

Martín Azcarate
Presidente

Nicolás Bridger
Economista
[nbridger@prefinex.com.ar]

Oswaldo Cado
Economista
[ocado@prefinex.com.ar]

Prefinex SA
y sus marcas:

Applied Macro
Prefinex

Investment Banking
Prefinex

Direct Investments
Prefinex

Projections and other data

[De la mano de shocks exógenos](#)

Club de París, *Holdouts* y la crisis financiera global aumentan la variabilidad de las proyecciones.

>>Pág 1

Industry in focus

[Químicos básicos: lejos de los '90](#)

De la matriz importadora se pasó a la actual productiva exportadora en base a fuertes inversiones.

>>Pág 3

Recent financial cases

[Movimientos en el mercado energético](#)

Total y *Shell* irían a por parte del paquete accionario de *Repsol YPF*.

>>Pág 4

Macroeconomics

[CFK: ¿Cambio de perfil?](#)

La crisis financiera global encuentra a la Argentina no tan bien preparada. Club de París y *Holdouts*, una señal positiva.

>>Pág 2

Bonus Section

[La realidad empieza a ajustarse al presupuesto](#)

El presupuesto comienza a mostrar mayor realismo a la par del enfriamiento de la economía.

>>Pág 4

Argentina's financial yields

[Al compás del Congreso Norteamericano](#)

El pánico financiero a nivel global aguaron los anuncios sobre la reestructuración local.

>>Pág 3

Prefinex SA es una firma líder en asesoramiento financiero, especializada en servicios de banca de inversión y consultoría macroeconómica con 20 años de experiencia en el mercado

www.prefinex.com.ar

Tel 54 (11) 4326 2900

Fax 54 (11) 4326 2999

Mail info@prefinex.com.ar

[De la mano de shocks exógenos](#)

Proyecciones

Variable	2007	Proyección 2008	2009
PIB a precios constantes (var % anual)	8,7%	6,5%	4,5%
Precios al consumidor (fin de período)*	18,0%	21,0%	15,0%
TCN AR\$/US\$ (diciembre cada año)	3.156	3.185	3.363
TCN AR\$/\$BR (diciembre cada año)	1,766	1,863	1,922
TCR Múltiple promedio anual (var % anual)*	1,9%	-9,3%	-5,4%
PIB (millones de US\$)	260.559	335.695	370.802
Sup. fiscal primario, excl provincias (% PIB)**	2,3%	3,1%	2,7%
Saldo comercial (millones de US\$)	10.823	11.498	6.503

*Las estimaciones de IPC y PIB no corresponden a datos oficiales; **No tiene en cuenta los cambios en el sistema jubilatorio

Se redujeron las estimaciones de crecimiento para 2008/09 en base a últimos datos recientes y una menor confianza en la tendencia de mediano plazo de la economía. Se corrigieron a la baja los números de inflación fruto de un consumo menos vigoroso al esperado. Los guarismos de TCN, aunque modificados levemente, son muy sensibles al avance de la renegociación de deuda argentina y de las noticias provenientes de los EEUU. Por menores precios de *commodities*, desaparición del superávit energético y ensanchamiento de la brecha industrial, se redujeron significativamente las proyecciones de saldo comercial para 2009.

Datos Económicos

Variable	Ultimo dato	Valor	Tend	Dato anterior	Valor	
Sup primario acumulado	% PIB Ults. 4Trim	Trim II 08	2,8%	=▲	Trim II 07	3,1%
Saldo comercial acumulado	millones de US\$	Ac. ago 08	8.385	=▼	Ac. ago 07	6.266
TCN (AR\$/US\$)	promedio mensual	septiembre	3,097	▲▲	agosto	3,055
Tasa de interés LEBACs (1año)	promedio mensual	septiembre	12,20%	==	agosto	12,20%
Riesgo país	promedio mensual	septiembre	798,70	=▼	agosto	668,40
Var. BODEN 2012 (% mens)	punta a punta	septiembre	-6,0%	==	agosto	2,1%

Al compás del Congreso Norteamericano

La caída de *Lehman* y las posteriores idas y venidas del Congreso sobre el plan de salvataje colocaron a los mercados en un estado de volatilidad extrema, con reacciones exageradas y cambiantes por parte de los inversores. En el plano local,

estos eventos diluyeron cualquier impacto positivo que pudiera traer los anuncios de la cancelación de la deuda al Club de Paris y reapertura del canje de deuda. Los títulos públicos están siendo castigados por el impacto de la crisis externa sobre los precios de los *commodities*, sobre cuyas espaldas descansa superávit fiscal del gobierno.

Ranking de activos locales: las cinco mejores inversiones del mes último

Firma/Activo	Symbol	Valor cierre (US\$)	var mens %	var ac anual%
Molinos Rio	MOLI	3,032	26,16	-9,8
Grupo Fin. Galicia	GGAL	0,483	4,11	-33,91
Siderar	ERAR	8,032	0,8	5,12
YPF	YPFD	47,619	0,33	30,89
Acindar	ACIN	1,825	0	2,13
Oro		868,95	4,50	4,30
S&P 500	GSPC	1.213,27	-5,42	-17,37
Bovespa	BVSP	49.541,00	-11,03	-22,45
Merval	MERV	1.598,17	-10,07	-25,73
Mexico IPC	MXX	24.888,90	-5,33	-15,74

Químicos básicos: lejos de los '90

Un poco de historia

En la década pasada la producción de sustancias químicas básicas presentó un crecimiento bajo (2,1% anual). La demanda incremental fue satisfecha por crecientes importaciones, que pasaron de un 37% del consumo total en 1993 a 46% en 2001 cuando finalizó la convertibilidad, siendo EEUU y Brasil los principales orígenes con 33,1% y 19,7% respectivamente del total de las importaciones.

Reversión desde 2001

En 2001 una serie de factores hicieron que este estancamiento en los niveles productivos se revierta:

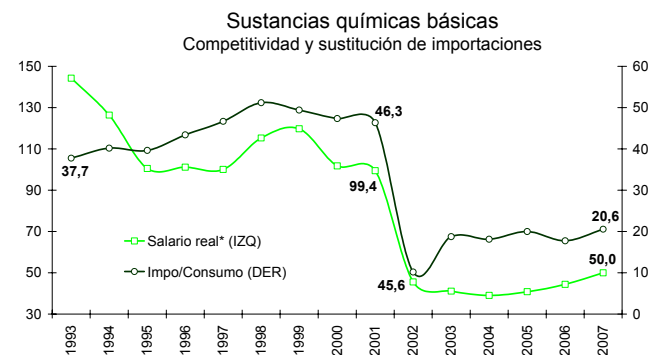
- **Devaluación del tipo de cambio.** El fin de la Convertibilidad trajo aparejados cambios en los precios relativos que beneficiaron al sector, con ventas que se incrementaron el doble que el costo salarial.
- **Consolidación de un proceso de inversión.** Dos nuevas plantas en Bahía Blanca (segundo *cracker* de PBB y planta de PEAD/PEBDL) entraron en operación y se puso en marcha la planta fraccionadora de gas natural. Esto fue una consecuencia de la reestructuración y consolidación del polo petroquímico desde 1996, tras la desregulación y privatización en el mercado del gas natural.

Esto permitió que se duplique la tasa de crecimiento del sector en el periodo 2001-2007, que se ubicó en 5% anual. Vale resaltar que esta industria no experimentó una caída fuerte post convertibilidad, con lo cual no se registró un efecto "rebote". Se observó una significativa sustitución de importaciones que, a diferencia de otras industrias, no se revirtió en los últimos años. El incremento en la producción fue acompañado por un incremento de las ventas externas (30% de la producción local).

Perspectivas

Durante los dos últimos años el sector registró crecimientos magros por una combinación de restricciones energéticas y un

contexto internacional desfavorable. Mirando hacia adelante, el bloque cuenta con tecnología que le permiten ser competitivo a nivel global aún frente a las presiones salariales fruto de la dinámica inflacionaria local. El mayor interrogante se centra alrededor del aprovisionamiento de petróleo y gas (ver [AE&BP 09/08](#)), factor que condiciona las inversiones y en consecuencia el crecimiento futuro.



*IPIM del sector/ salarios ajustados por productividad
Fuente: Prefinex AM en base a MECOIN



Fuente: Prefinex AM en base a MECOIN

La realidad empieza a ajustarse al presupuesto

El análisis del Presupuesto 2009 revela la repetición de los mismos vicios observados en años anteriores, con la excepción de una tasa de crecimiento más realista.

Política presupuestaria 2006-2009: Presupuesto Vs. Realidad

Concepto	2007		2008		2009	
	Pres.	Real	Pres.	Est.	Pres.	Proy.
Ingresos (Var % a/a)	19,03	25,3	17,4	32,2	14,9	21
Gasto Prim. (Var % a/a)	15,91	44,2	16,3	30,3	14,8	24,4
Transferencias Sec. Priv.	10,4	60,6	16,8	50		
Crecimiento PIB	4,0	8,7	4,0	6,5	4,0	4,0
IPC (4trim/4trim)	7	18	7,3	22	7,2	18
Tipo de cambio (prom.)	3,13	3,12	3,21	3,13	3,19	3,3
Exportaciones (US\$ M)	45.878	55.903	57.597	72.500	78.332	78.000
Importaciones (US\$ M)	35.728	44.705	46.570	61.000	66.355	71.500
Bza. comercial (US\$ M)	10.150	11.198	11.027	11.500	11.977	6.500

Fuente: Prefinex AM en base a MECON

El Presupuesto gira en torno a tres variables:

- **Crecimiento (4%).** Entre el 2006 y el 2008 se repitió de forma mecánica un crecimiento esperado de 4% cuando los pronósticos eran superiores. La proyección para 2009 continúa siendo de 4%, aunque en este caso la realidad se ajustaría al guarismo presupuestado, tal y como observan los pronósticos del mercado.
- **Inflación (7,2%).** Los presupuestos de 2006 a 2008 no reflejan la verdadera evolución de los precios, *modus operandi* que se repite en 2009. La actual dinámica hace difícil pensar en una inflación por debajo del 15% para el 2009.

- **Tipo de cambio (3,19).** En años anteriores un tipo de cambio estable fue la regla, hecho que se observó en la realidad. Es posible que el gobierno pueda mantener este tipo de cambio en el caso que se reinserte exitosamente en los mercados internacionales de capitales.

El objeto de subestimar la inflación y el crecimiento es proyectar una variación menor de los ingresos, de modo de asignar a discreción los fondos excedentes tal y como contempla la ley que brinda al Jefe de Gabinete los llamados "Súper poderes". En el trienio 2006-2008 hubo recursos excedentes por AR\$ 81.700 millones. Esto dio lugar a incrementos en el gasto por AR\$ 65.000 millones, concentrados en las transferencias al sector privado (60% subsidios). Los recursos excedentes de 2009 se estiman en AR\$ 18.000 millones.

Otros datos que llaman la atención:

- Crecimiento nulo de los subsidios. Subas de tarifas por debajo del 30% y de salarios por encima del 20% harían imposible el cumplimiento de tales proyecciones.
- El Proyecto lleva implícito una suba de salarios públicos de tan solo 7% en 2009, algo que suena poco razonable en el actual contexto.
- Suba de 19% de los gastos sociales (0% en términos reales). La alta inflación está incrementando el número de pobres desde mediados de 2007 de modo que los gastos sociales por persona en condiciones de pobreza caerán en términos reales.

Movimientos en el mercado energético

El derrumbe del mercado inmobiliario español podría tener un efecto concreto sobre nuestro país. El pasado 12 de septiembre, la constructora *Sacyr Vallehermoso* informó que dicha crisis puso en consideración el desprendimiento del 20% de *Repsol* (principal accionista de *YPF*) que había adquirido en noviembre de 2006. Algunas versiones señalan a *Shell* y a *Total* como las interesadas en adquirir esta participación.

Sin embargo, los rumores de mercado indican que *La Caixa*, que tiene una participación del 12,7% en *Repsol*, también podría vender. Esto no es menor, ya que si la operación supera el 30%, será obligatorio realizar una OPA y se podrá disputar el control de la empresa. Hoy por hoy, los estatutos de la empresa limitan los derechos de voto al 10% a menos que se consiga alinear al 75% del accionariado.

Todo parece indicar que los interesados irán por el todo, ya que las grandes corporaciones petroleras, que están líquidas y con una gran capacidad de compra, no están interesadas en una mera participación financiera sino que quieren lograr el control. La semana pasada, la capitalización de *Repsol* rondaba los €25.000 millones, con lo cual una operación por solamente el 32,7% rondaría los €8175 millones.

Por otro lado, el gobierno español habría dado el visto bueno a *Total* para que venda su participación del 48,8% en *Cepsa* (el segundo mayor grupo petroquímico de España) para evitar conflictos con los organismos de defensa de la competencia. De este modo, *Total* podría obtener unos €6.500 millones por su 48,8%, que le darían impulso para ir por *Repsol*.



DISCLAIMER

AE&BP es preparado y publicado por Prefinex SA únicamente a los fines informativos. La información y datos estadísticos contenidos en este informe o utilizados para su elaboración han sido obtenidos de fuentes públicas y privadas que consideramos confiables, pero no podemos garantizar que sean completos o exactos. Todas las informaciones y opiniones contenidas en este informe constituyen la opinión a la fecha de Prefinex SA. Se deberá tener especialmente en cuenta que el informe puede contener información, pronósticos y proyecciones sobre hechos futuros que pueden no materializarse, razón por la cual se deberá tener presente el carácter no definitivo de las asunciones referidas a estos acontecimientos. El destinatario del presente informe deberá considerar que los rendimientos pasados respecto de inversiones aquí analizadas no implican o aseguran rendimientos futuros. El presente informe no ha sido efectuado teniendo en cuenta las necesidades particulares del destinatario, ni reemplaza el juicio independiente del mismo. No implica el asesoramiento por parte del Prefinex SA, por lo que el destinatario deberá en todos los casos obtener el asesoramiento apropiado de los profesionales respecto de la conveniencia de invertir o tomar determinada acción, sobre la base de las opiniones o informaciones aquí vertidas. Prefinex SA, sus directores y los profesionales vinculados, no asumen ninguna responsabilidad por la utilización de toda la información contenida en este informe.