

La economía argentina después de las elecciones

MIGUEL A. KIGUEL

econviews

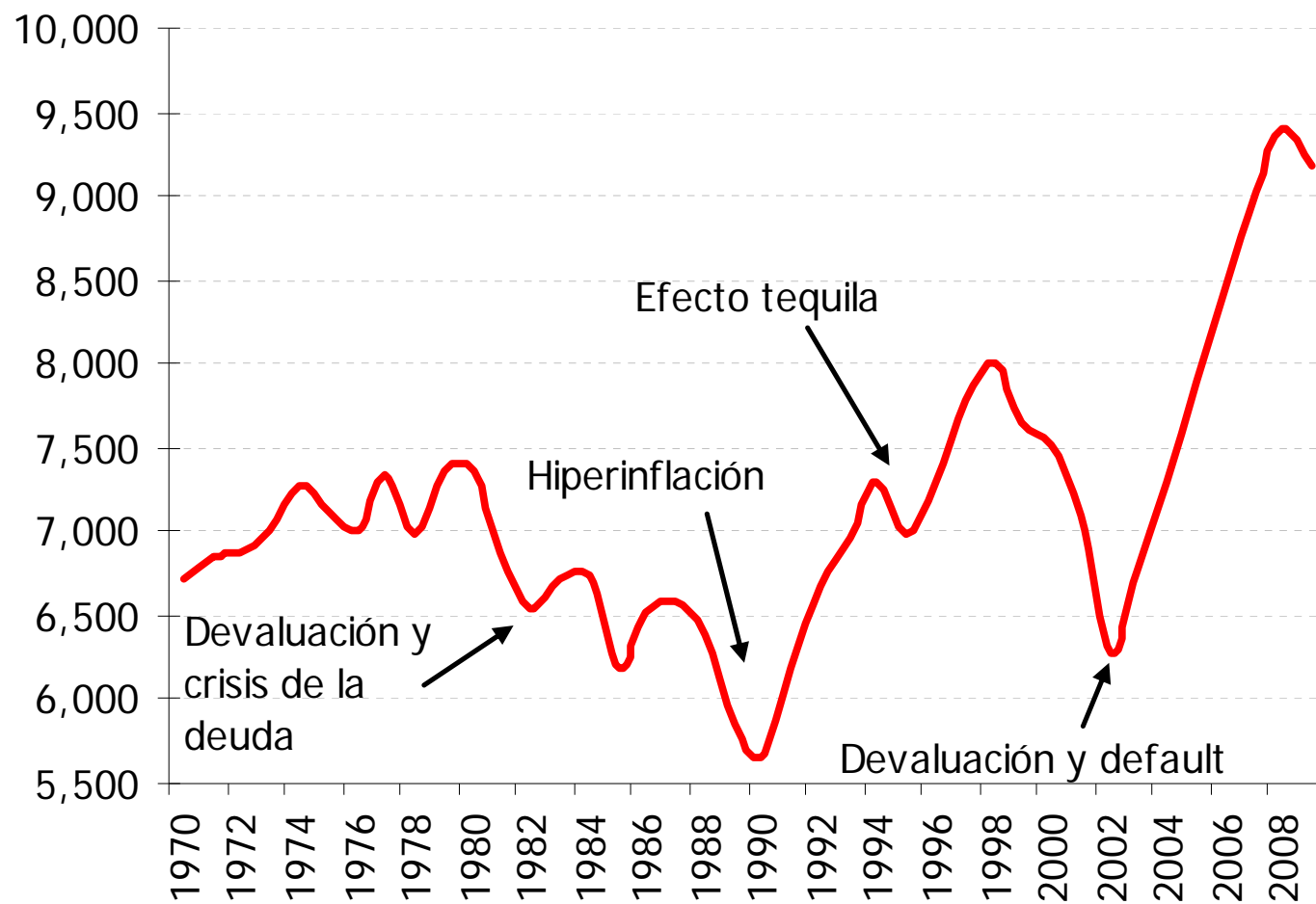
Julio de 2009

Entre la crisis financiera y las elecciones

- Argentina: un país con frecuentes crisis macroeconómicas
- El escenario externo es moderadamente favorable
- El riesgo país y la estanflación los grandes problemas
- Preocupan también el tipo de cambio, el financiamiento del sector público
- La imprevisibilidad de las políticas afecta la inversión
- Las elecciones no despejaron la incertidumbre, pero mejoran las perspectivas de mediano plazo

PBI per cápita

A precios constantes en moneda nacional



La crisis del 2001 sigue fresca en todos nosotros, ¿Cuál fue la causa?

- El tamaño del déficit fiscal?
- El nivel de endeudamiento del sector público y las dificultades en refinanciar las amortizaciones de deuda?
- El régimen de tipo de cambio fijo?
- El alto nivel de dolarización de la economía?
- La falta de un prestamista de última instancia para los bancos?
- El deterioro del contexto internacional?

Una historia diferente

Algunos indicadores macroeconómicos de Argentina

| | 2000 | 2009 |
|---|-------|-------|
| Deuda pública* (% del PBI) | 45.7% | 38.0% |
| Deuda pública* en pesos (% del total) | 4.4% | 48.0% |
| Amortizaciones a dos años (% deuda pública*) | 27.9% | 11.0% |
| Deuda** en moneda extranjera (% de reservas) | 573% | 220% |
| Depositos privados en dólares (% del total, dic.) | 59% | 15% |
| Superávit primario (% del PBI) | 1.0% | 1.5% |
| Gap financiero (% del PBI) | -6.0% | -2.2% |
| PBI real (crecimiento anual) | -0.8% | -2.5% |
| Balance comercial (miles de millones de US\$) | 2.5 | 14.0 |
| Superávit cuenta corriente (% del PBI) | -3.2% | 2.3% |
| Reservas internacionales (% deuda pública*) | 25.0% | 38.0% |
| Precio de la soja (US\$ por tonelada, promedio) | 187.0 | 400.0 |

* Incluye Cupones PBI (a valor de mercado), houldouts al 40% y excluye deuda intra-sector público (y cartera de la ANSES)

** Privada y pública

Fuente: EconViews en base a MECON & BCRA

La economía está mejor preparada para evitar una nueva crisis macro-financiera

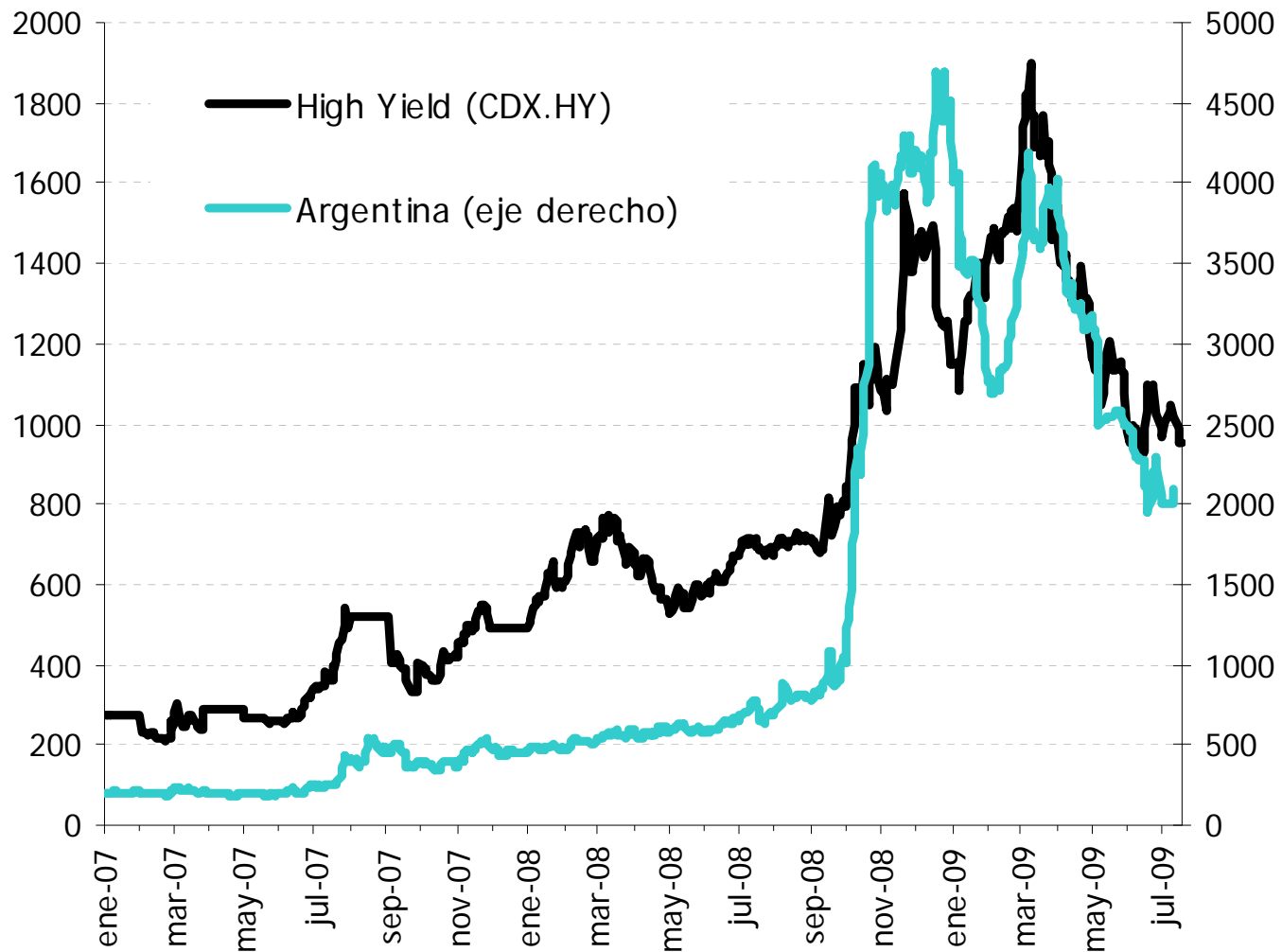
- ✓ Existe cierta flexibilidad del tipo de cambio y la moneda no está sobrevaluada
- ✓ La situación fiscal permanece en un estado razonable dado el tamaño de los shocks externos
- ✓ El país disfruta un superávit de cuenta corriente y un buen colchón de Reservas Internacionales
- ✓ Los Requerimientos Financieros son manejables y el Stock de deuda está en niveles razonables
- ✓ El sistema bancario permanece líquido y solvente
- ✓ El grado de dolarización permanece reducido

La crisis internacional golpeó fuerte a Argentina, aunque ahora el viento estaría empezando a soplar a favor nuevamente

La menor aversión al riesgo se dio a nivel global y favoreció a Argentina

Credit Default Swaps - 5 Años

spread, pbs



Desde fines de 2008 aminoró el pánico pero el temor no desaparece

| Riesgo de Default | | |
|-------------------|----------|----------|
| CDS - 5 años | | |
| Spread, bps | 16-07-09 | 31-12-07 |
| Argentina | 2170 | 462 |
| Ucrania | 1661 | 242 |
| Venezuela | 1525 | 452 |
| Rusia | 352 | 88 |
| Indonesia | 284 | 153 |
| Turquía | 257 | 167 |
| México | 218 | 69 |
| Korea | 180 | 45 |
| Perú | 190 | 116 |
| Brasil | 173 | 103 |
| China | 82 | 29 |
| Fuente: JPMorgan | | |

El precio de la soja está alto respecto del promedio de los últimos 20 años

Precio de la soja

US\$, valores semanales



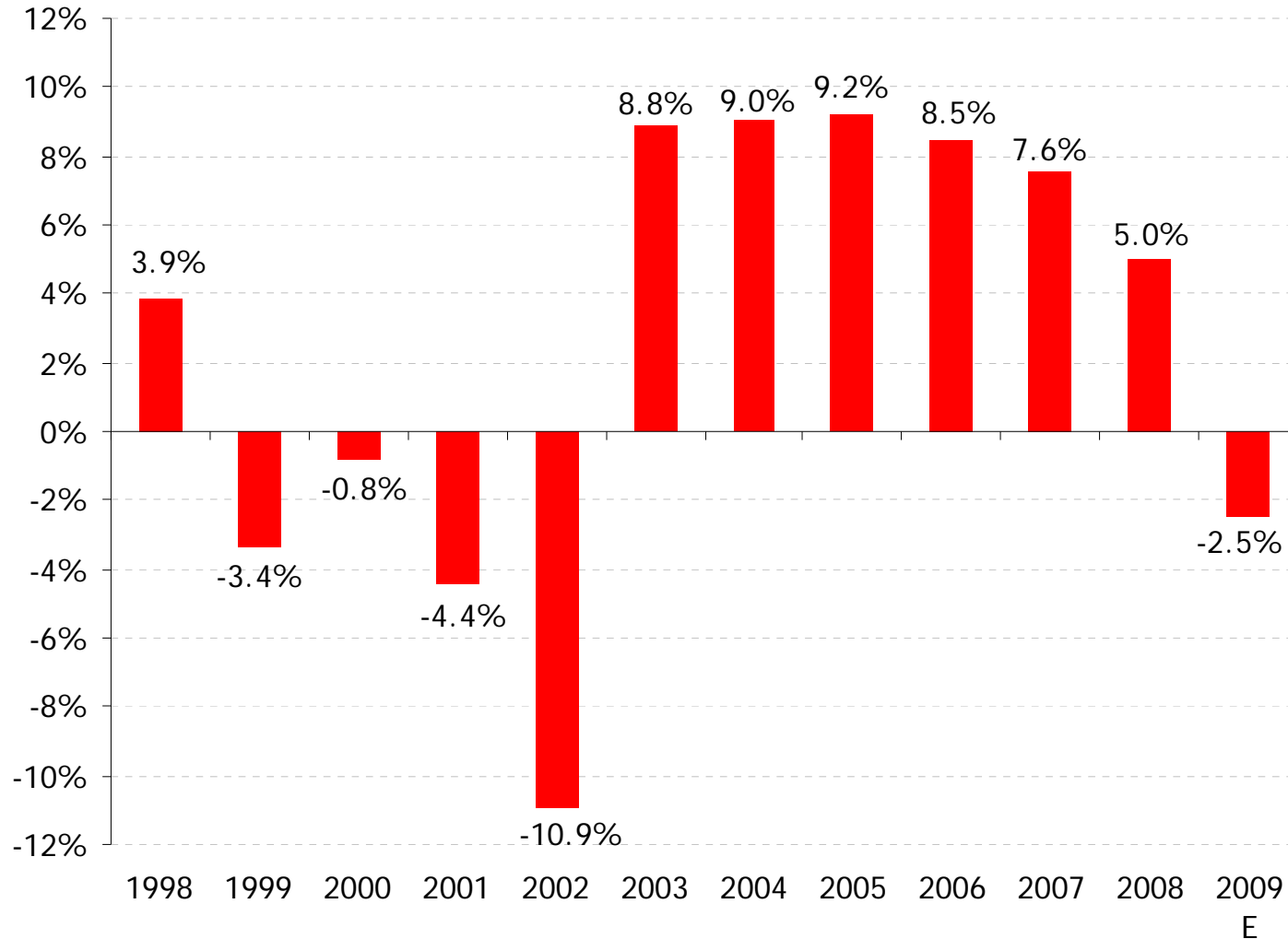
Fuente: Bloomberg

La recesión es un hecho y para 2009
se espera una caída del producto

Para 2009 esperamos una caída del PBI de 2.5%

Crecimiento del PBI

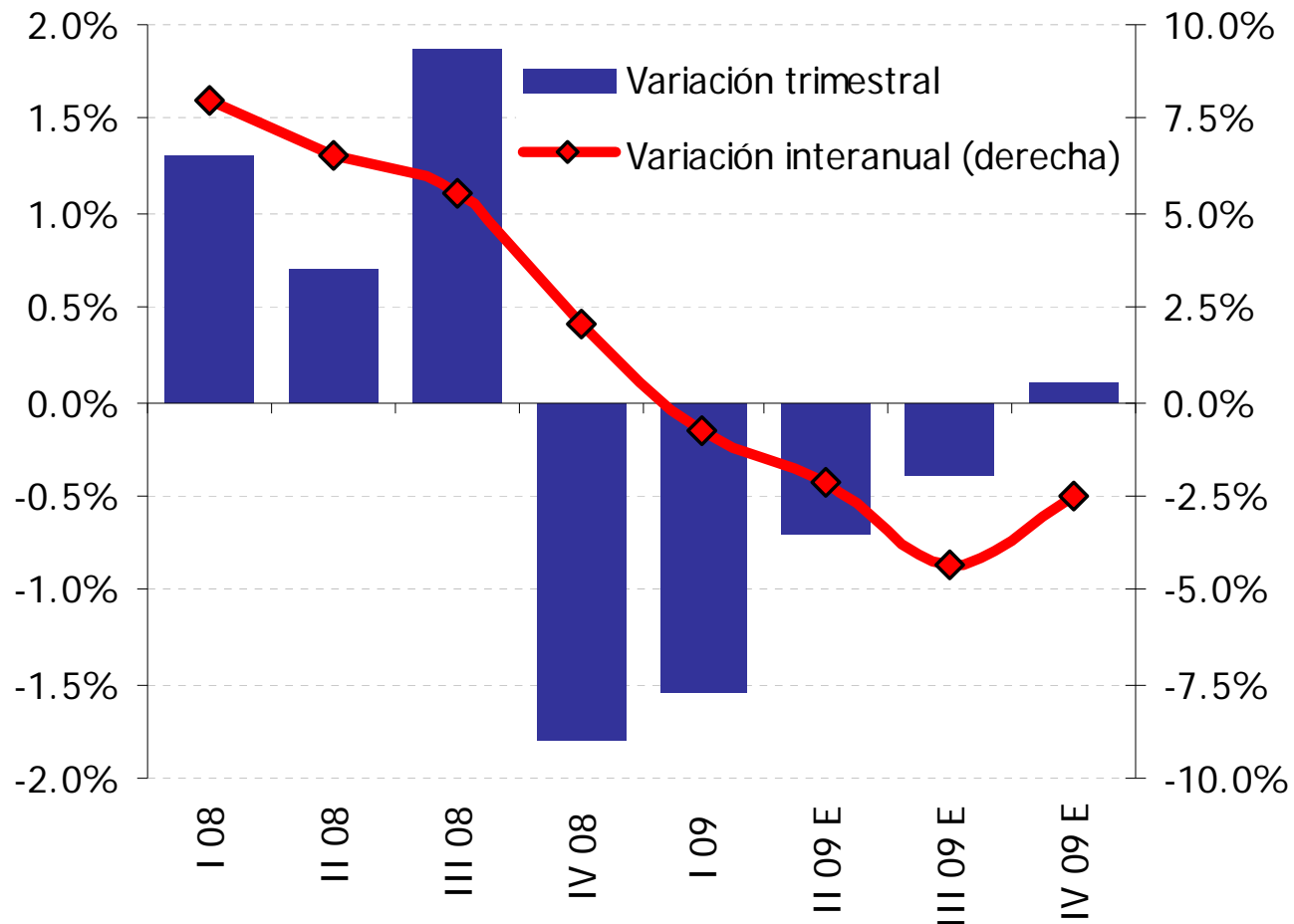
Variación interanual



Una tenue recuperación podría comenzar a fines de este año

PBI real

Serie desestacionalizada - Elaboración propia

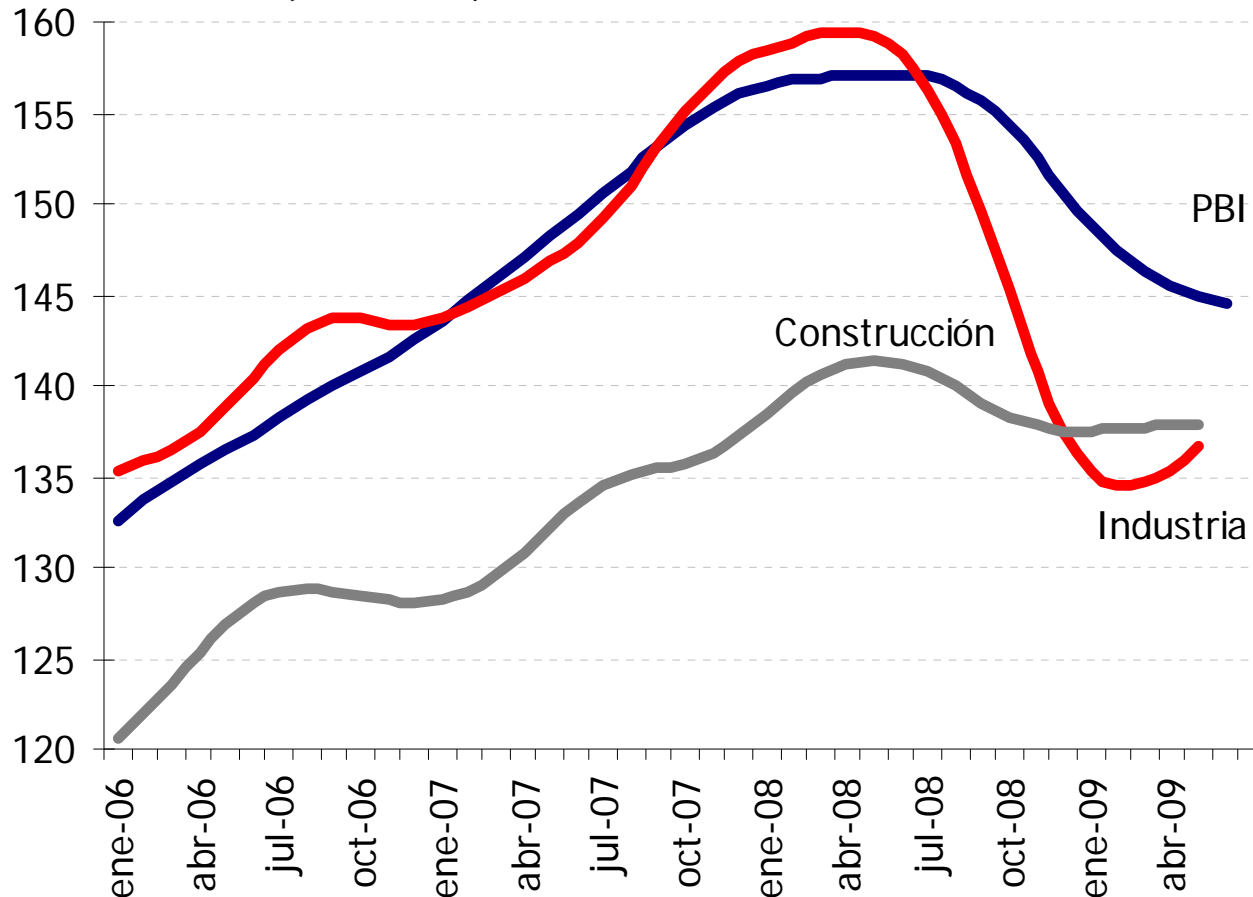


Fuente: EconViews en base a estimaciones propias

La industria fue el sector que más cayó y se espera un rebote hacia fin de año

Actividad económica (datos no oficiales)

Tendencia ciclo (1993=100)

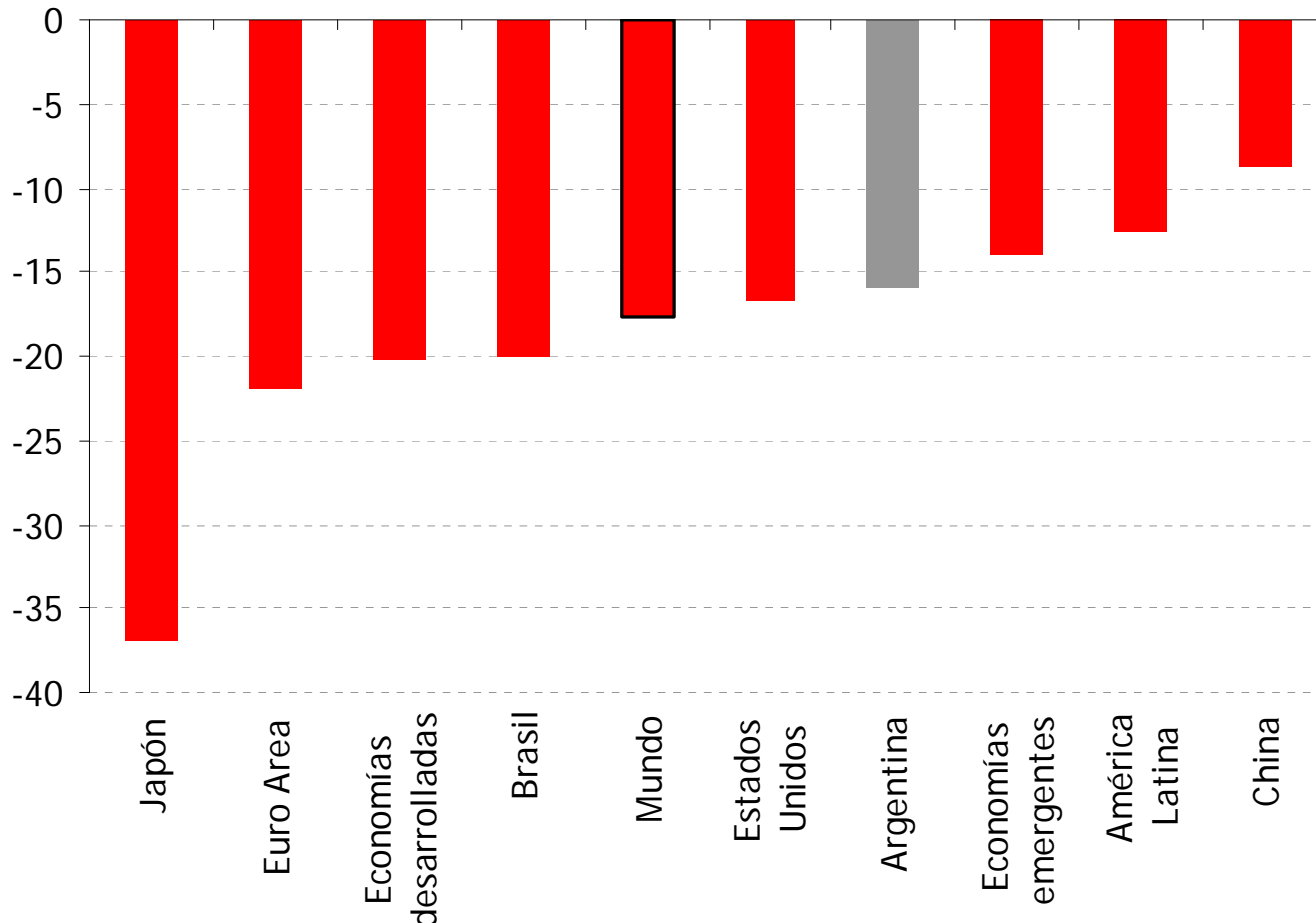


Fuente: EconViews en base a diversas fuentes

La industria argentina cayó 16% desde el máximo alcanzado en 2008, en línea con lo que pasó en el mundo

Producción industrial

caída desde el máximo de 2008



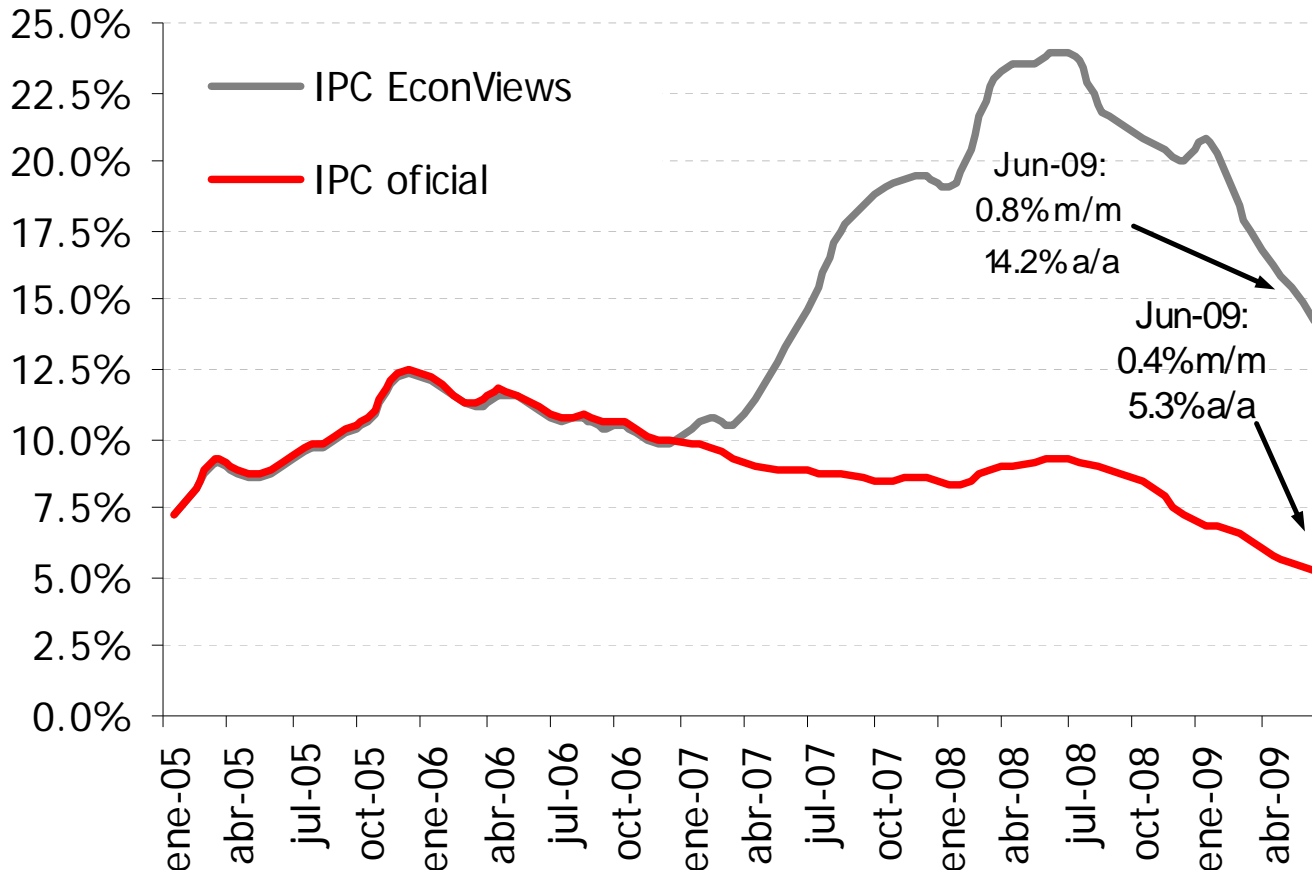
Fuente: EconViews en base a JP Morgan y FIEL

La inflación se desacelera pero todavía es difícil saber cuánto puede bajar el año que viene

La inflación se viene desacelerando, aunque sigue viva

Precios al consumidor

Variación interanual

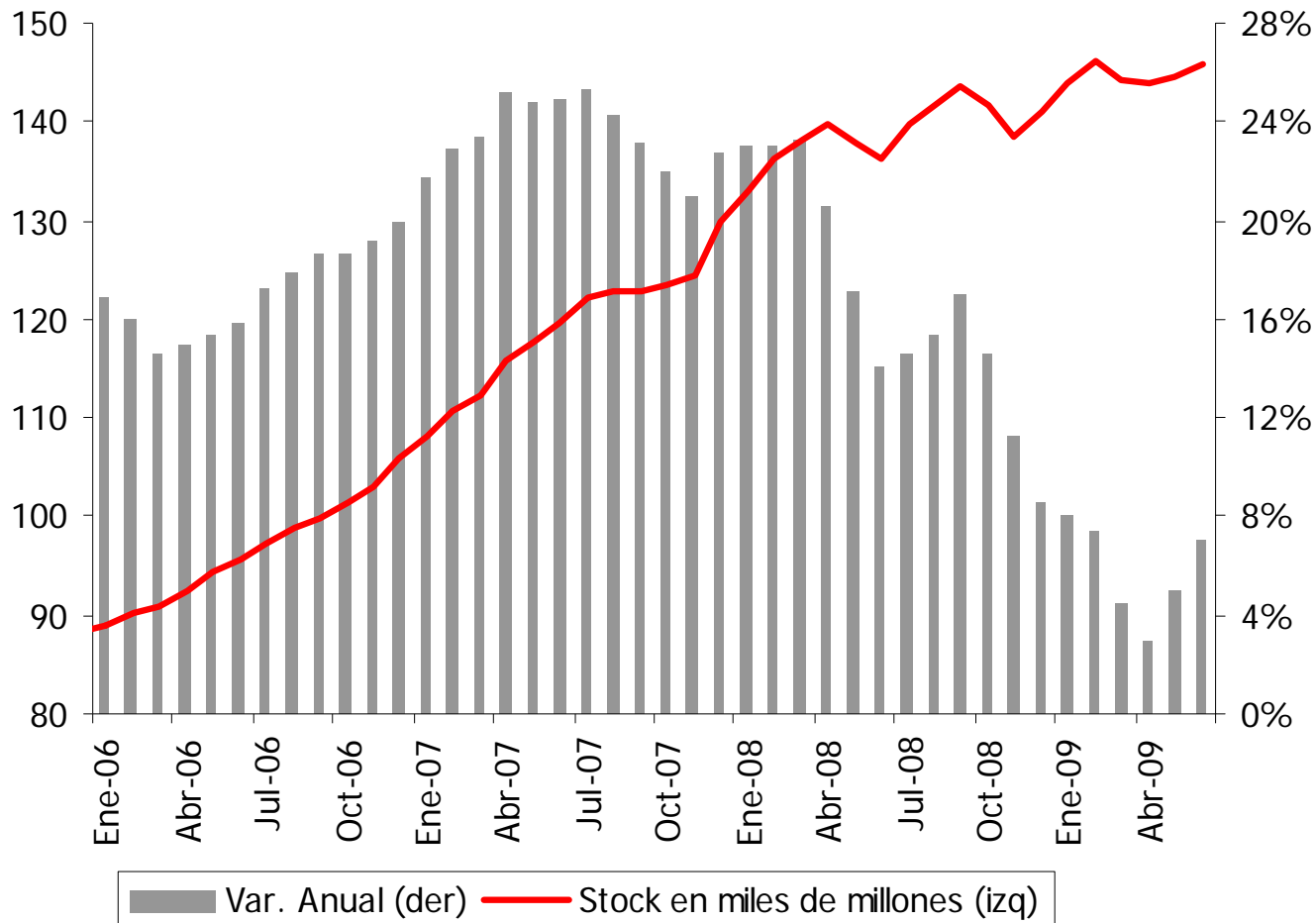


Fuente: EconViews e INDEC

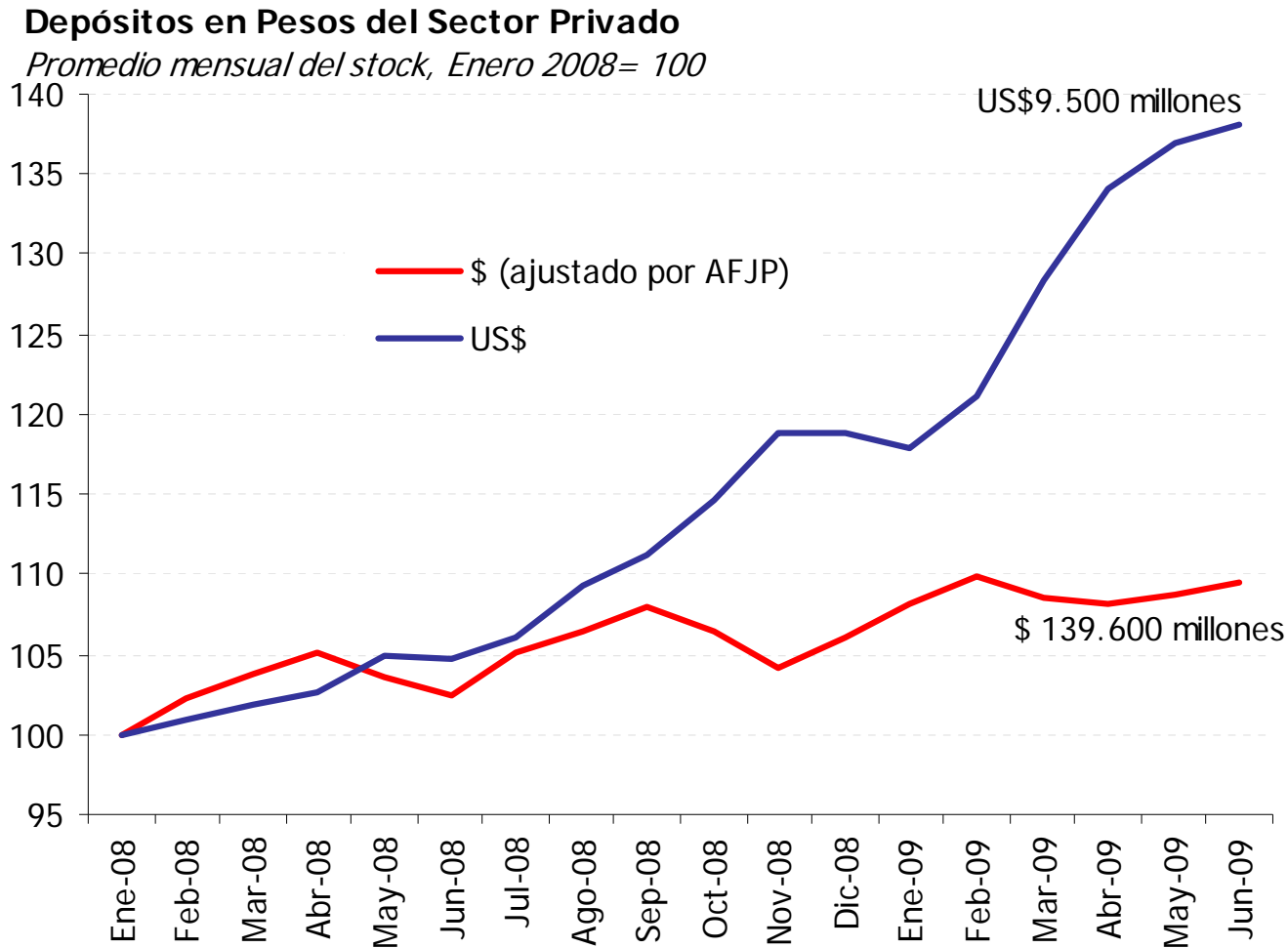
El debate sobre el tipo de cambio
domina la política monetaria y
financiera

Los depósitos crecen a tasas más bajas desde la crisis del campo

Depósitos en Pesos del Sector Privado (corregido AFJPs)

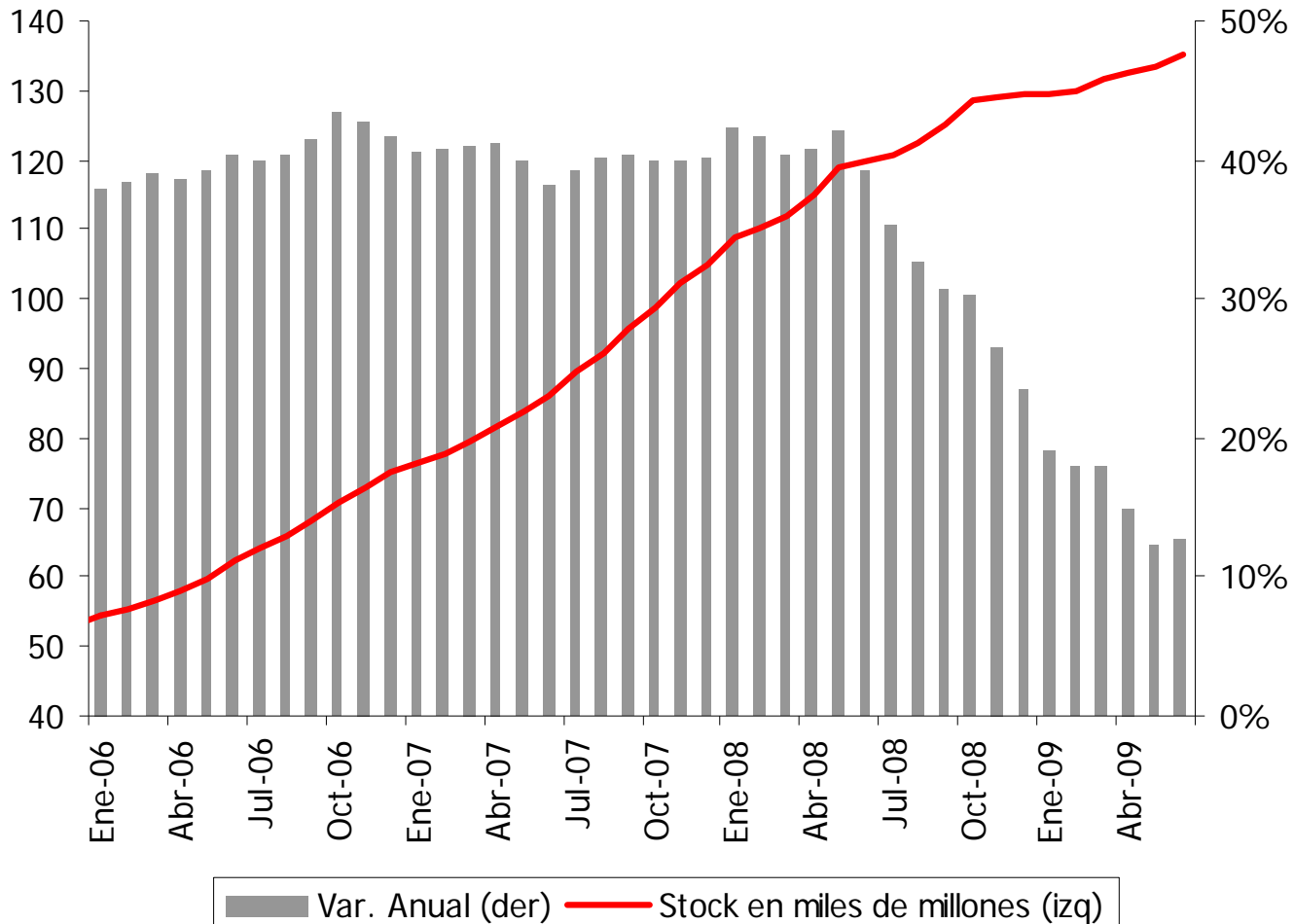


Y ha habido una importante dolarización de los depósitos



Los préstamos tampoco repuntan y no dejan de desacelerarse

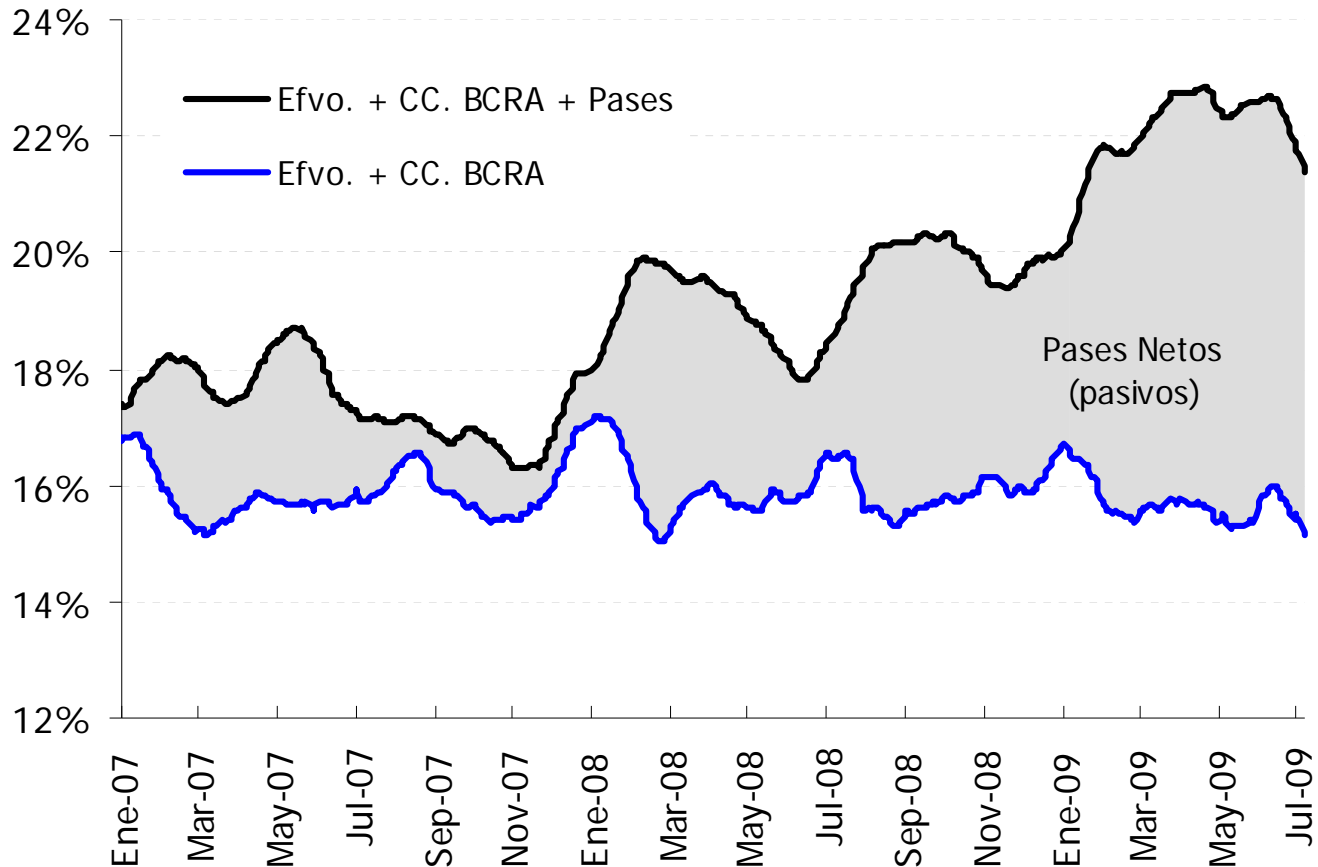
Préstamos al Sector Privado



Los bancos están muy líquidos

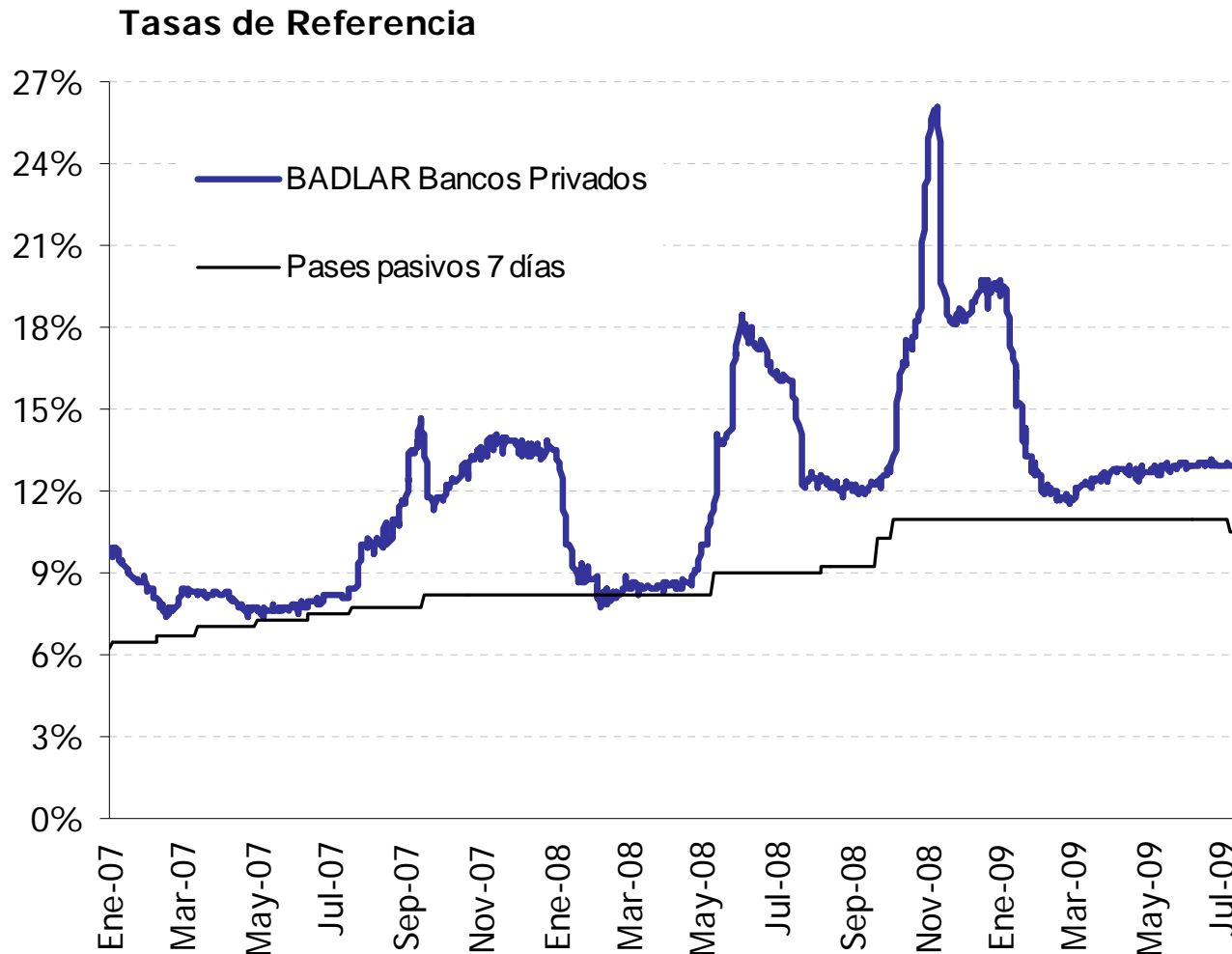
Liquidez del Sistema

Disponibilidades sobre depósitos en pesos; promedio móvil 21 jornadas



Fuente: Econviews en base a BCRA

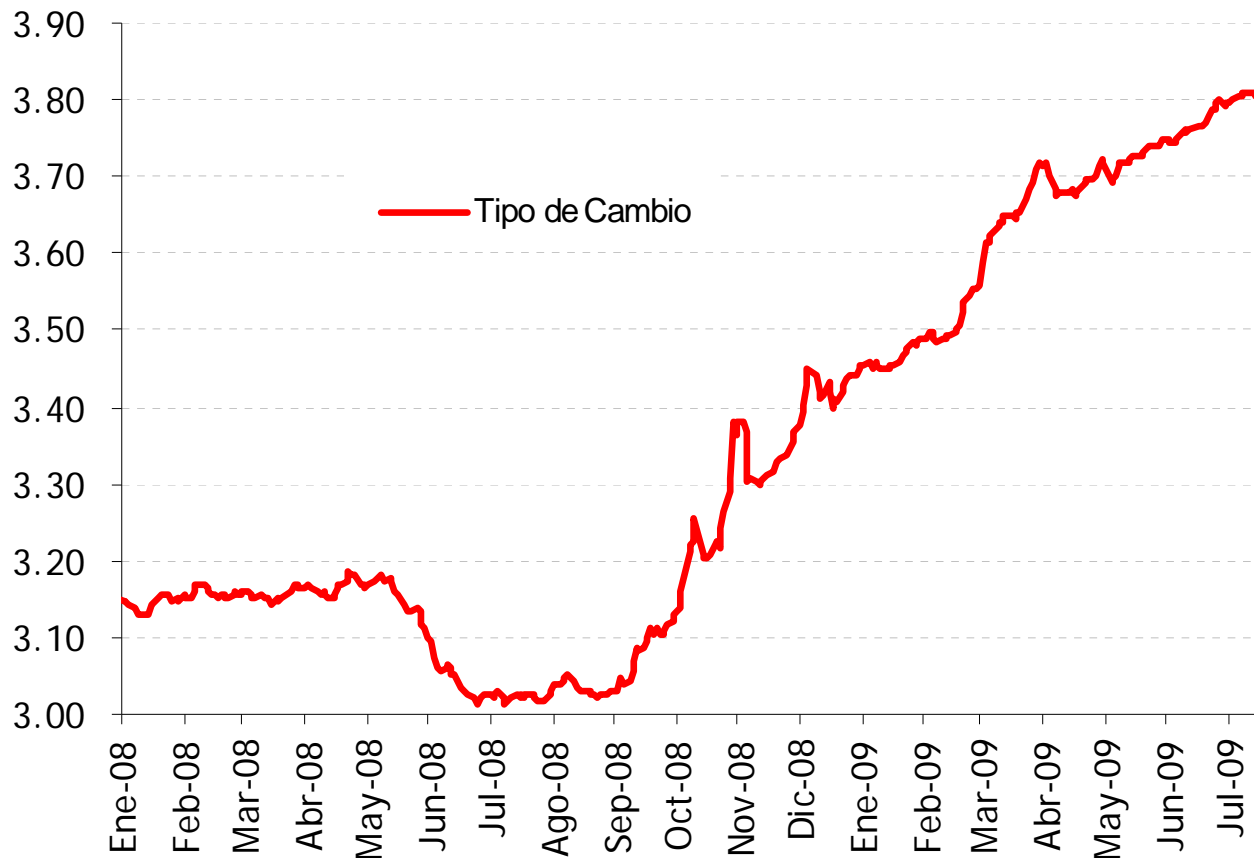
Las tasas bajas en pesos respecto de la inflación son un síntoma de la gran liquidez



Fuente: EconViews en base a BCRA

El dólar...controlado, al menos por ahora, dentro del esquema de flotación administrado

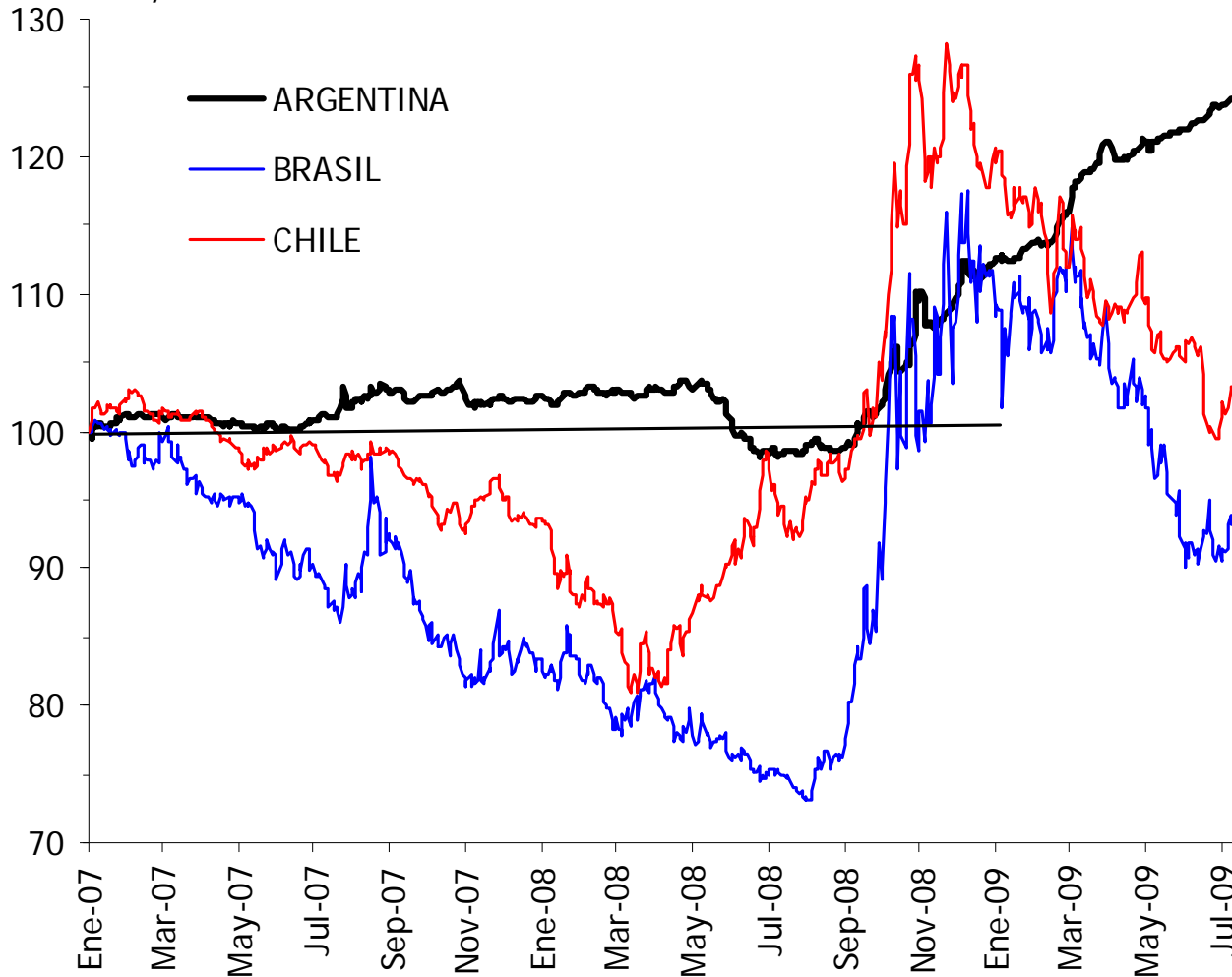
Tipo de Cambio de Referencia -BCRA-
Pesos por dólar



Argentina con menor presión sobre la competitividad tras la apreciación de sus vecinos

Monedas LATAM

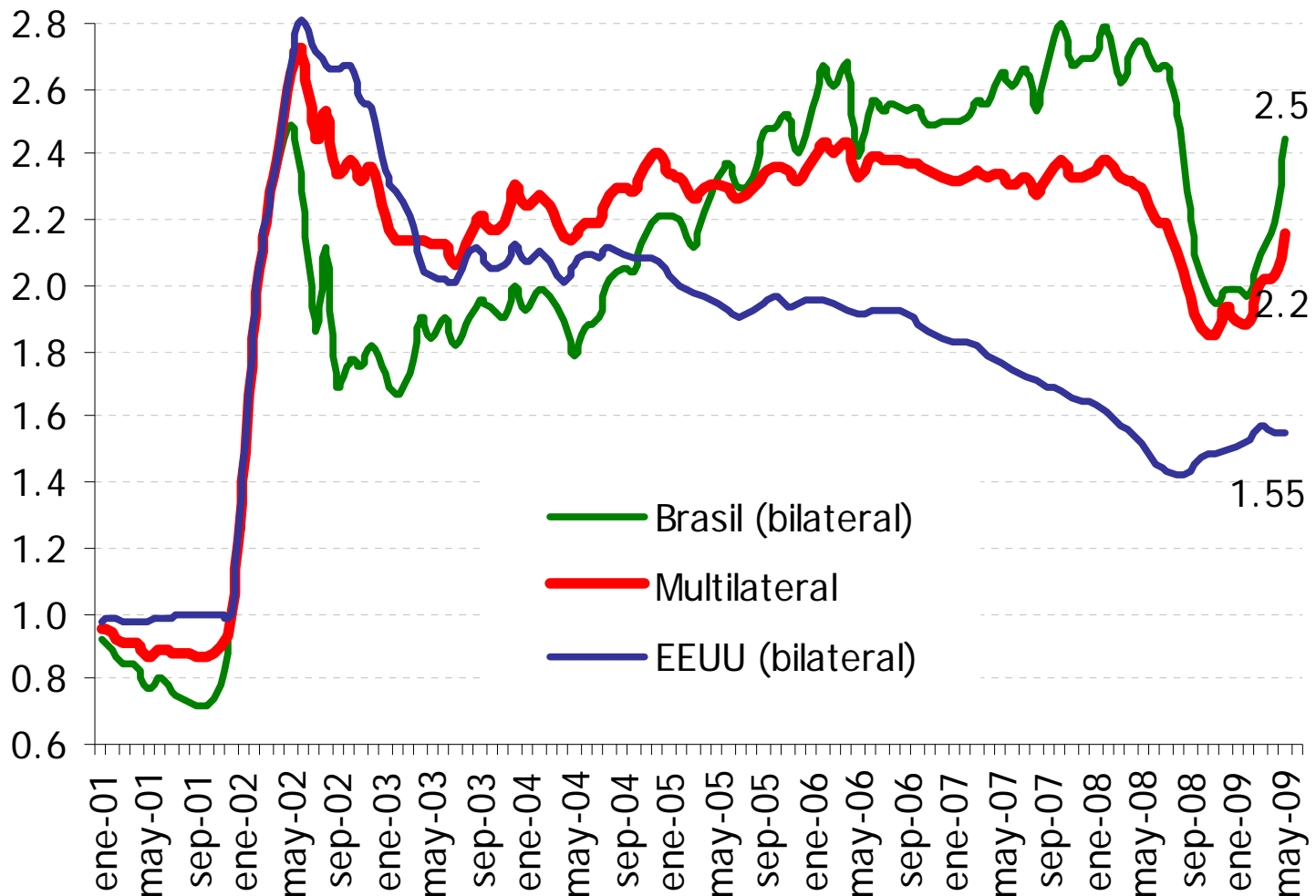
Moneda por dólar, 1 enero 07=100



El tipo de cambio real recuperó terreno, especialmente frente a Brasil

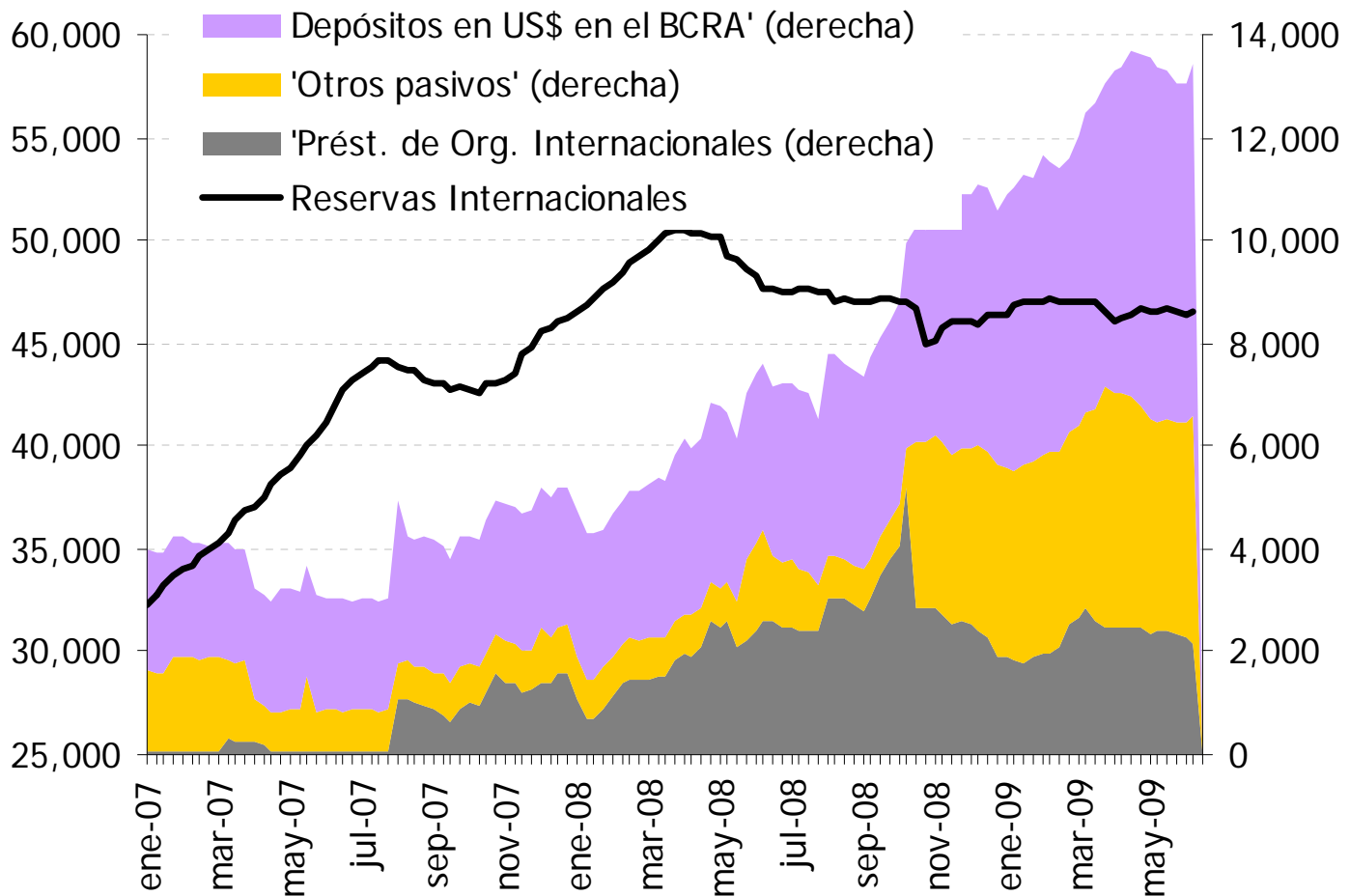
Tipo de cambio real

Dic-2001=1 - Deflactado con inflación real desde Ene-07



El stock de reservas internacionales se mantiene alto, aunque hay que saber "leer" los números

Reservas Internacionales y algunos Pasivos en US\$
millones de US\$



Factores de Vulnerabilidad Macroeconómica

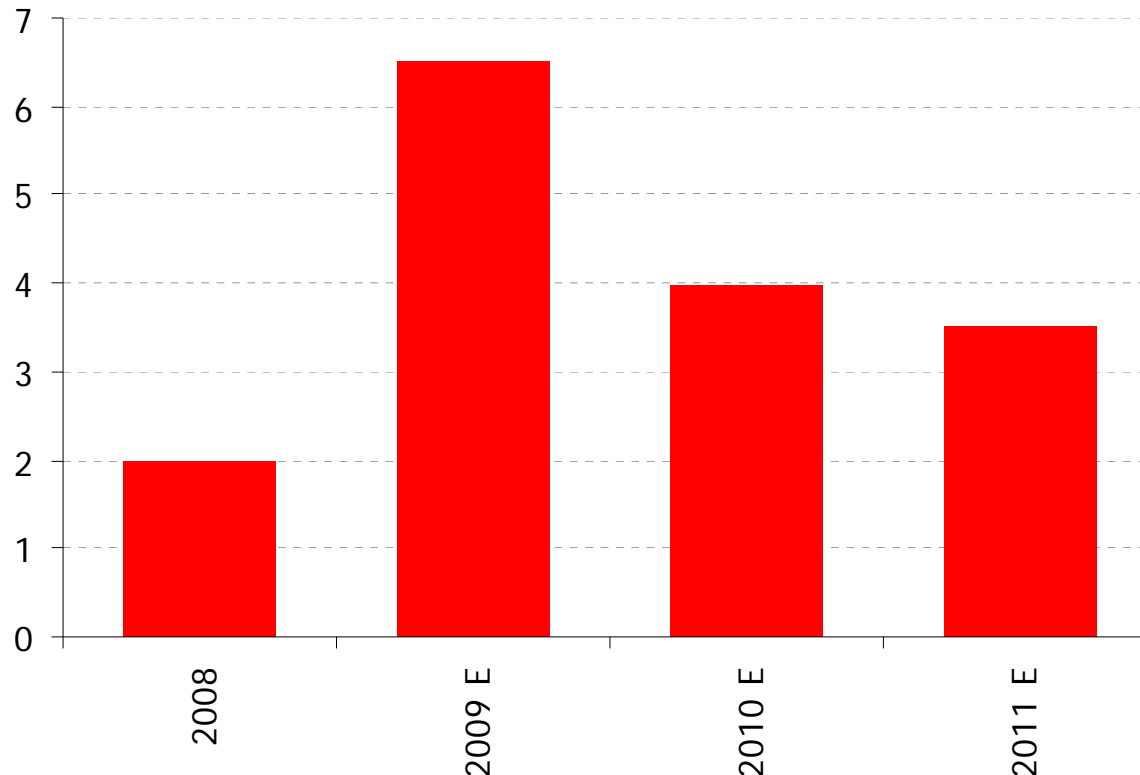
- La refinanciación de la deuda pública: se puede evitar un default?
- El frente fiscal se deteriora rápidamente, y no hay capacidad de aumentar el gasto público
- La cuenta corriente exhibiría sólo un pequeño déficit, a pesar de la fuerte caída en los precios de las materias primas
- La mayor amenaza es la salida de capitales privados

Como queda el programa financiero con la nacionalización de las AFJP's y el canje de PG's

- El canje disminuyó las amortizaciones en 2009/11 por US\$5,400 M (US\$1,700 en 2009)
- Las recompras de deuda (unos US\$2,000 M anuales) las podría realizar la ANSES
- La ANSES ahora tendría títulos con vencimiento en 2009/11 que no sería necesario refinanciar

Gap financiero con el "mercado"

En miles de millones de US\$

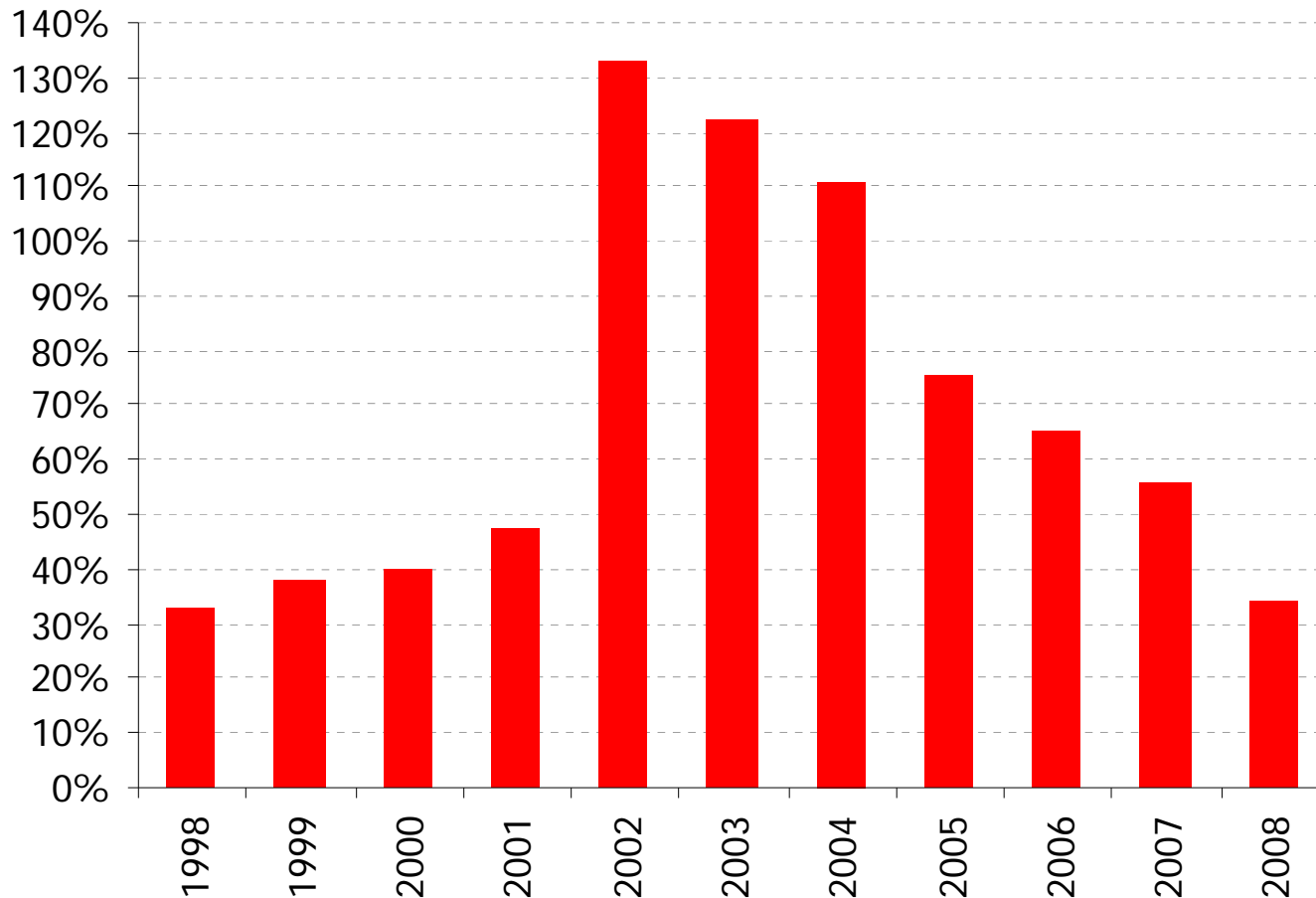


Nota: en 2010 y 2011 se supone que el Cupón PBI no se paga (por crecimiento inferior al 3%)

La deuda neta luego del canje a niveles muy razonables

Deuda pública

Como % del PBI - Escenario base



Nota: incluye cupón PBI, holdouts al 40% y excluye deuda intra-sector público

Se justifican los temores a un nuevo *default* de la deuda?

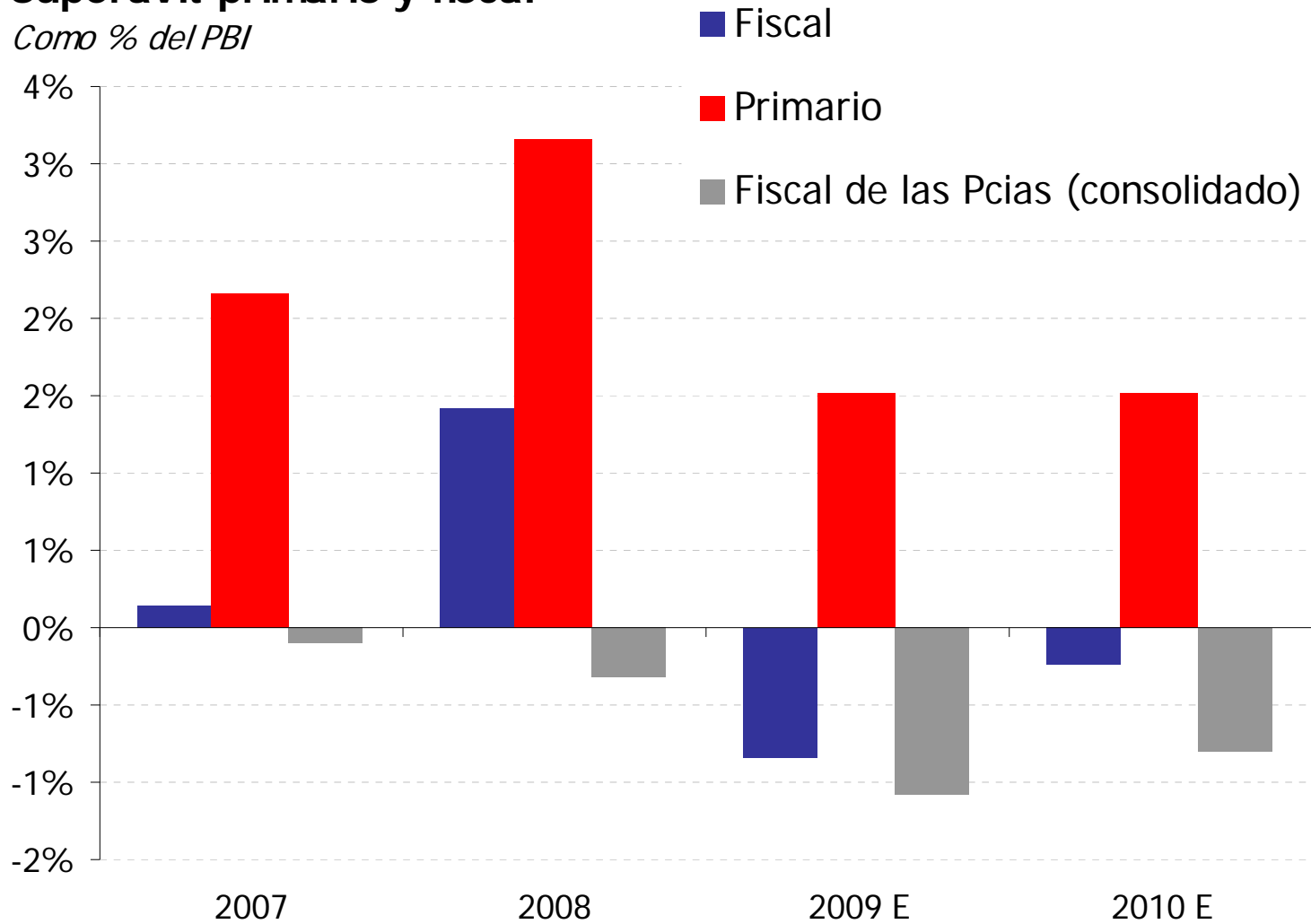
- La deuda neta ya es apenas el 35% del PBI
- El 50% de la deuda pública está en pesos
- En un escenario de superávit primario de 2% del PBI, en los próximos dos años se necesitan unos US\$9,000 millones
- El 60% de los vencimientos en 2009 son en pesos

El escenario fiscal se presenta más complejo aunque aún se lo puede corregir.
El ajuste será gradual.

En 2009 volverá a registrarse déficit fiscal

Superávit primario y fiscal

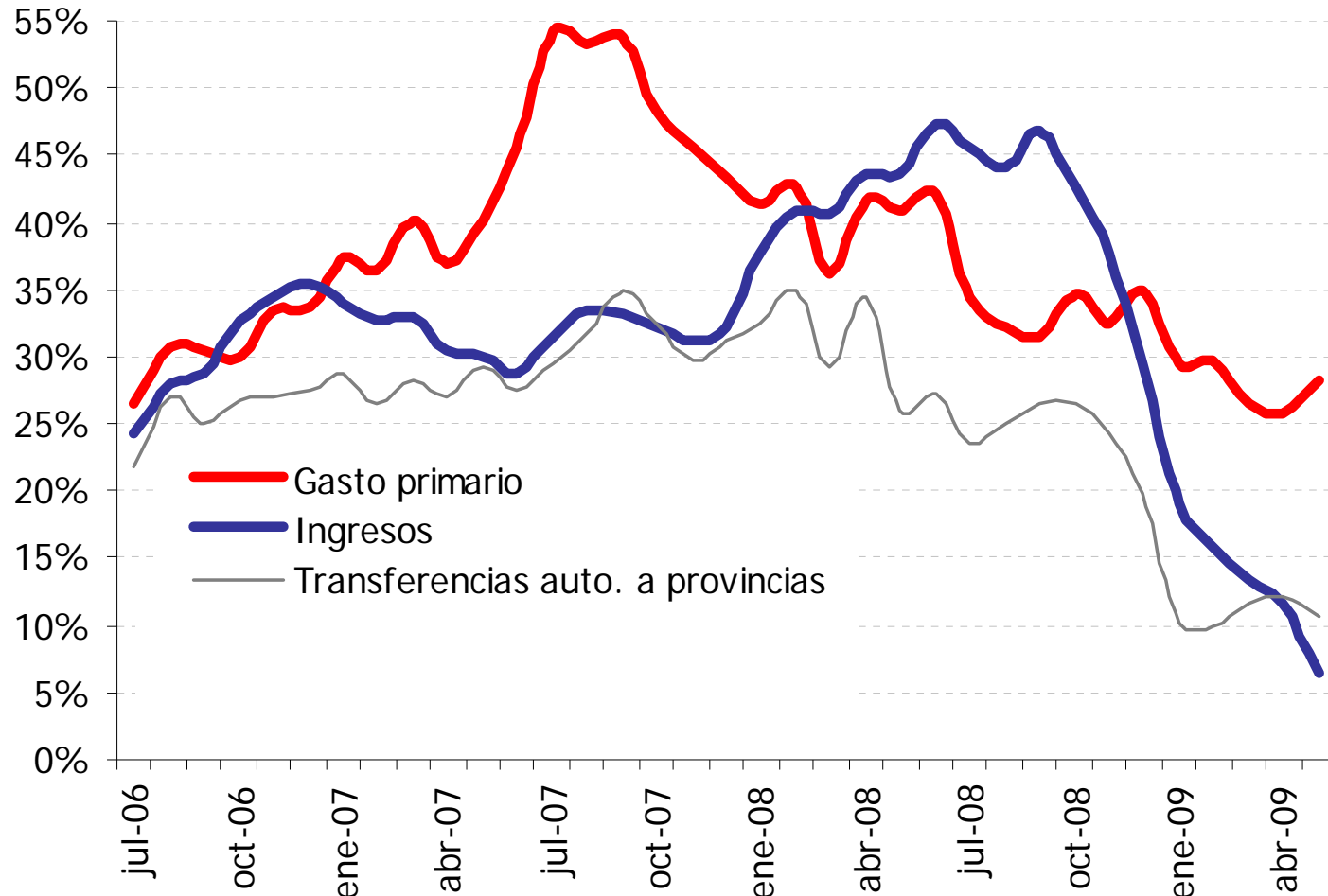
Como % del PBI



La reciente desaceleración del gasto no llega a compensar el frenazo de la recaudación y el superávit se achica

Finanzas del Gobierno Nacional

a/a (m.m. 3 m.) - Excluyen transferencias auto. a provincias



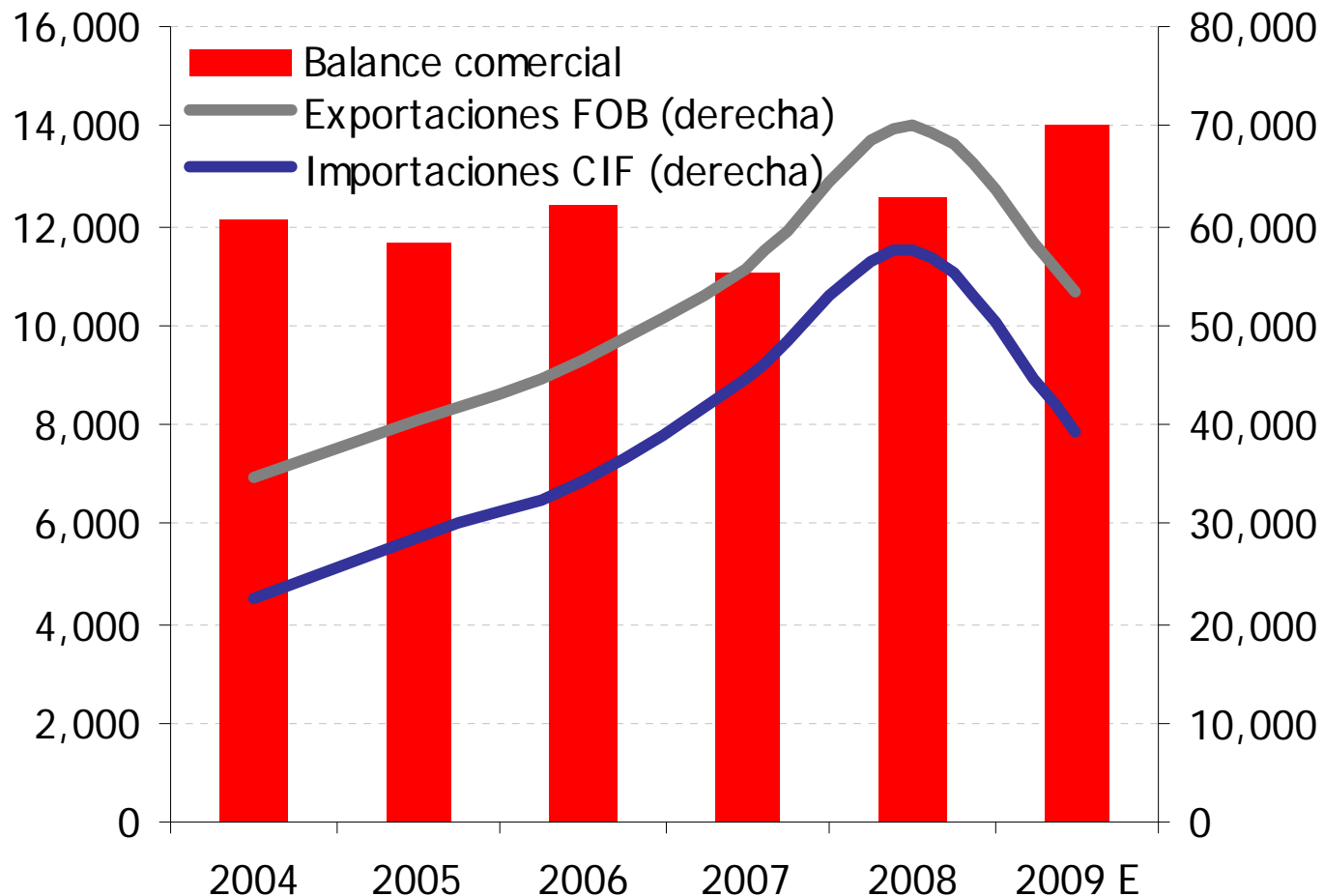
Nota: los ingresos en 2007 excluyen los traspasos por la reforma en SS

Sector externo: la cuenta corriente exhibe superávit pero presenta desafíos por la salida de capitales

El superávit comercial crecerá por el desplome de las importaciones (que es mayor al esperado)

Comercio exterior

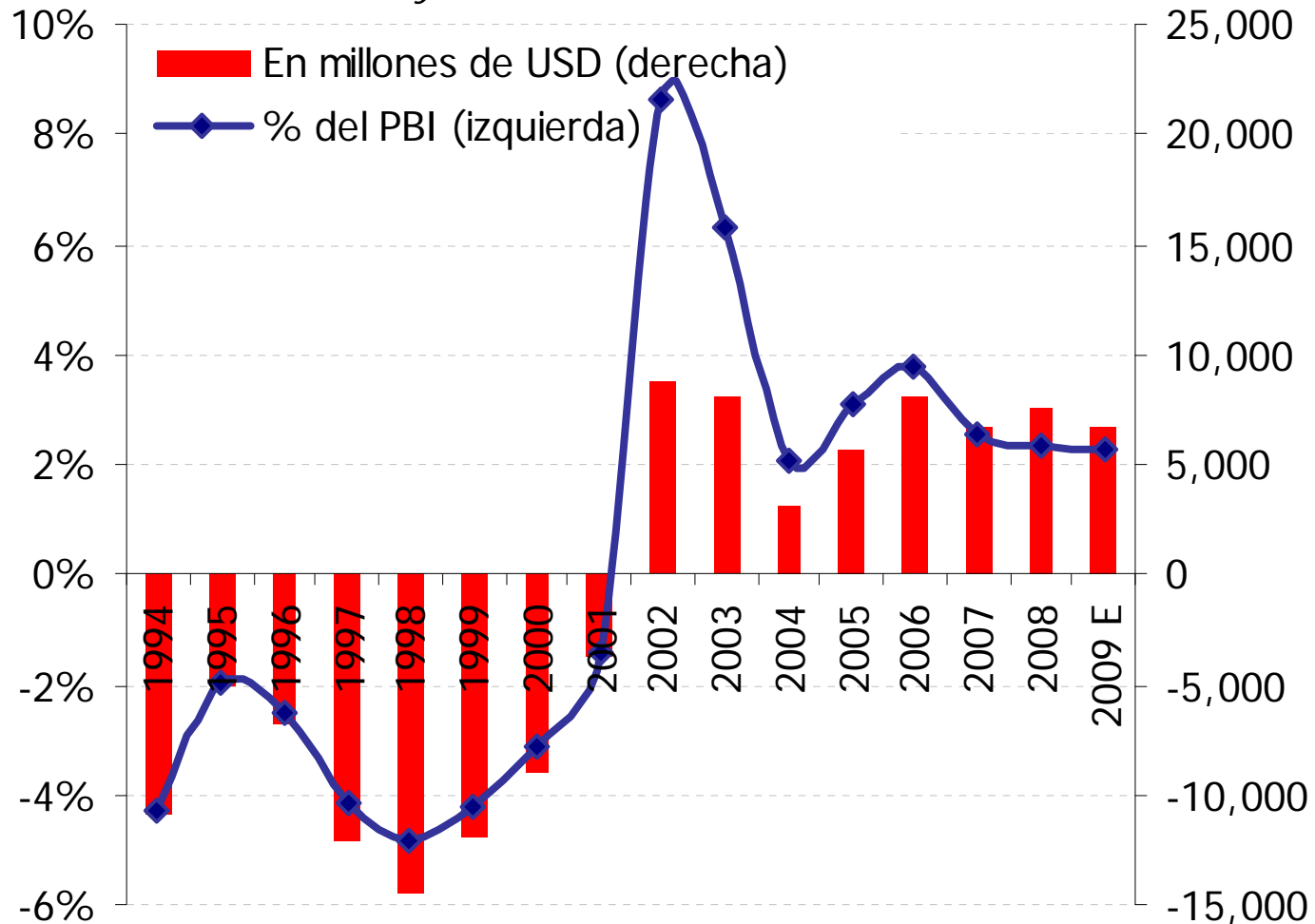
En millones de US\$



Gracias al superávit comercial, la cuenta corriente se mantendrá en superávit

Cuenta corriente

En millones de dólares y como % del PBI



Las exportaciones se contraen por menores precios (-15%) y volúmenes (-10%)

Exportaciones

En miles de millones de US\$

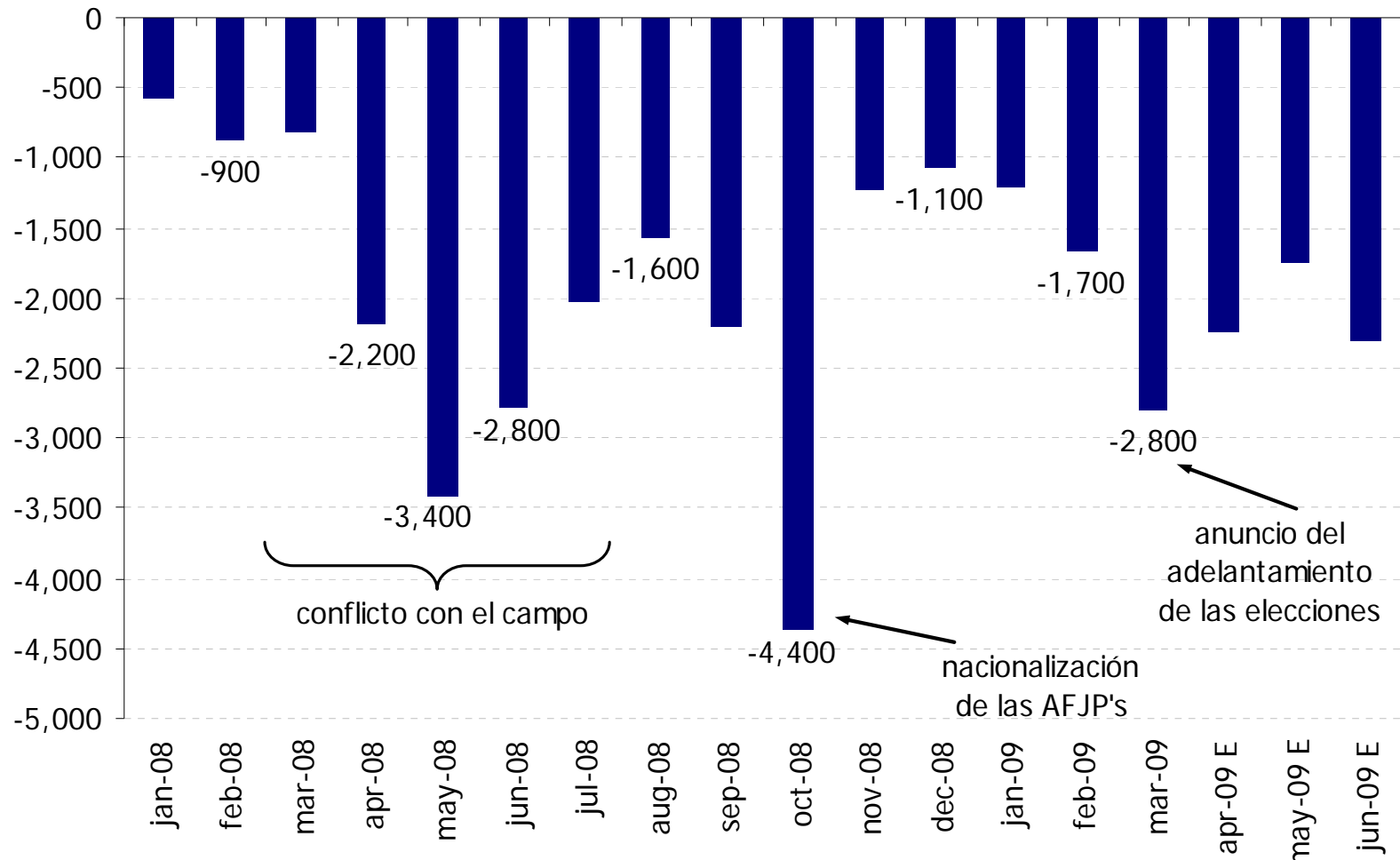
| | 2008 | 2009 E | a/a |
|--|-------------|-------------|------|
| Alimentos (PP y MOA) | 40.3 | 29.8 | -26% |
| Soja, girasol y derivados | 20.5 | 15.5 | -24% |
| Trigo, maíz y derivados | 7.0 | 4.3 | -39% |
| Resto de alimentos y otros | 12.8 | 10.0 | -22% |
| Manufacturas industriales (MOI) | 22.0 | 18.0 | -18% |
| Combustibles (CyE) | 7.7 | 5.5 | -29% |
| Total | 70.0 | 53.3 | -24% |

Fuente: Econviews en base a diversas fuentes

La "salida de capitales" es la principal preocupación

La "re-dolarización" es un problema

En millones de US\$ - Formación de activos externos del sector privado no financiero



Proxy: intervención cambiaria del Banco Central (compra de dólares) menos superávit comercial

La economía hoy: Perspectivas y Riesgos

Aunque no se espera una crisis, la situación macroeconómica es compleja

- ✓ La economía transita un estado de estanflación
- ✓ El gobierno enfrenta dificultades a la hora de hacer políticas monetarias o fiscales contra-cíclicas y el déficit fiscal se ha convertido en un problema
- ✓ Los spreads de crédito son enormes y el gobierno no tiene acceso al financiamiento externo y permanece en default con algunos acreedores
- ✓ Sin financiamiento y con déficit fiscal un ajuste fiscal es inevitable
- ✓ La nacionalización de las AFJPs y la manipulación de los índices de precios destruyó el mercado doméstico de capitales – Ya no hay crédito a largo plazo

La economía hoy: Perspectivas y Riesgos

Aunque no se espera crisis, la situación macroeconómica es compleja

- ✓ La fuga de capitales continúa y los agentes siguen dolarizando sus carteras
- ✓ No existe hoy un “plan B” para recobrar la confianza y acceder al crédito
- ✓ El FMI puede ser una alternativa, pero el Gobierno lo ha demonizado
- ✓ Un universo de controles de precios, subsidios y otras formas de intervención han estado desincentivando la producción y la inversión

No hay margen para sorpresas desagradables tales como:

- ✓ Una caída en el precio de la soja
- ✓ Que se profundice la salida de capitales y lleve a una corrida cambiaria
- ✓ Persistencia en el déficit fiscal y/o tensión con las provincias por la recaudación tributaria
- ✓ Que la falta de financiamiento haga que se vuelva a recurrir al impuesto inflacionario
- ✓ Una recesión prolongada que lleve a un mayor populismo
- ✓ Desmanejos que lleven potencialmente a un nuevo default
- ✓ Una nueva medida de política económica que “sorprenda” como ha ocurrido con las retenciones a las exportaciones o la nacionalización de los fondos de pensión

Perspectivas económicas

En un escenario base la economía “sobrevive” hasta las elecciones del 2011

- Crecimiento bajo
- Inflación moderada
- Tipo de cambio que acompaña la inflación
- Aumentan las exportaciones por mayor cosecha
- Superávit en la cuenta corriente del balance de pagos pero caída de reservas por fuga de capitales
- Acceso muy limitado al financiamiento externo y ausencia de crédito a largo plazo
- Es posible que se reabra el canje de la deuda en default y se negocie con el club de París
- Se mantiene un alto grado de intervención y de controles en la economía.

Reflexiones finales sobre Argentina

- **¿Que se puede esperar para los próximos dos años?**
- Escenarios políticos alternativos
 - El gobierno se las ingenia para tomar medidas extremas y duplica las apuestas
 - El gobierno finalmente busca una solución de compromiso y se las arregla para generar con un mínimo de consenso
 - El gobierno recapacita, permanece en el poder (o quizás renuncia), y se produce un cambio en el enfoque de medidas y en la calidad de las políticas que se toman
- **¿Qué información hay que seguir?**
 - Cambios en el INDEC
 - Evolución de las cuentas fiscales
 - Salida de capitales

Perspectivas económicas

Tres escenarios posibles para 2010

Argentina

| | Base | Pesimista | Crisis |
|--|-------|-----------|--------|
| Precio de la soja (US\$ por ton.) | 370 | 300 | 300 |
| Cosecha total (M de ton.) | 84.0 | 70.0 | 60.0 |
| Exportaciones (miles de M de US\$) | 60.4 | 54.0 | 50.0 |
| Retenciones (miles de M de US\$) | 8.7 | 6.5 | 5.5 |
| Gasto primario (var. a/a, en %) | 19.0% | 21.0% | 22.0% |
| Superávit primario (% del PBI) | 1.5% | 0.5% | -1.0% |
| Inflación (var. a/a, en %) | 15.5% | 17.5% | 25.0% |
| Tipo de cambio real (\$/US\$, dic-01=1) | 1.54 | 1.64 | 1.94 |
| Tipo de cambio nominal (\$/US\$, dic.) | 4.6 | 5.0 | 7.0 |
| Salida de capitales (miles de M de US\$) | 11.0 | 16.0 | 25.0 |
| Reservas (miles de M de US\$, dic.) | 44.6 | 38.0 | 29.0 |
| PBI (var. a/a) | 1.5% | -1.0% | -3.0% |

Fuente: EconViews en base a diversas fuentes

¡Muchas Gracias!

www.econviews.com