



Reunión

IAEF

M&S Consultores

Córdoba, 12 de abril de 2011

M&S Consultores
25 de Mayo 555, Piso 10
(1002) Buenos Aires
estudio@mysconsultores.com

Tel: (5411) 4312-1908
Fax: (5411) 4313-3834

e-mail:

ARGENTINA: 2011 - 2012

HOJA DE RUTA

I. CÓMO FUNCIONA LA ECONOMÍA ARGENTINA DE CARA AL AÑO ELECTORAL

- a) LA POLÍTICA CAMBIARIA, FISCAL Y MONETARIA.
- b) LA ECONOMÍA MUNDIAL QUE VENÍA AYUDANDO
- c) LOS EMBUDOS DE TODO LO ANTERIOR: inflación y nivel de actividad

II. 2011: LA INERCIA "CONDUCE"

- a) **LA POLÍTICA:** Marco general del gobierno - A siete meses de las elecciones - Candidatos y resultado electoral
- b) **LA ECONOMÍA INERCIAL**
 - 1. Inercia **cambiaría:** fluidez, atraso y controles
 - 2. Inercia **fiscal:** déficit y "maquinita"
 - 3. Inercia **monetaria:** expansión e inflación
 - 4. Inercia **inflacionaria y del nivel de actividad:** "reactinflación"
 - 5. Inercia **mundial:** ¿inercia?

III. 2012: DOS DIAGNÓSTICOS: "INTERNACIONAL" Y OFICIAL

Diagnóstico - Trampas y problemas - Alternativas en juego - Pronóstico

I) CÓMO FUNCIONA LA ECONOMÍA ARGENTINA DE CARA AL AÑO ELECTORAL

a) LA POLÍTICA CAMBIARIA, FISCAL Y MONETARIA

POLÍTICA CAMBIARIA

El corazón de la reactivación: a diferencia de 2009 y a pesar de la fuga de capitales, el Banco Central se llevó la mitad de la oferta de divisas

Millones de dólares	2009		2010	Diferencia		
- Mayor oferta total de dólares	16.194		23.210	7.016	Gracias a los dólares "financieros"	
→ Superávit comercial	16.890	↓	12.057	-4.833		
Salto exportador	55.668		68.500	12.832		
Fuerte repunte importador	-38.779		-56.443	-17.665		
→ Mayor financiamiento comercial	-545	↑	5.838	6.383		
→ Inversión extranjera directa baja	1.822	=	1.875	53		
→ Ingreso de dólares financieros*	-1.973	↑	3.440	5.413		
- Menor fuga de capitales	90%	}	-14.123	50%	}	y la "estabilización" de la fuga de capital
Compras de divisas del BCRA	10%		2.071	50%		11.800
				-2.723		

En tiempos electorales la fuga será una variable sensible a monitorear

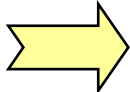
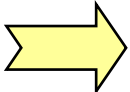
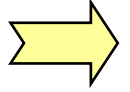
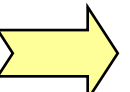
	2006	2007	2008	2009	2010
Oferta total de divisas (US\$ M)	17.426	20.537	23.785	16.194	23.210
Cuánto fue a dolarización (%)	17	43	97	87	50
Cuánto fue a compras del BCRA (%)	83	57	3	13	50

(*): Incluye entre otros: venta de divisas de las entidades financieras, colocaciones de deuda de las provincias, repatriación de dólares de la Anses y préstamos financieros netos

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

SE CUMPLE UN CICLO DE CUATRO AÑOS (2008 - 2011) DE FUGA SIN CRISIS PERO A LA VEZ DE "OPORTUNIDAD PERDIDA"

En Millones de US\$

<p>Ingreso total de divisas 2008-2011 87.000</p> <p>→ Superávit comercial 52.000</p> <p>→ Ingresos "financieros" 35.000</p>		<p>En el mandato de Cristina Fernández entraron divisas por US\$ 85.000 M.</p>
<p>Fuga de capitales 60.000</p> <p>Compras del BCRA 27.000</p>		<p>Pero el Banco Central compró apenas US\$ 25.000 M. Los US\$ 60.000 M restantes se fugaron.</p>
<p>Pago de deuda pública con reservas 28.000</p>		<p>El Tesoro se apropió de US\$ 28.000 M para pagar deuda pública. O sea, con Cristina Fernández, las reservas deberían haber caído US\$ 3.000 M.</p>
<p>Nivel de reservas con Cristina Fernández</p> <p>→ Al asumir 46.000</p> <p>→ Cuando finalice su mandato 54.000</p>		<p>¿Por qué en vez de caer US\$ 3.000 M subirán US\$ 8.000 M? Básicamente, porque los bancos llevaron este monto de dólares al BCRA para respaldar los depósitos en dólares del sistema (encajes), que se contabilizan como reservas aunque no lo son.</p>

POLÍTICA FISCAL: DÉFICIT AUNQUE SE SIGUE HABLANDO DE SUPERÁVIT

Mala noticia: Segundo año consecutivo de déficit fiscal
"Buena" Noticia: No descontrolado

<i>En millones de \$ (excluye provincias y vencimientos de deuda pública)</i>	<i>2009</i>	<i>2010e</i>
1. Resultado primario oficial "contable"	17.278	25.082
2. Montos contabilizados como ingresos pero que son solo asientos contables o excusas para que el BCRA dé financiamiento		
a. Asignación de DEG del FMI	9.595	816
b. Utilidades del BCRA por diferencias de cambio	4.500	20.300 *
c. Rentas de la Anses por tenencias de títulos públicos	7.755	8.113
3. Resultado primario "real" del sector público	-4.572	-4.147

(*): De los cuales se emitieron \$ 19.478 M. La diferencia quedó depositada en el BCRA.

El déficit es parecido al resultado "real" de 2009. El déficit no se desmadró, no por caída del gasto sino por fuerte suba recaudatoria.

EL AGUJERO FISCAL TOTAL DE 2010

(déficit, servicios de la deuda y provincias)

En millones de pesos

Déficit primario	4.147
Vencimiento de deuda	13.021
Provincias	9.821
	<hr/> <hr/>
	27.000

En millones de dólares

Vencimiento de deuda	6.500
----------------------	-------

¿Cómo de
financió?

Agujero total expresado en millones de pesos **53.000**

SE FINANCIÓ EXCLUYENTEMENTE CON EL BCRA (EL 85% DEL AGUJERO) (más dólares que consiguieron las provincias en el exterior más un puchito de la Anses)

En millones de pesos

2010

(A) Emisión para el Tesoro	44.478	Del agujero de \$53,000 millones
<p>→ Financiamiento directo en pesos</p> <ul style="list-style-type: none"> - Utilidades transferidas - Adelantos transitorios con efecto monetario <p><i>menos:</i> Financiamiento que el Tesoro dejó depositado en el BCRA, es decir que no generó expansión monetaria</p> <p>→ Financiamiento indirecto vía uso de reservas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Por compra de US\$ 6.500 M de reservas para pagar deuda en dólares sin poner los pesos (Fondo del Desendeudamiento) 	<p>19.478</p> <p>21.000</p> <p>4.478</p> <div style="border: 1px solid black; display: inline-block; padding: 2px;">-6.000</div> <p>25.000</p> <p>25.000</p>	<p>En 2011 estos \$ 6.000 M generarán una expansión monetaria adicional al financiamiento necesario para al Tesoro en el año en curso</p>
(B) Además, emisión para acumular reservas	21.285	Emisión total por compra de divisas \$ 46.285 M
<ul style="list-style-type: none"> - Por compra de US\$ 2.000 M a provincias de deuda colocada en el exterior (para financiar los déficits provinciales) - Para acumular reservas propiamente dicho 	<p>7.900</p> <p>13.385</p>	
EMISIÓN TOTAL DE PESOS (antes de esterilizar) (A + B)	65.763	LO QUE SALE A LA CALLE

Fuente: M&S Consultores

El mecanismo de financiar al fisco con reservas y "maquinita" está generando una expansión monetaria demasiado elevada.

LA MEGA EXPANSIÓN MONETARIA QUE TERMINÓ GENERANDO 2010 DESPUÉS DE LA ESTERILIZACIÓN (65763 - 20268 ≈ 44480)

Cifras en millones

	Emisión primaria neta de pesos A = 1+2+3+4 (aumento de la base monetaria ¹)	Compra de dólares en el mercado cambiario 1	Emisión directa para el Tesoro ² 2	Esterilización con Lebac y Nobac 3	Otros 4
2010	\$ 44.480	\$ 46.285 = US\$ 11.805 Para pagos de deuda en dólares del Tesoro US\$ 6.500 = \$ 25.000	\$ 19.478	-\$ 20.268	-\$ 1.016
2009	\$ 9.442	\$ 7.956 = US\$ 2.071	\$ 4.886 ³	-\$ 2.413	-\$ 988
2010 vs. 2009	LA BASE MONETARIA AUMENTÓ 4 VECES MÁS	MÁS EMISIÓN PARA COMPRA DE DIVISAS	MÁS EMISIÓN PARA EL FISCO	ESTERILIZACIÓN ALTA PERO INSUFICIENTE	Stock de Lebac: dic-09 = \$ 46.800 M dic-10 = \$ 74.300 M \$ 7.200 M del aumento debido a intereses devengados

Note: A callout circle highlights the total Treasury emission for 2010 as \$44.478, which is the sum of the Treasury purchase (US\$ 11.805) and the direct Treasury emission (\$19.478).

(1): Incluye pasivos pasivos

(2): Emisión directa para el Tesoro (sin contar emisión indirecta vía uso de reservas)

(3): Incluye el equivalente a US\$ 1.229 M correspondientes a los DEGs que el BCRA "le compró" en dic-09 al Tesoro contra emisión monetaria. Este monto está deducido de la intervención del BCRA en el mercado cambiario

La regla simplificada: quedó en la calle sin esterilizar lo que se emitió para el gobierno (los \$44.000 y pico M)

LA OTRA "PATA" MONETARIA

QUE LA TENENCIA DE PESOS DE LA GENTE (DEMANDA REAL DE DINERO) SE MANTENGA TRANQUILA, ES CLAVE PARA LA "ESTABILIDAD" DE LA INFLACIÓN CON SEMEJANTE EMISIÓN

Hay una desmonetización hormiga en términos reales

En %	Demanda de dinero por motivos transaccionales		Demanda de dinero por ahorro	Demanda total
	Circulante / PBI	M2 privado / PBI	Plazo fijo privado** / PBI	M3 privado / PBI
Promedio década del '90*	4,2	10,7	16,4	27,1
2002	6,0	12,9	10,7	24,3
2003	6,7	12,7	9,0	22,4
2004	6,2	13,6	7,8	22,1
2005	6,7	14,3	7,8	22,9
2006	6,9	14,4	7,4	22,4
2007	7,0	14,7	7,2	22,6
2008	6,5	13,6	6,3	20,7
2009	6,3	13,1	6,2	19,3
2010	6,2	12,8	5,8	18,6
2011 (e)	6,0	12,5	5,5	18,0
Promedio desde 2002	6,5	13,6	7,6	21,7

↑ ↓

Banca transaccional

↻

Cayó a la mitad

↻

Caída hormiga

Item de memorando:

Promedio desde 2002	6,5	13,6	7,6	21,7
----------------------------	------------	-------------	------------	-------------

M2: Circulante en poder del público + depósitos transaccionales (cuenta corriente + caja de ahorro) del S. Privado

M3: M2 + depósitos a plazo fijo privados

(*): Toma el promedio 1996 - 2001

(**): Sin incluir AFJP

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

EL RESULTADO FINAL DE LA EMISIÓN DEL BCRA: SALTO MUY FUERTE EN EL CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y DE LA INFLACIÓN

Variación % interanual	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10	
→ Base monetaria ¹ (emisión primaria de pesos)	8,2	13,7	20,4	28,9	31,5	
→ M2 privado ² (dinero privado transaccional)	15,5	19,9	23,1	31,0	33,0	
→ M3 total ³	11,4	16,3	23,4	31,2	34,9	} MUY FUERTE
→ Préstamos al sector privado	10,1	12,6	20,1	26,8	35,8	
→ Inflación M&S	14,8	19,8	23,3	24,7	26,8	} RESULTADO DESARBRITADO
→ Tasa de interés (%) (Badlar bancos privados)	9,8	9,4	10,1	10,6	11,1	
→ Tasa de devaluación nominal (%) (Vari. interanual del tipo de cambio)	11,1	5,5	4,2	3,1	4,6	

(1): Base monetaria = circulante en poder del público + encajes bancarios (incluyendo pases pasivos)

(2): M2 privado = circulante en poder del público + depósitos transaccionales en pesos del sector privado
(cuenta corriente + caja de ahorro)

(3): M3 total = circulante en poder del público + depósitos totales en pesos (sector público + sector privado)

La cantidad de dinero se expande muy rápido: el BCRA emite para comprar dólares para pagar la deuda pública y para financiar la caja en pesos del Tesoro (que no trae la plata para comprar dólares). Al mismo tiempo, el BCRA no avala la suba de tasas esterilizando poco y ceba la inflación.

b) LA ECONOMÍA MUNDIAL 2010 MEJOR, PERO HETEROGÉNEA, DESBALANCEADA Y ARREMOLINADA

	2009	2010		
CRECIMIENTO: A "DOS VELOCIDADES"				
<u>Desarrollados</u> ¹	-3,0	2,5	➡	"Bienio cero"
<u>Emergentes</u> ²	2,5	7,0	➡	Crecimiento fuerte
INFLACIÓN: DEMASIADO "BAJA" O DEMASIADO "ALTA"				
<u>Desarrollados</u>	2,0	1,0	➡	Riesgo de deflación
<u>Emergentes</u>	5,0	6,0	➡	Riesgo de sobrecalentamiento
POLÍTICA ECONÓMICA: DESCOORDINADA (fiscal y monetaria)				
<u>Desarrollados</u>	EXPANSIVA	EXPANSIVA	➡	Al límite en lo fiscal (riesgo de downgrade)
<u>Emergentes</u>	EXPANSIVA	EXPANSIVA	➡	Al límite en la política monetaria (riesgo de inflación)

Fuente: M&S Consultores en base a FMI

¹Según definición del FMI. Compuesto por 33 países, entre ellos: EE.UU., Japón, Reino Unido y la Eurozona

²Según definición del FMI. Compuesto por 150 países, entre ellos: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, México, Perú y Uruguay

- **En 2010 se cumplió el objetivo de dejar atrás la crisis financiera mundial 2008/09.** Pero se falló en el objetivo de alcanzar una recuperación balanceada y sostenida.
- Adicionalmente, **la Fed** (emitiendo un "tsunami" de liquidez para reflotar la economía) y la **crisis de los países de la periferia de Europa** aportaron una cuota de **incertidumbre extra.**

"REMOLINO" 2010 TERMINÓ JUGANDO A FAVOR DE ARGENTINA

<i>Fin de período</i>	2009	2010	<i>Var % anual (2009 / 2010)</i>	Impacto sobre Argentina
S&P 500 (U\$S)	1100	1275	15,9	
Tasa BT 10 años	3,90	3,35	- 55bps	Ayuda a la menor dolarización
Riesgo emergente*	285,00	240	- 45bps	Algo de financiamiento
Dólar/Euro	1,43	1,3	-9,1	Ayuda a soportar el atraso del tipo de cambio real
Real/dólar	1,78	1,65	-7,3	
Petróleo WTI fdp	79,0	91,5	15,8	
Cobre (US\$/lb) fdp	3,3	4,4	33,3	Clave!!
Soja (U\$S/tn) fdp	380	510	34,2	

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg

*Medido en puntos básicos según el EMBI (calculado según el spread entre bonos de países emergentes y un bono del Tesoro estadounidense de similar duration)

Se dio la combinación ideal

Un mundo sin crisis financiera pero tampoco con una recuperación balanceada y sostenida.

- Obligó a los bancos centrales a retomar la "**heterodoxia**" de **inyectar liquidez** para reflotar la economía (EE.UU., Inglaterra) o asistir asfixias financieras (Europa).
- Un remolino que por ahora sopló a favor de Argentina porque los precios de las materias primas subieron, pero es un tema a observar.

c) LOS EMBUDOS DE TODO LO ANTERIOR: INFLACIÓN Y NIVEL DE ACTIVIDAD

i) LA INFLACIÓN

1 12 meses consecutivos donde la interanual no paró de subir

IPC M&S				
2009	2010			
	Mar	Jul	Sep	Dic
14,8	18,8	22,3	24,6	26,8

2 **Alimentos y Bebidas** (que pesa 35% dentro del índice) subió **42% anual** y explica la mitad del aumento del IPC general. Del **resto**, la mayoría de los rubros subió alrededor del **20% anual**, salvo Indumentaria y Transporte y Comunicaciones que aumentaron un poco menos.

3 **La carne vacuna** fue el rubro que más aumentó dentro de los Alimentos: **123%**. El IPC descarnado fue **21%** en 2010 en lugar de **26,8%**.

4 De la misma manera, si las **tarifas** hubiesen subido como el promedio (26,8) la inflación hubiese trepado a **28,1%**

ii) EL NIVEL DE ACTIVIDAD: POR ARRIBA DE LO ESPERADO ES SECTORIALMENTE UNA RECUPERACIÓN HETEROGÉNEA

La reactivación no fue homogénea ni difundida. Hubo sectores que terminaron produciendo más que en 2008, otros lo mismo y otros abajo

Datos en variación %

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>¿Versus 2008?</u>
PBI	-2,7	7,4	4,5

Electrodomésticos	-7,0	25,0	16,3
Autos	-20,0	43,0	14,4
Comercio de indumentaria	-1,6	9,8	8,0
Servicios (1)	2,5	5,0	7,6
Producción textil	-4,9	12,6	7,0

Construcción	-4,8	9,0	3,8
Metalmecánica (2)	-14,5	21,0	3,5
Campo (cosecha)	-36,6	54,5	-2,0
Siderurgia	-29,0	37,0	-2,7

Supermercados	-5,6	3,1	-2,7

(1) Transporte, comunicaciones, energía, gas; (2) Maquinaria agrícola, equipamiento de industrias

Fuente: M&S Consultores en base a Indec, cámaras empresarias, estimaciones propias

Automotriz: sector emblemático que recuperó con creces lo perdido en 2009

- **Cosecha:** se recuperó fuerte pero apenas volvió a los niveles de 2008

- **Siderurgia:** se recuperó pero no le alcanzó para volver a 2008

- **Consumo masivo:** es el otro extremo y está estancado en volumen

ARGENTINA: 2011 - 2012

HOJA DE RUTA

I. CÓMO FUNCIONA LA ECONOMÍA ARGENTINA DE CARA AL AÑO ELECTORAL

- a) LA POLÍTICA CAMBIARIA, FISCAL Y MONETARIA.
- b) LA ECONOMÍA MUNDIAL QUE VENÍA AYUDANDO
- c) LOS EMBUDOS DE TODO LO ANTERIOR: inflación y nivel de actividad

II. 2011: LA INERCIA "CONDUCE"

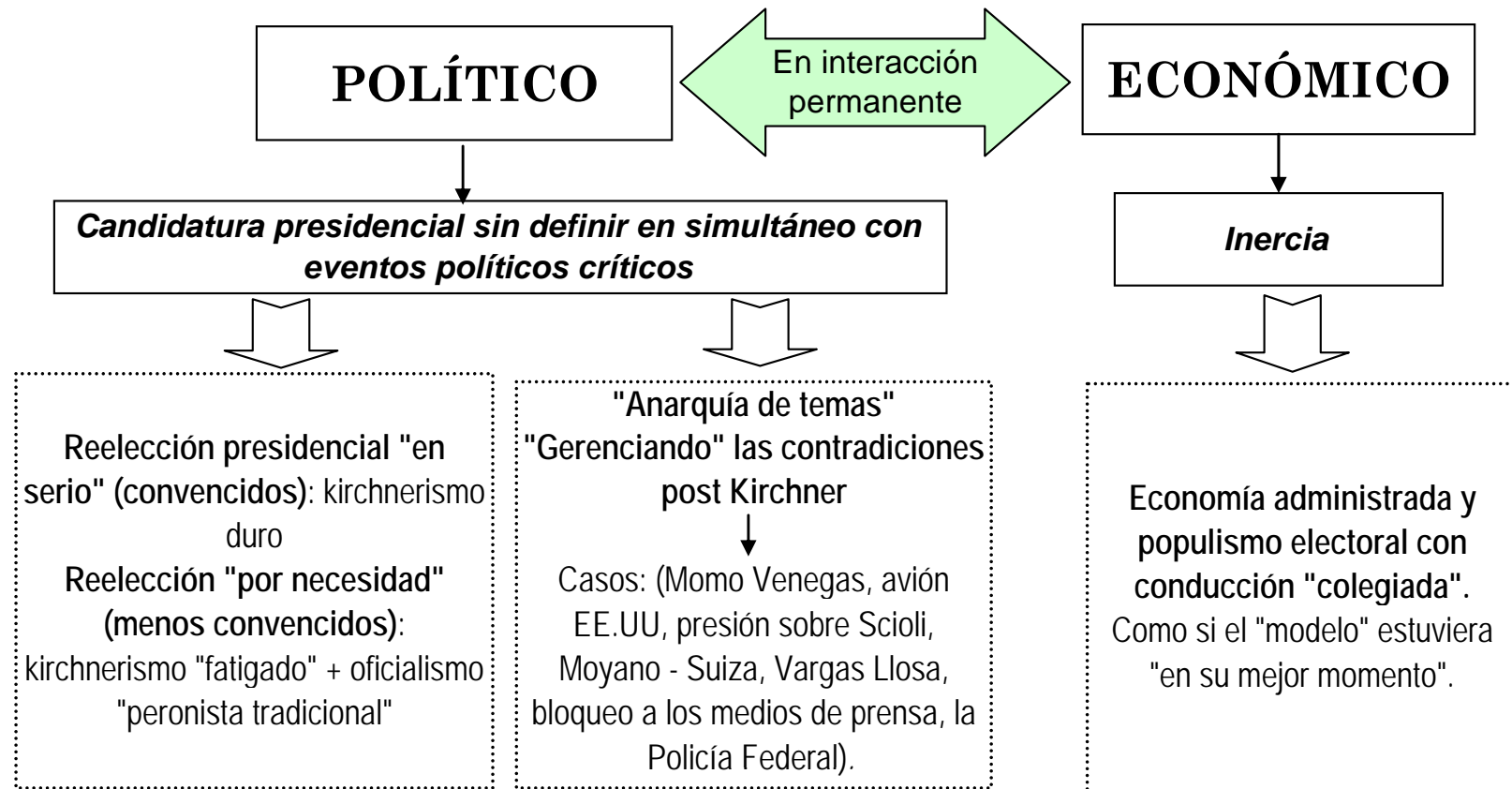
- a) **LA POLÍTICA:** Marco general del gobierno - A siete meses de las elecciones - Candidatos y resultado electoral
- b) **LA ECONOMÍA INERCIAL**
 - 1. Inercia **cambiaría:** fluidez, atraso y controles
 - 2. Inercia **fiscal:** déficit y "maquinita"
 - 3. Inercia **monetaria:** expansión e inflación
 - 4. Inercia **inflacionaria y del nivel de actividad:** "reactinflación"
 - 5. Inercia **mundial:** ¿inercia?

III. 2012: DOS DIAGNÓSTICOS: "INTERNACIONAL" Y OFICIAL

Diagnóstico - Trampas y problemas - Alternativas en juego - Pronóstico

II) 2011: LA INERCIA "CONDUCE"

a) POLÍTICA: MARCO GENERAL DE GOBIERNO A SIETE MESES DE LA ELECCIÓN



Políticamente, todavía falta tiempo: todavía van a pasar cosas que, incluso, pueden repercutir en la economía.

Económicamente, para octubre falta "menos": salvo imponderables, con la inercia actual se sigue pudiendo llegar sin crisis tradicionales a la Argentina, con estos precios internacionales y este clima. No se arregla ningún tema pero eso es otra cosa.

MIENTRAS TANTO Y AUNQUE FALTAN SIETE MESES, DESDE EL OFICIALISMO SE LANZÓ EL OPERATIVO "CRISTINA YA GANÓ EN PRIMERA VUELTA". EL OBJETIVO ES TENDER A 40% Y EVITAR LA POLARIZACIÓN.

Antecedentes hasta la fecha

En %	Peso en el padrón	2007		2009			
		Votos	Contribución a la elección	Votos	Contribución a la elección*		
⇒ CONURBANO BONAERENSE	23	46	10,6	32	36	7,6	21
⇒ RESTO PROVINCIAS DEL NORTE Y SUR	32	63	21,5		40	13,6	
<hr/>							
⇒ INTERIOR BS. AS.	15	40	6,0	13	24	3,6	6
⇒ ROSARIO, CÓRDOBA, SAN LUIS, MENDOZA CAPITAL FEDERAL, VTE LÓPEZ Y SAN ISIDRO	30	24	7,2		10	2,9	
TOTAL	100		45,2			27,7	

(*) Con derrotas importantes en grandes centros urbanos: La Plata, Bahía Blanca y Mar del Plata

(*) Calculado en base a la cantidad de votantes efectivos en cada sección electoral.

Nota: **Conurbano 1:** Morón, Ituzaingo, Tres de Febrero y San Fernando

Conurbano 2: Avellaneda, Lanus, San Miguel, Gral. San Martín, Quilmes, Tigre, Hurlingham, Lomas de Zamora, Merlo, Almirante Brown

Conurbano 3: La Matanza, Berazategui, Moreno, Esteban Echeverría, Ezeiza, Florencio Varela, José C. Paz, Malvinas Argentinas

Fuente: M&S Consultores en base a Ministerio del Interior, Elecciones 2007

Para "arañar" 40% y aspirar a ganar en primera vuelta, Cristina Fernández tendría que recuperar casi el caudal de votos de 2007 en el conurbano bonaerense y las provincias del Norte y Sur y mantener como mínimo los votos de 2009 en el resto del país.

Fuente: M&S Consultores

LOS TRES PRIMEROS TEST ELECTORALES 2011: CATAMARCA, CHUBUT Y SALTA

Ratificadores de final abierto para octubre

En %	Peso en el padrón electoral	Cuánto sacó el kirchnerismo (FPV):		
		2007	2009	2011
Catamarca	0,8	53,2	33,0	48,3
Chubut	1,2	66,2	55,0	37,2
Salta	2,6	75,8	58,1	57,7

PRIMERA LECTURA CON MIRADA "NACIONAL":

- 2007: Cristina Fernández ganó con contundencia pero yendo en alianzas con el radicalismo K de Brizuela en Catamarca, con Das Neves en Chubut y con Urtubey y Wayar en Salta.

- 2009: El FPV va "solo en Catamarca" y cae fuerte. Sigue la alianza en Chubut y en Salta pero perdió votos.

- 2011: las alianzas de 2007 se rompieron y los votos se repartieron. En Catamarca el FPV se "reconstituye" con Saadi y Barrionuevo del PJ y va "solo" en Chubut y en Salta (Urtubey sin Wayar).

- Conclusión 1: al FPV le fue mejor que en 2009 pero no llega el 2007.

- Conclusión 2: son resultados que ratifican que la elección nacional está todavía abierta.

LA HISTORIA DE LAS SEIS PRESIDENCIALES PREVIAS

A. TODAVÍA CON "PARTIDOS"

I. ERA DEL BIPARTIDISMO

1983	Alfonsín - Martínez	52,0
	Luder - Bittel	40,0
	Otros	8,0
1989	Menem - Duhalde	47,5
	Angeloz - Casella	37,5
	Alsogaray - Natale	6,9
	Otros	8,1

II. TRES PARTIDOS CON ALIANZAS DIFERENTES

1995	Menem - Ruckauf	45,0
	Bordón - Álvarez	28,5
	Massaccesi - Hernández	17,0
	Otros	9,5
1999	De la Rúa - Álvarez	48,4
	Duhalde - Ortega	38,3
	Cavallo - Caro Figueroa	10,2
	Otros	3,1

B. MÁS NOMBRES QUE PARTIDOS

III. CASO RARO "QUE SE VAYAN TODOS"

2003	Menem - Romero	24,5
	Kirchner - Scioli	22,2
	L.Murphy - G. Diez	16,4
	R. Saá - Posse	14,1
	Carrió - Gutiérrez	14,1
	Otros	8,8

IV. VUELTA AL "45%" AUNQUE TODAVÍA CON "MEZCLAS RARAS"

2007	C. Fernández - Cobos	45,3
	Carrió - Giustiniani	23,0
	Lavagna - Morales	17,0
	R. Saá - Maya	7,6
	Otros	7,1

Mensaje 1: salvo en el "particular" 2003, el candidato que ganó sacó siempre 45% de los votos o más. O sea, nunca se "hubiera dado" una segunda vuelta.

Mensaje 2: sacar 40% no siempre "hubiera alcanzado" para ganar en primera vuelta:
SÍ en 1995 y 2007; **NO** en 1983, 1989 y 1999.

Mensaje 3: seguimos en la etapa "más nombres que partidos" y todavía con "mezclas raras"

A LA ESPERA DE LA DECISIÓN DE CRISTINA FERNÁNDEZ, EL RESTO DE LA POLÍTICA SE "MOVILIZA" PARA OCTUBRE

➡ **El Radicalismo:** "abortó" la interna de abril. ¿**Confluye en un candidato?**

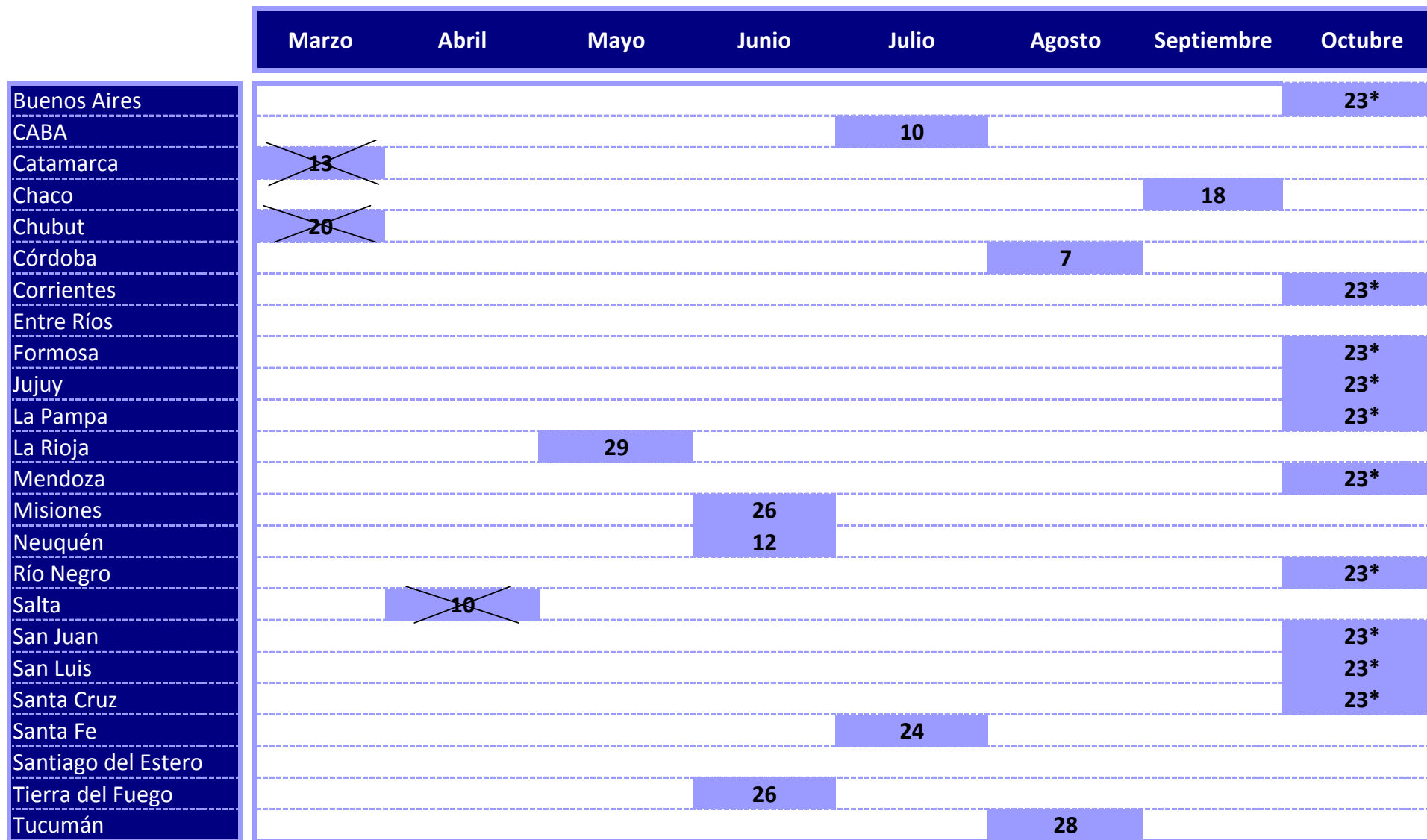
➡ **Macri:** decidiendo "formalmente" en los próximas semanas su candidatura a Presidente. **Desafío: capacidad para armar un frente electoral. ¿Con quién?**

➡ **Otros candidatos:** PJ Federal (Duhalde en un frente o Rodríguez Saá "solo"), Pino Solanas, Carrio. **Habrá que ver quiénes se terminan presentando y quiénes no.**

➡ **Scioli** eludiendo la presión política del oficialismo sobre colectoras y críticas a la política de seguridad. **Expectante de la candidatura "formal" del oficialismo, "sin rebeldía".**

2011 puede todavía ser políticamente incierto hasta el final. Tardará en conocerse a los candidatos definitivos pero además no habrá encuestas con resultados contundentes.

ELECCIONES PROVINCIALES 2011: CÓMO SIGUEN



(*) A confirmar

Fuente: M&S Consultores en base a Consultora Poliarquía

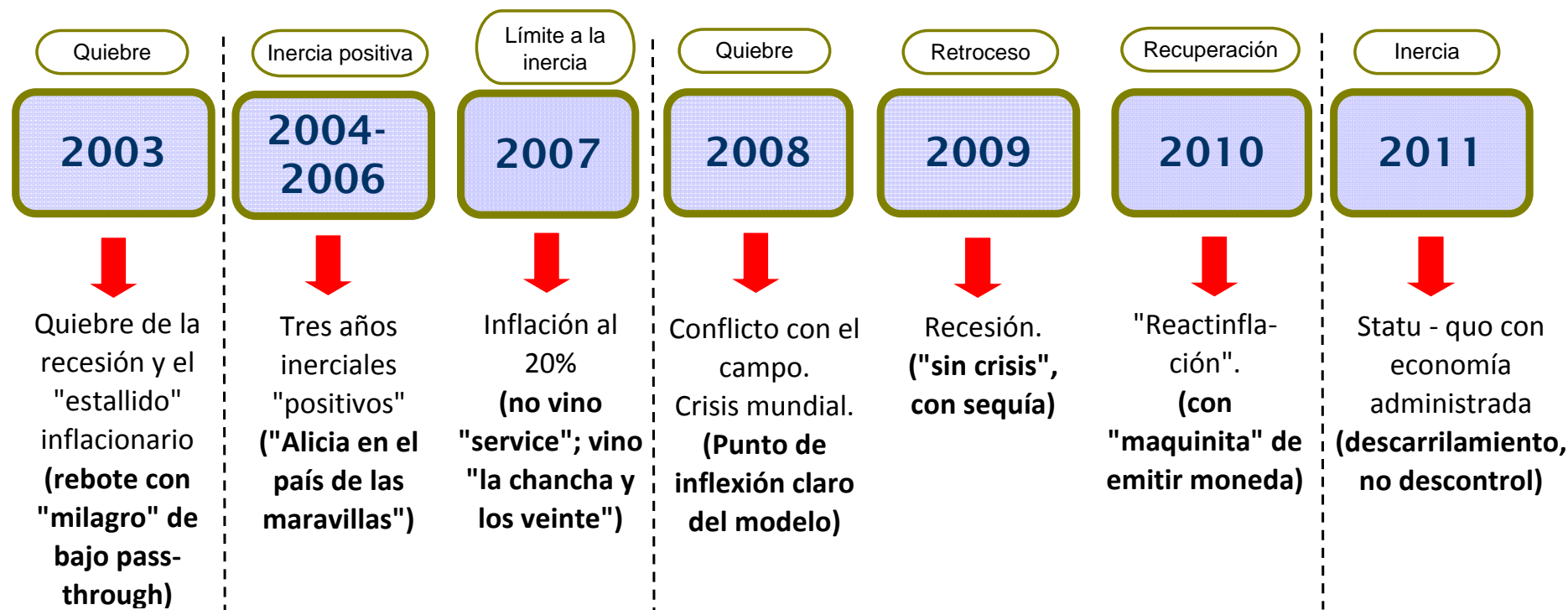
ELECCIÓN NACIONAL(*): PASO POR PASO

Pre-primarias	Abril	30	UCR - No se hace		
	Abril / Mayo		PJ Disidente		
Proceso de internas abiertas	Junio	15	Constitución de alianzas	} Vicepresidente de Cristina Fernández	← Sindicalista ← Kirchnerista duro de "La Cámpora" ← Gobernador de PJ
		25	Presentación de listas		
		27	Oficialización de listas		
	Julio	15	Inicio de campaña		
Agosto		12	Fin de campaña		
		14	Día de elección		
Elección presidencial	Septiembre	3	Registro de candidatos proclamados		
		18	Inicio de campaña		
		28	Inicio de campaña en medios		
	Octubre	21	Fin de campaña elección general		
		23	Día de elección general		
Noviembre	20	Segunda vuelta electoral			

(*) Según Ley de Democratización de la Representación Política, la Transparencia Y la Equidad Electoral - N° 26571 - Diciembre 2 de 2009

Fuente: M&S Consultores

B) ECONOMÍA: TODO INERCIA DESPUÉS DE MUCHO TIEMPO, UN AÑO INERCIAL



* 2011: inercia vigente, con lo bueno y lo malo: fluidez cambiaria, reactivación y recaudación versus inflación, déficit fiscal, "maquinita" y atraso cambiario y tarifario.

*El gobierno está jugando decididamente a "aguantar": por razones políticas ("hasta las elecciones no se toca nada") y por razones económicas ("porque los números permiten surfear").

LA COLUMNA VERTEBRAL QUE POSIBILITA LA INERCIA PARA 2011: EL (P)X(Q) DEL AGRO (que así y todo, necesita año tras año precios más altos)

		1998	2007	2008	2009	2010	2011 (e)
		Salto de precios				Salto de cosecha	Salto de precios
4 principales cultivos:							
COSECHA	M ton.	58,5	87,5	= 87,8	54,9	↑ 86,8	= 86,4
Trigo		14,8	14,6	16,1	8,4	7,5	14,7
Maíz		19,4	21,8	20,9	13,1	22,5	19,0
Soja		18,7	47,6	46,2	31	54,7	49,0
Girasol		5,6	3,5	4,6	2,4	2,1	3,7
EXPORTACIONES	M ton.	42,8	73,4	↓ 68,5	49,3	64,2	67,5
PRECIO PROMEDIO	US\$ / Ton	173	290	↑ 370	= 350	370	↑ 470
VALOR EXPORTADO	US\$ M	7.400	21.286	25.200	17.400	23.700	31.000 / 32.000

**Un "viabilizador" de US\$ 8.000 M
Equivale a:**

- * Todo el superávit comercial del año o
- * Los vencimientos de deuda en dólares de 2011 o
- * Gran parte de la dolarización de 2010

La cosecha está estancada desde 2007 (no hubo boom productivo en el segundo mandato). Lo que facilita la inercia en 2011 es la soja a 500 dólares la tonelada: genera fluidez cambiaria, lubrica el nivel de actividad, ayuda a recaudar. Para surfear 2011 alcanza...pero no se sabe si el "500" seguirá y aun así no sobra para 2012.

1. INERCIA CAMBIARIA 2011

Ecuaciones cambiarias generales:

i) superávit comercial + ingreso de dólares "financieros" - fuga de capitales = compras del BCRA

ii) compras del BCRA - pago de deuda con reservas = variación de reservas

El ejemplo de 2010: los "4 11miles"

Cifras en M de US\$

El superávit comercial siguió elevado...

↳ **12.057** - Un calco de 2004-2008 (a pesar de la suba de importaciones) aunque casi US\$ 5.000 M menos que en la recesión de 2009.

...pero se lo llevó casi todo la dolarización de portafolios

↳ **11.410** - Con un primer trimestre fuerte y después "anestesiada" en US\$ 600 / 700 M por mes.

Aunque igual sobraron muchos dólares que compró el BCRA...

↳ **11.805** - Como en los "tranquilos" 2006 y 2007.

...porque entraron dólares por operaciones financieras del sector público y privado

↳ **11.158** {

- Endeudamiento para financiar importaciones	5.838
- Colocaciones de bonos provinciales	1.885
- Liquidación de activos de la ANSES	1.679
- Préstamos a empresas privadas	3.083
- Inversión directa	1.875
- Venta de dólares de los bancos	1.406
- Menos remisión de utilidades y dividendos	-4.608

En 2010 el sobrante cambiario pasó a depender básicamente del **endeudamiento** en dólares del sector público y el sector privado. Es una deformación del modelo productivo en sus comienzos.

**VISTO LOS "4 11MIL" DE LA HOJA ANTERIOR:
QUÉ PUEDE DAR LA "INERCIA" DEL MERCADO
CAMBIARIO 2011 EN NÚMEROS**

HOJA DE RUTA

A) SUPERÁVIT COMERCIAL: parecido a 2010

B) DOLARIZACIÓN DE PORTAFOLIOS: año electoral

C) RESULTADO POSIBLE DEL MERCADO CAMBIARIO

**D) PENSANDO EN EL TIPO DE CAMBIO Y LA ELECCIÓN
PRESIDENCIAL**

a) SUPERÁVIT COMERCIAL: TRES ÚLTIMOS MESES QUE PREOCUPAN AL GOBIERNO...

	Exportación		Importación		Saldo comercial
	US\$ M	var. % anual	US\$ M	var. % anual	US\$ M
Total 2010	68.500	23,0	56.443	45,5	12.057
ene	4.423	19,1	3.206	16,2	1.217
feb	4.060	3,0	3.456	29,8	604
mar	4.714	10,6	4.403	52,5	311
abr	6.222	23,2	4.101	47,1	2.121
may	6.521	25,4	4.574	71,9	1.947
jun	6.353	21,9	5.062	39,3	1.291
jul	6.004	22,1	5.121	43,1	883
ago	6.369	46,5	5.315	63,8	1.054
sep	6.401	41,1	5.334	45,9	1.067
oct	5.884	22,4	4.953	35,4	931
nov	5.964	22,6	5.574	52,7	390
dic (e)	5.585	15,9	5.344	48,5	241
ene-11	5.392	21,9	4.879	52,2	513
feb	5.407	33,2	4.799	38,9	608

Fuente: M&S Consultores en base a INDEC

En los últimos meses de 2010 el superávit comercial se fue achicando por el salto importador y quedó por debajo del monto de la dolarización de portafolios.

...CON RÉCORD EN IMPORTACIONES MEDIDAS EN VOLUMEN

<i>En % del PBI</i>	Exportaciones	Importaciones	
1998	10,7	13,5	} Brecha noventista
1999	10,9	12,4	
2000	11,3	12,5	
2001	12,2	11,2	} El "ajustazo"
2002	14,1	6,3	
2003	13,7	8,0	} El modelo productivo de dólar alto
2004	13,6	10,2	
2005	14,1	11,3	
2006	14,0	12,0	
2007	14,0	13,3	
2008	13,6	14,4	→ Primeros síntomas de inquietud
2009	13,2	11,6	→ Ajuste recesivo
2010	14,3	14,8	→ De nuevo la inquietud
2011e	14,7	16,5	→ ¿Brecha noventista?

Controlar la importación es una medida para contrarrestar el atraso cambiario. Tiene ganadores y perdedores sectoriales.

Y SALTO GENERALIZADO EN TODOS LOS RUBROS...

Millones de dólares	2008	2009	2010	var. % 2010 / 2008
Total	57.423	38.781	56.443	-1,7%
Bienes de consumo	5.778	4.757	6.172	6,8%
Alimentos y bebidas	801	740	979	22,2%
Otros no duraderos	1.998	1.856	2.425	21,4%
Semiduraderos	1.835	1.456	1.854	1,0%
Duraderos	1.147	735	914	-20,3%
Autos y partes	9.367	5.778	10.126	8,1%
Vehículos de pasajeros	3.874	2.512	4.482	15,7%
Materiales y accesorios no industriales	512	282	440	-14,1%
Equipo de transporte industrial	2.826	1.809	2.761	-2,3%
Partes y piezas	2.155	1.175	2.443	13,4%
Bienes de capital (sin equipo de transporte)	9.810	6.843	9.309	-5,1%
Piezas y accesorios (sin autopartes)	7.804	6.055	8.558	9,7%
Insumos industriales	20.226	12.561	17.694	-12,5%
Combustibles y lubricantes	4.334	2.626	4.443	2,5%

Fuente: **M&S Consultores** en base a INDEC

... Aunque vuelan los bienes de consumo, autos y partes.

AUN CON IMPORTACIONES VOLANDO, GRACIAS AL SALTO “GRATIS” DE LOS PRECIOS ES POSIBLE PROYECTAR OTRO AÑO DE 10 MIL M DE SUPERÁVIT

<u>en M de US\$</u>	2010	2011 (e)	Diferencia	
			US\$	%
EXPORTACIONES	68.500	78.000	9.500	14
<u>Agroindustria</u>	23.700	31.000	7.600	32
<i>Complejo soja</i>	19.000	24.000	5.000	26
<u>Gran Resto</u>	44.800	46.700	1.900	4
<i>Mineria</i>	3.576	4.100	524	15
<i>Industria</i>	21.971	23.400	1.429	7
<i>Alimentos</i>	14.159	14.200	41	0
<i>Combustibles</i>	5.154	5.000	-154	-3
IMPORTACIONES	56.443	68.000	11.557	20
SUPERÁVIT COMERCIAL	12.057	10.000	-2.057	-17

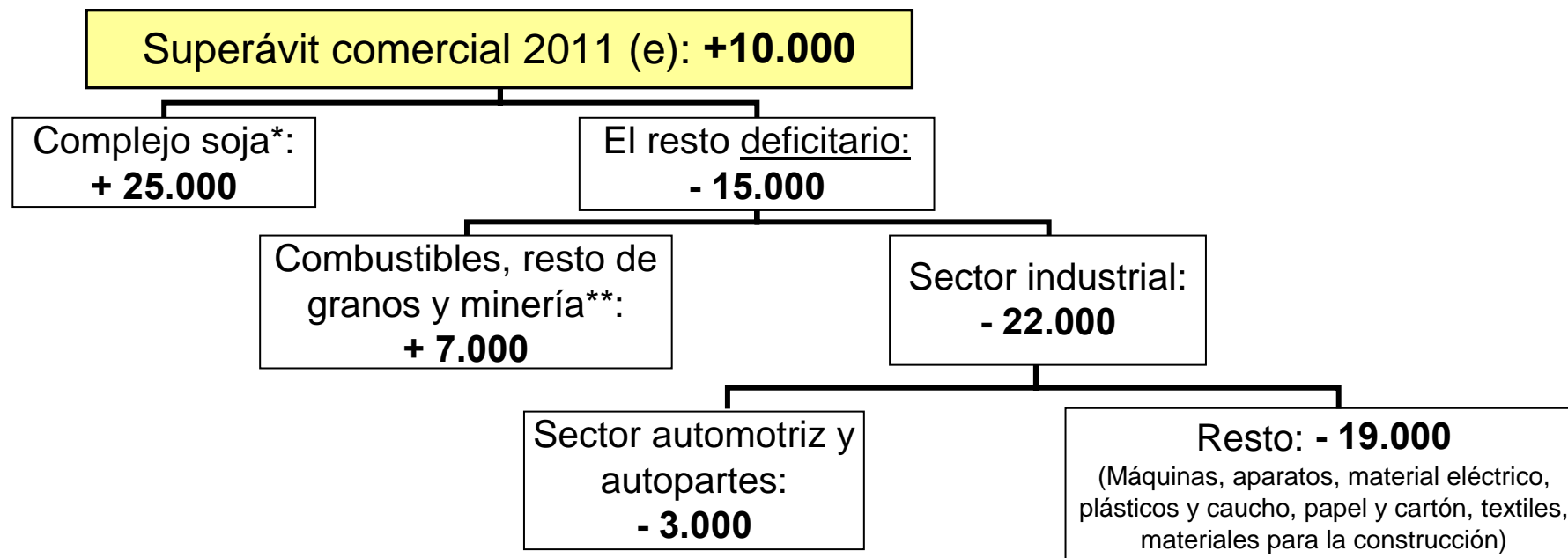
80% del salto



Fuente: M&S Consultores en base a Indec

EL 10.000 DE SUPERÁVIT ES UN BÁLSAMO PARA EL MERCADO DE CAMBIOS PERO NO EVITA LA TENSION ENTRE LA MACRO Y LA MICRO

En millones de dólares



(*): Incluye biodiesel

(**): Incluye oro y cobre. Excluye biodiesel (gasoil fabricado con aceite de soja)

La macro no está en rojo por el (P) x (Q) del agro. La micro sí lo está. La novedad no es el déficit comercial de la industria: casi siempre fue así. Sí lo es la magnitud del desequilibrio actual.

Fuente: M&S Consultores

Item de memorando: 15 años de déficit comercial de la industria.									
	1997	1998	2002	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (e)
	-21.258	-21.904	-2.122	-18.712	-25.570	-32.203	-18.413	-28.373	-33.800

b) DOLARIZACIÓN DE PORTAFOLIOS EN UN AÑO ELECTORAL

Simulacro 2011 (en M de US\$)

IV trimestre 2010 (dato)

1.950

I trimestre (estimado)

3.500

II trimestre

¿Otro 3.500?

III trimestre más Octubre: pre elección

¿5.000?

Volvió a picar
la demanda
minorista

Acumulado 10 meses

12.000

Noviembre - Diciembre: según quién gane la elección y a la espera de los primeros pasos

¿Vuelve a bajar?
¿Queda alta?

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Item de memorando: dolarización y elecciones (en M de US\$)

Presidenciales 2007 (III trimestre)

5.246

Legislativas 2009 (II trimestre)

5.519

"Tranquilamente" la dolarización de este año puede dar igual que el año pasado y llevarse todo el superávit comercial o más. ¿Puede dar más? Sí. ¿Puede dar menos? Díficil de saber.

ENTONCES:

c) SÍNTESIS DEL MERCADO CAMBIARIO

¿Un mercado de "cuatro 11.000" otra vez o no?

Cifras en millones de dólares

⇒ 10.000 / 11.000 de superávit comercial

SI, SUJETO A PRECIOS INTERNACIONALES

⇒ 12.000 de dolarización de portafolios

SI, A MONITOREAR

⇒ 11.000 de ingresos "financieros" ?

- Financiamiento para importar

POR AHORA NORMAL

- Endeudamiento privado y del sector público no nacional

POR AHORA FLUÍDO, LUEGO DUDOSO

⇒ 10.000 de compras del BCRA

HOY LUCE ALTAMENTE DEPENDIENTE DE LOS DÓLARES FINANCIEROS QUE ENTREN

Ecuación cambiaria 2011 y nivel de reservas

<i>Superávit comercial</i>	+	<i>Ingresos "financieros"</i>	-	<i>Dolarización de portafolios</i>	=	<i>Compras del BCRA</i>	-	<i>Pago de deuda pública con reservas</i>	=	<i>Variación de las reservas</i>
Algo menor		Igual o menor		Igual o mayor		Igual o menor		Mayor		<u>El mejor escenario:</u> es que las reservas no caigan
10.000		?		12.000		?		9.500		<u>Escenario posible:</u> las reservas caen aunque moderadamente (sin colocar deuda)

2011

d) PENSANDO EN EL TIPO DE CAMBIO Y LA ELECCIÓN

¿Tendrá que vender más dólares el BCRA previo o post-elección? Si acelera la venta, ¿a qué precio lo hace? ¿Tipo de cambio fijo o flotación administrada al alza? ¿Más regulaciones?

ÚLTIMOS ANTECEDENTES

⇒ Conflicto local con el campo 2008: el BCRA vendió e hizo bajar el tipo de cambio (para que "trone el escarmiento")

	<u>Abril</u>	<u>Mayo</u>	<u>Junio</u>	<u>Julio</u>	
Intervención del BCRA (M de US\$)	Vendió 410	Vendió 1.645	Vendió 679	Compró 805	→ Termina conflicto
Tipo de cambio (\$ / US\$)	3,18	3,18	3,07	3,04	
Real (R\$ / US\$)	1,69	1,65	1,62	1,59	
Pesos / Reales (& / R\$)	1,89	1,92	1,90	1,91	

⇒ Crisis internacional y devaluación de Brasil fin de 2008-principio de 2009: vendió pero subiendo el tipo de cambio

	<u>Septiembre</u>	<u>Octubre</u>	<u>Noviembre</u>	<u>Diciembre</u>	<u>Enero</u>	<u>Febrero</u>
Intervención del BCRA (M de US\$)	Vendió 124	Vendió 3.478	Compró 665	Compró 755	Compró 523	Vendió 136
Tipo de cambio (\$ / US\$)	3,10	3,26	3,35	3,44	3,48	3,52
Real (R\$ / US\$)	1,80	2,18	2,27	2,40	2,31	2,32
Pesos / Reales (& / R\$)	1,72	1,50	1,48	1,44	1,51	1,52

⇒ Elecciones en 2009: vendió y siguió subiendo pero muy levemente el tipo de cambio a pesar de que el real ya se apreciaba

	<u>Marzo</u>	<u>Abril</u>	<u>Mayo</u>	<u>Junio</u>	<u>Julio</u>	<u>Agosto</u>
Intervención del BCRA (M de US\$)	Vendió 1.862	Compró 61	Compró 730	Vendió 764	Vendió 332	Compró 538
Tipo de cambio (\$ / US\$)	3,67	3,70	3,74	3,78	3,82	3,85
Real (R\$ / US\$)	2,31	2,20	2,06	1,95	1,93	1,87
Pesos / Reales (& / R\$)	1,59	1,68	1,81	1,93	1,98	2,09

Mensaje para 2012:

Si el BCRA tiene que vender dólares y deja clavado el tipo de cambio, "aceleraría implícitamente" el proceso de atraso cambiario. Habría más caldo de cultivo para que, si en 2012 gana un gobierno "devaluacionista", devalúe. Si lo sube, le da "pata" a la inflación.

CÓMO LLEGA EL TIPO DE CAMBIO REAL A FIN DE AÑO

Índice base 2001 = 1 Promedios anuales	TIPO DE CAMBIO REAL DEL PESO CONTRA:			TIPO DE CAMBIO DEL:		
	DÓLAR	REAL	EURO	CAMPO*	INDUSTRIA**	
				ajustado por retenciones y costos	ajustado por retenciones, costos, precios y rinde	
1998	0,89	1,88	1,14	1,00	1,53	0,87
1999	0,92	1,25	1,12	1,00	0,99	0,92
2000	0,96	1,22	1,00	1,00	1,15	0,97
2001	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
2002	2,54	2,16	2,71	0,97	1,11	1,77
2003	2,16	1,76	2,74	1,02	1,62	1,65
2004	2,12	1,86	2,94	0,89	1,35	1,52
2005	1,98	2,16	2,72	0,90	1,46	1,56
2006	1,94	2,34	2,66	0,97	1,57	1,34
2007	1,77	2,42	2,63	0,88	2,17	1,24
2008	1,51	2,26	2,40	0,69	2,29	1,14
2009	1,54	2,21	2,33	0,72	1,44	1,26
2010	1,34	2,22	1,93	0,70	2,17	1,14
2011 (e)	1,09	2,07	1,64	0,68	2,42	0,99

1,1 contra 1998

(*)Ejercicio realizado en base a alícuota de retención, costos de producción, precios y rinde de la SOJA

(**): Tipo de cambio nominal neto de retenciones a las exportaciones industriales (desde 2002 la alícuota es de 5%) deflactado por el cociente entre el índice de costos industriales y el índice de precios mayoristas de EE.UU.

Costos industriales: pondera por partes iguales el costo salarial, el costo de la energía eléctrica y el costo en pesos de los insumos importados.

Fuente: M&S Consultores en base a bancos centrales, INDEC y estimaciones propias

2. INERCIA FISCAL 2011

Cómo cerró ingresos y gastos en 2010

Ingresos: cerraron a toda máquina

Variación anual	2010	Ene-Feb	Mar-Abr	May-Dic	I bimestre 2011
Total Sector Público	34%	20%	31%	38%	35%

Gastos: también cerró a toda máquina

Variación anual	2010	I Trimestre	II Trimestre	III Trimestre	IV Trimestre	I bimestre 2011
Total Sector Público	34%	33%	28%	35%	39%	31%

ene: 41%
feb: 29%

ene: 38%
feb: 24%

octubre: 40%
noviembre: 49%
diciembre: 31% (con transferencias a las provincias "pisadas"-9%)

Contra un alto febrero de 2010 y pagando muy poca obra pública.

El 34 y 34 de crecimiento de ingresos y gasto de 2010, va a ser más difícil repetirlo en 2011 en ingresos y altamente probable que se repita en el gasto (uno de ellos porque puede ser más, el gasto. El otro porque puede ser menos, la recaudación.)

QUÉ PUEDE DAR EL DÉFICIT PRIMARIO EN 2011

(Tesoro + Anses sin provincias ni servicios de la deuda pública)

Resultado primario		Ingreso	Gasto
Millones de pesos			
2009:	-4.712	238.217	242.929
2010:	-4.147	321.221	325.368
2011:			
➤ Primer bimestre (dato):	+2.808		
➤ Primer semestre (e):	+7.000		
➤ Segundo semestre (e):	-15.000		
			Concentrado en noviembre y diciembre
Año:	-8.000 / -10.000	424.000	432/434.000

¿Puede dar menos de 8.000? Muy difícil.
¿Puede dar más de 8.000? Sí, pero con este nivel de ingresos, sin descontrol.

LAS NECESIDADES DEL FISCO*: 2011 VERSUS 2010 LA "INERCIA" LO EMPEORA

	2010	2011(e)
Caja en pesos		
Déficit	4.147	8.000 / 10.000
Vencimientos de deuda	13.021	20.000
Necesidades provinciales	9.821	8.000 / 10.000
<hr/>		
<i>Subtotal</i>	27.000	38.000
Caja en dólares		
Vencimientos de deuda	6.500	9.600
<hr/>		
<i>Agujero total expresado en millones de pesos</i>	53.000	77.000

* Con provincias y servicios de la deuda pública

Fuente: M&S Consultores en base a Ministerio de Economía

CÓMO SE FINANCIA EL AGUJERO FISCAL: 2011 VERSUS 2010

Consolidación del BCRA como candidato excluyente al financiamiento

	2010	2011(e)	
\$ M			
Agujero fiscal total a cubrir	53.000	77.000	
Financiamiento del BCRA	44.500	65.000	
➤ <i>Utilidades transferidas</i>	21.000	16.000 con el margen legal actual más los 6.000 depositados + otros 3.000?	} TODO A FIN DE AÑO
➤ <i>Adelantos transitorios</i>	4.478		
➤ <i>Depositado en el BCRA</i>	-6.000		
➤ <i>Compra de reservas para pagar deuda</i>	25.000	39.000	} DURANTE EL AÑO
Resto	8.500	12.000	
Anses	6.000	"Seguro" más del BCRA y puchos de Anses y Banco Nación	
BNA	2.500		

3. INERCIA MONETARIA 2011

Cuánto emitirá el BCRA y cuánto esterilizará

Emisión total 2011 (\$M)

- Origen fiscal ¿65.000? → (entre pesos y dólares comprados al mercado donde el Tesoro no trae la plata)
 - Origen "cambiarario" ¿8.000/12.000? → (resto de compra de dólares que el sector público no usa)
- 73.000 / 77.000
- Origen "crediticio" ¿Cuánto esteriliza y cuántos redescuentos "del Bicentenario"?

¿Qué hará el BCRA?

	Esteriliza poco como en 2010	Sigue su programa monetario "light" 2011	Esteriliza para estabilizar la inflación en el actual 23%
Esteriliza *	\$20.000 M	\$30.600 M	\$50.000 M ↑
Stock de Lebac	\$94.000 M	\$115000 M	\$124.000 M
Crecimiento M3	40%	35%	28%
Inflación	34%	28%	23%
Tasa de interés	9 / 10	11 / 12	13 / 15
	NO DESCARTADO	SI	DIFÍCIL

* Netos de los redescuentos del Bicentenario para créditos al sector privado

MERCADO MONETARIO: ÚLTIMOS MESES, EXPANSIÓN A FONDO PARA MOVER EL CONSUMO

Millones de pesos	Emisión*	Esterilización	Variación de la base monetaria		
			Total	Circulante en poder del público	Liquidez bancaria**
nov-10 / mar-11 (e)	34.352	10.094	24.258	14.596	9.662
nov-10	2.784	-120	2.905	2.085	819
dic	16.245	552	15.693	14.854	840
ene-11	2.056	2.777	-721	-2.364	1.643
feb	4.121	3.603	518	333	185
mar (e)	9.146	3.283	5.863	-312	6.176

Son meses "raros" con estacionalidad pero en el balance hubo fuerte expansión.

(*): Emisión por intervención cambiaria y para el Tesoro

(**): Incluye efectivo en bancos, efectivos mínimos en el BCRA y pases con el BCRA

Y la evolución porcentual de los agregados monetarios vuelan (ya contra 2010 que habían volado).

Variación % interanual

	Circulante en poder del público	M2 privado	M3 total
sep-10	29,4	31,0	31,2
oct	31,5	33,0	33,9
nov	32,6	33,7	34,8
dic	31,2	33,0	34,9
ene-11	32,7	33,2	37,5
feb	34,2	35,4	38,4
mar (e)	35,9	36,6	40,4

El BCRA emite y esteriliza poco y la cantidad de moneda "vuela"

M2 privado: circulante en poder del público + depósitos transaccionales en pesos del sector privado

M3 total: Circulante en poder del público + depósitos totales en pesos (s. público y s. privado)

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA y estimaciones propias

4. INERCIA INFLACIONARIA Y NIVEL DE ACTIVIDAD: “REACTINFLACIÓN”

¿CÓMO PUEDE LLEGAR LA INFLACIÓN A LA ELECCIÓN DE OCTUBRE?

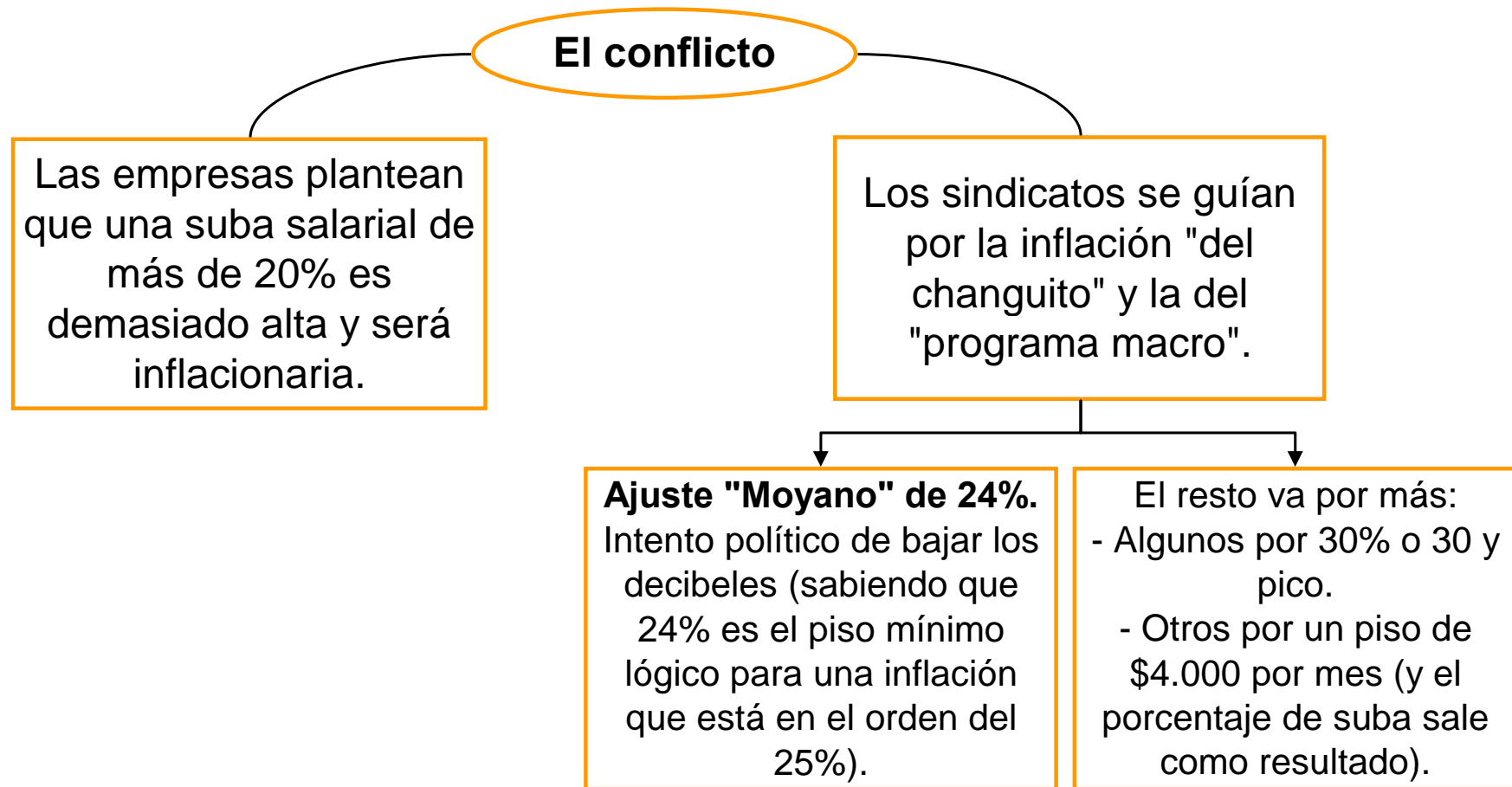
En el primer trimestre 2011 se desaceleró (no porque cayó la inflación sino porque se fue eliminando el salto de la carne del primer trimestre 2010)

	<u>var % anual</u>
<u>Diciembre 2010</u>	26,8
<u>I trim</u>	24,2
Enero (2,0)	26,1
Febrero (1,2)	23,9
Marzo (2,5)	23,3

Matriz de simulaciones para el segundo y el tercer trimestre

<u>var % anual</u>	Segundo trimestre (var % mensual promedio)				
	1,5	1,7	2,0	2,5	
Tercer trimestre (var % mensual promedio)	1,5	22,3	23,0	24,1	26,0
	1,7	23,0	23,8	24,9	26,7
	2,0	24,1	24,9	26,0	27,8
	2,5	26,0	26,7	27,8	29,7

LA "REACTINFLACIÓN" INERCIAL GATILLA EL CONFLICTO PRECIOS - SALARIOS - TIPO DE CAMBIO - RENTABILIDAD



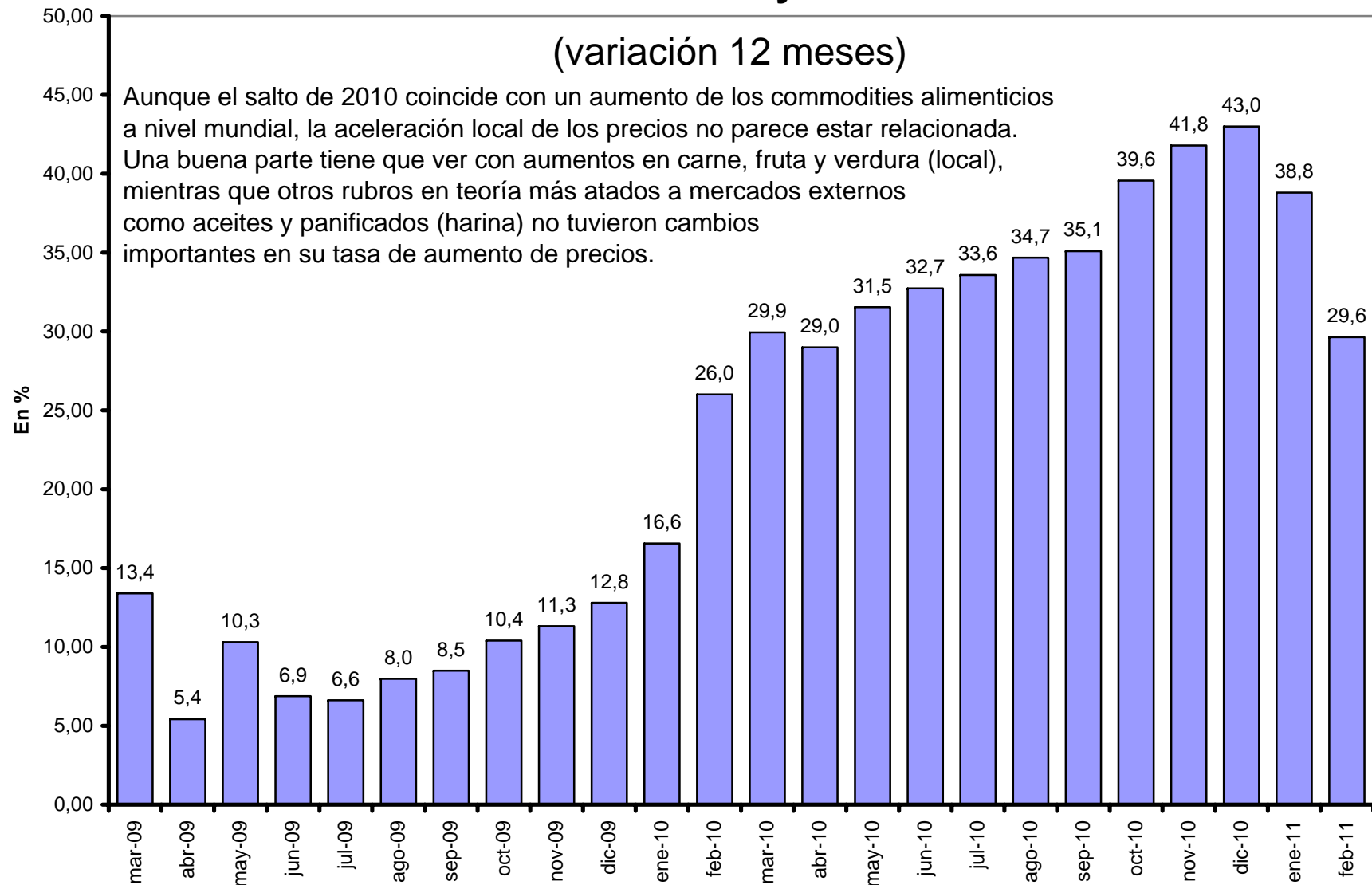
2011 será el último año en que los salarios puedan subir 25% en dólares. La rentabilidad empresaria y la competitividad cambiaría no tienen más margen.

Costo salarial privado formal en dólares (promedio mensual)

1998	2001	2006	2008	2010	2011 (e)
722	230	453	644	763	920

LA “INFLACIÓN DEL CHANGUITO” QUE SIGUEN LOS SINDICATOS: NO MENOS DE 30%

Canasta de alimentos, bebidas, artículos de limpieza y tocador, indumentaria y librería



LA INERCIA DE LA "REACT"

Consumo, la variable electoral clave en 2011

Variación % anual	2009	2010					2011 (e)
	Año	I	II	III	IV	Año	I bimestre
PBI	-2,5	5,0	8,8	8,4	5,6	7,4	5,0
Consumo privado total	-1,6	3,5	6,0	7,0	5,0	5,4	4,0
<u>Consumo masivo</u>							
Alimentos y bebidas	-5,6	1,3	2,6	3,5	0,0	1,9	0,0
Indumentaria	-1,6	8,8	11,7	15,0	6,0	9,8	5,0
Servicios*	4,4	3,6	6,2	7,1	5,0	5,5	4,0
<u>Consumo durable</u>							
Autos	-20,0	48,4	33,3	39,3	53,0	43,0	15,0
Electrodomésticos	-6,2	23,3	43,8	19,7	16,0	25,2	15,0

(*): Transporte de pasajeros, peajes, comunicaciones y entretenimiento

Fuente: **M&S Consultores** en base a INDEC y cámaras empresarias

Viene muy bien el consumo durable, bien la construcción y el turismo pero regular el consumo masivo.

En este último, prima la puja precio - salarios del mes a mes.

5. INERCIA MUNDIAL: ¿INERCIA?

(que influye sobre los precios internacionales y la dolarización)

Escenario base y riesgos posibles

10 CONSENSOS CLAVE (que pueden cumplirse)		
1) EE.UU.	Recuperación "moderadamente más fuerte que en 2010" (+3% vs 2,8% en 2010)	OK
2) Fed	Mantiene la política monetaria expansiva hasta 2012	OK
3) Tasa de interés larga (UST 10 años)	Sube poco y gradualmente hasta 3,5% / 3,7% (hoy en 3,4%)	No todavía.
4) Deuda de EE.UU.	Mantiene el rating crediticio "top"	OK
5) Europa (periferia)	Salvatajes sin eventos de deuda (defaults) o bancarios (corrida). Dólar / Euro similar a hoy	OK. Con chance de suba de tasas.
6) Asia	China sigue creciendo en torno a 9%.	El terremoto en Japón condiciona este consenso.
7) Brasil	"Soft landing" (PBI: +4%/5%)	Dilma eligió el ajuste fiscal y monetario.
8) Petróleo	Se mantiene debajo de US\$ 100 el barril pero arriba de US\$ 80	Fuera de rango con ruido por las tensiones en Africa y Medio Oriente.
9) Mercados	Buen <i>momentum</i> . Baja volatilidad, valuaciones atractivas, upside de precios	Subió el riesgo y la volatilidad.
10) Soja	Se mantiene en torno a US\$ 500 la tonelada	Volátil en US\$ 490.

El escenario base apuntaba a una especie de *statu quo* extrapolaba 2010 a todo 2011.

Pero de arranque, aparecieron tres imponderables que obstaculizan los consensos:

- La catástrofe de Japón que atenta contra el nivel de actividad y los mercados.
- El ruido que mete el vaivén del precio del petróleo por la crisis de Egipto y Libia.
- El anuncio del Banco Central de Europa que podría subir antes de lo pensado la tasa de interés, que podría perjudicar a los países periféricos.

JAPÓN ES UN "PESO PESADO" PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

➔ **En el PBI:** comparte con China el 2º puesto

<u>datos de 2010</u>	<u>PBI 2010</u> (MM de US\$)	<u>% del PBI mundial</u>
1) EE.UU.	14.700	23,7
2) China	5.600	9,0
2) Japón	5.500	8,9
3) Alemania	3.300	5,3

➔ **En el comercio internacional:** ostenta vasos comunicantes mundialmente relevantes especialmente con China

	<u>MM de US\$</u>	<u>% del total</u>
EXPORTACIONES TOTALES	767,9	100
1º China	149,1	19,4
2º EE.UU.	118,2	15,4
3º Europa	91,2	11,9
IMPORTACIONES TOTALES	692,3	100
1º China	152,8	22,1
2º Europa	73,1	10,6
3º EE.UU.	67,3	9,7

* Las exportaciones de Argentina a Japón fueron de US\$ 858 M en 2010. Se exportaron US\$ 540 M de productos primarios y US\$ 140 M de Manufacturas de Origen Agropecuario. Las importaciones desde Japón en 2010 sumaron US\$ 1.191 M.

El nivel de actividad y el comercio mundial difícilmente escapen a una recesión en Japón.

Hoy la clave es el tiempo hasta que pueda arrancar la tarea de reconstruir (la duración de la recesión).

JAPÓN ANTES Y DESPUÉS

Japón había sido una de las economías más golpeadas por la crisis mundial de 2008-9. 2011 era el año para "barajar y dar de nuevo".

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011(e)</u>
PBI %	2,4	-1,2	-5,2	2,8	1,5
Inflación	0,0	1,4	-1,4	-1,0	-0,3
Resultado fiscal (Gobierno Central, % PBIP)	-2,5	-3,6	-7,3	-7,6	-7,2
Deuda pública neta (% PBI)	81,5	94,9	111,6	120,7	129,5
Deuda pública bruta (% PBI)	187,7	194,7	217,6	225,9	234,1

Fuente: M&S Consultores en base a Consensus Forecast y FMI

Post - terremoto hay dos riesgos:

- 1º.** Se espera que la economía vuelva a caer en recesión (dos o tres trimestres) hasta que retome la recuperación a partir de las tareas de reconstrucción.
- 2º.** Las cuentas públicas: tras la crisis, el déficit fiscal se duplicó y la deuda pública explotó. Después del terremoto se estima que a la pérdida de recaudación se le sumen gastos en emergencia e inversión pública sustanciales que empeoren aun más la situación fiscal.

ARGENTINA: 2011 - 2012

HOJA DE RUTA

I. CÓMO FUNCIONA LA ECONOMÍA ARGENTINA DE CARA AL AÑO ELECTORAL

- a) LA POLÍTICA CAMBIARIA, FISCAL Y MONETARIA.
- b) LA ECONOMÍA MUNDIAL QUE VENÍA AYUDANDO
- c) LOS EMBUDOS DE TODO LO ANTERIOR: inflación y nivel de actividad

II. 2011: LA INERCIA "CONDUCE"

- a) **LA POLÍTICA:** Marco general del gobierno - A siete meses de las elecciones - Candidatos y resultado electoral
- b) **LA ECONOMÍA INERCIAL**
 - 1. Inercia **cambiaría:** fluidez, atraso y controles
 - 2. Inercia **fiscal:** déficit y "maquinita"
 - 3. Inercia **monetaria:** expansión e inflación
 - 4. Inercia **inflacionaria y del nivel de actividad:** "reactinflación"
 - 5. Inercia **mundial:** ¿inercia?

III. 2012: DOS DIAGNÓSTICOS: "INTERNACIONAL" Y OFICIAL

Diagnóstico - Trampas y problemas - Alternativas en juego - Pronóstico

III) 2012: DOS DIAGNÓSTICOS: "INTERNACIONAL" Y OFICIAL

i) DIAGNÓSTICO "INTERNACIONAL" DESPUÉS DE DOS MANDATOS

BALANCE Y PUNTO DE PARTIDA

- ▶ **Política y organizacionalmente la Argentina 2003 - 2011** no entró en la variante "populista - intervencionista" extrema de Venezuela, Bolivia y Ecuador ni tampoco optó por el rumbo más "racional y moderno" de Chile, Brasil, Uruguay, Perú y Colombia. Fue populismo intervencionista pero más dosificado.
- ▶ **Fue un período en que "el sol salió para toda Latinoamérica"**: los altos precios internacionales y la abundancia de liquidez "masificaron" el éxito económico en toda la región.
- ▶ **Económicamente, los países crecieron fuerte en estabilidad** (inflación un dígito bajo). Las excepciones fueron Venezuela estanflación y Argentina reactivación.
- ▶ **En la Argentina en particular, adicionalmente al mayor problema que es la inflación, el "éxito" vino acompañado de fuga de capitales, escasez de financiamiento, atraso tarifario, elevado conflicto institucional, etc.**

ii) DIAGNÓSTICO OFICIAL: EL "MODELO" LLEGÓ PARA QUEDARSE

a) BALANCE Y PUNTO DE PARTIDA

- ▶ Crecimiento económico "a tasas chinas" 2003 - 2010 gracias al "modelo argentino" orientado a la producción, el mercado interno, con tipo de cambio competitivo e intervención del Estado. La ayuda internacional es un elemento más pero no fundamental.
- ▶ Política económica tiene "hilo en el carretel". Llegó para quedarse y presenta horizonte hacia delante.

b) POR LO TANTO, "SIGA - SIGA"

Conyunturalmente la inercia:

- ▶ Pago de deuda con reservas, aumentos de jubilaciones y salarios, subsidios al consumo, controles de precios y de importaciones, intervenciones (caso: mercado de seguros), canastas oficiales (ejemplo: "milanesas para todos"), "acuerdos" de precios contra restricción de importaciones.

Y Estructuralmente

- ▶ El tipo de cambio continúa siendo competitivo (?). Las tarifas residenciales "baratas" son un objetivo deliberado del modelo. El pago de la deuda con reservas es conveniente y parte del desendeudamiento. Los sectores ganan plata por eso la suba de salarios es pieza distributiva del modelo. La inflación es un "problema micro" de formadores de precios y de puja distributiva por alto consumo.

c) IGUAL TODAVÍA FALTA CONSOLIDAR LOGROS Y ENCONTRAR SOLUCIONES A PROBLEMAS

- ▶ Ejemplos: reforma financiera, impuesto a la renta financiera, reforma tributaria, participación en las ganancias empresarias, Ley de Abastecimiento, Junta Nacional de Granos, retenciones móviles, cupos para exportar, etc.

MAPA DE TRAMPAS Y PROBLEMAS PARA 2012: UNA AGENDA MÍNIMA

"Trampas" macroeconómicas instaladas

- ▶ **Inflacionaria:** el gobierno reincidió en el impuesto inflacionario para financiarse
- ▶ **Cambiaria:** llega atrasado (1 a 1) sin posibilidad de deslizarlo nominalmente (iría sin escalas a mayor inflación)
- ▶ **Tarifaria:** tarifas congeladas desde 2002, con subsidios en \$65.000 M
- ▶ **Fiscal:** recomponer el superávit fiscal y el acceso al financiamiento.

La trampa madre de la macro es la inflación, que activa al resto

Problemas estructurales "nuevos" de este período

- ▶ **Oferta de alimentos:** principalmente carne. También distorsiones en los que pueden ocasionar faltantes (trigo y maíz)
- ▶ **Oferta de energía:** faltante de petróleo y gas, sistema eléctrico sin reservas
- ▶ **Previsional:** La Anses queda con una carga de gastos altísimos y elevadísimo pasivo contingente (juicios)
- ▶ **Banco Central:** "descapitalizado"

El origen de los problemas es de naturaleza organizacional e institucional de la economía, sumado a la falta de programa macroeconómico y sectorial

Problemas estructurales de antes de la actual administración

- ▶ **Crédito y mercado de capitales:** está clavado desde hace años en 11 puntos del producto. La mitad que en los '90 y muy atrás de Brasil (33%) o Chile (53%)
- ▶ **Inversión:** ronda 21% del PBI. Alcanza para que no haya descapitalización (15 puntos). No para un crecimiento sostenido
- ▶ **Riesgo País:** un país con bajo acceso al financiamiento
- ▶ **Pobreza:** con la inflación actual está consolidada cerca del 30%

PRONÓSTICO: 2012, OTRO PROGRAMA SÍ O SÍ

EL NUEVO GOBIERNO

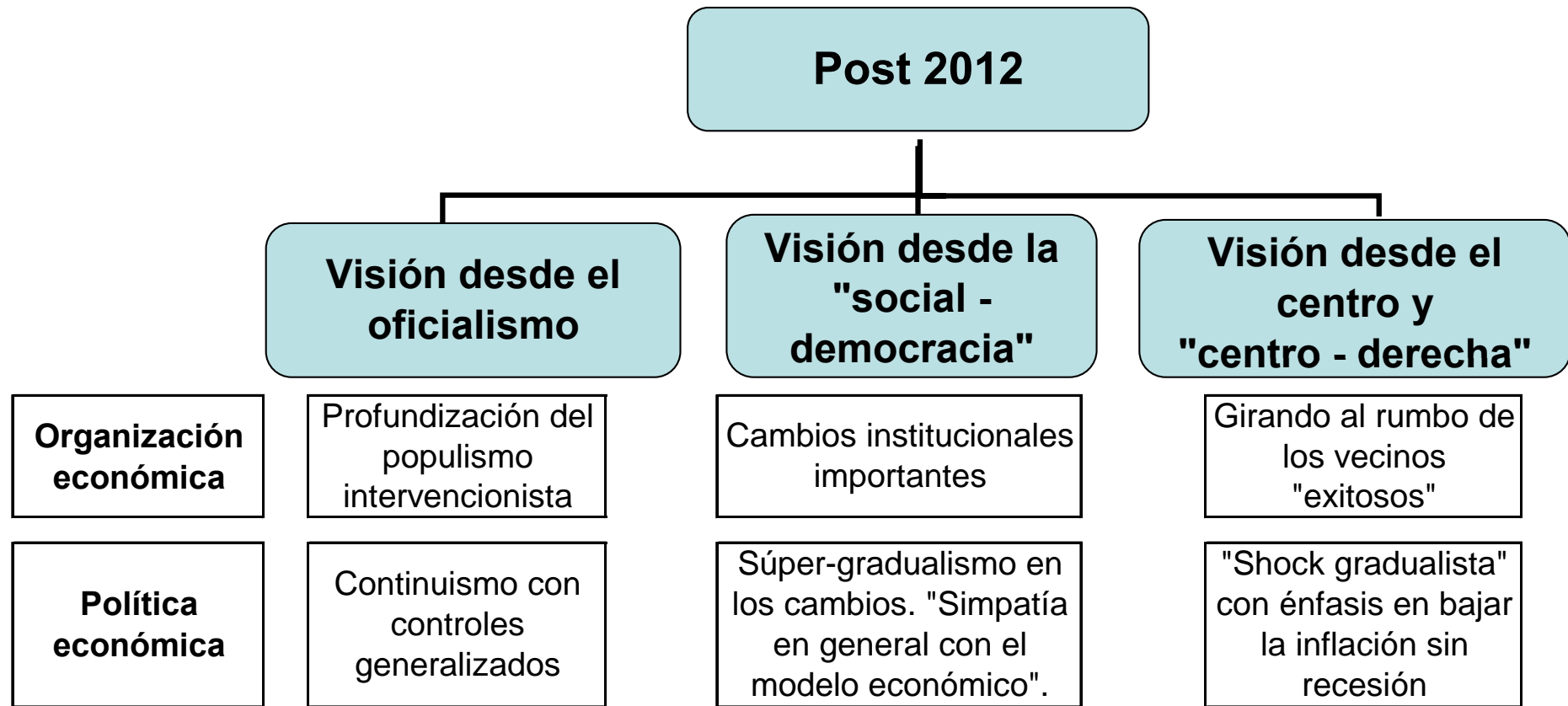
- ▶ El gobierno que asuma en 2012 **no heredará una bomba de tiempo ni incendios a apagar el primer día en términos argentinos históricos** (o sea no debutará con un "feriado bancario y cambiario"). Pero no debutar a partir de un "choque", o una "crisis", tiene igual desafíos.
- ▶ El fenómeno de la **soja**, de continuar, permite un debut 2012 más factible. **La típica restricción externa de Argentina (que no está solucionada) zafa con la soja** (a los precios y cosechas actuales).
- ▶ No obstante, **no habrá margen para un empalme automático. El statu quo no es sostenible.** Aun sin "silla eléctrica", **no hay mucho margen para tirar sin hacer nada.**

EL DESAFÍO

- ▶ **Las trampas y los problemas económicos que se heredan son manejables pero complejos.** Bajar la tasa de **inflación** de "apenas" el 25% (que no es fácil), convenciendo de las bondades de ir a un dígito y que no sea con menos empleo y actividad. Subir las **tarifas** para que de sus frutos la inversión con el paso del tiempo sin generar mejoras en lo inmediato y con impacto en el poder adquisitivo. Recuperar el **superávit fiscal y los accesos a los mercados de capitales** no para endeudarse sino para volver a ser digno de crédito. **Todo esto requiere un sostén popular difícil de enhebrar.**

Si el candidato que gana la elección insistiera con el statu quo, chocaría contra la realidad ya en algún momento de la primera mitad de su mandato. Gane quien gane, tendrá que venir con otro programa bajo el brazo.

LAS ALTERNATIVAS EN JUEGO PARA QUEBRAR LA INERCIA



Fuente: **M&S Consultores**