# Reunión

# UNIÓN INDUSTRIAL DE CÓRDOBA

## M&S Consultores

Córdoba, 26 agosto de 2008

**M&S Consultores**
25 de Mayo 555, Piso 10
(1002) Buenos Aires

Tel: (5411) 4312-1908
Fax: (5411) 4313-3834
e-mail: estudio@mysconsultores.com

# LA ECONOMÍA ARGENTINA 2008/2009
# Hoja de ruta

## I. EL MODELO ECONÓMICO CON ALGUNOS PROBLEMAS

A) Se fueron quemando etapas: hoy en la etapa III

B) Un programa económico sin colchones que fue cayendo en "trampas"

## II. EL OXIGENADOR DEL MODELO

- Oxigenación estructural y coyuntural

## III. CIMBRONAZOS SOBRE EL PROGRAMA SIN COLCHÓN Y CON INFLACIÓN

**CIMBRONAZO 1, CAMPO:** el conflicto y la "soja – dependencia"

**CIMBRONAZO 2, CHÁVEZ:** el financiamiento escaso y caro y la "Chávez – dependencia"

**CIMBRONAZO 3, SOJA** : la caída del precio internacional y la "precio – adicción"

A) Así como sube, también cae.

B) ¿Cómo es el programa sin súper – soja?

## IV. CÓMO SIGUE LA PELÍCULA

- Desenlace y gatillos

# I. EL MODELO ECONÓMICO CON ALGUNOS PROBLEMAS

## A) EN 7 AÑOS, SE FUERON QUEMANDO ETAPAS

| ETAPA I (2002 – 2005) | ETAPA II (2005 – 2007) | ETAPA III (2007 – 2008) |
|---|---|---|
| **Modelo Productivista** | **Modelo Consumista** | **Modelo sin colchones** |
| - Dólar recontra-alto | -Dólar con margen | -Dólar agotado |
| -Costo salarial barato con poder adquisitivo bajo | -Costo salarial creciente con poder adquisitivo recuperado | -Costo salarial caro con poder adquisitivo estancado |
| -Tarifas públicas congeladas, subsidios bajos, oferta de estos sectores estable | -Tarifas públicas atrasadas, subsidios altos, alimentos “pisados”, oferta estancada | -Tarifas públicas recontra-atrasadas, subsidios volando, alimentos “pisados”, oferta en caída |
| -Presión tributaria baja con gasto público bajo | -Presión tributaria récord con gasto público récord | -Presión tributaria en un techo con gasto público incontenible |
| **REBOTE SIN INFLACIÓN** | **REACTIVACIÓN CON INFLACIÓN** | **INFLACIÓN: ¿ABORTA CONSUMO Y REACTIVACIÓN?** |

# B) UN PROGRAMA ECONÓMICO QUE SE COMIÓ LOS COLCHONES Y QUE VA CAYENDO EN TRAMPAS

## La inflación al 25%: principal comedor de colchones

### Una escalera ascendente

*Inflación % anual*

| 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| 41 | 3,7 | 6,1 | 12,3 | 9,8 | 20,1 |

### Aceleración

*Inflación % anual*

| I trim 07 | IV trim 07 | I trim 08 | jul-08 |
|---|---|---|---|
| 11,1 | 20,1 | 22,8 | 27,2 |

**En 2008, la inflación superó el umbral del 20% anual**

### Alimentos y resto

| *Inflación % anual* | Peso en el índice | I trim 08 | jul-08 |
|---|---|---|---|
| **Alimentos** | 36% | **35,5** | **41,0** |
| **Resto** | 64% | **17,0** | **20,7** |

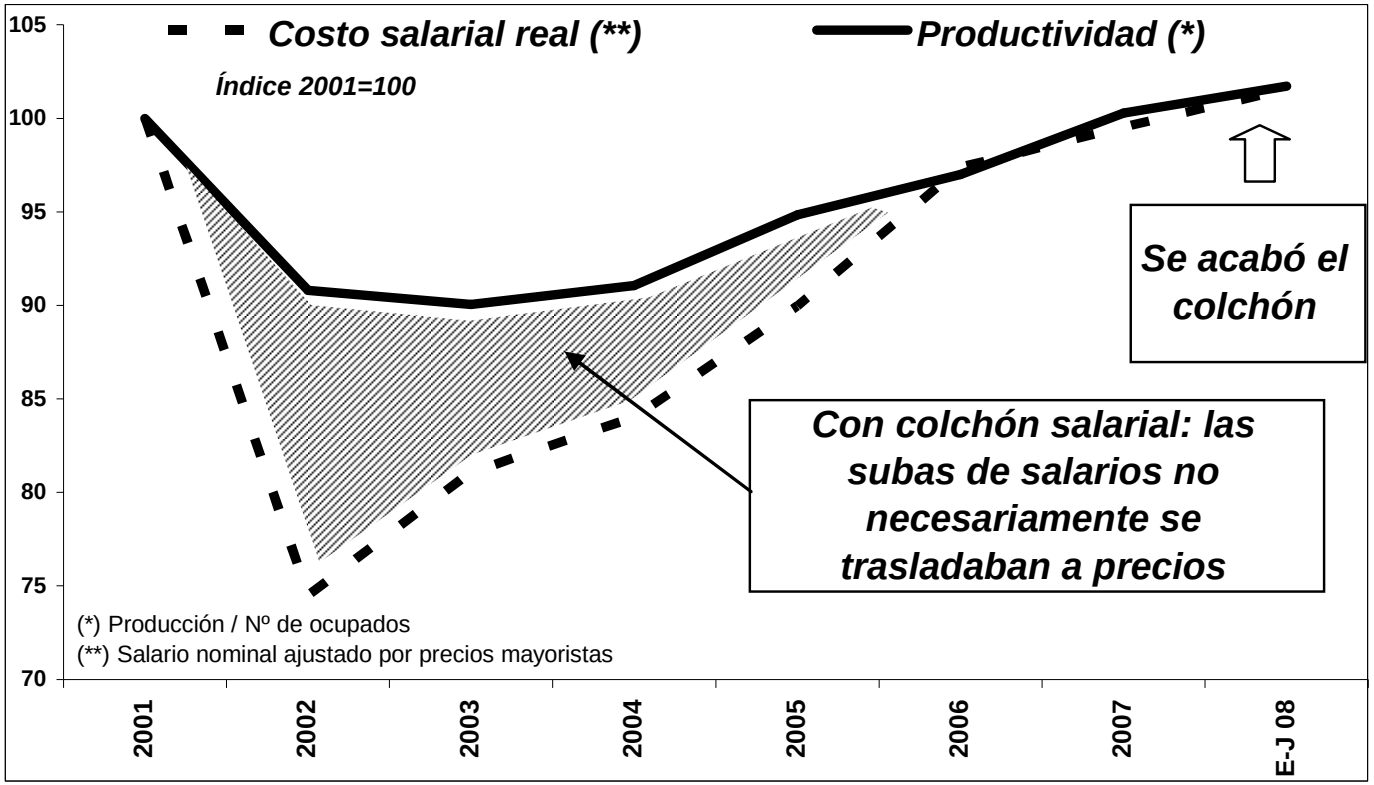
**Fue clave el envión de los alimentos** (pero el resto también sube casi 20)

**A partir de 2007 los datos corresponden al Índice de precios M&S**

# SE ACABÓ EL COLCHÓN SALARIAL

## Cómo se consumió el colchón salarial por el lado de los costos empresarios

| *En var. %* | Colchón 2002 | | | | Acumulado 2003-2007 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Salario *(a)* | Precios de las empresas *(b)* | Productividad *(c)* | **Aumento de colchón** *(b+c-a)* | Salario *(a)* | Precios de las empresas *(b)* | Productividad *(c)* | **Aumento de colchón** *(b+c-a)* |
| ***Total economía*** | *5,0* | *80,0* | *-10,0* | ***65,0*** | *130,0* | *60,0* | *10,0* | ***-60,0*** |




**En 2008, las subas de salarios se trasladarían en mayor medida a precios**

**A las puertas de una carrera precios - salarios**

# SE ACABÓ EL COLCHÓN JUBILATORIO

| En $ | Cuánto cobraron por mes (promedio) | | % de aumento | | IPC | Alimentos y bebidas |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Jubilación mínima | Jubilación promedio | Mínima | Promedio | | |
| 2005 | 371 | 571 | 32,5 | 24,7 | **12,3** | **15,7** |
| 2006 | 476 | 647 | 28,3 | 13,3 | **9,8** | **10,5** |
| 2007 | 599 | 754 | 25,8 | 16,5 | **20,1** | **31,9** |
| 2008 (1) | 713 | 884 | 19,0 | 17,2 | **25 / 30** | **38,0** |

(1) Incluyendo los aumentos de 7,5% en marzo y junio para todos los jubilados.

- **2008 será el segundo año donde la jubilación promedio va a perder contra los precios. Ya pasó en 2007.**
- Puede venir antes de fin de año un **aumento de suma fija** para descomprimir la situación. De todas maneras el promedio anual cobrado cambia poco. **Los jubilados pierden contra la inflación este año.**
- **La movilidad es un tema para 2009**

# SE ACABÓ EL COLCHÓN CAMBIARIO

## TIPO DE CAMBIO REAL

**Índice base: precios de diciembre de 2001 = 1**

| | DEL TURISTA[1] (IPC) | DE LA INDUSTRIA[2] Ajustado por costos internos | DE LA INDUSTRIA[2] Ayudado por la inflación de EE.UU. | CON BRASIL[3] | EURO VS. DÓLAR | DEL AGRO[5] Ajustado por costos internos | DEL AGRO[5] Ayudado por la precios internacionales |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| dic-01 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| dic-02 | 2,6 | 1,8 | 1,9 | 1,4 | 1,1 | 1,2 | 1,7 |
| dic-03 | 2,1 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,4 | 1,1 | 2,0 |
| dic-04 | 2,1 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,5 | 1,0 | 1,5 |
| dic-05 | 1,9 | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 1,3 | 1,0 | 1,4 |
| dic-06 | 1,8 | 1,2 | 1,4 | 2,0 | 1,5 | 0,9 | 1,6 |
| dic-07 | 1,6 | 1,1 | 1,3 | 2,4 | 1,6 | 0,7 | 2,3 |
| Simulación Dic-08 | 1,4 | 0,9 | 1,2 | 2,2 | 1,6 | 0,6 | 1,7 |

**(1):** Tipo de cambio $ / US$ deflactado por el cociente entre la inflación consumidor local y la de EE.UU.
**(2):** Tipo de cambio $ / US$ deflactado por costos industriales
**(3):** Tipo de cambio real bilateral de Argentina con Brasil deflactado por precios mayoristas
**(5):** Tipo de cambio $ / US$ neto de retención deflactado por costos de producción

Proxy costos industriales = 1/3 salarios + 1/3 insumos + 1/3 energía
Proxy costos de producción de soja = 1/3 precios mayoristas + 1/3 precios consumidor+ 1/3 insumos

Nota: Para 2007 y 2008 se utiliza el IPC de M&S Consultores

**La suba de los costos internos se comió el colchón de competitividad cambiaria "armado" en 2002. No se nota tanto todavía por el dólar débil en el mundo y los súper precios internacionales del campo**

# DE LA PÉRDIDA DE COLCHÓN CAMBIARIO A IMPORTACIONES RÉCORD

| | Importaciones | |
|---|---|---|
| | *En millones de US$ corrientes* | *En % del PBI nominal* |
| 1996 | 23.762 | 8,7 |
| 1997 | 30.450 | 10,4 |
| 1998 | 31.404 | 10,5 |
| 1999 | 25.508 | 9,0 |
| 2000 | 25.243 | 8,9 |
| 2001 | 20.321 | 7,6 |
| 2002 | 8.990 | 9,2 |
| 2003 | 13.842 | 10,9 |
| 2004 | 22.445 | 14,8 |
| 2005 | 28.687 | 15,8 |
| 2006 | 34.151 | 16,1 |
| 2007 | 44.781 | 17,3 |
| 2008 ( e) | 62.000 | 19,2 |

**Record noventista**

**Hoy**

# EL VELO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES "ENGAÑA" LA PÉRDIDA DE COLCHÓN CAMBIARIO

## Cuando se corre el velo de los precios, el déficit comercial se parece al de 1998

**Superávit comercial en volúmenes**

| En % | 1998 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 (e) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Exportaciones / PBI* | 10,7 | 14,1 | 13,7 | 13,6 | 14,1 | 14,0 | 14,0 | 14,0 |
| Importaciones / PBI* | 13,5 | 6,3 | 8,0 | 10,2 | 11,3 | 12,0 | 13,3 | 16,0 |
| Saldo anterior / PBI* | -2,8 | 7,8 | 5,7 | 3,4 | 2,8 | 2,0 | 0,7 | -2,0 |

(*): En volúmenes

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

# SE ACABÓ EL "COLCHÓN" TARIFARIO Y DE PRECIOS ATRASADOS

## El "stock" de atraso y ahora el nuevo "flujo" de 25% por año lleva la situación a un punto tope

| | Transporte<br>Colectivos, trenes y subtes | Energía<br>Gas y electricidad residenciales | | Combustibles<br>Ej. Nafta super | Alimentos<br>Carne, lácteos, pan |
|---|---|---|---|---|---|
| **Brecha de precios** | **Boleto mínimo de colectivo urbano (US$ /Ctvos)** | **Gas residencial (US$/m$^{3)}$** | **Electricidad residencial (milésimos de US$/kwh$^{)}$** | **Nafta super (US$/litro)** | **Carne (US$/kilo)** |
| | Argentina: 0,24<br>Uruguay: 0,60<br>Brasil: 1,10 | Argentina: 0,1<br>Brasil: 2,0<br>Chile: 1,10 | Argentina: 26<br>Brasil: 116<br>Chile: 159 | Argentina: 0,90<br>Brasil: 1,42<br>Chile: 1,20 | Argentina: 3,2<br>Uruguay: 6,4<br>Brasil: 4,5 |
| **Aumento necesario para ponerse al día** | **150%** | **400%** | | **40%** | **50%** |

**Con inflación piso a 25 / 30% por año el atraso de precios y tarifas empieza a incubar "ollas a presión"**

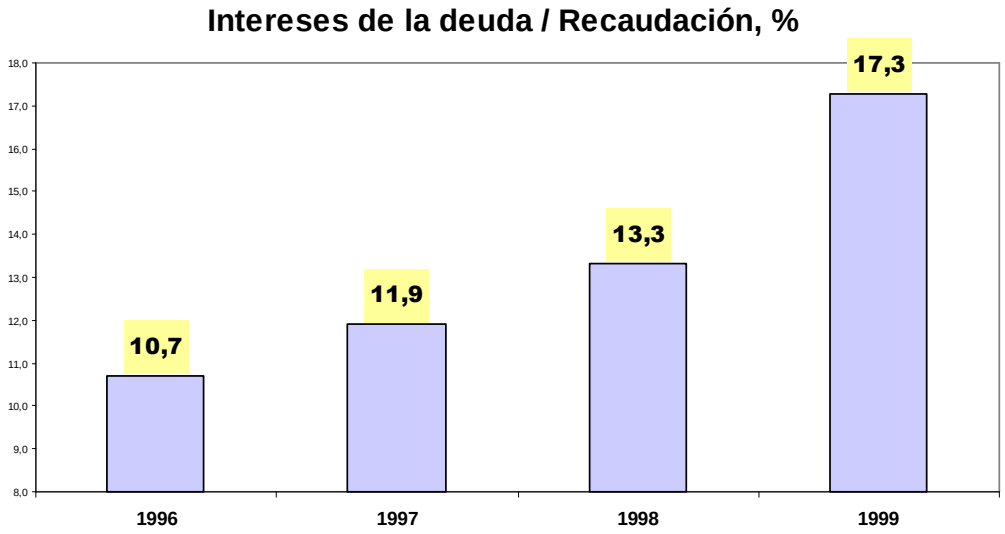
# DE PÉRDIDA DE COLCHÓN TARIFARIO A TAXI IMPARABLE DE SUBSIDIOS

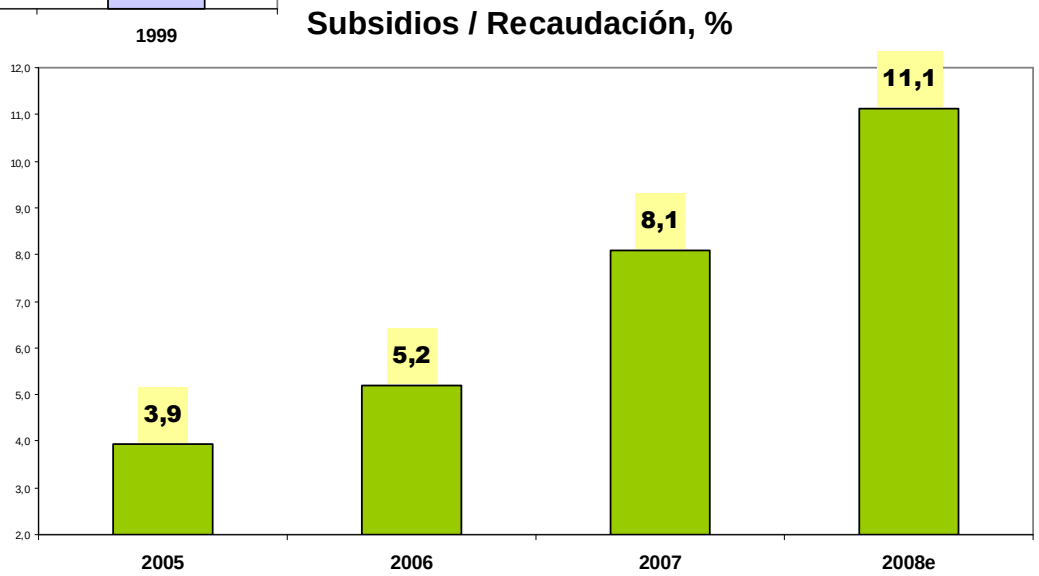
| *Millones de $* | 2005 | 2006 | 2007 | 2008e | Var. % anual 2007 / 2008e |
|---|---|---|---|---|---|
| **Sector energético** | **3.036** | **5.119** | **9.293** | **16.000** | ***72,2*** |
| Cammesa | 1.471 | 1.953 | 5.128 | | |
| F. Fiduciario Transporte Eléctrico | 445 | 589 | 1.146 | | |
| Enarsa | 50 | 386 | 734 | | |
| Otros | 1.070 | 2.191 | 2.285 | | |
| **Transporte** | **917** | **1.876** | **4.219** | **6.000** | ***42,2*** |
| Colectivos | 0 | 464 | 1.864 | | |
| Trenes y subtes | 0 | 1.375 | 2.307 | | |
| Otros | 917 | 37 | 48 | | |
| **Empresas públicas** | **352** | **432** | **522** | **1.000** | ***91,6*** |
| AySA | 0 | 175 | 216 | | |
| ¿Aerolíneas Argentinas? | 0 | 0 | 0 | | |
| Otras | 352 | 257 | 306 | | |
| **Alimentos e industria** | **383** | **372** | **2.090** | **4.000** | ***91,4*** |
| Sector agroalimentario | 0 | 0 | 1.181 | | |
| Sector industrial | 248 | 149 | 580 | | |
| Otros | 136 | 223 | 329 | | |
| **Total** | **4.688** | **7.799** | **16.123** | **26 / 30.000** | ***60 - 80*** |

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

**Los subsidios son cada vez más generalizados mientras que la suba de la presión tributaria para financiarlos está cada vez más focalizada (en 2007 Anses, en 2008 a pura retenciones)**

# EL TAXI DE LOS SUBSIDIOS VERSUS EL TAXI DE LOS INTERESES DE LA DEUDA EN LOS ´90




**El taxi de los intereses llevó al default. El taxi de los subsidios puede llevar a un tarifazo cuando falte caja.**

# SE ACABÓ EL COLCHÓN DE LA ENERGÍA
## (la oferta de los sectores "intervenidos" está estancada y no alcanza)

### Evolución de la producción

| | Petróleo<br>Miles de m3 | Gas<br>Mill de m3 | Electricidad<br>MW | Carne<br>Miles de ton. Res | Trigo<br>Millones de ton. |
|---|---|---|---|---|---|
| 2000 | 44.762 | 44.815 | 16.500 | 2.718 | 15,3 |
| 2001 | 45.366 | 45.916 | 17.500 | 2.461 | 15,9 |
| 2002 | 43.864 | 45.770 | 17.500 | 2.493 | 15,3 |
| 2003 | 42.965 | 50.576 | 18.000 | 2.622 | 12,3 |
| 2004 | 40.276 | 51.981 | 18.000 | 3.024 | 14,6 |
| 2005 | 38.560 | 51.164 | 18.000 | 3.132 | 16,0 |
| 2006 | 38.257 | 51.779 | 18.000 | 3.030 | 12,6 |
| 2007 | 37.300 | 51.007 | 18.000 | 3.219 | 14,6 |
| 2008 (e) | 36.500 | 51.000 | 18.500 | 3.200 | 15,4 |
| 2009 (e) | 36.000 | 50.000 | 18.500 | 3.000 | 12,5 |

Fuente: **M&S Consultores** en base a SAGPyA y Secretaría de Energía

**Los subsidios alimentan la demanda a corto plazo sin promover aumentos de la oferta a mediano plazo.**

**Aumento de tarifas igual a la inflación: ¿callejón sin salida para la inversión?**

# SE ACABÓ EL COLCHÓN FINANCIERO QUE DEJÓ EL PERÍODO DE GRACIA DEL CANJE

## El financiamiento del sector público pasa a ser un problema en serio

| | 2008 (1) | 2009 |
|---|---|---|
| | Mill de US$ | Mill de US$ |
| PAGOS A REALIZAR (2) | 15.750 | 20.500 |
| Financiamiento (3) | 11.100 | 11.500 |
| Resto a financiar (4) | 4.650 | 9.000 |

Fuente: **M&S consultores**

(1) Situación previa a salir a los mercados de deuda
(2) Excluye recompra directa de Bonos a la Anses
(3) Superávit fiscal + BCRA + Letras intra sector público
(4) Con colocaciones de deuda o saldos de caja

**En 2008, viene siendo muy engorroso y tensionante cerrar la caja**

**En 2009 hay que pagar el doble que este año.**

**Sin mercado, sin plata en las cuentas del Tesoro, con ley de Solidaridad Previsional, todo tiene que salir del superávit.**

**¿Venezuela, el BCRA, las AFJP?**

# LA EXPLOSIÓN DEL GASTO PÚBLICO: UN "TAPADOR" DE LA PÉRDIDA DE COLCHONES

**El gasto primario vuela y "tapa todo"**

| | *En miles de US$ corrientes* | *En % del PBI nominal* |
|---|---|---|
| 1996 | 34,0 | 12,5 |
| 1997 | 38,7 | 13,2 |
| 1998 | 38,8 | 13,0 |
| 1999 | 39,4 | 13,9 |
| 2000 | 37,9 | 13,3 |
| 2001 | 36,6 | 13,6 |
| 2002 | 12,9 | 13,1 |
| 2003 | 16,9 | 13,4 |
| 2004 | 20,8 | 13,7 |
| 2005 | 25,4 | 14,0 |
| 2006 | 30,8 | 14,6 |
| 2007 | 44,1 | 17,0 |
| 2008 ( e) | 60,0 | 19,0 |

**Record noventista**

**Hoy**

# EXPLOSIÓN DE GASTO PÚBLICO: EN QUÉ SE VA

| | En % del PBI* | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1998 | 2002 | 2005 | **2008e** | Contra pico Menem | Contra promedio primer mandato |
| **Gasto primario total** | **13,0** | **13,1** | **14,0** | **19,0** | **6,0** | **5,0** |
| Jubilaciones y sueldos | 8,5 | 7,9 | 7,2 | 9,5 | 1,0 | 2,3 |
| Subsidios | 2,0 | 2,8 | 2,8 | 4,5 | 2,5 | 1,7 |
| Para contener precios | 0,0 | 0,0 | 0,9 | 3,0 | 3,0 | 2,1 |
| Sociales | 2,0 | 2,8 | 1,9 | 1,5 | -0,5 | -0,4 |
| Obra pública | 0,9 | 0,4 | 1,7 | 2,3 | 1,4 | 0,6 |
| Administración Nacional | 0,4 | 0,1 | 0,9 | 1,6 | 1,2 | 0,6 |
| Provincias | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,7 | 0,2 | |
| Resto | 1,6 | 2,1 | 2,3 | 2,7 | 1,1 | 0,4 |

## DOS ETAPAS: MINI Y SUPER SALTOS

- **2002 - 2005**: **Mini-salto**, explicado 100% por la obra pública
- **2006 - 2007**: **Súper-salto**, explicado por jubilaciones
- **2008: Súper - salto,** explicado por subsidios

***Hechos salientes:***

- ✓ Jubilaciones y sueldos pueden llegar por primera vez a 10 puntos del PBI
- ✓ Obra pública muy concentrada en la Administración Nacional. Provincias "pisadas".
- ✓ Subsidios para contener precios ya superan a la obra pública.

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda
(*) El PBI utilizado está corregido por el Indice de Precios M&S

# LA PARADOJA
# El gasto en los tres segmentos que cada vez sube más cada vez alcanza menos

**GASTO PÚBLICO:**
**US$ 60.000 M (18.4% del PBI)**

**PERO...**

**LAS JUBILACIONES SE ATRASAN CONTRA LA INFLACIÓN**

| | Aumento anual (%): Jubilación promedio | Aumento anual (%): Inflación (Indice M&S) |
|---|---|---|
| **2007** | 16,5 | 20,1 |
| **2008e** | 17,2 | 26 / 28 |

**14 puntos de atraso en 2 años**

**LA OBRA PÚBLICA NO SE PAGA EN TIEMPO Y FORMA (ahorra CAJA)**

*Promedios mensuales, mill. $*

| | Obra pública: Total | Obra pública: Nación | Obra pública: Provincias |
|---|---|---|---|
| **2007** | **1.659** | **1.079** | **579** |
| *Var. anual* | *+31%* | *+44%* | *+12%* |
| **2008** | | | |
| **Enero-Febr.** | **1.946** | 1.238 | 708 |
| *Var. anual* | *+39%* | *+65%* | *+9%* |
| **Marzo-Junio** | **1.659** | 1.112 | 548 |
| *Var. anual* | ***+8%*** | ***+15%*** | ***-3%*** |

**Pisada con envíos negativos a las provincias**

**LOS SUBSIDIOS PARA CONTENER LOS PRECIOS EXPLOTAN PERO NO ALCANZAN**

*Mill. $*

| | Subsidios para contener precios |
|---|---|
| 2005 | 4.688 |
| 2006 | 7.799 |
| 2007 | 16.123 |
| 2008e | 26.000 / 30.000 |

**Las empresas piden más, hay mini - ajustes tarifarios que arreglan poco y nada, la oferta de estos sectores no crece.**

**Se multiplicó por 7 en 3 años**

# SIN COLCHONES, EL PROGRAMA ECONÓMICO EMPIEZA A CAER EN TRAMPAS DE LAS QUE NO ES FÁCIL SALIR Y QUE LA EXPLOSIÓN DEL GASTO VIENE TAPANDO EN ALGUNOS CASOS

## TRAMPAS EN LAS QUE CAYÓ EL PROGRAMA Y QUE REQUIERE DISEÑO Y REENCAUZAMIENTO MACROECONÓMICO

**SALARIAL** por el poder adquisitivo

**JUBILATORIA** por el atraso de los haberes

**CAMBIARIA** por la pérdida de competitividad

**TARIFARIA** por precios super atrasados

**FINANCIERA** por mercados cerrados

**Salario real privado formal**

Índice base dic-01 = 100

| | |
|---|---|
| dic-01 | 100,0 |
| dic-06 | 117,0 |
| dic-07 | 117,6 |
| mar-08 | 112,2 |
| jul-08 | 111,0 |

**Jubilación promedio* deflactados por IPC**

Índice base dic-01 = 100

| | |
|---|---|
| dic-01 | 100,0 |
| dic-06 | 92,8 |
| dic-07 | 95,7 |
| mar-08 | 89,6 |
| jul-08 | 89,0 |

**Dólar industrial ajustado por costos**

Índice base dic-01 = 100

| | |
|---|---|
| dic-01 | 100,0 |
| dic-06 | 120,8 |
| dic-07 | 105,3 |
| mar-08 | 100,8 |
| jul-08 | 92 |

**Tarifa eléctrica residencial deflactada por IPC**

Índice base dic-01 = 100

| | |
|---|---|
| dic-01 | 100,0 |
| dic-06 | 52,3 |
| dic-07 | 43,5 |
| mar-08 | 40,8 |
| jul-08 | 42 |

**Riesgo país**

Púntos básicos

| | |
|---|---|
| dic-01 | 4000,0 |
| dic-06 | 280 |
| dic-07 | 690 |
| may-08 | 920 |
| jul-08 | 1150 |

* Está previsto un aumento de 7% para agosto

**¿Mínimo no imponible, tablita Machinea, aumento del salario mínimo?. Alcanzaría sólo para empatar la inflación (si no se acelera)**

**¿Movilidad al Congreso y $200 por única vez? En 2008 pierden. A partir de 2009 el proyecto de movilidad los puede "entrampar" otra vez.**

**?**

**Mini actualizaciones sin impacto en el nivel de subsidios.**

**Financiamiento de cabotaje con Venezuela caro.**

Fuente: M&S Consultores en base a Indec, Min de Economía

# II. EL OXIGENADOR DEL MODELO CON PROBLEMAS

## Estructuralmente, el oxigenador le programa han sido los términos de intercambio súper – ventajosos…

**A términos de intercambio altos, ciclos de actividad positivos. Y viceversa.**

1993 = 100

| | Nivel de los términos de intercambio* | | Nivel de actividad<br>Variación % anual | |
|---|---|---|---|---|
| **Promedio histórico 1960 - 2008 (e)** | 109 | | 3 | |
| **A precios altos, crecimiento alto** | | | | |
| 1964-1968 | 117 | **> 109** | 5,5 | **> 3** |
| 1971-1974 | 131 | | 4 | |
| 1979-1980 | 115 | | 4 | |
| 2003-2008 (e) | 125 | | 8,5 | |
| **A precios bajos, crecimiento nulo o negativo** | | | | |
| 1975-1976 | 98 | **< 109** | -0,5 | **< 3** |
| 1987-1988 | 89 | | 0,3 | |
| 1999-2002 | 100 | | -5,5 | |

* Precios de exportación / Precios de importación

# SABIENDO QUE: el oxígeno es (P) x (Q).
# Precios internacionales y cosechas espectaculares (por ahora, más allá de las volatilidades)

## Es (P):suben los precios

**Oxigenación estructural**

***(se revirtió la caída 1998 – 2002)***

**Oxigenación coyuntural**
***(impresionante salto en los primeros seis meses de Cristina)***

**Precios internacionales**
US$ / Ton. - FOB puertos argentinos

| | Soja | Trigo | Maíz |
|---|---|---|---|
| Promedio histórico | 230 | 150 | 116 |
| Pico Menem | 316 | 285 | 200 |
| Piso De la Rúa | 153 | 130 | 100 |
| Arranque Kirchner | 225 | 160 | 105 |
| 2004 - 2006 | 244 | 148 | 107 |
| oct-07 | 350 | 169 | 274 |
| Dic-07 Arranque Cristina Fernández | 440 | 295 | 159 |
| Promedio ene - may 2008 | 484 | 350 | 215 |
| Junio | 531 | 356 | 260 |
| Julio | 549 | 356 | 262 |
| Pico junio - julio | 588 | 365 | 270 |
| Hoy | 495 | 300 | 235 |

## Y es (Q): sube la cosecha

**Evolución de la cosecha**

| Millones de toneladas | Total |
|---|---|
| 1997 | 47,9 |
| 2002 | 63,8 |
| 2008 (e) | 88,1 |

| Complejo Soja | Valor de producción (en US$M) *P x Q* |
|---|---|
| 1997 | 3.353 |
| 2001 | 4.499 |
| 2007 | 15.361 |
| 2008 e | 24.000 |

**8 veces más**

**No es un blindaje pero es raro que la Argentina derrape feo en un contexto así.**

# COYUNTURALMENTE, LA OXIGENACIÓN SALVÓ A C. FERNÁNDEZ DE LA TAREA "SUCIA" DE ASUMIR Y AJUSTAR EL PROGRAMA

## EL DESAJUSTE FISCAL HEREDADO

### 1. Performance 2007: estaba en un camino. INSOSTENIBLE

| | 2007 | |
|---|---|---|
| | Realizado | Var. % anual |
| Ingresos | 156.211 | *32%* |
| Gasto primario | 138.355 | *45%* |
| **Resultado primario** | **17.856** | ***-23%*** |
| Intereses | 16.423 | |

El aumento del gasto superaba con creces el crecimiento de los ingresos

**El resultado primario apenas alcanzaba para cubrir los intereses de la deuda**

### 2. Para 2008: el ajuste mínimo REQUERÍA subir un punto el superávit primario

| | Mill. $ | % PBI |
|---|---|---|
| Superávit 2007: | 17.856 | 2,2% |
| **Superávit 2008:** | **32.000** | **3,2%** |
| **Mejora:** | **14.000** | |

**<u>El ajuste que venía:</u>**
Con **retenciones a la soja en 27,5%**, precios internacionales buenos (soja en US$ 350, petróleo en US$ 80) y el resto de la recaudación creciendo al 25%, para conseguir los $14.000 M iba a haber que **subir el gasto primario sólo 15/20%**

### 3. La súper-soja HIZO LA TAREA SUCIA "sin que nadie se queje"

- **Retenciones con alícuota de 27,5% y soja a US$ 350:** **20.000**
- **Retenciones con alícuota de 35% y soja a US$ 500:** **38.000**

**+ 18.000 M**
de ingresos adicionales

**La súper - soja evitó una desacelerada "dolorosa" del gasto .**

# EL DESAJUSTE EXTERNO HEREDADO

## 1. Performance 2007: las importaciones iban rápido y se aceleraron sobre el segundo semestre. INSOSTENIBLE

| Cifras en millones de US$ | 2007 | Variación % |
|---|---|---|
| **Exportaciones** | **55.933** | 20,4 |
| **Importaciones** | **44.781** | 31,1 |
| *1º Semestre* | | *24,5* |
| *2º Semestre* | | *40,0* |
| **Superávit comercial** | **11.152** | |

## 2. Para 2008: se iba inercialmente a déficit comercial. REQUERÍA un replanteo del programa

| | |
|---|---|
| Exportaciones con precios buenos, parecidos a 2007 | 60.000 |
| Importaciones lanzadas al 40% | 62.000 |
| Se iba "inercialmente" a déficit comercial | -2.000 |

Complejo soja:
**+ US$ 8.000 M**
Otras materias primas:
**+ US$ 5.000 M**

## 3. La súper-soja HIZO LA TAREA SUCIA y dio vuelta la historia

| | |
|---|---|
| Exportaciones con super- precios | 73.000 |
| Importaciones lanzadas al 40% | 62.000 |
| Se regeneró el superávit comercial | 11.000 |

**La súper soja evitó un ajuste en el sector externo y la descompresión del superávit comercial.**

# III. CIMBRONAZOS SOBRE EL PROGRAMA SIN COLCHÓN Y CON INFLACIÓN

| CIMBRONAZO 1 | CIMBRONAZO 2 | CIMBRONAZO 3 |
|---|---|---|
| CONFLICTO CON EL CAMPO | TENSIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA | CAYÓ PARTE DE LO QUE SUBIÓ EL PRECIO DE LA SOJA |
| **Trabó liquidez** | **Trabó, financiamiento** | **Puede trabar divisas y recaudación** |
| **Blanqueó la "Soja – dependencia"** | **Blanqueó la "Chávez - dependencia"** | **Blanqueó la "Precio - adicción"** |

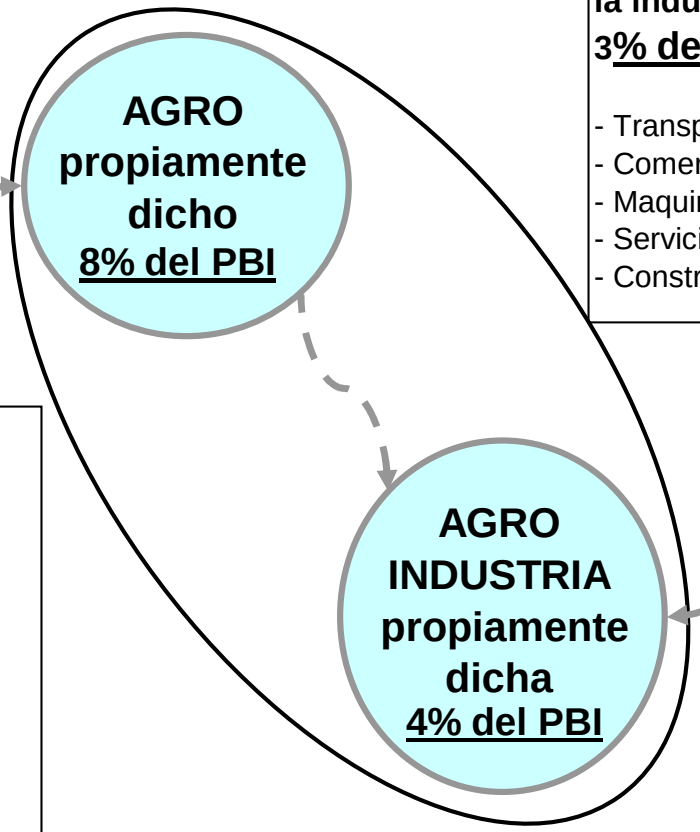
- Tres enfermedades endémicas.
- **Cuando afloja la liquidación de divisas, falta caja o cae el precio de la soja, se blanquea que el programa necesita un tratamiento para reencauzar pero además para darle sostenibilidad a programa y hacerlo menos vulnerable.**

# CIMBRONAZO 1, CAMPO:
# EL CONFLICTO Y LA "SOJA – DEPENDENCIA"
## El derrame del campo sobre la economía ha sido decisivo (efecto económico)

### EL CAMPO MUEVE (EXPORTANDO, INVIRTIENDO, CONSUMIENDO Y PAGANDO IMPUESTOS) 20% DE LA ECONOMÍA

**Red de proveedores que arrastra la industria aceitera:**
**3% del PBI**

- Transporte
- Comercio
- Maquinaria
- Servicios financieros y profesionales
- Construcción




**Red de proveedores que arrastra la soja :**
**5% del PBI**

- Agroquímicos
- Maquinaria
- Combustibles
- Transporte
- Comercio
- Servicios financieros y profesionales
- Construcción

# DENTRO DEL CAMPO, EL DERRAME DE LA SOJA ES CLAVE

Cada tonelada de producción de soja vale hoy 470 dólares
A un tipo de cambio de $/US$ 3,05, son $/Tn 1.342

La cosecha fue de 46,5 millones de toneladas: o sea, $62,4 MM
*(46,5 M de ton. * $ 1.342 )*

**Se exportan $ 14,5 MM**
**Directamente grano**

Se pagan $ 5 MM de retenciones

**Se industrializan $ 48 MM**
*(y se agrega valor por $ 5 MM)*

Se exportan $ 52 MM
En aceites y harinas

Se pagan $16,5 MM de retenciones

Se comercializan el mercado interno $1 MM

**El ingreso neto de retenciones ($14,5 MM - $5 MM) arrastra en el camino $7 MM de mayor facturación de los proveedores**

**El ingreso neto de retenciones ($52 MM + $1 MM- $16,5 MM) arrastra en el camino $30 MM de mayor facturación de los proveedores**

**O SEA, LA SOJA SOLA MUEVE:**

**Alrededor de $104,5 MM**
- ⇨ *Empuje directo: $ 46 MM*
- ⇨ *Derrame al resto: $ 37 MM*
- ⇨ ***Pago de retenciones: $ 21,5 MM***

**Y el campo en total mueve $ 150 M**

**(14% del PBI sobre el 20% que mueve el campo)**
**Carne 4%**
**Cereales 2%**

**Sobre un total de $38.000 M**

# Los dólares de la soja son indispensables para la liquidez del programa económico (efecto financiero y de liquidez)

## El superávit comercial sigue pero es a pura soja

| Superávit comercial por sectores<br>En millones de US$ | 2008 |
|---|---|
| Complejo soja | 22.000 |
| Resto | -11.000 |
| **Superávit comercial total** | **11.000** |

En este modelo, la única fuente de divisas es el superávit comercial.

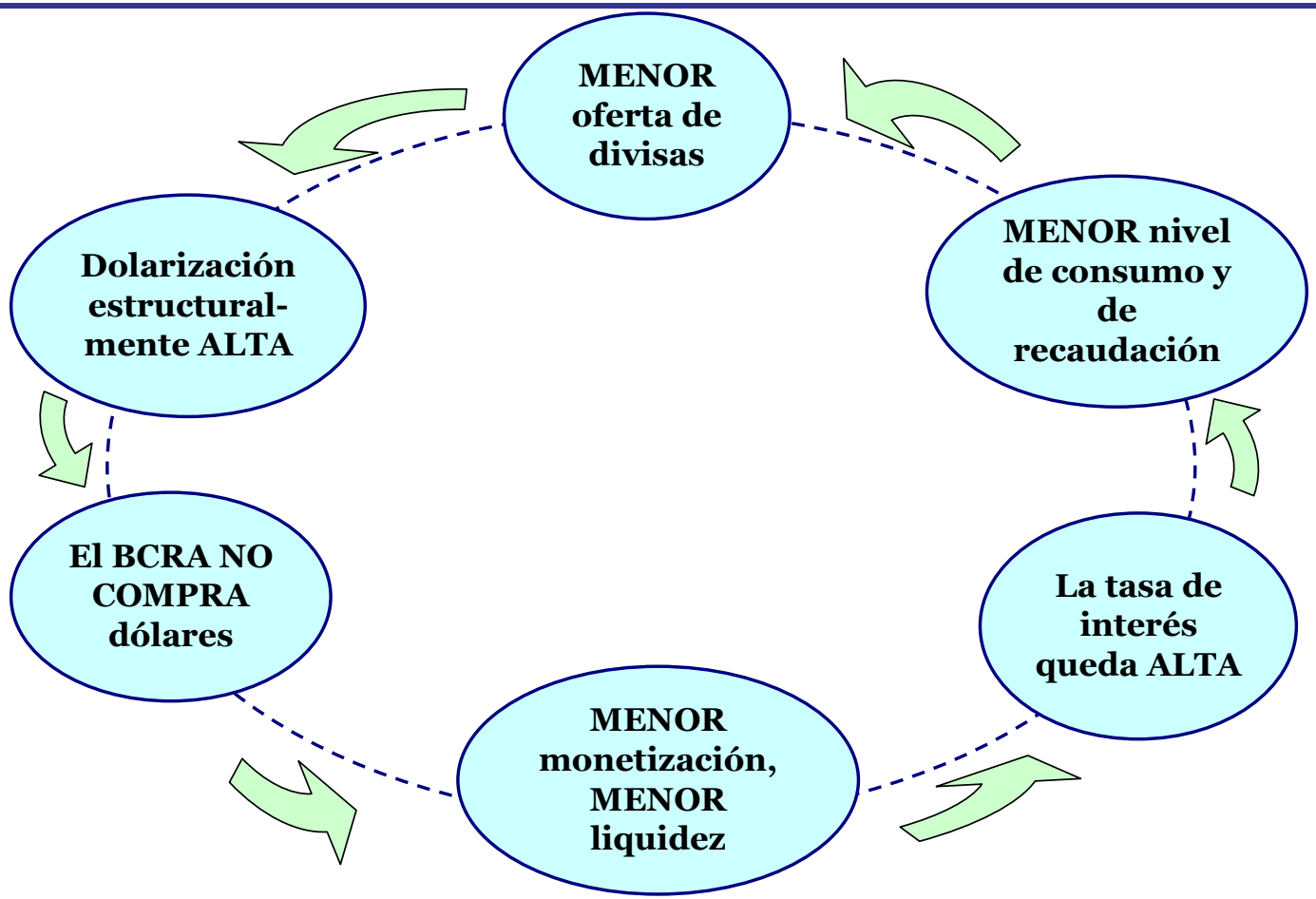
No hay ingreso de capitales ni inversión directa.

Sin superávit comercial el Banco Central no compra dólares. Si no compra no emite pesos, no inyecta liquidez y se traba el consumo y la actividad.

## CONSECUENCIA DEL CONFLICTO CON EL CAMPO

**De oxigenador del programa a trabazón en el nivel de actividad**

La decisión "chacarera", muy importante para la macro de corto plazo en dos variables claves: liquidez y dolarización




**El conflicto blanqueó trampas y colchones.**
**Y un hecho económico clave: el campo es el grifo que abre o cierra la liquidez de la economía**

# EL NO DEL CONGRESO HABÍA ABIERTO LA PUERTA A UN PROCESO DE RECUPERACIÓN DE LIQUIDEZ. TODAVÍA LEJOS DE UNA "NORMALIZACIÓN"

## Volvieron dólares del campo pero la gente todavía quiere dólares

| *Promedio por mes* | CONFLICTO<br>Abril - junio<br>Ilíquidos | POST - COBOS<br>Julio (e) | <br>Agosto (e) | |
|---|---|---|---|---|
| Oferta de dólares comerciales | US$ 1.950 | US$ 2.400 | US$ 2.000 | MEJORÓ |
| Dolarización de portafolios | US$ 2.700 | US$ 2.000 | US$ 1.800 | SIGUE FUERTE |
| BCRA | Vendió<br>US$ 900 | Volvió a comprar<br>US$ 803 | US$ 500 | |
| | Retiró de la calle<br>$ 2.870 | Restituye<br>$ 2.426 | $ .1.500 | |
| Inyectó vía LEBAC | $ 2.700 | $ 1.164 | $ .1.400 | |
| Pero los depósitos | **Cayeron** $ 2.400 | Suben alrededor de<br>**$3.300** | | |
| el crédito | **Se desaceleró** | **Se estancó** | | |
| la tasa de interés | **Subió fuerte** | **Bajó un poco** | | |

**No asegurada la liquidez, no se aleja el fantasma de la desaceleración. Se paró el frenazo abrupto**

# LA DOLARIZACIÓN SIGUE MUY ALTA
# (y le saca liquidez al circuito porque va al "colchón"

| | Dolarización promedio mensual<br>En millones de dólares |
|---|---|
| ✔ Peor momento de 2002 | **1.200** |
| ✔ Promedio 2003 - I semestre 2007 | **100** |
| ✔ Crisis hipotecaria 2007 (jul - oct) | **1.600** |
| ✔ Post crisis hipotecaria (nov 07 - mar 08) | **600** |
| ✔ Crisis del campo (II trim 08) | **2.800** |
| ✔ Julio 08 (e) | **2.000** |
| ✔ Agosto 08 (e) | **1.800** |

**Los dólares que se fueron no vuelven más. Pero en este momento alcanzaría aunque sea con que baje la dolarización flujo.**

**Pero todavía está muy alta.**

# En este contexto, no se eluden los coletazos del parate sobre el consumo y la actividad

## Cómo sigue el consumo y la actividad

### Segundo trimestre: se vio el parate

✔ **Aflojó el consumo** *(Var % anual)*

| | Abril | Mayo | Junio | Julio |
|---|---|---|---|---|
| Autos | 31,0 | 35,0 | 14,0 | 8,4 |
| Cemento | 27,0 | -2,0 | -11,0 | 5,0 |
| Electrodomésticos | 15,0 | 12,0 | 7,0 | 3,0 |
| Alimentos y ropa | -5,0 | 4,5 | -3,0 | 1,0 |

✔ **Se desaceleró la producción** *(Var % anual)*

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Producción industrial | 8,6 | 6,9 | 1,6 | 9,4 |

Rebotó autos, siderurgia y alimentos. No aún el resto.

✔ **Las empresas quedaron con inventarios altísimos**

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Inventarios (%PBI) | | 0 | 0,5 | 1,5 |
| *Promedio histórico* | 2005 | -0,7 | | |
| | 2006 | -0,8 | | |
| | 2007 | 0,0 | | |

Un dato positivo implica acumulación de stocks(*). Ayuda en el trimestre que se acumula porque todavía la producción siguió por inercia. Pero hay que desagotarlos más adelante.

(*) En las Cuentas Nacionales, la acumulación de stocks se considera una inversión en bienes físicos y por lo tanto implica un aumento del PBI.

# Y para el tercer trimestre puede quedar la resaca (a la Bush: "Wall Street se emborrachó y ahora está con la resaca")

**Muchos inventarios a desagotar** → **Salida lenta de la producción**

**Crédito planchado más dolarización alta más poder adquisitivo y empleo golpeados** → **Salida lenta del consumo**

✔Indicios de julio: ni recesión ni recuperación

| | *Var % anual* | |
|---|---|---|
| **Recaudación IVA** | **22,0** | IVA Aduana (38%)<br>IVA DGI (17%) |
| **Venta de autos** | **8,4** | Venían al 22% |
| **Despacho de cemento** | **5,0** | Venía al 8% |

# Panorama global: desacelerada que se nota

| | | * | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | I trim 08 | II trim 08 | III trim 08 | IV trim 08 | | |
| ***PBI*** | Arrastre 2007 | Pre - parate | Parate | Resaca | Pesadez | 2008 (e) | Arrastre para 2009 |
| ***Var % anual*** | 3,5 | 8,4 | 6,5 | 5 | 4 | 6 | 1,8 |

**Fuente: M&S Consultores en base a Min de Economía de la Nación**

* Único dato oficial a la fecha.

# PANORAMA DE LA ACTIVIDAD Y LA INFLACIÓN POST – CIMBRONAZO CAMPO

| ACTIVIDAD | INFLACIÓN |
| --- | --- |
| • Se está eludiendo un parate fuerte. | • El parate detuvo la aceleración de precios de principios de año… |
| • Pero queda la resaca del parate. Algunos sectores rebotan, otros todavía no. | • Pero sigue alta y con expectativas al alza latentes. Sube la luz. |
| • La economía deja de crecer al 8% anual. | • No baja de 1,5 y 2% por mes. |
| • Termina 2008 en desaceleración y con poco empuje para 2009. | • Termina 2008 entre 25 y 30%. |

**Pero ahora post - Chávez y post- soja, ¿pueden "empiojarse" más la actividad y la inflación?**

# CIMBRONAZO 2, CHÁVEZ: EL FINANCIAMIENTO ESCASO Y CARO Y LA "CHÁVEZ – DEPENDENCIA"

| | 2008 | 2009 |
|---|---|---|
| | Mill de US$ | Mill de US$ |
| **PAGOS A REALIZAR** | **15.750** | **20.500** |
| Amortización de deudas | 8.100 | 10.000 |
| Recompras obligatorias (neto ANSES) | 250 | 2.000 |
| Intereses (incluye cupón PBI) | 5.400 | 6.000 |
| Financiamiento a provincias (neto) y otros | 2.000 | 2.500 |
| **Financiamiento** | **12.350** | **11.500** |
| Superávit del Fiscal | 10.000 | 10.000 |
| *Superávit del Tesoro* | *8.500* | |
| *Utilidad del BCRA* | *1.500* | |
| Adelantos del BCRA | 400 | 500 |
| Letras al sector público (neto) | 700 | 1.000 |
| Bonos al Mercado (abril) | 250 | |
| Venezuela (mayo) | 1.000 | |
| **Resto a financiar** | **3.400** | **9.000** |
| Saldo de caja del Sector Público (al 30/6) | **2.500** | |
| A financiar | **900** | |

Fuente: **M&S consultores**

**AFJP 3500**

**Seguros de Retiro y Vida 1000**

**Falta Conseguir 4500**

**ALTERNATIVAS**

**+ Venezuela**

*US$ 1.000 al 15%*

**Desprolijo raspado de olla a fondo**

*- No cubrir la deuda flotante a fin de año*
*-Banco Nación, etc.*

**-Financiar 2008 sin colocaciones sólo era posible consumiendo todas las cajas y pateando el problema para adelante**

**-Venezuela vino a cerrar el agujero (si no se gasta con la recompra)**

**¿2009 como se cierra?**

# CRÓNICA DE UN "15%" ANUNCIADO
# Colocaciones de deuda 2007 - 08

| Colocación del bono | Inversor | Instrumento | Moneda | Rendimiento | Spread / 1 | Spread Brasil | Spread emergente sin Argentina y Venezuela |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 25/01/2007 | **Mercado** | Bonar VII | Dólares | 7,7% | **287** | 184 | 150 |
| 13/02/2007 | Venezuela | Boden 2015 (*) | Dólares | 8,0% | 320 | 179 | 155 |
| 15/02/2007 | **Mercado** | Bonar VII | Dólares | 7,7% | 303 | 181 | 158 |
| 12/04/2007 | **Mercado** | Bonar X | Dólares | 8,5% | 372 | 157 | 157 |
| 10/05/2007 | **Mercado** | Bonar X | Dólares | 8,4% | 378 | 154 | 139 |
| *Post crisis sub-prime + CER* | | | | | | | |
| 06/08/2007 | Venezuela | Boden 2015 (*) | Dólares | 10,7% | 608 | 200 | 177 |
| 13/11/2007 | Venezuela | Boden 2015 (*) | Dólares | 10,4% | 637 | 202 | 183 |
| 14/11/2007 | **Mercado** | Bonar X | Dólares | 10,5% | 627 | 197 | 182 |
| 28/12/2007 | Venezuela | Boden 2015 (*) | Dólares | 10,7% | 690 | 213 | 192 |
| 19/05/2008 | Venezuela | Boden 2015 (*) | Dólares | 13,0% | 920 | 206 | 207 |
| **Última colocación (29 julio 08)** | **Venezuela** | Boden 2015 (*) | Dólares | **14,9%** | **1150** | **224** | **232** |

1/ Diferencia entre el rendimiento del bono local versus uno del Tesoro de EEUU de similar duración

Sin sorpresa: **desde junio que el rendimiento de este título está por encima del 14%**

## DESPUÉS DEL "15" DE CHÁVEZ VINO OTRO ROUND DE DERRUMBE

| ***Boden 2015*** | 31-jul-08 | 01-ago-08 | 05-ago-08 | 07-ago-08 | 08-ago-08 | 25-ago-08 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Rendimiento (%)** | 14,86 | 15,51 | 15,64 | 17,12 | 17,99 | 16,3 |
| **Spread** | 1160 | 1227 | 1223 | 1396 | 1480 | 1317 |

Fuente: M&S Consultores en base a datos de mercado

# SI EL MERCADO DE DEUDA SIGUE PESADO Y LA DOLARIZACIÓN QUEDA ALTA, PUEDE ABORTAR LA INCIPIENTE RECOMPOSICIÓN DE LIQUIDEZ POST - COBOS

## La liquidez vía compras del BCRA en cuatro etapas

| | Promedios mensuales<br>Millones de dólares | Compra (+) / Venta (-)<br>de dólares del BCRA |
|---|---|---|
| 1) | **Pre - retenciones móviles**<br>Liquidez elevada<br>(enero - marzo) | **865 M** |
| 2) | **Pleno conflicto con el campo**<br>Liquidez derrumbada<br>(mayo - junio) | **- 1.162 M** |
| 3) | **Retenciones al Congreso y "efecto Cobos"**<br>Liquidez "cuasi - normalizada"<br>(julio) | **803 M** |
| 4) | **Ahora**<br>¿Liquidez otra vez afectada?<br>(agosto) | **500 M** |

***Compras de dólares del BCRA (primer semestre)***

*Mill de US$*

| 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2.168 | 2.882 | 2.805 | 5.191 | 8.416 | -139 |

# CIMBRONAZO 3, SOJA :EL PRECIO INTERNACIONAL Y LA "PRECIO – ADICCIÓN"

## A) Así como sube, también cae (aunque se mantenga alta contra la historia)

**Precio de la soja**
US$ / Ton. - FOB puertos argentinos

| | Soja | Complejo |
|---|---|---|
| Promedio histórico | 230 | 247 |
| **Arranque Kirchner** | **225** | **232** |
| oct-07 | 350 | 400 |
| **Dic-07 Arranque Cristina Fernández** | **440** | **466** |
| mar-08 | 550 | 590 |
| Junio | 531 | 583 |
| Julio | 549 | 587 |
| **Pico julio** | **588** | **637** |
| **Hoy** | **495** | **506** |

**¿Cómo sigue el programa si la soja continuara bajando o aun si se estacionara en un nivel históricamente alto pero insuficiente para la "precio - adicción" a la que se acostumbró el programa para tapar agujeros?**

# PRIMER IMPACTO:
# LA REALIDAD MICRO DE LOS PRODUCTORES
# Si el precio internacional de la soja queda en torno a US$ 490

## Soja en U$S 490 y retenciones fijas al 35% es similar al escenario con retenciones móviles

| | Los "potentados" Norte de Bs. As. / Sur de Sta. Fe 30% de la producción | | | Los "De Angeli" Sur de E. Ríos / Sur de Córdoba / Sudeste de Bs. As. 50% de la producción | | | Los "expulsados" Santiago del Estero, Chaco, etc. 20% de la producción | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Soja a 550 US$ | | Soja a 490 US$ | Soja a 550 US$ | | Soja a 490 US$ | Soja a 550 US$ | | Soja a 490 US$ |
| | Retenciones Móviles | Retenciones en 35% | Retenciones en 35% | Retenciones Móviles | Retenciones en 35% | Retenciones en 35% | Retenciones Móviles | Retenciones en 35% | Retenciones en 35% |
| **Rinde** (quintales por hectárea) | **38** quintales por hectárea | | | **25** quintales por hectárea | | | **20** quintales por hectárea | | |
| **Ingreso total bruto de la explotación** | **$ 3,2 M** | **$ 3,2 M** | **$ 2,9 M** | **$ 2,1 M** | **$ 2,1 M** | **$ 1,9 M** | **$ 1,7 M** | **$ 1,7 M** | **$ 1,5 M** |
| **Los Costos de producción 2009[2]** | **$ 1,0 M** | | | **$ 950 mil** | | | **$ 950 mil** | | |
| **Lo que se lleva el Estado** | **$ 1,5 M** | **$ 1,1 M** | **$ 1 M** | **$ 1 M** | **$ 750 mil** | **$ 650 mil** | **$ 850 mil** | **$ 600 mil** | **$ 520 mil** |
| **La ganancia del productor** | | | | | | | | | |
| ⇨ anual antes de pagar ganancias | **$ 700 mil** | **$ 1,1 M** | **$ 900 mil** | **$ 150 mil** | **$ 400 mil** | **$ 300 mil** | **pérdida de** | **$ 150 mil** | **$ 30 mil** |
| ⇨ anual después de pagar ganancias | **$ 450 mil** | **$ 715 mil** | **$ 600 mil** | **$ 120 mil** | **$ 260 mil** | **$ 200 mil** | **$ 100 mil** | **$ 100 mil** | **$ 20 mil** |
| | | **Equivalente a:** | | | **Equivalente a:** | | | **Equivalente a:** | |
| ⇨ Ingreso mensual | **$ 55 mil** | **$ 60 mil** | **$ 50 mil** | **$ 8 mil** | **$ 22 mil** | **$ 16 mil** | **-** | **$ 8 mil** | **$ 1,7 mil** |
| ⇨ Tasa de retorno sobre el capital | **3,0%** | **4,7%** | **3,9%** | **1,9%** | **4,9%** | **3,7%** | | **3,3%** | **0,7%** |

**Tipo de cambio** **3,05**
**Tamaño de la explotación** **500 Has.**

(1): Precio FOB de exportacion puertos argentinos.
(2): Costos directos fijos, comerciales, de cosecha y de administración y estructura, correspondientes a la próxima campaña sojera.

# MÁS ALLÁ DEL PRIMER IMPACTO:

## La soja cae de la mano del resto de las materias primas

| | | La "explosión" del 1º semestre de 2008 | | | La "corrección" post - Cobos | | | Hoy vs. Dic-07 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Valores promedios* | | dic-07 | 1º quincena de julio 08 | Var % | 1º quincena de julio 08 | 25-ago-08 | Var % | Var % |
| **Petróleo** | *US$/brl (WTI)* | 92 | 144 | 57% | 144 | 115 | -20% | 25% |
| **Oro** | *US$/onza* | 813 | 940 | 16% | 940 | 827 | -12% | 2% |
| **Cobre** | *c. US$/libra* | 300 | 397 | 32% | 397 | 351 | -12% | 17% |
| **Soja** | *US$/tn (Chicago)* | 424 | 605 | 43% | 605 | 492 | -19% | 16% |
| **Maíz** | *US$/tn (Chicago)* | 156 | 272 | 74% | 272 | 213 | -22% | 37% |
| **Trigo** | *US$/tn (Chicago)* | 338 | 318 | -6% | 318 | 309 | -3% | -9% |

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg

**Los precios de las materias primas parecen haber empezado a corregir a la baja dentro de un ajuste "clásico" de la economía mundial**

# Y DE UN MUNDO QUE HA EMPEZADO A VIRAR...

## 2006 - JULIO 2007
## "DREAM ECONOMY I"

### CRECIMIENTO ALTO
*(Var % anual 06/07)*

| | |
|---|---|
| EE.UU. | 2,6 |
| Europa | 2,7 |
| Emergentes | 8,3 |
| **Mundo** | **5,0** |

### INFLACIÓN BAJA
*(Var % anual 06/07)*

| | |
|---|---|
| EE.UU. | 2,4 |
| Europa | 2,5 |
| Emergentes | 7,5 |
| **Mundo** | **3,7** |

### SECTOR EXTERNO
*(Cuenta corriente US$ MM)*

| | |
|---|---|
| EE.UU | -800 |
| Petroleros | 400 |
| China | 250 |
| Japón | 150 |
| Lat. America | Neutra |
| Europa | Neutra |

### BUENOS PRECIOS
*(US$ a julio 2007)*

| | |
|---|---|
| Petróleo | 74,0 |
| Cobre | 350,0 |
| Soja | 320,0 |

## LA CRISIS SUBPRIME ARMÓ UN RECORRIDO VIRTUOSO CON OJOS EMERGENTES

*Crisis bancaria* → *La Fed sale como bombero* → *El dólar se devalúa* → ***Boom de materias primas***

Tasa 2%

1,60

*(US$ a Julio 2008)*

| | |
|---|---|
| Petróleo | 134,0 |
| Cobre | 375,0 |
| Soja | 550,0 |

# … PERO AUN SIN CRISIS PUEDE HABER UN AJUSTE "CLÁSICO" CON PRECIOS MÁS BAJOS?

| CRECIMIENTO EN BAJA | | INFLACIÓN EN ALZA | | "DESBALANCES" CORRIGIENDO *(Cuenta corriente US$ MM, 2008 (e))* | | PRECIO MATERIAS PRIMAS *(US$ a agosto 2008)* | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EE.UU. | 1,5 | EE.UU. | 5,6 | EE.UU | -700 | Petróleo | 114,0 |
| Europa | 1,6 | Europa | 5,0 | Europa | -50 | Cobre | 340,0 |
| Emergentes | 7,0 | Emergentes | 8,0 | Lat. America | -30 | Soja | 450,0 |
| **Mundo** | **3,7** | **Mundo** | **6,0** | Petroleros | 400 | | |
| | | | | China | 250 | | |
| | | | | Japón | 100 | | |

**El "recorrido virtuoso" aceleró la inflación, no evita cierta desaceleración y profundiza la corrección inicial de los "desbalances"**

**Lo que es "sano" para la economía mundial paró el recorrido "virtuoso" para los emergentes.**

# En síntesis, el mundo está cambiando

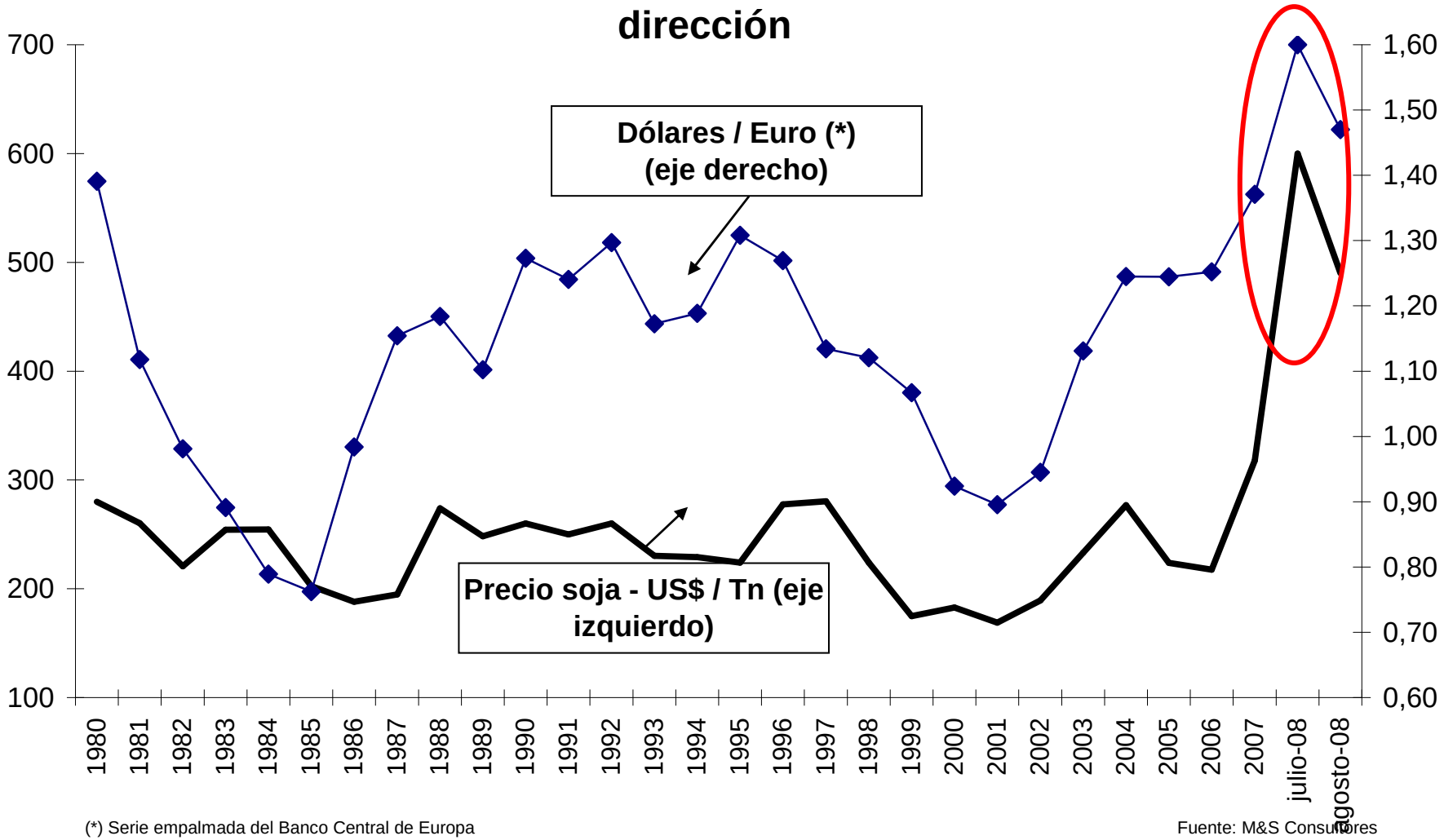
## i) La inflación al doble y el crecimiento a la mitad

| | **Inflación** (% anual) | | **Crecimiento** (% anual) | |
|---|---|---|---|---|
| | **Hace un año** *jul-07* | **Actual** *jul-08* | **Hace un año** *2º trim. 07* | **Actual** *2º trim. 08* |
| **EE.UU.** | **2,4** | **5,5** | **2,6** | **1,8** |
| **Europa (zona euro)** | **1,8** | **4,0** | **2,6** | **1,5** |
| Alemania | 2,0 | 3,5 | 2,5 | 1,7 |
| Francia | 1,2 | 4,0 | 1,7 | 1,1 |
| Italia | 1,7 | 4,0 | 1,7 | 0,0 |
| España | 2,3 | 5,3 | 4,0 | 1,8 |
| **Inglaterra** | **1,9** | **4,4** | **3,1** | **1,6** |

Fuente: M&S Consultores en base a Bancos Centrales

# ii) El dólar se fortalece (¿y los commodities?)

**¿QUÉ PASARÍA SI EL DÓLAR RECUPERA ALGO DE TERRENO?**
**En los últimos 30 años hubo relación entre el valor del <u>dólar y el precio de la soja</u> : 7 de cada 10 movimientos los hicieron en la misma dirección**




(*) Serie empalmada del Banco Central de Europa

Fuente: M&S Consultores

# B) ¿CÓMO ES EL PROGRAMA SIN SÚPER - SOJA?

## Si los precios bajaran pero sin derrumbarse

### Soja a US$ 550 versus soja a US$ 450

Cifras en millones

| FISCO | | DIVISAS | |
|---|---|---|---|
| Retenciones a 550: | $ 40.000 | Exportaciones a 550: | US$ 73.500 |
| Retenciones a 450: | $ 38.000 | Exportaciones a 450: | US$ 71.500 |
| **Merma:** | **$ 2.000** | **Merma:** | **US$ 2.000** |
| **Impacto:** | apenas 0,7% de la recaudación | **Impacto:** | 2,7% de las exportaciones |
| **Superávit primario:** | **2,7% del PBI** | **Superávit comercial:** | **US$ 9.500** |

**El precio internacional de la soja en torno a US$450 no es un problema grave para la caja macro 2008…**

# PERO SERÍA UN GRAN PROBLEMA PARA 2009 SI LA SOJA SIGUE DESINFLÁNDOSE (por ejemplo, en 400)

## En el fisco

### Simulación retenciones

En millones de pesos

| Precio de la soja | 400 US$ / Ton. | 500 US$ / Ton. | 600 US$ / Ton. |
|---|---|---|---|
| Precio del petróleo | 100 US$ / Barril | 120 US$ / Barril | 140 US$ / Barril |
| **Complejo soja** | **18.000** | **22.500** | **27.000** |
| **Otras materias primas** | **10.000** | **13.000** | **16.000** |
| Granos | 6.000 | 7.000 | 8.000 |
| Combustibles y minerales | 4.000 | 6.000 | 8.000 |
| **Manufacturas** | **2.500** | **2.500** | **2.500** |
| Agropecuarias | 1.800 | 1.800 | 1.800 |
| Industriales | 700 | 700 | 700 |
| **Retenciones totales** | **30.500** | **38.000** | **45.500** |

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

**Retenciones 2008: $ 38.000**

# PERO SERÍA UN GRAN PROBLEMA PARA 2009 (II)

## En el comercio exterior

### Simulación exportaciones

En millones de dólares

| Precio de la soja<br>Precio del petróleo | 400 US$ / Ton.<br>100 US$ / Barril | 500 US$ / Ton.<br>120 US$ / Barril | 600 US$ / Ton.<br>140 US$ / Barril |
|---|---|---|---|
| **Complejo soja** | **19.000** | **23.000** | **27.000** |
| **Otras materias primas** | **14.500** | **17.000** | **19.000** |
| Granos | 7.000 | 8.000 | 8.500 |
| Combustibles y minerales | 7.500 | 9.000 | 10.500 |
| **Manufacturas** | **35.000** | **35.000** | **35.000** |
| Agropecuarias | 11.000 | 11.000 | 11.000 |
| Industriales | 24.000 | 24.000 | 24.000 |
| **Exportaciones totales** | **68.500** | **75.000** | **81.000** |

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

**Exportaciones 2008: US$ 70.500**

# MATRIZ DE TOLERANCIA FISCAL 2009

**Simulación**
**Superávit fiscal primario**
en millones de pesos y % del PBI

| **Precio del complejo soja y del petróleo** (Soja: US$ por tonelada; Petróleo: US$ por barril) | **Crecimiento del gasto** (2008 e = 34%) | | |
|---|---|---|---|
| | **10%** | **20%** | **30%** |
| **Soja: 400**<br>**Petróleo: 100** | 34.000<br>(2,8%) | 26.000<br>(2,2%)<br>**B** | 7.000<br>(0,6%)<br>**A** |
| **Soja: 450**<br>**Petróleo: 110** | 40.000<br>(3,5%)<br>**C** | 30.000<br>(2,5%) | 11.000<br>(0,9%) |
| **Soja: 500**<br>**Petróleo: 120** | 48.000<br>(4,0%) | 34.000<br>(2,8%) | 15.000<br>(1,3%) |

**A =** Crisis

**B =** "Corta Clavos" y acelera ajustes

**C =** Alcanza

# MATRIZ DE TOLERANCIA EXTERNA - CAMBIARIA 2009 (del modelo sin ingreso de capitales, normalización de relaciones internacionales y sin inversión extranjera directa)

## Superávit comercial para una liquidez aceptable

en millones de dólares

| Precio del complejo soja y del petróleo (Soja: US$ por tonelada; Petróleo: US$ por barril) | Crecimiento de las importaciones (2008 = 39%) | | |
|---|---|---|---|
| | 10% | 20% | 30% |
| Soja: 400 Petróleo: 100 | 2.500 | -3.500 | -9.500 |
| Soja: 500 Petróleo: 120 | 6.000 B | 0 | -6.000 |
| Soja: 600 Petróleo: 140 | 9.000 | 3.000 | -3.000 |

A

A = "Crisis con recesión" (con visión sector externo en este modelo).
B = Objetivo de mínima para liquidez y nivel de actividad en este modelo.

# SÚPER – PRECIOS, EMBUDOS Y DESAJUSTES 2009

**AUN SI SIGUEN LOS BUENOS - PRECIOS INTERNACIONALES**
**2008 = 2009**

Y con el gasto público creciendo a la mitad que en 2008 (20% y no 40%)

El superávit primario sería aproximadamente igual en pesos nominales que en 2008 ($31.000 M contra $34.000 M)

En este contexto, para pagar la deuda pública en 2009, habría que conseguir US$ 9.000 M (contra 4.650 este año)

**Moraleja:** si no viene otra "mano salvadora" del mundo (súper -súper - precios), luce inevitable un **ajuste fiscal**

Y con la importación creciendo a la mitad que en 2008 (20% y no 40%)

Igual el superávit comercial declinaría fuerte

En este contexto, la dolarización de portafolios no bajaría tampoco. No sobrarían dólares.

**Moraleja:** si no viene otra "mano salvadora" del mundo (súper - súper - precios), luce inevitable un **ajuste de la importación**. ¿Recesión, devaluación, mix?

# LOS EMBUDOS "INERCIALES" DEL PROGRAMA 2009

| | FISCAL | | | EXTERNO | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *Mill US$* | **Superávit primario[1]** (a) | **Vencimientos de deuda[2]** (b) | **Necesidades de Financiamiento** (a) - (b) | **Superávit comercial cambiario** (a) | **Dolarización** (b) | **Sobrante** (a) - (b) |
| 2006 | 7.000 | 11.850 | 4.850 | 13.300 | 950 | 12.350 |
| 2007 | 6.550 | 13.650 | 7.100 | 15.500 | 6.500 | 9.000 |
| 2008 (e) | 11.100 | 15.750 | 4.650 | 18.000 | 14.000 | 4.000 |
| ¿2009? | 11.000 / 12.000 | 20.500 | 8.500 / 9.500 | 6.000 | 6.000 / 7.000 | 0 / - 1.000 |

* Superávit comercial "de caja" (las importaciones que se pagan y las exportaciones que se cobran efectivamente)

(1): Incluye Anses y Adelantos del BCRA
(2): Neto de recuperos de provincias y canjes de bonos con la Anses

**⇨Fiscalmente, crecen las necesidades de financiamiento con mercados de capitales cerrados para Argentina**

**⇨Cambiariamente, la dolarización de portafolios se come parte del superávit cambiario y la liquidez**

# IV. CÓMO SIGUE LA PELÍCULA: hasta acá

✓ Después de siete años, **el programa económico se quedó sin colchones y empezó a caer en trampas** difíciles de salir: inflación alta, poder adquisitivo para abajo, tipo de cambio para abajo, precios atrasados, financiamiento escaso y caro. **Tapa todo con el gasto público y la falta de inversión en parte con importaciones.**

✓ A mediados de **2007,** cuando **el programa iba indefectiblemente a un ajuste**, la súper - soja **evitó** una desacelerada "dolorosa" del gasto, un ajuste en el sector externo y/o turbulencias cambiarias.

✓En **2008**, el programa sin colchones con inflación alta sufrió **tres cimbronazos**: primero el conflicto con el campo y después, en forma simultánea el problema de financiamiento y una caída del precio internacional de la soja de los máximos.

✓**El cimbronazo del campo blanqueó la "soja-dependencia" de la liquidez de la economía.** Se iba derecho a una recesión por iliquidez y derrumbe de expectativas. El **NO del Congreso** a las retenciones móviles esquivó una recesión fuerte en los últimos 100 metros.

✓**El cimbronazo del financiamiento (colocar un bono al 15%) blanqueó la "Chávez-dependencia"** y el no acceso a los mercados de capitales. La Argentina tiene necesidades crecientes y despende ahora prácticamente del superávit fiscal.

✓**El cimbronazo de la soja blanqueó la "precio-adicción" de los superávit fiscal y comercial.** Si el precio de la soja se queda en torno a U$S 400/450, el ajuste que no vino a fin de 2007 (la super-soja a U$S 550) vendría.

✓**Un ajuste es inevitable (impuesto por la realidad, no por service voluntario) su alcance (choque o deterioro) e implicancias dependerá de varios temas.**

# CÓMO SIGUE LA PELÍCULA : desenlace

**DESENLACE**
**(impuesto por la realidad no por service voluntario)**

| PROGRAMA ECONÓMICO | CHOQUE DEL PROGRAMA | ACELERACIÓN DEL DETERIORO DEL PROGRAMA |
|---|---|---|
| Porque hay un giro de 180º del gobierno para corregir los desajustes | Porque muere el gobierno "con las botas puestas" | Porque el gobierno sigue emparchando con una de cal y una de arena |
| CHANCE CERO | CHANCE BAJA NO NULA | HOY CHANCE MÁS ALTA |

# CHANCE CERO DE GIRO DE 180º:
# El gobierno no cambia la ideología

i) Un **peso en manos del Estado** es más ventajoso que en manos del sector privado.

ii) El mecanismo **recaudar – gastar – regular – distribuir** desde la administración central es no negociable.

iii) Un **Estado intervencionista** es fuente de **mayor gobernabilidad**.

iv) La base del crecimiento económico es el **consumo interno** y se exporta lo que sobra.

v) El **superávit fiscal** y la acumulación de **reservas** alcanzan para anclar el programa.

vi) La **inflación** es por culpa de los empresarios "angurrientos".

Estos **pilares de la organización económica actual no van a cambiar.** En este contexto de mayor tensión, sube la chance de choque a futuro. No habrá giros de 180º.

# CHANCE BAJA NO NULA DE CHOQUE
## Profundización

- **Más controles** y más regulaciones para frenar la inflación (más ONCCA, más subsidios, más control de la rentabilidad empresaria, etc), aun con desplazamiento de personas.

- **Más presión tributaria** para subir el gasto público y distribuir.

- **Más uso de reservas** para pagar la deuda pública y liberar recursos para gasto.

- **Cierre de la economía** para frenar importaciones (con aranceles y para - aranceles)

- **Más estatización** de empresas y más gasto público en infraestructura.

- **Cambio de personas**, enroques, etc pero con baja autonomía de replanteos.

# HOY CHANCE MÁS ALTA: DETERIORO
## A mitad de camino ("ni chicha ni limonada")

- **Algo de desregulación de mercados** para destrabar oferta pero con "Secretaría de Comercio" y ONCCA.

- **Algo de cambio de personas y de cambios en el INDEC**, pero sin ir al fondo de la cuestión.

- **Algo de suba de tarifas** pero sin corregir el atraso ni destrabar inversiones ni ahorrar demasiado subsidios.

- **Algo de desaceleración del gasto público** pero sin subir el superávit primario.

- **Algo de política monetaria menos expansiva** pero sin ser política anti – inflacionaria.

- **Algo de medidas para reinsertarse en los mercados** de capitales pero con algo de uso de reservas para pagar deuda.

# "GATILLOS" A MONITOREAR PARA DISCERNIR SI SE VA A ACELERACIÓN DEL DETERIORO O A CHOQUE DEL PROGRAMA

| Variables clave | ACELERACIÓN DEL DETERIORO | CHOQUES DEL PROGRAMA |
|---|---|---|
| **ACELERADORES Y OXIGENADORES** | | |
| ► INFLACIÓN | Caída del poder adquisitivo. Deterioro del tipo de cambio real. | Si hay huida masiva y permanente del peso |
| ► PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA | Que quede boyando entre 400 y 450 | Si cae por debajo de 400 y no encuentra piso |
| **GATILLOS** | | |
| ► FINANCIAMIENTO | Crédito más escaso y más caro. Tensiones. | Si el riesgo país trepa a 2000 puntos y gatilla pánico y dolarización |
| ► RECAUDACIÓN DE IMPUESTOS | Crece menos que el gasto. Superávit insuficiente | Si se desacelera fuerte |
| ► PUJA SALARIAL | Aumento a fin de año | "Salariazo" |