

Paula Premrou
DIRECTORA DE PORTFOLIO PERSONAL
ppremrou@portfoliopersonal.com

Sabrina Corujo
JEFA DE RESEARCH
scorujo@portfoliopersonal.com

Florencia Mosteirín
ANALISTA
fmosteirin@portfoliopersonal.com

BALANCE 2010-2011: TODO LO QUE HAY QUE SABER DE LO QUE PASÓ Y LO QUE VENDRÁ

17 DE ENERO 2011

El 2010 fue un año, sin dudas, rentable si miramos el desempeño de los activos financieros. Ayudó factores propios -la reapertura del canje de deuda, un marco económico positivo, etc.- y la coyuntura externa -aún con claras tensiones en USA y Europa, pero con una continuidad en la recuperación y un escenario de tasas bajas a nivel mundial que suma-

Pero ya comenzó un nuevo año. Para el mismo las variables a tener presente que pueden empujar, o bien opacar el desempeño del mercado en los próximos meses, son varias desde ambos frentes. Y hasta se suma un elemento político de peso a nivel local que son lógicamente las elecciones presidenciales de octubre, que como sucede generalmente no podrá evitar crear ciertos ruidos.

En principio, todo apunta a que el 2011 también reportará un balance positivo sobre su cierre, pero más que probablemente con una rentabilidad menor a la observada en el año que pasó. Incluso entendiendo que se estará más que seguro, expuesto a una mayor volatilidad, y la necesidad de una mayor selectividad en las posiciones.

1.- LO QUE PASÓ

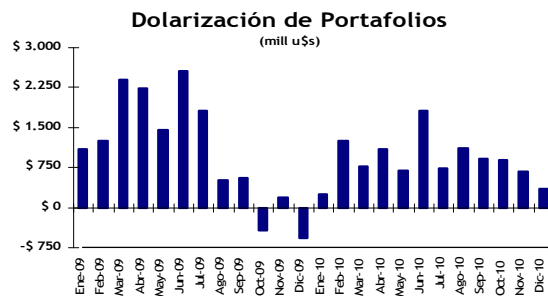
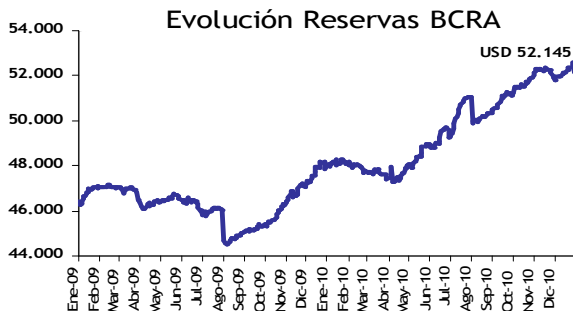
A pocos días de comenzar un nuevo año, consideramos útil hacer un repaso por todo lo que nos dejó el 2010 que sin dudas no fue poco, y lógicamente lo que hay que tener presente para este 2011.

Para comenzar, a nivel local, es claro que el año del Bicentenario estuvo signado por numerosos eventos. Desde el aspecto financiero, lo más destacado pasó por el nuevo canje de deuda y por activos que llegaron a devolver cerca de un 200%, sin olvidar sobre el principio del año el conflicto Redrado-Gobierno por el uso de las reservas para el pago de deuda, hoy no obstante una herramienta más de política.

Mientras que indiscutiblemente el hecho social que marcó el año fue la muerte de Néstor Kirchner a fines de octubre, que obligó ciertamente a un rearmado del mapa político a tan sólo menos de un año de las elecciones presidenciales. Y hasta, porque no, mencionar que el 2010 fue el año del Mundial del Sudáfrica, que no hace falta recordar, nos dejó un sabor amargo a los argentinos.

Por otra parte, también fueron meses convulsionados en el exterior. Acá se fue rotando sistemáticamente el foco desde la incertidumbre sobre el devenir de la economía de Estados Unidos, pasando por las tensiones económicas o geopolíticas en Asia, hasta la crisis de sobre-endeudamiento de Europa y los rescates a que se vieron obligados algunos de sus países. Pero vayamos por parte, resaltando lo más destacado de 2010 primero, y lo que deberemos mirar ya en este 2011 después.

EL CONFLICTO REDRADO-GOBIERNO POR RESERVAS DEL BCRA



Sin dudas, el rendimiento de los títulos locales seguía sin hacer justicia a las condiciones macro del país. En este sentido, había muchos asuntos por resolver, entre los cuales se encontraba la regularización de la deuda. Y tras varias idas y vueltas, el marco recién comenzó a despejarse el 15 de abril, cuando el Gobierno realizó el lanzamiento de la reapertura del canje de deuda en default para aquellos que no habían ingresado en 2005 (en ese entonces, recordemos la aceptación había alcanzado el 76%). La coyuntura externa no era la mejor, de hecho estallaba la crisis griega, pero la oferta -prácticamente la misma que en 2005 con los cupones PBI incluidos y un pago en cash por intereses vencidos a minoristas- era interesante, en especial, luego de tanto tiempo. Así sí bien el resultado del tramo mayorista llegó en un momento a decepcionar, tras alcanzar solo el 45%, con los minoristas y la extensión del canje en el tiempo, la aceptación final llegó al cerca del 67%, o a unos USD 12.255 millones.

Si bien la cifra se situó por debajo del 75/80% pretendido inicialmente, desde Economía, se destacó que entre esta operación y la de 2005 se regularizó cerca del 92% de la deuda defaulteada. Incluso en las últimas semanas del año se sumó algo más, ante una nueva puntual reapertura que, incluyó, también a los bradys. Lo que queda, unos aprox. USD 6.000 millones en títulos, se encuentra en su mayoría en manos de los fondos buitres para los que se deberá encontrar una solución en la justicia americana. Acá el objetivo del Gobierno será mostrar buena voluntad y llegar a un arreglo al estilo "APE" como el que cuenta el sector privado, tratando de sentar un antecedente para un soberano que hoy no existe. Para este año, en tanto, las miradas están sobre la renegociación del Club de París (ver 2011).

A fines de 2009, la presidenta Cristina Kirchner anunció la creación del "Fondo del Bicentenario" por USD 6.500 millones, a través de un polémico DNU. El fin: garantizar el pago de los vencimientos de la deuda en dólares del año (tanto de títulos, como organismos internacionales) utilizando reservas del BCRA. Esta decisión desató un grave conflicto institucional apenas iniciado el año entre el entonces presidente de la entidad, Martín Redrado -quien se oponía al uso de reservas por motivos varios- y el Ejecutivo. No obstante, desde la óptica de mercado, la noticia era positiva dado que, independientemente, de donde salieran los fondos se aseguraba los pagos de los títulos en cartera.

Luego de fuertes cruces entre ambas partes, debates y críticas desde la oposición, y una importante judicialización del conflicto, que llegó hasta afectar el normal comportamiento del marco económico-financiero (por ejemplo, la fuga de capitales se llegó a profundizar hasta unos USD 12000 millones en febrero) la solución comenzó a llegar con la renuncia o remoción de Redrado (según desde la parte del conflicto que se mire) y el posterior nombramiento de Mercedes Marcó del Pont, quien completó el mandato de Redrado e inició uno nuevo a partir de septiembre, aunque no sin pocas críticas. En cuanto al Fondo, el mismo fue derogado y mediante otro decreto presidencial se dio lugar a otro prácticamente igual, llamado esta vez "Fondo del Desendeudamiento" que se remitió al Congreso. Hacia principios de 2011 la historia se volvió a repetir, pero sin tanta polémica. Por decreto, días atrás, se volvió a establecer un FD II por USD 7.500 millones para afrontar vencimientos de este año (los más relevantes, RG12; AM11 y cupones).

LA REAPERTURA DEL CANJE REACTIVO LA AGENDA FINANCIERA

	Variaciones Riesgo País				
	Argentina	Brasil	Ecuador	Perú	Venezuela
2008	312,4%	68,4%	667,0%	131,1%	234,2%
2009	-60,9%	-50,1%	-83,7%	-62,3%	-46,0%
2010	-26,1%	-4,1%	17,9%	-4,8%	11,7%
I Sem	23,1%	29,4%	30,0%	28,6%	32,3%
II Sem	-40,0%	-25,9%	-9,3%	-25,9%	-15,6%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda GN	8.814	6.270	7.556	10.170	10.050	16.108	8.589	1.684	909
Intereses+canje u\$s 400 M	5.311	5.315	5.006	4.638	4.170	3.204	2.736	2.476	2.521
Cupón PBI (inc Canje)	2.246	2.473	2.660	2.802	2.899	2.947	0	0	0
Necesidades Financieras	16.371	14.058	15.221	17.610	17.118	22.259	11.325	4.160	3.430
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda GN (neta ref automáticas y FGS)	5.931	4.937	5.761	6.814	7.735	2.675	7.103	1.637	868
Intereses Netos (Excluye Ints FGS)	4.206	4.171	3.923	3.595	3.207	2.499	2.132	1.923	1.943
Cupón PBI (inc Canje y excluye cupones Cuasipar)	1.853	2.040	2.194	2.312	2.391	2.431	0	0	0
Servicios Netos	6.059	6.211	6.117	5.896	5.598	4.930	2.132	1.923	1.943
Servicios Netos % PBI	1,5%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%
Nec. Financieras Netas	11.990	11.148	11.878	12.710	13.332	7.606	9.234	3560	2.811
Nec. Financieras Netas % PBI	2,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	1,3%	1,5%	0,5%	0,4%

Vencimientos no incluyen la Deuda a un Año con BCRA

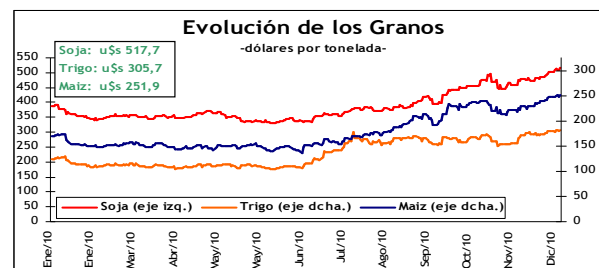
La macro, salvo puntos débiles como claramente el marco inflacionario, fue positiva para Argentina. Ayudado, además y aunque no siempre se admita, por un favorable viento de cola externo. De hecho, realizando un panorama general sobre las cuentas públicas del año que pasó, hay varios puntos positivos para destacar. La recaudación fiscal, por ejemplo, ascendió a \$ 410.000 millones, creciendo un 34,4% respecto a 2009. Efectos varios: inflación, actividad, y retenciones al campo, entre ellos. En tanto, las cuentas fiscales cerraron con un buen resultado, aunque nobleza obliga ayudó en mucho el superávit del BCRA 2009 que se trasladó al Tesoro -unos \$ 20.000 millones- y la caja del ANSES. Mientras que el superávit comercial se situó alrededor de USD 13.000 millones, por debajo de los USD 15.700 de 2009, pero siguiendo con el número positivo aún con tipo de cambio que perdió competitividad. Incluso el superávit de cuenta corriente rondaría los USD 4.800 millones en el año que pasó. Otro indicador bueno, de seguro, es mirar el bajo ratio de deuda-PBI. Y hasta el stock de reservas del BCRA que finalizó en un nivel récord arriba de los USD 52.145 millones. La fuga de capitales también cedió. Y el dólar se mantuvo con una gradual devaluación a lo largo del año, del orden del 10%, con pocos momentos de tensión y controlado sin problemas por el BCRA. Todo confluyó así para un crecimiento del PBI que se ubicaría finalmente entre un 8% y 9%, uno de los más sólidos de la región. Entre los puntos negativos, en tanto y no hay dudas, la inflación que se ubicó en un rango de 25%-28% según las consultoras privadas vs. un INDEC que destaca que fue menor al 11%. Y si hablamos de esto, lógicamente, mencionamos la caída en el tipo de cambio real.

UN MARCO ECONÓMICO QUE AYUDO AL MERCADO FINANCIERO

	2009	2010	Var. Inter.
Recaudación fiscal*	304930	409901	34,4%
Gasto primario(*)	242929	285493	17,5%
Superávit primario(*)	17278	27285	57,9%
Superávit fiscal(*)	-7139	7937	211,2%
Balanza comercial**	16924	11816	-30,2%
Cuenta corriente**	11292	3698	-67,3%

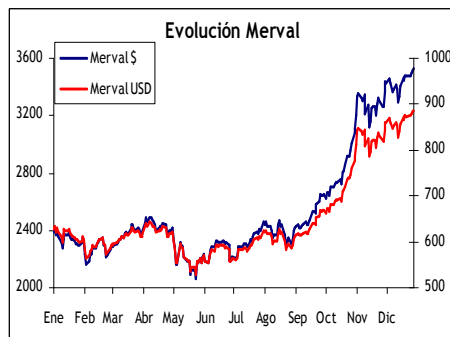
* millones de \$ datos a dic-10 / (*) millones de \$ datos a nov-10

** millones de u\$s datos a nov-10



FUERTES GANANCIAS PARA ACCIONES Y BONOS LOCALES

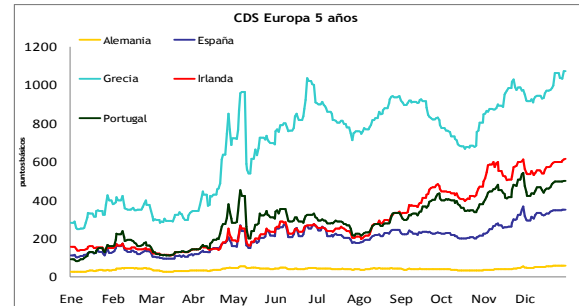
Período	TVPA	TVPP	Bonos en \$	Bonos en USD
2006	177,1%	142,9%	13,0%	26,1%
2007	-16,2%	-26,1%	-12,5%	-12,9%
2008	-75,3%	-53,4%	-46,1%	-55,3%
2009	248,9%	104,1%	147,5%	135,4%
2010	137,7%	219,8%	52,0%	12,8%



En 2010, el Merval se ubicó en quinto lugar en el ranking de los índices bursátiles de mejor rendimiento, medido en dólares. En pesos, el índice porteño trepó un 50% y finalizó en un nivel histórico de 3523,59 puntos. La suba más marcada se registró a partir de septiembre, en línea, con una tendencia mundial iniciada cuando comenzaron a descontarse las expectativas por el nuevo estímulo monetario de la Fed. El sector financiero fue una de las grandes estrellas dentro del marco bursátil ayudado por las fuertes subas de los bonos, buenos resultados y un atraso del sector. De hecho, fue este rubro el de mejor performance del año, con un incremento del 88% liderado por las acciones de GGAL que treparon un 182%. Entre las líderes, el único papel que terminó el año en rojo fue APBR afectado por su millonaria ampliación de capital, con una caída del 13%. Incluso también brilló el panel general en un contexto general positivo. Grimoldi cerró 2010 con un rendimiento de 331%, seguido por Central Puerto que subió 240%. Respecto al volumen operado, y según el IAMC, en 246 ruedas, se registró un promedio diario de \$ 60,8 millones, un 32,2% más que en 2009. Aunque como buena señal, este se ha incrementado, si sólo se tomará el promedio de los últimos meses. Por otra parte, los resultados de los títulos públicos también se encontraron entre los mejores del mundo. Volvieron a sobresalir las unidades vinculadas al PBI, ante las reiteradas revisiones al alza sobre el crecimiento. La mayor suba correspondió a la versión en pesos, que trepó un 220,8%, mientras que la de dólares lo hizo en un 148,2%. Excluyendo a los cupones, las subas más pronunciadas se ubicaron en el tramo largo de la curva en pesos: el Par ganó un 95,4% mientras que el Descuento aumentó un 78,8%.

Desde inicios del 2010 (o ya fin 2009), comenzó a instalarse en el mercado la preocupación sobre la situación económica y financiera de algunos países europeos. Específicamente, a los que se denominó “PIIGS” (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España). Los primeros cimbronazos en el mercado se observaron en enero, luego hubo un impasse y una apuesta a que todo pasaría en marzo, pero hacia fines de abril la situación era insostenible. La primera en estallar fue Grecia, y su rescate posterior generó más de una polémica. Al fin y al cabo, era la primera crisis fuerte y propia que enfrentaba la eurozona desde su creación. En realidad, los problemas del país helénico estaban a la vista desde hace tiempo, cuando el flamante gobierno de Papandreou anunció que la administración anterior había falsificado los números de las cuentas nacionales. Las nuevas estimaciones apuntaban a un déficit fiscal en 2009 del 13,6% del PBI y un stock de deuda que era del 115% del PBI, con el “limitante” que al estar su economía atada al euro, no tenía la opción de devaluar. Bajo este marco, las críticas y las presiones a las autoridades para que tomaran cartas en el asunto eran cada vez más fuertes. Nadie quería aparecer como quien financió la “fiesta griega”, pero tampoco podían dejar caer al “euro”. Así, y tras semanas de debate -en donde el timing de la Unión fue muy criticado- se anunció un rescate a Grecia por hasta 110.000 millones de euros (80.000 aportados por países miembros y otros 30.000 por el FMI). A cambio, el país se comprometió a un drástico ajuste fiscal incluyendo medidas como recorte de salarios y jubilaciones y más cargas impositivas, entre otras, aún cuando lógicamente esto generó un fuerte rechazo social y sumió al país en un clima de caos.

EUROPA, LA CRISIS DE DEUDA, Y EL PRIMER RESCATE: A GRECIA



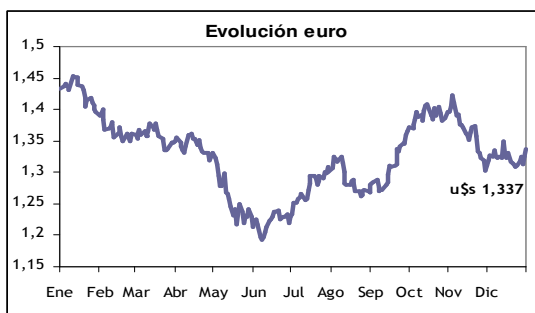
Déficit/superávit fiscal como % del PBI			
	2009	2010	2011*
Alemania	-3,1%	-4,5%	-3,7%
Francia	-7,6%	-8,0%	-6,0%
Grecia	-13,6%	-7,9%	-7,3%
Irlanda	-14,6%	-17,7%	-11,2%
Portugal	-9,2%	-7,3%	-5,2%
España	-11,1%	-9,2%	-6,9%
Italia	-5,2%	-5,1%	-4,3%

* estimado

UN MECANISMO PROVISORIO Y UNA REFORMA DESDE 2013

Deuda como % del PBI			
	2009	2010	2011*
Alemania	73,5%	75,3%	76,5%
Francia	78,0%	84,2%	87,6%
Grecia	115,2%	130,2%	139,3%
Irlanda	65,5%	93,6%	101,7%
Portugal	76,3%	83,1%	87,1%
España	53,1%	63,4%	70,2%
Italia	115,8%	118,3%	119,7%

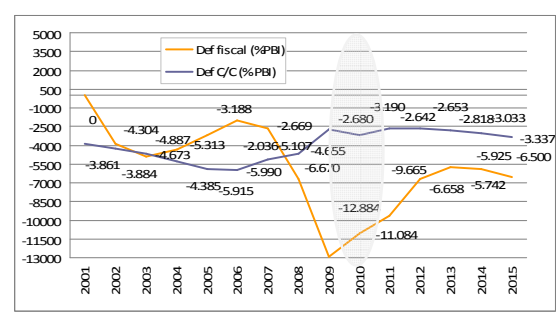
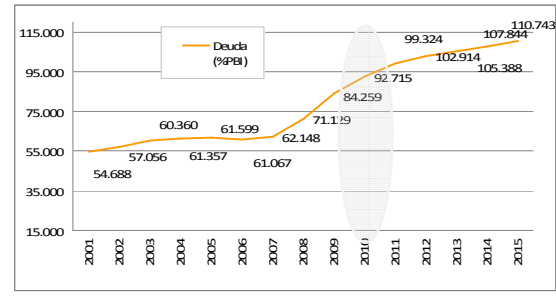
* estimado



Pero la región necesitaba, claro está, más que un paquete de ayuda por tramos que se activaría según vayan cumpliendo condiciones. De hecho, ya Grecia en la mira, lo que más perjudicaba a los mercados era el “efecto contagio” sobre otros países como Irlanda -que finalmente también debió ser rescatada con un ayuda de 85.000 millones de euros-; Portugal (hoy en foco); o bien España. Sobre este último, pesa la mayor preocupación por el peso de la economía española (cinco veces más grande que la griega). En principio, y solo por mencionar una de las conexiones, por la fuerte exposición de los bancos de la región a deuda de la “madre patria”. Hasta incluso se llegó a hablar de otros países más chicos con problemas, entre ellos, Hungría y Bélgica. Por lo mismo, se acudió a la creación de un mecanismo de emergencia, cuyo centro fue el Fondo de Estabilidad Financiera por un total de 750.000 millones de euros conformado tanto por aportes de países de la región, como el FMI. Desde allí, salen hasta ahora, los rescates. Mientras que también claro está se complementó con una profundización de las recompra de deuda pública y privada por parte del BCE, como la extensión de otros programas de ayuda financiera creados durante la crisis del 2008, que se habían comenzado a retirar. El mensaje, desde la UE, siempre fue así el mismo: el euro es una moneda fuerte y los países miembros de la región van a hacer lo necesario para mantener la estabilidad financiera. No obstante, no hay dudas que la crisis puso a la vista ciertos puntos débiles de la unión. Para 2013, de hecho, ya comenzó a armarse un sistema permanente de ayuda basado en un conjunto de medidas que se irán progresivamente poniendo en marcha y que incluye, entre otros, mayores controles y regulación.

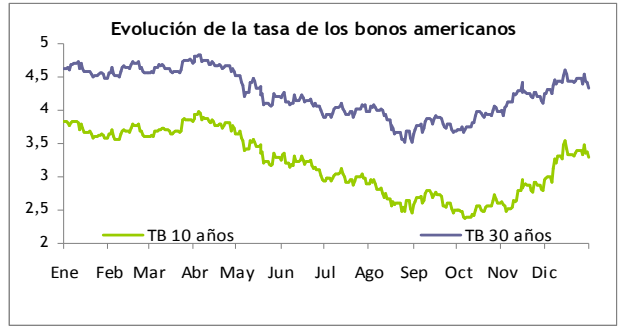
Pero los mercados no sólo tuvieron que sufrir durante el primer semestre del año, e incluso ya entrado el segundo, la tensión que generó la crisis europea, sino que tampoco ayudó por momentos el contexto americano. Si bien los balances corporativos de Estados Unidos eran convincentes con mejoras sustanciales en la tasas de recuperación de las ganancias, e incluso con más sorpresas positivas que negativas temporada tras temporada, desde la macro los indicadores volvían a mostrar una desaceleración a partir del segundo trimestre. Resurgían así los temores a una “W” o doble recesión (“double dip”) en ese país, con lo que ello claramente implicaba. Especialmente, las miradas se concentraban en la falta de reactivación de dos sectores: el inmobiliario y el de empleo. El primero no lograba mostrar una recuperación sostenida con un ratio de hipotecas con equity negativo aún del 25%, en tanto que el segundo presenta aún una tasa de desempleo superior al 9% con una creación de puestos laborales aún inestable. De hecho, la Fed en sus comunicados, expresaba su preocupación por un ritmo de recuperación que evidentemente se había desacelerado y un nivel de inflación que se encontraba por debajo de los aspirados por la entidad, lo que amenaza incluso con una deflación. Ya no bastaba con la sola mención de que las tasas iban a permanecer en niveles mínimos durante un “período de tiempo considerable” que la FED trato de dejar en claro, más o menos explícitamente, reunión tras reunión. En este marco, recién ya entrada la última parte del año, los temores se fueron desvaneciendo ante la conjunción de finalmente una mejora en los datos macro, como nuevas políticas de estímulo monetario y fiscal por parte de la FED y el Gobierno. Por ejemplo, la prolongación de los recortes impositivos reciente.

LOS FANTASMAS DE LA DOBLE RECESION EN ESTADOS UNIDOS



UN SEG. SEM. ENTRE QE2 DE LA FED Y EL TEST DE OBAMA

Fecha Reunión FED	14-Ene 14-Dic 20-Sep			14-Ene 14-Dic 20-Sep			14-Ene 14-Dic 20-Sep		
	Sin cambios			Baja a 0,0%			Suba a 0,5%		
15/03/11	66,0%	72,0%	70,6%	34,0%	28,0%	24,3%	0,0%	0,0%	5,1%
22/06/11	62,7%	23,0%	61,3%	32,1%	23,0%	19,7%	5,2%	12,9%	17,4%
20/09/11	53,4%	48,6%	46,9%	23,3%	14,7%	13,4%	20,5%	30,0%	30,4%
02/11/11	47,8%	38,6%		19,0%	10,4%		26,6%	35,3%	



En septiembre, Bernanke dejó en claro que la FED estaba “preparada para tomar medidas expansivas adicionales”, y desde allí el mercado comenzó a descontar una nueva ronda de estímulo monetario. Y así fue. El 3 de noviembre llegó el anuncio de lo que se conoce como QE2 -un programa de compra de activos por USD 600.000 millones, que llegaría a USD 900.000 millones si se suma la reinversión de los cupones-. El objetivo: mantener tasas bajas y generar mayor estímulo a la economía. Si bien existieron diversas opiniones, que iban desde el escepticismo sobre la efectividad del mismo hasta las preocupaciones de que se disparen las presiones inflacionarias, la magnitud de la inyección estuvo dentro de lo esperado y puede calificarse hoy como “parcialmente exitosa”. Muchos que en su momento fueron críticos, de hecho, salen hoy a recomendar algo similar para Europa. La posición de Bernanke, de anticiparse a una profundización de los miedos, sirvió para poner un límite a las apuestas negativas. Pero noviembre, no sólo fue intenso por la Fed, sino que también estuvo marcado por las elecciones legislativas. El descontento de los americanos por la fragilidad económica se vio en las urnas en donde los demócratas perdieron el control de la Cámara Baja. Sólo conservaron la mayoría en el Senado, aunque con un margen más acotado. El gran ganador fue el nuevo movimiento ultra conservador, Tea Party. Los resultados fueron un fuerte disgusto para el oficialismo que no esperaba una derrota tan marcada. Incluso esto obligó a Obama a una fuerte reestructuración del Gobierno. Cambios de Gabinete, que parecen ser bien tomados por el pueblo, buscan lavarle la cara al Gobierno y sentar las bases hasta para una posible reelección en el 2012.



2.- LO QUE VENDRÁ

Pero destacado lo que pasó, lo más relevante -al menos, desde el mercado- es tener presente una lista de temas o variables a las cuáles deberemos estar atentos, y que podrán en determinados momentos generar volatilidad y servir para convalidar tendencias. En otras palabras, una lista de lo que hay que tener presente -remarcando, en principio, su posible impacto sobre la plaza- para todo aquel que tenga o quiera tener posiciones en este 2011.

👍 **Contexto general internacional.** Han desaparecido los temores de una doble recesión, y se consolida la probabilidad de un escenario de recuperación, aunque moderada y con aún ciertas tensiones en el horizontes. Esto garantizaría en los próximos meses el mantenimiento de un escenario de tasas bajas en mercados desarrollados, que favorece lógicamente la visión para el país. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

👍 **EE.UU. y su recuperación.** Ligado al primer punto. La probabilidad en Estados Unidos de un “double dip” es hoy muy baja, a diferencia de la que llegó a existir a mediados del 2010. No obstante, lo cierto es que la fuerza de la recuperación aún es tema de discusión o incertidumbre, que puede generar momentos de volatilidad en los mercados en los próximos meses. Se está -y estará- sobre dos mercados en particular: inmobiliario y empleo. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

❓ **La FED y el timing de su política.** El correr de los meses y la performance macro irán determinando los tiempos y el ritmo al cual la FED americana comenzará el retiro, o no, de los fuertes estímulos monetarios hoy vigentes. Incluso, lógicamente, los movimientos de la tasa de interés de referencia. Justamente uno de los mayores peligros, desde la óptica del mercado, estará en que estos estímulos se remuevan demasiado rápido. Igualmente, este no parece hoy ser un riesgo muy probable en el corto plazo, si miramos lo que descuentan los futuros de Fed Funds. PERIODO CLAVE: SEGUNDO SEMESTRE DEL AÑO

❓ **Tasa de 10 años.** Se coincide en que es uno de los mayores riesgos que enfrentan hoy los mercados emergentes en general, y al cual Argentina no evitaría estar exento. Incluso hay que tener en claro que su contrapartida es la evolución de los flujos de capitales hacia la región. Claramente gran parte de su respuesta tiene relación con el punto anterior. Para tener presente: mientras la misma se mantenga entre el 2.5/4% anual no vemos mayor peligro. PERIODO CLAVE: SEGUNDO Y TERCER TRIMESTRE DEL AÑO

❓ **Europa y su crisis de deuda.** El gran interrogante respecto al viejo continente es si la crisis continuará extendiéndose y, en todo caso, ¿hasta dónde? Ahora bien, tomada la decisión política de no dejar caer al euro, claramente una de las grandes críticas para con las autoridades de la región durante el año pasado fue la falta de reacción rápida por parte de estas. Por ende, para el actual, la necesidad de ser más proactivo en la toma de decisiones tanto por la Unión como el BCE, será clave al menos para tratar que la volatilidad o las tensiones se acoten dentro de los mercados durante los próximos meses. PERIODO CLAVE: PRIMER SEMESTRE DEL AÑO

❓ **China y sus medidas para controlar la inflación.** China ocupa hoy un rol clave dentro del crecimiento mundial, y eso no se discute. Pero el tema acá pasa por una cuestión de fuerza o, en otras palabras, si su economía se dirige hacia un hard o soft landing. Es decir, según sea su desaceleración producto de las medidas que tome el Gobierno para frenar las presiones inflacionarias, cuál será su efecto sobre la recuperación mundial y cómo afectará su fuerte rol como demandante de commodities. Un interrogante, con una respuesta que no creemos ser muy negativa, aunque sí puede generar algún momento de tensión si lo analizamos desde la óptica de evolución del mercado. PERIODO CLAVE: PRIMER SEMESTRE DEL AÑO

👍 **Guerra cambiaria.** Fue un tema que generó tensión en los mercados de monedas durante 2010, y llegó a trasladarse a las plazas financieras. Empezó como una discusión entre China y EE.UU. (este último sosteniendo una fuerte presión para apreciar al yuan), y terminó enfrentando a países emergentes vs. desarrollados. El mayor peligro: culminar en un desbalance que genere un espiral de medidas proteccionistas a nivel mundial. Se entiende que hoy se estaría en camino a un entendimiento, en un marco de menores tensiones aunque se dependerá, en principio, de cómo se rearme el mapa de crecimiento mundial. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

👍 **Altos precios internacionales para los commodities.** Por factor crecimiento (demanda), por problemas climáticos, o por políticas, las proyecciones apuntan a sostenidas cotizaciones para los commodities. Si bien este contexto a mediano plazo podría poner nuevamente presión sobre los temores de una aceleración en la inflación a nivel mundial, con lo que ello implica, para el año en curso este comportamiento alcista en los precios sólo reflejaría el mayor dinamismo en la recuperación económica. Desde nuestra visión, favorable. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

👎 **Brasil y una posible devaluación.** Este punto ya está relacionado aún más directamente con la expectativa para nuestra coyuntura. El Gobierno de Lula primero, y ahora de Rousseff, tomaron ya varias medidas para tratar de frenar la apreciación del real frente al dólar -se pasó de máximos de 2.45 en marzo de 2009 a niveles actuales debajo de 1.70- que comienza claramente a presionar las cuentas del país, afectando su competitividad y la situación de varios sectores. Pero el mayor peligro, visto desde Argentina, se encuentra en que se decida realizar una fuerte devaluación de la moneda en ese país que obligue a una modificación en la política de cambios actual en un marco como el que hoy se observa. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO


👍 **Sostenido crecimiento para Argentina.** Este seguiría siendo un buen punto para este año. Luego de 2010 en el que se estima la tasa de incremento del PBI superó el 8%, los bancos extranjeros y organismos internacionales proyectan un crecimiento que va de entre 4% y hasta 5.8% para 2011. Incluso para el 2012 las estimaciones, aún muy preliminares, también sería positivas (de entre 3.5% y 4%). PERIODO CLAVE: SEGUNDO SEMESTRE


👍 **Sana estructura financiera** (entre ello, se destaca un bajo ratio deuda-PBI). El stock de deuda sobre el PBI cayó del 166% del 2002 a niveles de poco más del 47% a septiembre de 2010. Incluso si se excluye la deuda intra-sector público - Org, BCRA, Letras, FGS- la relación cae a debajo del 20% del PBI, mucho mejor que otros países comparables. También se debe destacar una sana diversificación del stock por moneda y una estructura de vencimientos adecuada (el 41% del stock vence entre 2020 y 2089). Y hasta el reciente decreto, del FD II, que garantiza los dólares necesarios para los vencimientos de los títulos en esa divisa en este 2011.


👎 **Negociación con el Club de Paris.** Dos cuestiones relevantes en este punto: llegar a un acuerdo de monto y condiciones en los próximos meses. Oficialmente, el Gobierno reconoce una deuda de 6.209 millones de dólares, aunque cálculos privados apuntan a un monto (con punitivos incluidos) de entre 7.000 y 8.000 millones. Pero es claro que llegar a una solución será favorable para el mercado local permitiendo formalizar una salida del país del default del 2001. PERIODO CLAVE: PRIMER TRIMESTRE


👍 **Potenciales subas en la calificación.** Una normalización con el Club de Paris podrían permitir finalmente concretar una mejora en la nota que establecen las calificadoras de crédito. El primer puntapié para una seguidilla de revisiones al alza fue el canje de deuda. Fitch colocó la nota de Argentina en "B" desde "RD" (siglas en inglés para default restringido), y S&P poco después siguió los pasos de su competidora de "B-" a "B". Un arreglo con el Club, más el escenario actual macro, permitiría al menos mejorar un escalón más con lo que ello implicaría desde la visión extranjera para los activos locales. PERIODO CLAVE: SEGUNDO Y TERCER TRIMESTRE





 **Dólares excedentes.** La balanza comercial, como la cuenta corriente, podrían reflejar una mayor presión en el año en curso pero seguirían siendo superávitaras. Un escenario que aleja la posibilidad de una crisis por faltante de dólares, algo que históricamente complicó al país. También claramente suma el nivel de reservas del BCRA superiores a los USD 52.200 millones. PERIODO CLAVE: DESDE EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN ADELANTE


 **Tipo de cambio:** Aunque será claramente uno de los temas claves de política económica-monetaria para la próxima administración (sea nueva o vieja) por el atraso o erosión, de la mano de la inflación, que viene presentando el tipo de cambio real, entendemos que en principio no habría hoy elementos para pensar en un movimiento brusco del tipo de cambio nominal en los próximos meses. Las proyecciones de los bancos externos coinciden en un dólar promedio del 4.3 para fines de 2011, y del 4.9 para el 2012. PERIODO CLAVE: DESDE EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN ADELANTE

 **Elecciones.** Creemos que es uno de los factores de mayor incertidumbre para este año, y que incluso será el que pueda traer ciertos ruidos a los dos puntos previamente mencionados. La indefinición sobre el mismo no podrá evitar presionar al mercado entre el segundo y tercer trimestre del año generando, en principio, mayor volatilidad. Luego deberán venir, sobre el cierre del año, definiciones de políticas. El crecimiento con el que se termine será clave para saber el arrastre para el 2012. PERIODO CLAVE: DESDE EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN ADELANTE

 **Cosecha en baja; precios en alza.** La Niña está llevando a recortar las estimaciones recórcs de cosecha que se habían pensado meses atrás. De 52 millones de toneladas de soja, se habla hoy y según el último informe de la Bolsa de Cereales de una cifra que va entre 43 y 48 millones. En parte, esta baja se vería compensada con un aumento de los precios, pero la caja fiscal no evitaría cierto impacto en un año electoral. PERIODO CLAVE: PRIMER SEMESTRE DEL AÑO

 **Inflación.** Las paritarias servirán en lo inmediato para fijar un piso a las expectativas para el año. Estas parecen estar ubicándose en niveles del 25% como base. Si bien no estimamos una espiralización de la inflación durante este año, es real que el nuevo Gobierno deberá plantear una política hoy inexistente respecto con respecto al tema. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

 **Normalización del INDEC.** No sería un factor que sume, al menos, este año. La mayoría coincide que el acercamiento con el FMI para el armado de un índice de precios nacional encuentra más bien refugio en las presiones de la comunidad internacional y posibles sanciones que el organismo podría tener para con el país ante la negación de la revisión del Artículo IV, que a un interés concreto de normalizar las estadísticas y reformar la situación actual. Algo que seguirá, por ende, siendo un tema que afecte la fragilidad institucional. PERIODO CLAVE: TODO EL AÑO

 **Gasto en alza.** En parte, previsible, en un año electoral. Incluso tampoco ayudaría la menor utilidad que obtendría el BCRA (el año pasado fue de 23.500 millones de pesos) y, por ende, el menor margen de traspaso que tendría hacia el Tesoro. Ambos temas, sumado a la posibilidad de una baja por la caja del campo y otros puntos, en conjunción a la mayor tasa de crecimiento que podrán reflejar los gastos podrían lógicamente poner presión a las cuentas fiscales. PERIODO CLAVE: SEGUNDO Y TERCER TRIMESTRE