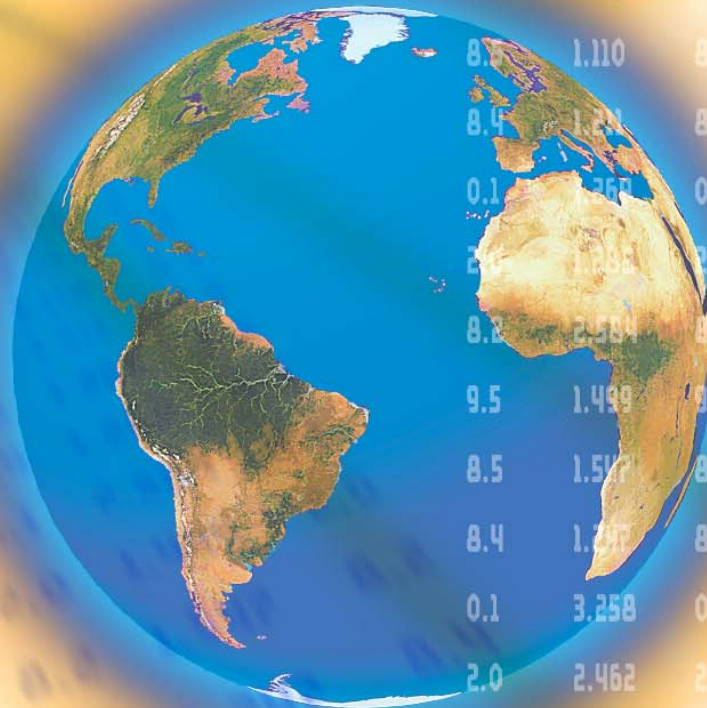


Econométrica S.A

economic research and forecasts

www.econometrica.com.ar

Conozca nuestro blog:



37

1970 - 2007

años dedicados al Análisis

Macroeconómico

*Argentina
Macroeconomic
Outlook*

Agosto 2007

**“Se acentúa la
descoordinación
macroeconómica”**

Por Ramiro Castiñeira

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“SE ACENTÚA LA DESCOORDINACIÓN MACROECONÓMICA”

Por Ramiro Castiñeira¹

La política macroeconómica de la post convertibilidad se caracteriza desde sus inicios por la decisión política de sostener el tipo de cambio relativamente alto. Esta política incidió en gran medida en los tres frentes macroeconómicos que se destacaron en toda la gestión presidencial del Dr. Néstor Kirchner: En el nivel de actividad económica y su acelerado crecimiento, en la balanza comercial y su superávit externo, y en los números fiscales y su resultado positivo.

En efecto, tanto el acelerado crecimiento económico como el superávit externo se explican en gran medida por el efecto sustitución de importaciones e incentivo a las exportaciones que generan los actuales precios relativos. Mientras que por el lado fiscal un tipo de cambio alto con precios de los commodities alcanzando máximos, torna “*menos conflictivo*” establecer retenciones a las exportaciones, que actualmente explican más del 90% del superávit fiscal primario.

El Gobierno entiende que el dólar competitivo es la piedra angular del modelo y por ello no escatima ni esfuerzos ni medidas por (intentar) sostenerlo en términos reales, aún cuando algunas de ellas terminan siendo contraproducentes a la economía y paradójicamente al propio modelo económico en corto y mediano plazo.

De hecho, casi sin reconocer al nuevo contexto que impone tanto una economía recuperada de su peor crisis económica ni el cambio de “*humor*” en los mercados, el Gobierno en su afán de sostener el mismo nivel de precios relativos que se usó para salir de la crisis, entró en un círculo vicioso que está erosionando el único canal de absorción monetario “*genuino*” de un modelo de tipo de cambio subvaluado: el ahorro público.

En efecto, una vez agotada la estrategia de acuerdos de precios, hasta ahora la única respuesta oficial a la inflación fue (además de manipular el IPC), aumentar los subsidios generalizados en los sectores regulados, lo que no sólo termina aumentando las distorsiones y el costo real de sostenerlas, sino que a su vez, como todo subsidio, empuja más la demanda favoreciendo más inflación.

A este círculo vicioso se suma que el Gobierno decidió hacerse cargo de las inversiones en energía dado que los precios regulados no permiten “*gatillar*” las inversiones privadas de envergadura que demanda la saturada situación energética, como también del creciente déficit fiscal de las provincias, todo ello junto a un plan de inclusión previsional que exige una prudencia fiscal no menor, que permita solventarlo en el corto y mediano plazo.

¹ E-mail: rcastineira@econometrica.com.ar

Por su parte, mientras el Gobierno “diluye” su superávit fiscal perdiendo el único “contrapeso” válido de la política de tipo de cambio alto y al mismo tiempo debilita la posición financiera de un país que todavía no concluyó la renegociación de su deuda pública, el BCRA ve como queda prácticamente sólo en la tarea de sostener el dólar.

Pero el deterioro fiscal aumenta las dificultades dado que incrementa el riesgo país estableciendo un piso más alto a las tasas internas, algo que se torna incompatible con la política de esterilización monetaria que necesita de tasas de interés bajas para que se autofinancie y/o no se torne explosivo.

En suma, más allá que a los actuales niveles de inflación (en torno al 15%) se torna casi imposible sostener el tipo de cambio real, el Gobierno con las elecciones en mente, ni reconoce el problema ni otorga señales de una política antiinflacionaria por no a asumir costos políticos, aún cuando los precios reflejan signos de aceleración.

La descoordinación macroeconómica se acentúa notablemente en 2007 poniendo en riesgo los pilares del modelo económico y algunos de los loables logros hasta acá alcanzados.

Partiendo desde tal escenario, en el presente informe primero se analiza la evolución de los precios y el nivel de actividad económica, para luego indagar en los principales factores que explican el deterioro fiscal y cómo el mismo termina afectando en el programa financiero del Gobierno Nacional como la política monetaria/cambiaria del BCRA.

1) PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y NIVEL DE ACTIVIDAD

Como ya advertimos, la política de tipo de cambio subvaluado junto a un contexto externo sumamente favorable (signado de crecimiento en todas las regiones, tasas de interés bajas, precios de commodities altos y devaluación del dólar), posibilitaron salir rápidamente del colapso económico de la convertibilidad a punto tal de alcanzar nuevos máximos de producto per capita y llevar los indicadores sociales a los niveles previos a la crisis (Ver cuadro N°1).

La propia recuperación económica impone un nuevo contexto interno que se refleja en la economía creciendo y operando constantemente al máximo de la capacidad productiva, algo que queda en evidencia no sólo en la “ajustada” situación energética o en la tasa de desempleo (sin planes) debajo del 9% para fines de este año, sino que es más claro aún en la creciente “sensibilidad” que responden los precios al exceso de demanda.

El nuevo contexto exige cada vez mayor “sintonía fina” en el manejo de la macroeconomía para que no reaccionen los precios.

En efecto, mientras que en una economía que se recupera los excesos de demanda estimulan la producción interna en mayor proporción que al incremento de precios, en una economía recuperada la respuesta al mismo estímulo se invierte, y los excesos de demanda comienzan a “ajustar” en mayor proporción por un mix de incremento de precios como de cantidades importadas. Ahora bien, dependiendo cuál sea el tipo de cambio

real de la economía, el ajuste prevalecerá por importaciones si es que el tipo de cambio se encuentra apreciado, tal como en la convertibilidad, o por precios si se encuentra subvaluado, tal como en la actualidad (ver cuadro N2).

Siguiendo esta línea, vale advertir que en 2007 el consumo está creciendo a mayor ritmo que el PBI por primera vez desde el colapso del 2001. Ello implica no sólo que la tasa de ahorro nacional habría alcanzando un techo, sino también que el principal componente de la demanda ahora crece a mayor ritmo que la producción interna, ajustando la presión de demanda más por inflación que por importaciones. (ver cuadro N3).

Si bien el continuo incremento de la masa salarial junto a la recuperación del crédito al sector privado continúan siendo los principales factores que empujan el consumo en la economía, vale advertir que ya están mostrando claros signos de “*fatiga*”. En efecto, la creación de empleo registrado desacelera de 9,5% a 6,8% en el segundo trimestre de 2006 y 2007 respectivamente, mientras que el aumento del salario real registrado (deflactado por IPC provincias) desacelera notablemente su crecimiento en virtud de la creciente inflación pasando de 9,5% a 5,2% interanual en el mismo periodo. (ver cuadro N4).

Pese a la menor creación de empleo como incremento del salario real que permitía prever cierta desaceleración en el nivel de actividad, el consumo renueva su empuje más que compensado dicho efecto, principalmente con el plan de inclusión previsual que permitió a 1,2 millones de nuevos jubilados entrar al circuito del consumo, pero que también se suma un

incremento no menor en los subsidios al sector privado, además que la inflación empuja el consumo ante una tasa de interés real negativa. A todo ello, recientemente se anunció una rebaja del impuesto a las ganancias y aumentos en las asignaciones familiares.

El “*renovado*” y creciente empuje del consumo a tasas superiores 9% este año, permite sostener elevadas tasas de crecimiento del PBI que estimamos en torno al 8% también para este año (en el segundo trimestre la economía habría crecido al 8,7% interanual).

No obstante, vale advertir que a diferencia de 2003/2006 donde la propia dinámica de la recuperación económica empujaba la demanda, en 2007 una parte del crecimiento fue en desmedro de una menor tasa de ahorro público y en menor medida privado.

En efecto, la baja del superávit del Gobierno Nacional sería de 1,3 puntos del producto al pasar de 3,5% en 2006 a 2,2% del PBI en 2007 (más adelante detallamos como se desagrega), que empuja la demanda en una magnitud similar.

Por supuesto, el exceso de demanda que no cubre la producción interna que crece a un ritmo claramente menor, no sólo está ajustando por precios (según el índice de precios de las provincias, la inflación anualizada de los primeros 7 meses del año alcanza a 14,6%), sino también que “*al compás*” de la apreciación real del peso vía precios, cada vez será en mayor proporción el ajuste por nivel de importaciones. Efecto que se acentúa notablemente por las menores exportaciones netas de energía.

De hecho, cuadro 5 permite el cuantificar impacto de las crecientes limitaciones en la producción de energía sobre la balanza comercial. La reducción del saldo comercial energético (exportaciones netas de petróleo, gas y electricidad) pasa de u\$s5,8 mil millones en 2006 a u\$s3,7 mil millones este año.

El Dr. Alieto A. Guadagni sintetiza el cuadro de situación como: *“Estamos transitando aceleradamente de una etapa de nuestra actividad económica caracterizada por energía abundante, barata y exportada a otra etapa signada por la escasez, el alto costo y las importaciones”*².

En suma, la economía continua reflejando altas tasas de crecimiento en virtud del renovado empuje del consumo aunque ahora una parte no menor es promovido con la baja de ahorro nacional, principalmente su componente público.

Ello permite “eludir” la natural desaceleración de una economía ya recuperada de su peor crisis económica, aunque a costa de mayores niveles de inflación como deterioro de la posición fiscal y externa, que termina aumentando las probabilidades de un proceso de ajuste que sincere parte del cúmulo de distorsiones en la tarifas en los mercados regulados como la velocidad de crecimiento económico.

2) LA SITUACIÓN FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL 2007/08

² ver “La Triple Tenaza Energética” por Alieto A. Guadagni, Econométrica S.A Informe Especial N°377, Agosto 2007.

La baja del Ahorro público del Gobierno Nacional lo podemos estimar este año en 1,3 puntos del PBI, que bien puede dividirse en dos grandes grupos: por un lado el plan de inclusión previsional, y por el otro, el costo de los subsidios al sector privado e inversiones vinculadas a sostener los precios regulados.

- **Plan de Inclusión Previsional:**

Entre 2006 y 2007 el Gobierno Nacional lanzó la denominada “moratoria previsional” que en su esencia implicó otorgar la posibilidad (por poco más de un año) de acceder a un haber jubilatorio a toda persona que tenía edad para jubilarse pero que no cumplía con la exigencia de 30 años de aportes acumulados. Esta medida benefició a más de 1,2 millones de personas.

Descontando el incremento anunciado de 12,5% en el haber a partir de septiembre de este año y realizando supuestos de aumento del 18% promedio para el año entrante (incluye arrastre estadístico), el costo fiscal de los nuevos jubilados (neto del pago automático de la moratoria) asciende al 0,8% del PBI este año, para aumentar levemente al 1,1% del PBI el entrante. Recordando que en 2006 el Gobierno Nacional obtuvo un superávit primario 3,5% del PBI, da cuenta que el esfuerzo fiscal es significativo. Es ahí que sale a escena la reforma Previsional.

En efecto, la reforma previsional le permite al Gobierno Nacional duplicar la cantidad de aportantes en el sistema de reparto el año entrante, principalmente por el traspaso voluntario de un millón de afiliados que su mayoría aportan regularmente. Ello sumado al decreto que restablece los aportes del 7 al 11% del

salario, termina generando ingresos por más de medio punto del PBI para el 2008 (en rigor, transferir de un sistema a otro) convirtiéndose en la principal fuente de financiamiento del compromiso asumido por el Gobierno con los nuevos jubilados³.

En suma, el plan de inclusión previsional que llevó adelante el Gobierno tiene un impacto fiscal neto (caída de superávit fiscal respecto del 3,5% de PBI de 2006) de 0,8% del PBI en 2007 y se reduce a 0,5% del PBI en 2008, cuando comienza a generar/transferir ingresos fiscales la reforma en el sistema (ver cuadro N 6).

Ahora bien, reconociendo que el plan de inclusión previsional permite al Estado resarcir parte de la deuda social⁴ por lo que bien vale el esfuerzo fiscal, en términos macroeconómicos genera un empuje al consumo que, de no contrarrestar su efecto, termina “empujando” los precios licuando entre tantos otros ingresos, parte de los nuevos haberes que se otorgan.

- **El Circulo vicioso de sostener los precios regulados.**

No obstante, lejos de “intentar” contrarrestar el impacto, el Gobierno

³ Ver “El Impacto Fiscal de la Reforma Previsional”, por Ramiro Castiñeira, Econométrica S.A, Informe Especial N° 376

⁴ En efecto, los 1,2 millones de nuevos jubilados si bien no llegaron a cumplir con los 30 años de aporte, en promedio sí llegaron a la mitad, 15 años. El perjuicio económico de no cumplir con los 30 años que exige la ley ya lo “pagaron” con creces dado que en promedio tienen 73 años lo que implica que superan en más de 10 años la edad para jubilarse. Esta ley reconoce los años que sí aportaron.

Nacional está aumentando sensiblemente el resto del gasto público en porcentaje del PBI, principalmente porque al intentar sostener los actuales precios regulados ahora en un contexto de inflación generalizada, entró en un “circulo vicioso” que esta erosionando rápidamente el ahorro público.

En efecto, no sólo porque se hace cargo del creciente costo de las inversiones en materia energética donde los precios regulados no incentiva inversiones privadas, sino también que como respuesta a la inflación, “retruca” e incrementa los subsidios, lo que no sólo aumenta las distorsiones y el costo real de sostenerlas, sino también, como todo subsidio, empuja la demanda por sí robusta retroalimentando el proceso inflacionario.

A modo de ejemplo, los subsidios al sector privado este año reflejan un aumento de 0,8 puntos del PBI. Vale advertir que tiene el mismo impacto fiscal que el plan de inclusión social, equivalente a \$6.700 millones (Ver gráfico N7).

Si bien el incremento responde en su mayoría a los subsidios a empresas de servicios públicos destinados a cubrir gastos operativos con el fin de que no aumenten las tarifas, este año la inflación generalizada aumenta el costo fiscal de sostenerlos, generando la necesidad de aumentar los subsidios para mantener los precios “pisados”.

Pero también este año se sumó el saturado cuadro energético que generó una “nueva” categoría de subsidios (regulado bajo el “Programa Energía Total”), destinado a un conjunto de empresas

privadas intensivas en el uso de gas, que fueron “*incentivadas*” a sustituir su uso por combustibles líquidos, quedando a cargo del Gobierno el diferencial de costos.

A su vez, el otro rubro que incrementa sensiblemente su participación en el PBI son los gastos de capital, por un lado para financiar parte de las inversiones en infraestructura destinadas a aumentar generación y transporte de energía, y por el otro, el incremento en los subsidios (o préstamos financieros) a CAMMESA para la importación de fuel oil y gas oil principalmente desde Venezuela.

En suma, la dinámica que toma este círculo vicioso donde a la inflación se la “*ignora*” aumentado los subsidios, y a su vez, ante la falta de inversión privada en energía, se aumenta la pública y se subsidia la importación de hidrocarburos, está acabando con buena parte del superávit fiscal.

Como siempre entrar en un círculo vicioso es más fácil que salir, pero mientras más se demore, mayor será el costo en términos de crecimiento económico futuro.

Por lo tanto, el costo fiscal del plan de inclusión previsional sumado al incremento en el conjunto de subsidios es de 1,6 puntos porcentuales del PBI (0,8 c/u). Ahora, el incremento de la recaudación (neto de otros gastos) permitiría reducir el impacto neto a un total de 1,3 puntos porcentuales, pasando de un superávit primario de 3,5% del PBI en 2006 a uno de 2,2% del PBI en 2007.

Para el 2008, aún contemplando el “*as bajo la manga*” de la reforma previsional

que genera/transfiere ingresos por más de medio punto del PBI, dado que hasta ahora la candidata oficial no otorgó ninguna señal clara que busque “*romper*” con la dinámica observada, trabajamos con un escenario de superávit primario en torno al 2,1% del PBI (ver cuadro N8).

3) EL PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO NACIONAL 2007/08

Tras la incertidumbre que desató los créditos subprime en la economía americana, las condiciones en los mercados internacionales han empeorado significativamente con un claro incremento en la aversión al riesgo, y por lo tanto a la deuda de países emergentes.

No obstante, vale advertir que no en todos los países fueron afectados por igual. En efecto, mientras que a principios de año Argentina y Brasil llegaron a tener el mismo “*riesgo país*” en torno a los 185 puntos básicos, impacto de la subprime mediante, actualmente se sitúa en 200 para Brasil y 459 para Argentina. (ver gráfico N9).

La diferencia de 259 con Brasil, no sólo es por la saturada situación energética, la manipulación del índice de inflación, la falta de un programa antiinflacionario, el cúmulo de distorsiones en precios regulados, el festival de subsidios, las inminentes elecciones o los escándalos en funcionarios del gobierno, entre otros, sino principalmente por el deterioro fiscal de un país todavía con una parte no menor de su deuda pública en default, incluyendo organismos internacionales, que imposibilita un fluido canal de financiamiento externo y/o permita

acceder a tasas de interés congruentes a la capacidad de pago del Gobierno. Todo ello pone nuevamente en primera plana la situación financiera del Gobierno Nacional.

El Cuadro N 10 refleja el programa financiero del Gobierno Nacional para el periodo 2007 y 2008.

El pago de intereses de la deuda (incluyendo el bono PBI) genera erogaciones por u\$s4.860 millones este año, equivalente a 1,9% del PBI.

Recordado que el superávit primario cerraría en 2,2% del PBI, tras el pago de intereses queda como resultado financiero u\$s778 millones para afrontar los vencimientos de capital del periodo. Vale resaltar que el año pasado el resultado financiero fue de u\$s3.800 millones.

Los vencimientos de capital que enfrenta este año suman u\$s7.600 millones que baja a u\$s6.800 millones descontando el uso del superávit financiero. De ellos, ya se cubrió u\$s4.100 millones mediante colocaciones de deuda, de los cuales u\$s1.250 millones compró Venezuela y u\$s2.850 el mercado, dejando como remanente una necesidad de financiamiento de u\$s2.700 millones para cerrar este año.

Hay que advertir que en su mayoría (u\$s2.000 millones) vencen en diciembre lo cual deja margen para ver cómo evoluciona el contexto externo antes de tomar la decisión de cómo financiarlo. Es que si el Gobierno quisiera financiarse vía mercado colocando el mismo bono a 10 años que colocó en abril y mayo a una TIR de 8,45% promedio (Bonar 2017),

hoy ese mismo bono cotiza con una TIR de 11,5%.

Pero aún sin salir al mercado a colocar deuda el Gobierno dispone de otras dos alternativas de financiamiento para cerrar el año: 1) utilizar el margen disponible de adelantos transitorios del BCRA que actualmente supera los u\$s2.000 millones⁵, y 2) utilizar los depósitos públicos en el sistema financiero que actualmente ascienden a u\$s15.000 millones, de los cuales casi u\$s8.000 son del Gobierno Nacional. En definitiva, el programa financiero 2007 puede considerarse cerrado aún sin salir al mercado.

Respecto al 2008, los vencimientos de capital alcanzan los u\$s6.700 millones, que se reduce a u\$s6.200 millones descontando el uso del superávit financiero estimado para el periodo. Si bien la magnitud no es significativa (de hecho, es menor a los vencimientos de capital de 2007 dado la menor magnitud de vencimientos de préstamos garantizados como la finalización del Boden 2007), de no bajar el “riesgo país” el Gobierno terminará convalidando tasas no menores de dos dígitos para financiarse (aún con Venezuela), aumentando la carga de intereses para los años entrantes y licuando así parte de los resultados de la exitosa renegociación de la deuda de 2005.

En suma, si bien el programa financiero de este año y el entrante está lejos de entrar en situación de “estrés” aún con la baja del ahorro público, el cambio de clima en los mercados y la condición

⁵ Según la carta orgánica del BCRA, el límite de financiamiento vía adelantos transitorios al Tesoro es del 12% de la base monetaria, más el 12% de los ingresos fiscales de los últimos 12 meses.

de default en parte de la deuda Argentina (incluyendo organismos internacionales) es por la exitosa renegociación de la deuda de 2005 que “pateó” todos los vencimientos a 20 años y generó un perfil de intereses congruente con la capacidad de pago del Gobierno, aún incluyendo el Bono PBI.

No obstante, vale advertir que buena parte de la mayor percepción al riesgo sobre Argentina en los mercados es atribuible que el Gobierno a dos años de cerrar el canje de deuda, no sólo deja de indexar la deuda en pesos a la evolución de la inflación, sino que además deja de mostrar un superávit primario del 3% del producto, magnitud que el mismo Gobierno “vendió” como condición necesaria para tener un programa financiero sustentable en el tiempo.

Por último, en 2009 vencen casi u\$s9.500 millones de capital. El menor superávit fiscal y la mayor magnitud de vencimientos acrecientan la necesidad regularizar la situación de deuda con Club de París y posiblemente con los acreedores que quedaron fuera del canje, de manera de recuperar el canal de financiamiento externo a tasas “razonables”.

3) SE LLEVA AL LÍMITE LA POLÍTICA DE SOSTENER EL DÓLAR

El Gobierno puede continuar sosteniendo el dólar mientras exista su contrapeso natural que es el ahorro público.

En efecto, una posición financiera superavitaria del Gobierno Nacional no sólo permite comprar parte del superávit

de divisas del sector privado sin costo alguno ni aumentar la oferta monetaria, sino más importante aún, otorga al BCRA un amplio margen de maniobra para establecer la tasa de interés de la economía, aspecto fundamental para administrar el costo de esterilizar la emisión resultante que no “absorbe” el superávit fiscal en un contexto de amplio superávit externo.

Es decir, la política cambiaría que sigue el Gobierno exige un techo a la tasa de interés local al no poder alejarse mucho de la internacional para que la posterior esterilización de pesos que realiza el BCRA se autofinancie y/o no se torne explosiva. Mientras más bajo el es superávit fiscal, mayor tiene que ser la intervención del BCRA y por lo tanto menor será la tasa de interés que necesita para no deteriorar su balance.

Ahora bien, el menor ahorro público ya comienza a generar presión en la tasa de interés (suba del riesgo país) que de continuar, impedirá al BCRA “ayudar” a sostener el tipo de cambio.

Los pasivos no monetarios que hasta ahora acumuló el BCRA están lejos de tener una magnitud que pongan en riesgo su balance los próximos años. De hecho, el stock de reservas internacionales es de u\$s43,5 mil millones, magnitud que más que duplica al stock de pasivos no monetarios (Lebac, Nobac y pases) en torno a los u\$s19,7 mil millones. (ver cuadro N11).

Esta relación implica que, suponiendo tipo de cambio fijo, la tasa de interés que paga por las Lebac puede ser como máximo, el doble del rendimiento de las

reservas internacionales para que el balance del BCRA no refleje pérdidas.

En números, el BCRA recibe por sus reservas internacionales un rendimiento algo superior al 5,5% anual⁶ mientras que por las Lebac a un año paga una tasa cercana al 11% anual. Si bien refleja una situación en equilibrio e incluso levemente a favor del BCRA⁷, la tasa se encuentra casi en su “techo” para que el BCRA no refleje pérdidas.

Por supuesto, la devaluación de la moneda local incrementa el rendimiento en pesos de las reservas internacionales en igual magnitud, “*salvando*” el balance del Central. De hecho, es muy posible que el superávit cuasifiscal de este año sea mayor al del 2006 cerrando en torno a los \$2.000 millones, no sólo por la magnitud de la devaluación de poco más de 3% en el año, sino por la recuperación de reservas tras el pago al FMI.

En suma, si bien el BCRA todavía encuentra amplio margen para ayudar a sostener el valor del dólar aún cuando el Tesoro compra menos dólares, esta posibilidad tiene un límite que lo marca la tasa de interés que paga por las Lebac y por lo tanto, de la capacidad que tenga el BCRA en manipular las tasas de interés del mercado interno. El incremento del riesgo país refleja en parte la pérdida en el manejo de las tasas.

Por ello, aún cuando el BCRA puede comprar gran parte del excedente externo sin que ello deteriore su posición financiera, entendemos que es asumir un riesgo a futuro no menor, porque es

“*apostar*” a que el Gobierno ahorrará también en el futuro y consecuentemente que puede dominar las tasas de interés.

De no cumplirse esa condición, al margen que es muy posible que el BCRA también abandone la responsabilidad de sostener el dólar, advirtiendo que todo el stock de deuda del BCRA es de muy corto plazo, potencialmente se puede encontrar con la necesidad de renovar buena parte de sus pasivos no monetarios sólo para no inyectar pesos al mercado, pero a tasas que pueden hacer reaparecer de la nada el déficit cuasifiscal.

4) CONSIDERACIONES FINALES

El presidente Néstor Kirchner se lleva consigo importantes logros en sus cuatro años de gestión, destacándose entre ellos el acelerado crecimiento económico que permitió salir rápidamente del colapso económico-social que surgió tras la implosión de la convertibilidad, llevando los indicadores socioeconómicos a niveles previos a la crisis de la mano de “*pulverizar*” la tasa de desempleo y aumentar ampliamente el nivel de inclusión previsional.

Además, logró renegociar buena parte de la deuda pública en términos favorables y alcanzar récord en la tasa de inversión de la economía como también en el nivel de exportaciones.

Pero también hay que advertir que parte de estos logros fueron posibles acumulando desequilibrios macroeconómicos importantes que dada su magnitud ahora salen a la luz por medio de crecientes niveles de inflación.

Hasta ahora, el Gobierno con un festival de subsidios que está erosionando

⁶ Según el Programa Monetario del 2007, las reservas rindieron un 5,6% anual en 2006.

⁷ $u\$s43,5 * 5,5\% > u\$s 19,7 * 11\%$

rápidamente el ahorro público, logró no sólo sostener las distorsiones en las tarifas en los mercados regulados sino también evitar que la mayor inflación impacte sobre el nivel de consumo.

No obstante, la dinámica de “*tapar*” con subsidios la inflación para que no afecte al bolsillo del consumidor, tiene como límite el bolsillo del Gobierno como el saturado cuadro energético. Por ello, mientras más se tarde en realizar un programa antiinflacionario que rompa con el círculo vicioso, más aumentan las chances de que la economía sufra un proceso de ajuste que sincere parte del cúmulo de distorsiones en los precios regulados como la velocidad de crecimiento económico.

Por ello, superada la crisis, se advierte amplio margen para comenzar a corregir las distorsiones de precios regulados que son evidentes en la economía, no sólo porque afectan a la oferta interna a punto tal que es difícil encontrar inversiones privadas de envergadura en los mercados regulados, estratégicos por cierto, sino porque paradójicamente atenta contra el propio modelo post convertibilidad al no promover un mayor ahorro tanto público (para sostener el tipo de cambio) como privado (para incrementar las inversiones).

Más aún, a partir de la recuperación económica la decisión de no pasar de una política de subsidios generalizados a una más focalizada que limite el beneficio a los sectores carenciados, sólo genera una “*virtual*” mejora en el poder adquisitivo que actualmente son parte del empuje de la demanda que presiona los precios al alza en el resto de los mercados, a costa del menor ahorro público.

Es decir, en términos macroeconómicos el objetivo de congelar las tarifas para atenuar la inflación y que no se “*coma*” el plus de competitividad cambiaria, ya no sólo no lo cumple sino que ahora también terminan “*comiendo*” el superávit fiscal al contenerlas en un contexto inflacionario, y el superávit externo al trabar inversiones privadas. Deteriorando a velocidad creciente los tres pilares del modelo (tipo de cambio y superávit gemelos).

El ciclo económico post convertibilidad culminó una etapa signada por la recuperación económica. Agotado los márgenes de acción que dejó la crisis, resulta conveniente acomodar la macroeconomía al nuevo contexto que impone una economía recuperada de su peor crisis económica y que converge directo a una tasa de crecimiento acorde a su tasa de inversión, no necesariamente más alta al crecimiento promedio que muestra Latinoamérica.

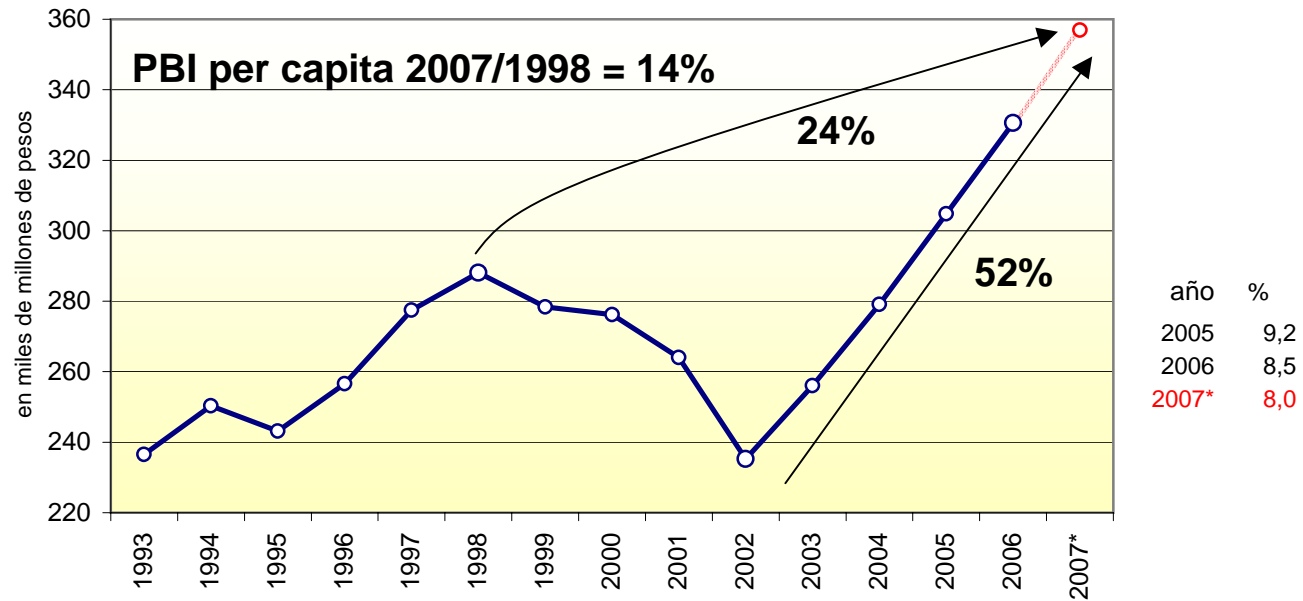
La idea no es “*enfriar*” la economía con políticas de corte ortodoxo como subir tasas de interés o “*bajar de cuajo*” el tipo de cambio nominal, pero tampoco sobrestimularla con una plétora de subsidios a costa del Ahorro público que desperdicia la oportunidad de inversiones privadas en energía sosteniendo una política claramente agotada.

Por supuesto, es sabido que desarticular el círculo vicioso implica un menor crecimiento en el corto plazo, pero también lo es que sin ahorro público ni inversiones en energía el actual modelo económico difícilmente sostenga su actual dinámica.

Cuadro 1

Evolución del Producto Bruto Interno - PBI

Serie anual - a precio de 1993



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

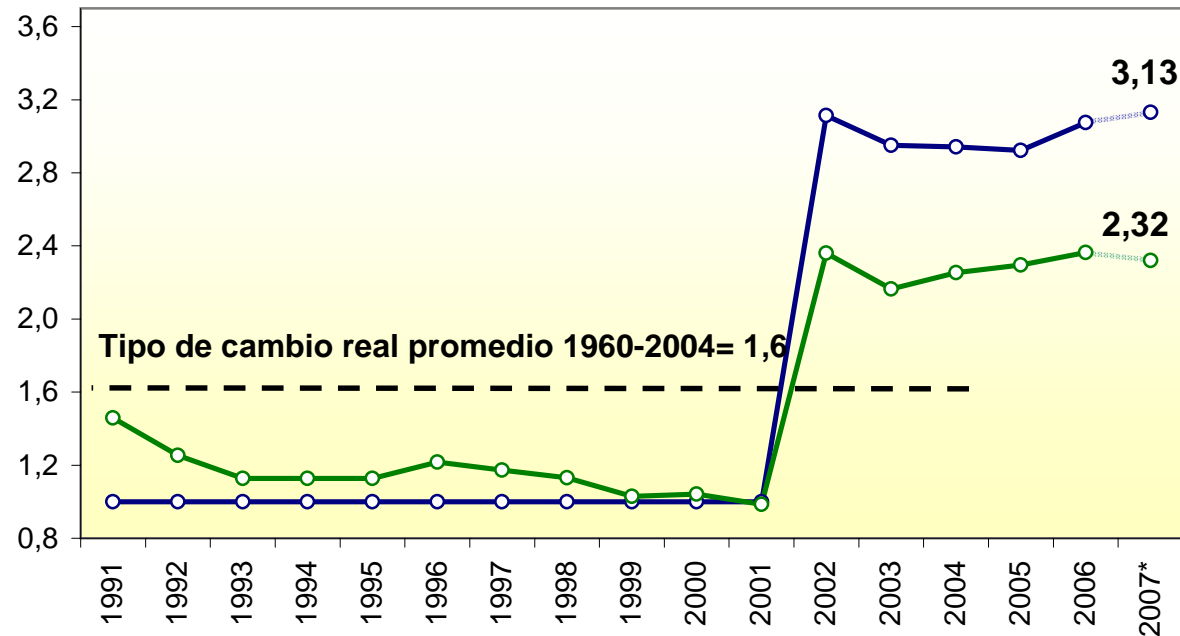
* Proyección de Econométrica S.A

Cuadro N 2

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral 1991 - 2007

Indice base 1 = 2001 - Promedio Anual

	Nominal		Real	
	\$/u\$s	var %	\$/u\$s	var %
1991	1,00		1,46	
1992	1,00		1,25	
1993	1,00		1,13	
1994	1,00		1,13	
1995	1,00		1,13	
1996	1,00		1,22	
1997	1,00		1,17	
1998	1,00		1,13	
1999	1,00		1,03	
2000	1,00		1,04	
2001	1,00		0,99	
2002	3,11	211,4	2,36	139,5
2003	2,95	-5,2	2,16	-8,4
2004	2,94	-0,3	2,25	4,2
2005	2,92	-0,6	2,30	1,9
2006	3,08	5,2	2,36	3,0
2007*	3,13	1,8	2,32	-1,9



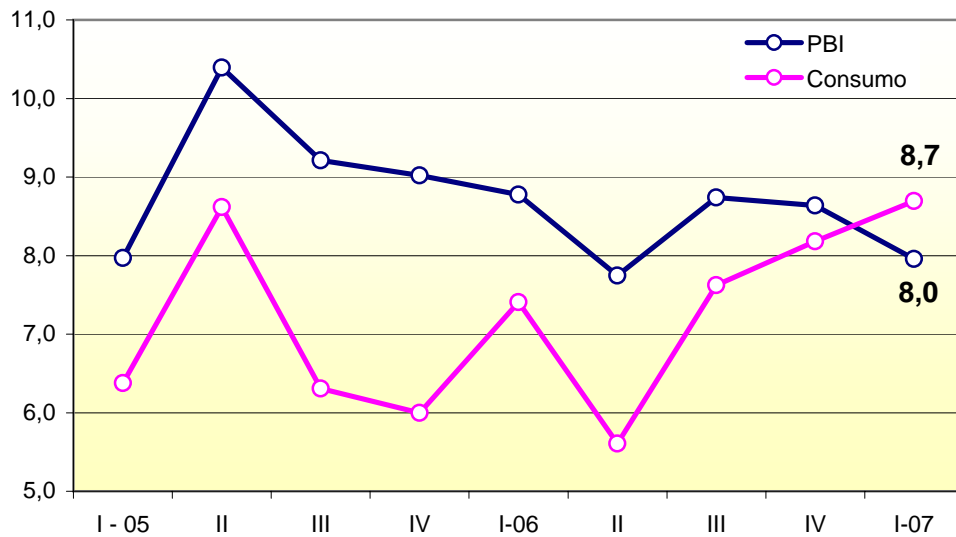
* Proyección Econométrica S.A deflactado por IPC provincia; Nota: Ley de Presupuesto Nacional 2005

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA, Tipo de cambio real Promedio 1960-2004 Fuente: Ley de Presupuesto Nacional 2005

Cuadro 3

Variación del PBI y del Consumo

var % interanual



Fuente: Econométrica S.A en base al Indec

Oferta y Demanda Globales

var. % interanual

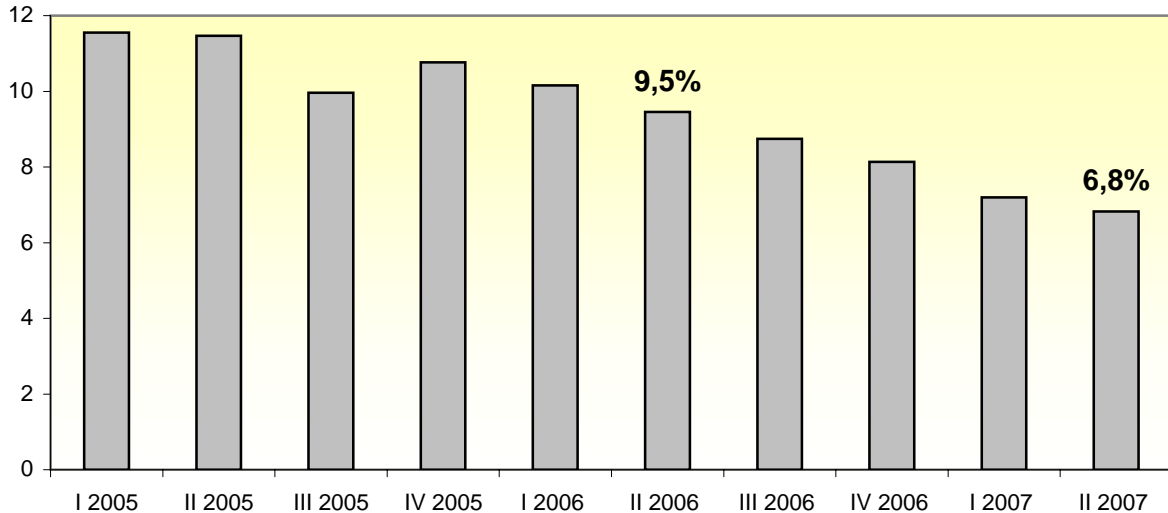
	Oferta Global			Demanda Global			Precios Implícitos	
	Total	PIB	Impo	Total	consu	inver		Expo
2004	11,3	9,0	40,1	11,3	7,7	34,4	8,1	9,2
2005	10,2	9,2	20,1	10,2	6,8	22,7	13,5	8,8
2006	9,2	8,5	15,4	9,2	7,2	18,2	7,3	13,5
I-07	9,3	8,0	20,4	9,3	8,7	13,1	7,4	11,1

Fuente: Econométrica S.A en base al Indec

Cuadro 4.1

Variación Interanual de Puestos de Trabajo Formales

Serie Trimestral - variaciones porcentuales

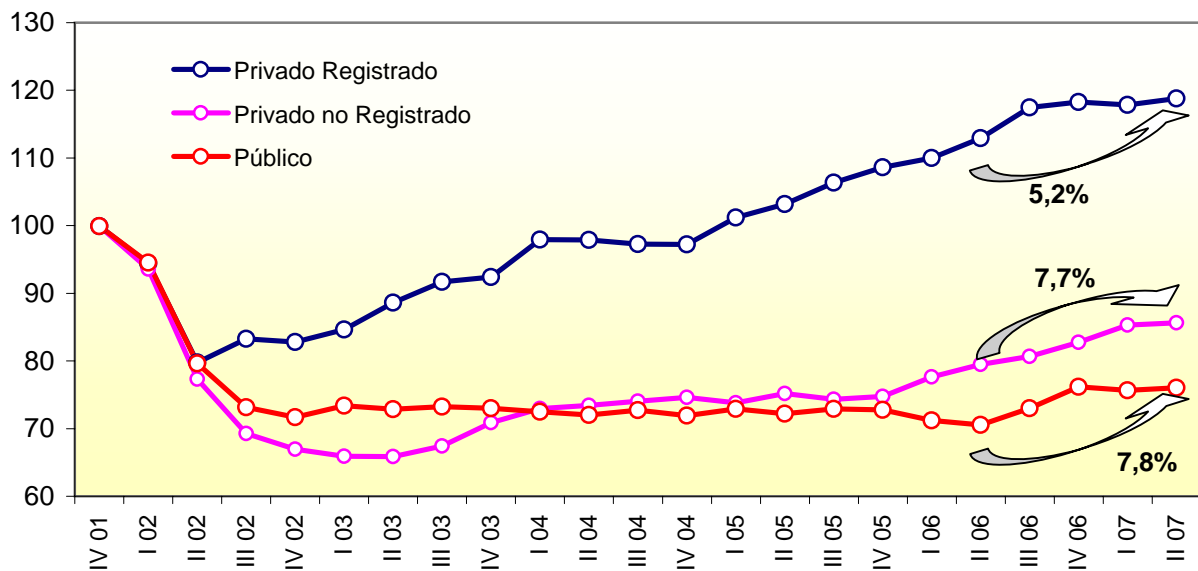


Econométrica en base a Indec

Cuadro 4.2

Evolución del Salario Real por Sector 2001/2007

Serie Trimestral - Base 100 = IV trim 2001 - IPC Provincias

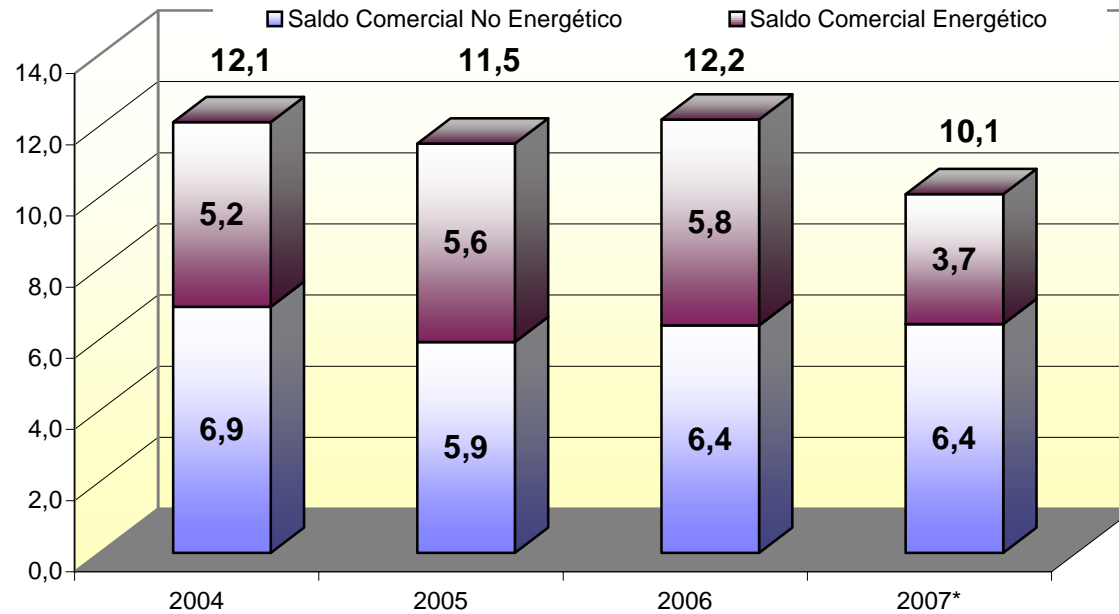


Fuente: Econométrica S.A en base al Indec.

Cuadro N 5

Evolución del Saldo Comercial

Saldo de Bienes Energético y no Energético - en miles de millones de u\$s



Fuente: Econométrica S.A en base al Indec

* Estimación Econométrica S.A

Cuadro 6.1

Impacto Fiscal Neto de los Cambios Previsionales

en millones de pesos y en % del PBI

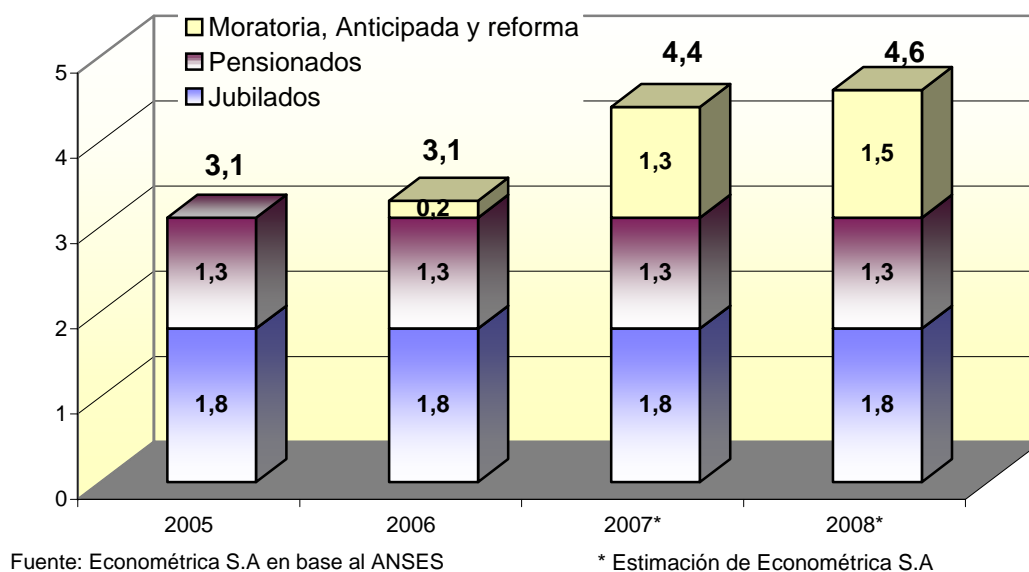
	2007		2008	
	\$	% del PBI	\$	% del PBI
Gastos Corriente				
Nuevos Jubilados	9,9	1,3	13,5	1,5
Ingresos Corrientes			8,5	0,9
Moratoria	3,2	0,4	3,2	0,4
Ingresos por Reforma (traspasos, voluntarios e indecisos)			5,2	0,6
Costo Neto	6,7	0,8	5,0	0,5

Fuente: Econométrica S.A

Cuadro 6.2

Cantidad de Jubilados en el Sistema de Reparto

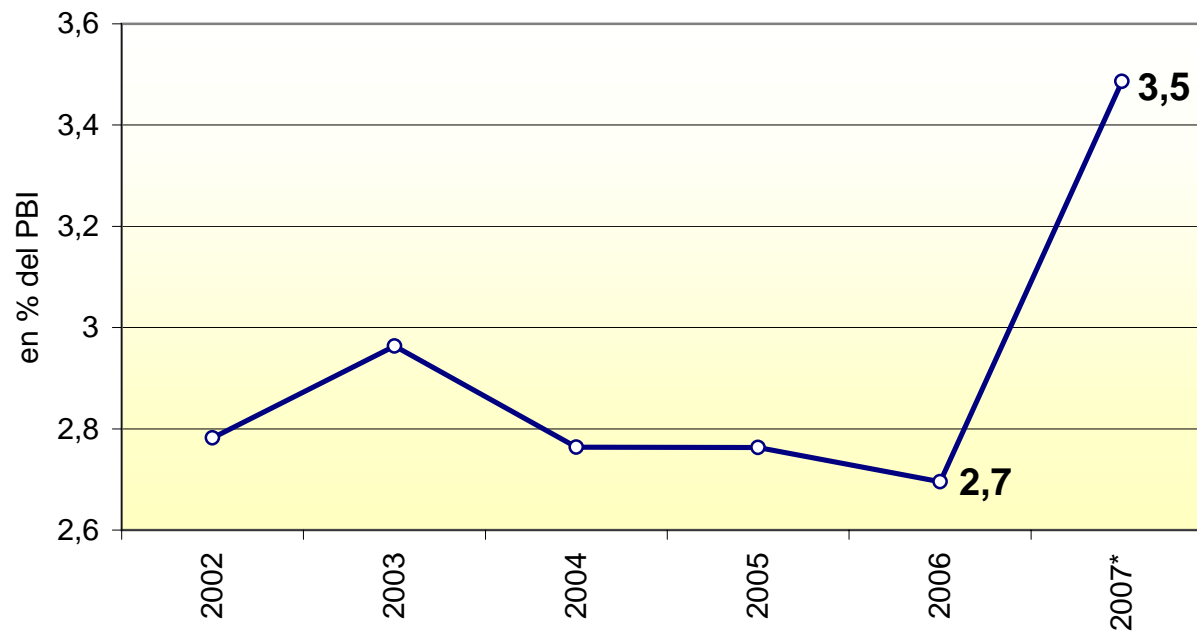
en millones de casos - Promedio Anual



Cuadro 7

Transferencias al Sector Privado

en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A

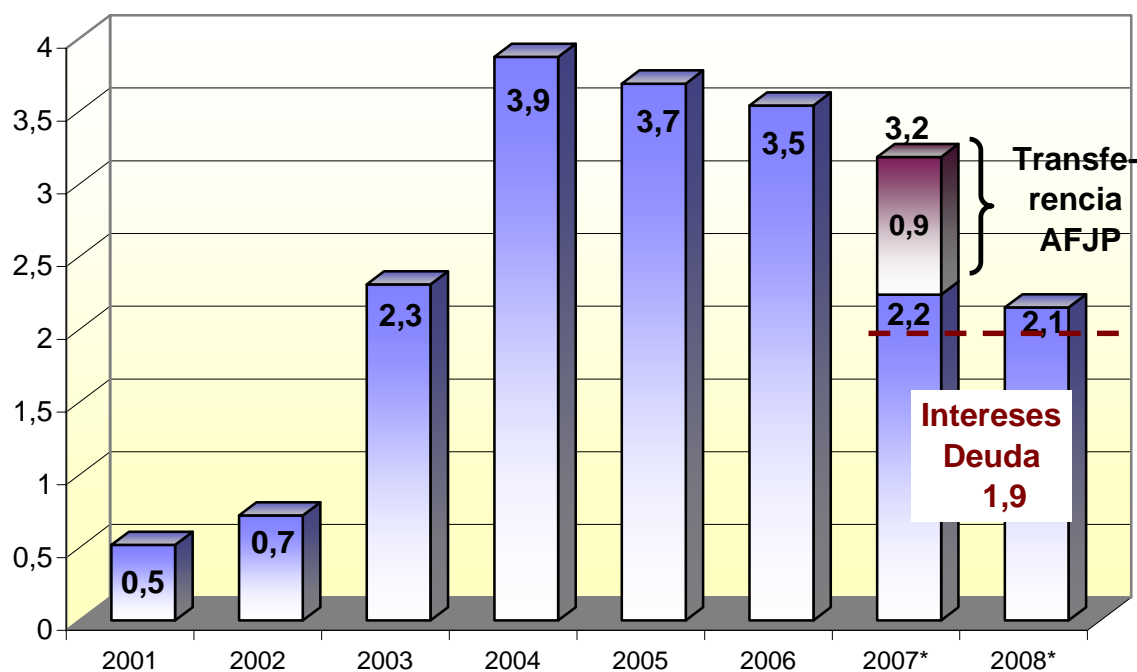
* Estimación de Econométrica S.A

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 8

Superávit Primario del Gobierno Nacional en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

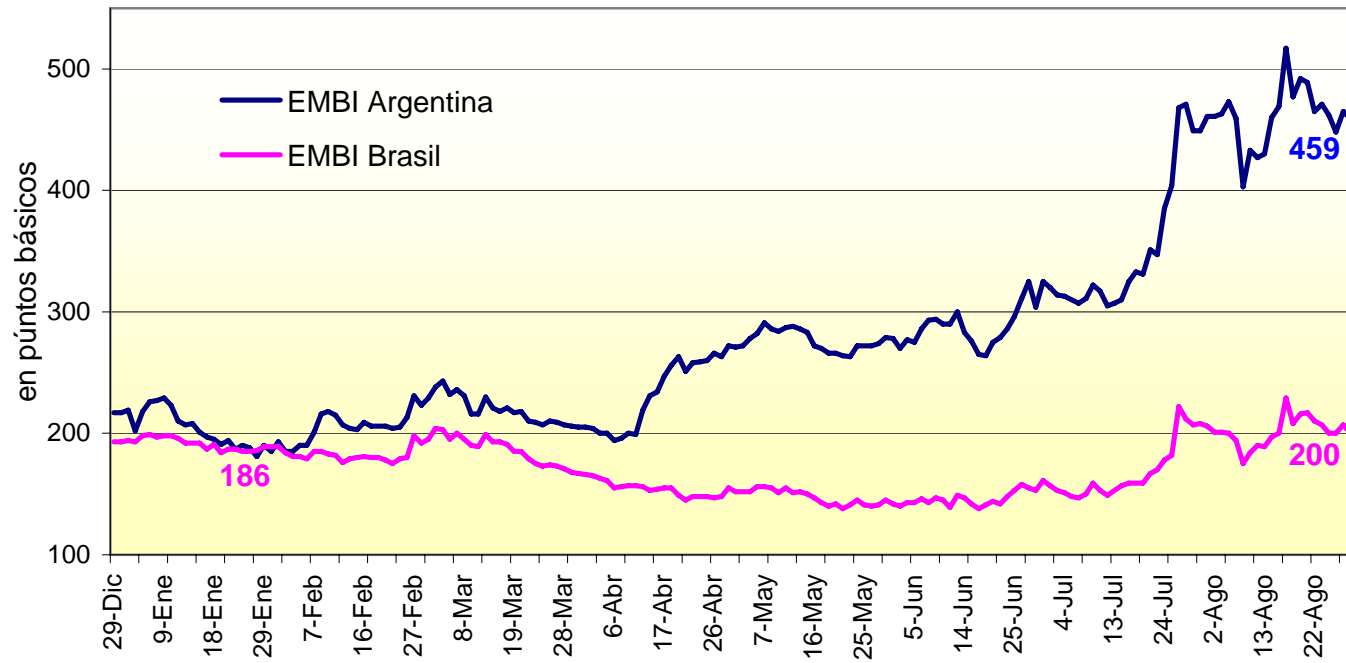
* Estimación de Econométrica S.A

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 9

Evolución de los Spreads de Argentina y Brasil En puntos básicos



Fuente: Econométrica S.A en base al J.P Morgan

Cuadro N 10

Programa Financiero 2006 - 2008

en millones de dólares

en % del PBI

	2006	2007	2008*	2006	2007	2008
Superavit Primario	7.593	5.641	6.193	3,5	2,2	2,1
(-)						
Intereses	3.769	4.863	5.651	1,9	1,9	1,9
Org. Inter. + Club de París	901	899	1.066	0,4	0,4	0,4
Prest. Garant, Bogar y Boden	1.550	1.776	1.633	0,7	0,7	0,6
Par, Descuent, cuasi	637	754	830	0,3	0,3	0,3
Cupón PBI	380	810	1.314	0,2	0,3	0,5
Otros (incluye nuevo financiamiento)	301	624	808	0,1	0,2	0,3
=						
Resultado Financiero	3.824	778	541	1,8	0,3	0,2
(-)						
Vtos. Capital	7.498	7.599	6.704	3,5	3,0	2,3
Org. Inter.	1.445	1.125	1.103	0,7	0,4	0,4
Prest. Garant, Bogar y Boden	5.328	5.702	4.750	2,5	2,3	1,7
Par, Descuent, cuasi	0	0	0	0,0	0,0	0,0
Otros	725	771	852	0,3	0,3	0,3
=						
Necesidad de Financiamiento	-3.674	-6.820	-6.163	-1,7	-2,7	-2,1
Emisión de Nueva Deuda	4.675	4.101		2,2	1,6	
Venezuela	2.300	1.250		1,1		
Resto Emisión	2.375	2.851		1,1		
Otros (incluye BCRA)	744	0				
=						
Aumento/Disminución de act. finan.	1.001	-2.719		0,5		

* Excluye Pago al FMI

*se arregla con Club de París en 2008

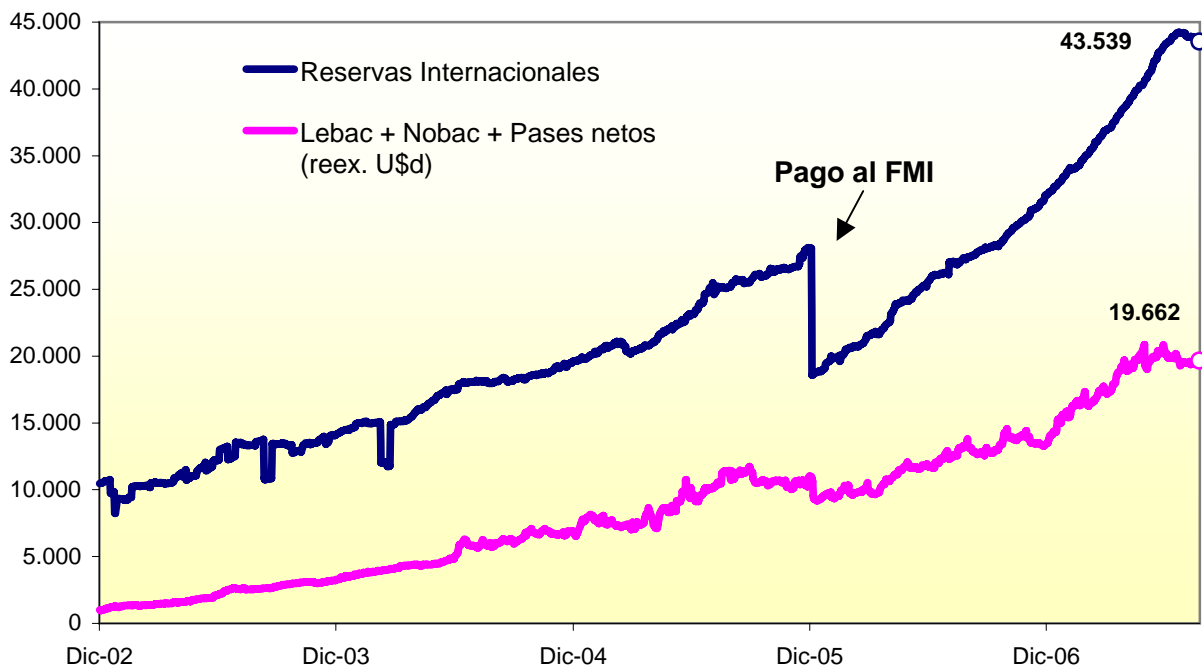
Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Tipo de cambio Prom 2008 = 3,20

Cuadro 11

Evolución de Reservas y Pasivos del BCRA

en millones de dólares - Pasivos expresado a tipo de cambio del periodo



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA