSE DIRECTA O INDIRECTAMENTE DEL USO Y APLICACIÓN DEL CONTENIDO DE ESTE REPORTE.
PARA LA REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL AGRADECEREMOS CITAR LA FUENTE.