



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

Argentina  
Macroeconomic  
Outlook

# *“Desendeudado”*

Por Ramiro Castiñeira

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

**Agosto  
2012**

**42** 1970 - 2012  
*años dedicados al  
Análisis Macroeconómico*

---

# 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](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso III Trim 2012: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

# “Desendeudado”

Por Ramiro Castiñeira<sup>1</sup>

## 1. 1976-2002: EL CICLO DEL ENDEUDAMIENTO.

En un mundo donde no se cortaba el crédito internacional a Gobiernos de factos, más bien todo lo contrario, dictadores latinoamericanos tomaban generosos préstamos de la banca internacional a nombre del Estado.

Argentina lideró el frenético endeudamiento al Estado en el transcurso de su última dictadura, que incluso llegó a estatizar la deuda externa privada.

Para principios de los ochenta, EE.UU. incrementó las tasas de interés a un máximo de 14% anual, buscando contrarrestar el impacto inflacionario que generaba el alza del petróleo por parte de la OPEP. La auto-generada recesión rápidamente impactó en todo el mundo, deprimiendo la demanda y el precio de los commodities.

Latinoamérica ya sobreendeudada en moneda extranjera, la fuerte suba en la tasa de interés de EE.UU. incrementó el servicio de la deuda externa, mientras que el colapso en los precios de los commodities disminuyó la capacidad de pago. Mayores tasas y menores ingresos hicieron imposible el pago de la deuda externa para toda Latinoamérica.

México declara el default en 1982 y luego le siguen los demás países de Latinoamérica, incluyendo la Argentina, en plena guerra.

Previo al Golpe de Estado de 1976 la deuda pública equivalía al 13,8% del PBI. Endeudamiento externo, estatización de la deuda externa privada y hasta una guerra, para cuando el Dr. Raúl Alfonsín asume la presidencia en diciembre de 1983, la deuda pública en default era del 46,6% del PBI. Ambos datos del FMI.

A mediados de la década de los 80 Latinoamérica comienza a renegociar parte de la deuda externa. No obstante fue recién con el Plan Brady de EE.UU. a principios de los '90 que sacó a la región de su condición de default y marcó la vuelta el crédito externo.

El plan Brady fue un gran “*lavado de deuda*”: convertir los préstamos dictatoriales en default, en nuevos bonos democráticos a pagar. Como la operación se realizaba con Gobiernos democráticos, aceptar el canje implicaba que reconocían como propia la deuda externa contraída por dictaduras. Concretado el canje rápidamente los bancos americanos lograron vender al mercado los nuevos bonos y limpiar sus expuestos balances a riesgo latinoamericano, casi sin pérdidas patrimoniales.

Es que los nuevos bonos que nacían del plan Brady, se permitía al acreedor utilizarlos como medio de pago a valor nominal para la compra de las empresas públicas a privatizar.

A la par con las privatizaciones que en Argentina culmina con la venta de YPF,

<sup>1</sup> E-mail: [ramirocastineira@gmail.com](mailto:ramirocastineira@gmail.com) 155-109-1560



en los '90 arranca un nuevo ciclo de endeudamiento del Estado nacional.

Entre 1993 y 2001, la deuda pública aumenta en 128%, al pasar de 63 a 144 mil millones de dólares, previo al anuncio de un nuevo default.

El “corralón” y la necesidad de compensar a bancos por pesificación asimétrica al desarmar el fracaso de la convertibilidad, llevó la deuda a un récord de 191 mil millones de dólares en 2004, magnitud equivalente a 126% del PBI.

En suma, entre 1976 y 2004 la deuda pública ascendió desde el 14% del PBI, a 126% del PBI, tras el paso de la última dictadura y la convertibilidad (ver cuadro 1).

## **2. 2005–2012: EL CICLO DEL DESENDEUDAMIENTO.**

Luego del colapso económico, social y político que dejó la convertibilidad, arrancó un nuevo ciclo económico y político que posibilitó el desendeudamiento. Este nuevo ciclo se inició con el canje de deuda pública de 2005.

### **2.1. La Renegociación de la Deuda Pública en Default (2005 y 2010).**

El canje de la deuda pública de 2005 y 2010, permitió disminuir no sólo el monto adeudado producto de una quita nominal, sino también modificar su estructura de monedas, tasas de interés y perfil de vencimientos, todos a favor del Estado.

En números, entre capital e intereses no pagados, en 2005 y 2010 se renegociaron u\$s102.600 millones de títulos en default. El 92,4% de ese monto aceptó voluntariamente el canje de deuda propuesto por el Gobierno.

Actualmente la suma de los tres bonos emitidos entre los canjes 2005 y 2010 (bono par, cuasi par y descuento, en todas sus versiones) suman u\$s54.300 millones. La magnitud es equivalente a una quita nominal del u\$s48.300 millones, o del 47%.

De estos nuevos bonos, el 39% se encuentran emitidos en moneda local, equivalente a u\$s21.300 millones. Todo default de deuda pública se explica por emitir deuda en moneda extranjera: “*el pecado original*”. La pesificación de casi el 40% de los nuevos bonos implicó un cambio radical en la estructura de la deuda pública nacional. También lo fue que se amortizarían en un plazo de 30 años, con un periodo de gracia de 20 años.

Respecto a los intereses de la nueva deuda renegociada, en 2001 se llegó a pagar u\$s10.000 millones en concepto de intereses de la deuda, equivalente a 3,8% del PBI y todo en moneda extranjera.

Los tres nuevos bonos del canje devengan intereses por u\$s3.300 millones, aunque en efectivo pagan u\$s2.000 y de ello una parte en pesos. Sobre este monto se suman u\$s 2.500 millones adicionales si la economía crece, dado los cupones PBI. Es decir, aún con el Cupón PBI, en 2012 se paga un 40% menos en intereses que en 2001 por esa misma deuda pública, y del 70% menos si la economía no crece.



En suma, con una participación voluntaria del 92%, una quita de u\$s 48.300 millones, 40% menos en el pago de intereses y 20 años de gracia para pagar la deuda, resume el éxito del canje de deuda de 2005 y 2010, y el punta pié inicial del desendeudamiento.

## 2.2. Estatización de las AFJP (2008)

La crisis internacional y la sequía local de 2009 fue un duro golpe en las finanzas públicas. En cuestión de meses evaporó el superávit primario de 2,6% del PBI registrado en 2008.

Sin superávit primario ni acceso a los mercados financieros, el gobierno no dudó en estatizar las AFJP con dos impactos inmediatos sobre las cuentas públicas:

- 1) Recuperar un flujo de 1,1% del PBI anual, mediante los aportes privados.
- 2) Disminuir el servicio de la deuda pública, al pasar a manos del Estado las carteras de inversión de las AFJP.

Con los nuevos ingresos fiscales, el déficit primario finalmente cerró en -0,4% del PBI en 2009. Pero el efecto más importante fue reducir en poco más de u\$s32 mil millones la deuda pública en manos privadas, que pasaron a manos del ANSES. Ello no sólo generó un ahorro inmediato en el pago de intereses, sino también en las amortizaciones de deuda del periodo.

La tenencia de títulos públicos en manos del ANSES no varió significativamente desde su estatización hasta la actualidad. Simple, el flujo se utiliza para pagar jubilaciones, y el stock se refinancia a medida que vencen.

De hecho, el cuadro 2 refleja la tenencia de títulos por parte del ANSES a fin de 2011. Su valuación a precio de mercado es de u\$s26.800 millones según informa la ANSES, aunque a valor nominal la cartera total la estimamos asciende a un total de 36,0 millones a fin del año pasado (un 34% más), magnitud similar al momento de la estatización.

En suma, la estatización de las AFJP implicó una menor tenencia de títulos públicos en poder de privados, actualmente por un total de u\$s36 mil millones de dólares, hoy en manos del ANSES.

Excede el objetivo de este informe juzgar la medida. No obstante vale advertir que el sistema de capitalización individual es un sistema de seguridad social que sólo en economías desarrolladas logra funcionar.

En Argentina se quería implementar con un mercado laboral donde el desempleo de dos dígitos se tomaba como “*natural*”, y donde los que lograban trabajar, casi el 50% lo hacía sin aportes. La exclusión del mercado laboral que se vivió en los 90 y su crisis en los primeros años del 00, ya sentenció su propio fracaso, por lo menos como sistema de seguridad social.

El actual sistema de reparto y la moratoria, deja una puerta abierta del Estado para que todo pasivo encuentre resguardo, sin juzgar su pasado en una sociedad que en su conjunto vivió en decadencia desde 1976 y llegó al colapso en 2001.



#### 2.4. Pago de la Deuda con Reservas (2009-2012)

El gobierno nunca procuró recuperar el superávit fiscal perdido en la crisis de 2009. En 2010 y 2011 la cosecha se recuperó y la economía volvió a crecer a “*tasas chinas*”, no obstante el déficit primario se incrementó a -1,3% del PBI en 2011 y este año volvería a crecer a -1,6% del PBI.

No querer recuperar el superávit fiscal fue una decisión política, como también lo fue reemplazarlo por el impuesto inflacionario, para no tomar deuda como alternativa de financiamiento. Estas decisiones políticas marcan el nuevo esquema macroeconómico 2009 – 2012: *La deuda pública se paga con inflación.*

En este nuevo ciclo, emitiendo pesos financia el déficit primario y el pago de la deuda en moneda local. Mientras que con las reservas internacionales, afronta los pagos de la deuda pública en moneda extranjera.

En 2011 se emitió 32.600 millones de pesos (1,8% PBI) y usó 7.500 millones de dólares de la reservas (1,7% del PBI), lo que implica que el BCRA financió al Tesoro por 3,5% del PBI el último año. Magnitud similar al superávit fiscal perdido en 2009.

El cuadro 3 refleja la evolución del Balance del BCRA los últimos años. El uso de reservas para el pago de deuda en moneda extranjera alcanzó un total de u\$s29.600 millones a fin de 2011, en tanto que el financiamiento vía adelantos transitorios sumó el equivalente a u\$s15.600 millones, en igual periodo.

Sobre ello falta también la transferencia de 40.000 millones de pesos desde 2008,

en concepto de “*ganancias del BCRA*” al devaluar la moneda nacional.

Por todo concepto se advierte que el BCRA financió al Tesoro Nacional por u\$s48.000 millones desde la salida de la convertibilidad, aunque su mayor parte se concentra los últimos años cuando el Gobierno perdió el superávit fiscal.

El impacto de tamaño financiamiento no es inocuo en términos macroeconómicos. Lo que antes se pagaba con superávit fiscal, ahora se paga con inflación. Pero vale advertir que el sector público en su conjunto igualmente continúa desendeudándose, dado que quién paga el impuesto inflacionario son los privados.

En una primera etapa el Tesoro le pasa la deuda pública al Banco Central, deteriorando su balance. Pero luego el BCRA le transfiere la deuda a los privados al devaluar la moneda y licuar su pasivo, lo que permite “*restablecer*” el daño patrimonial de la institución monetaria.

Al final de cuenta, el Tesoro tiene menos deuda contra privados, al igual que el BCRA al devaluar, advirtiendo que quién pagó la deuda pública fue sector privado ante un menor poder de compra de la moneda nacional.

La etapa de recaudar impuesto inflacionario sin devaluar culminó en 2011. Agotado el colchón cambiario, una inflación anual del 25%, más rápido que tarde forzará una devaluación en igual magnitud.

El sector privado advirtió el atraso cambiario en 2011 y buscó refugio en activos externos, descontando la devaluación. Pero las nuevas





regulaciones en el mercado cambiario obligan a privados a quedarse en pesos para continuar financiando el pago de la deuda vía impuesto inflacionario.

El déficit fiscal asegura que el impuesto inflacionario continuará siendo el principal canal de financiamiento del sector público. La inflación atrasará aún más el tipo de cambio, forzando a la larga la devaluación.

En suma, que el Banco Central sea un ente autárquico e independiente del contexto macroeconómico, es tan erróneo y dañino como el reducir su función a una mera caja del Estado.

El Banco Central dispone de herramientas para ayudar financieramente al Tesoro sin dañar la moneda, pero de ahí a pedirle 3,5% del PBI de financiamiento por año para financiar el déficit primario y el pago de la deuda, hace que la devaluación sólo sea cuestión de tiempo (ver cuadro 4).

Una vez agotado el colchón cambiario, ya no es posible recaudar impuesto inflacionario sin devaluar, lo que tiene un impacto económico y político no menor intentar seguir esta estrategia de cara a 2015.

### **3. ESTRUCTURA Y PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA 2012-2015.**

#### **3.1) Deuda Pública Bruta y Neta.**

La diferencia entre la deuda pública bruta y la deuda pública neta, implica restar de la bruta, toda aquella que esté en poder de otras instituciones públicas.

Esta diferenciación permite cuantificar la deuda del sector público en manos del sector privado y organismos internacionales, y por lo tanto saber cual es el verdadero nivel de endeudamiento y el riesgo de default. En efecto, nunca pasará que un Gobierno entre en default porque no pudo pagarse a sí mismo.

La diferenciación es tan relevante en el análisis macroeconómico, que el FMI publica la posición de deuda pública bruta y neta para todos los países miembros.

A modo de ejemplo, la deuda pública bruta de Brasil es del 66,2% del PBI, no obstante como el 29,8% se encuentra en poder del Banco Central, del Organismo de Seguridad Social y del Bndes, la deuda pública neta asciende a 36,4% del PBI.

Tomando el criterio de deuda pública neta, deja en evidencia el bajo nivel de endeudamiento del Sector público argentino. El Gobierno Mexicano adeuda el 40% del PBI, el Brasileño el 36%, el Colombiano el 27%, y el Argentino sólo el 19% de su PBI (cuadro 5).

Ello es así porque los sucesos detallados en la sección previa (canje de deuda, estatización de las AFJP y el financiamiento vía BCRA) contrajo la deuda pública en manos privadas y organismos internacionales en 108 mil millones de dólares entre 2004 y 2011. La deuda neta pasó de 191 mil millones en 2004, a 83 mil millones en 2011. En porcentaje del PBI pasó de 127%, a sólo 19% del PBI (ver cuadro 6).

De los 83 mil millones de deuda pública neta, 25 mil millones se adeuda a organismos internacionales (BM, BID y



Club de París), en tanto que los 58 mil millones restantes es lo que circula entre tenedores privados, 41 mil millones emitidos en moneda extranjera.

Vale destacar que el desendeudamiento llegó a tal punto que el Gobierno dispone de más reservas en el Banco Central que de deuda en dólares en poder de privados.

### 3.1) Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública 2012 a 2015.

Un bajo nivel de endeudamiento implica mayor independencia económica. Sólo basta recordar las misiones del FMI para advertir la diferencia, o ver ahora como los acreedores de Grecia o España les exigen el camino del ajuste para dar prioridad al pago de la deuda externa.

La suma del déficit fiscal más los vencimientos de deuda del periodo suman la necesidad de un Gobierno por financiarse. A modo de ejemplo, EE.UU. con un déficit fiscal de 8,1% del PBI más vencimientos de su deuda pública de 17,7% del PBI, implica que en 2012 emitirá deuda por 25,8% del PBI. Italia tiene una necesidad de financiamiento del 28,7% del PBI, España del 20,9% del PBI, Brasil del 18,5% del PBI y México del 10,8% del PBI (ver cuadro 7).

Argentina cerrará este año con un déficit fiscal (incluyendo pago de intereses) de 2,7% del PBI y vencimientos de deuda neta de 1% del PBI. Ello implica que Argentina tiene una necesidad de financiamiento del 3,5% del PBI en 2012 que lo cubre con el BCRA (u\$s16.800 millones).

El bajo nivel de endeudamiento también se plasma en la baja necesidad de

financiamiento. Pero por más bajo que sea, la magnitud es significativa si se intenta pagarlo sólo con impuesto inflacionario, más si se parte desde el atraso cambiario. Nuevamente, no se puede recaudar más impuesto inflacionario sin devaluación, una vez que se agotó el colchón cambiario.

Ahora bien, es de destacar como baja la necesidad de financiamiento en moneda extranjera en 2013 y 2014.

En efecto, en 2012 el gobierno necesitó u\$s6,8 mil millones de dólares para pagar la deuda neta en moneda extranjera, los cuales u\$s4,2 millones se explican por la última cuota del Boden 2012 y el pago del Cupón PBI.

En 2013, sin estos bonos en escena, la necesidad de financiamiento en moneda extranjera se reduce a u\$s4.6 mil millones (ver cuadro 8).

Y más grados de libertad se dispondrán en 2014 cuando sólo se necesitará u\$s2.4 mil millones para afrontar todo el servicio de deuda en moneda extranjera. No esperamos que en 2013 se crezca para gatillar otro pago de cupón en 2014.

En suma, la mayor presión a la inflación los próximos años dependerá exclusivamente del déficit fiscal, dado que la necesidad de financiamiento por el pago de la deuda pública neta estará en franco retroceso producto del notable desendeudamiento los últimos años.

Ello advierte que el desafío se centrará en reducir el déficit fiscal para bajar aún más la necesidad de financiamiento total, y por lo tanto, reducir la inflación por cobro del impuesto inflacionario.





Salvo YPF, el Gobierno no necesita emitir deuda los próximos dos años. Con solo reducir el déficit fiscal (subsidios), se reduciría notablemente el uso del impuesto inflacionario en 2013 y 2014, y por tanto la inflación/devaluación.

## 5. REFLEXIONES FINALES

La deuda externa en la historia argentina tuvo un rol protagónico las últimas décadas. Salió a escena con la última dictadura, que disponía de fluido financiamiento desde el exterior. Tras su paso, la deuda pública subió de 13,8% del PBI a 46,8% del PBI, según datos del FMI.

A principios de los noventa llegó el lavado de deuda que implicó el “*plan brady*”. Los nuevos gobiernos democráticos reconocieron como propia la deuda de la dictadura, acto que abrió nuevamente el acceso a los mercados de deuda para América Latina.

Sin sacar ni una “*moraleja*” del pasado, argentina arrancó otra panzada de endeudamiento externo en la década de los noventa. La deuda pública pasó de u\$s64 mil millones en 1993 a u\$s141 mil millones minutos antes de anunciar un nuevo default del 2001. La necesidad de compensar a bancos y ahorristas por la trampa de la convertibilidad, más los intereses que corrían de la deuda en default, llevó la deuda pública a un total de u\$s191 mil millones en 2004, equivalente a 124% del PBI.

En 2005 llega el canje de deuda e inicia el periodo de desendeudamiento del Estado. El exitoso canje logró una adhesión voluntaria del 92%, y redujo el monto adeudado en u\$s48 mil millones,

además de reducir el pago de intereses y alargar plazos para su pago.

La crisis internacional y sequía local de 2009, pulveriza el superávit fiscal. El Gobierno estatiza las AFJP para hacerse del flujo de los aportes, además de reducir el stock de deuda pública en manos de privadas en cerca de u\$s36 mil millones.

El Gobierno nunca procuró recuperar el superávit fiscal y comenzó a pagar la deuda pública apoyado solamente en el impuesto inflacionario.

Desde 2009 al 2011 el uso del impuesto inflacionario no implicaba devaluación gracias al colchón cambiario existente. Pero la constante pérdida de competitividad llevó al atraso cambiario para fin de 2011.

Para ese entonces la deuda pública en manos privadas y organismos internacionales había descendido en u\$s108 mil millones de dólares entre fin de 2004 y fin de 2011.

La deuda neta sumó 83 mil millones a fin de 2011, equivalente a 19% del PBI, los cuales u\$s25 mil millones se adeuda a organismos internacionales y 58 mil millones a privados. De ellos, sólo 41 en moneda extranjera. En 2004 la deuda pública per-capita era de 5.000 dólares, actualmente representa 2.000 dólares (-60%).

Los números son elocuentes y el desendeudamiento es un hecho. En 2013 sólo se necesitan u\$s4.600 millones para el pago de la deuda en dólares, y en 2014 sólo u\$s2.400 (0,5% del PBI), si no paga el cupón PBI.



Ahora bien, por más baja que sea la deuda, se agotó el margen para financiarse con el impuesto inflacionario, sin que ello no implique devaluación.

La notable baja en los vencimientos de deuda en 2013 y 2014, hace que la necesidad futura de impuesto inflacionario dependerá exclusivamente de la magnitud que alcance el déficit fiscal.

Si se acompaña la baja en los vencimientos de deuda, con una baja en el déficit fiscal (con quita de subsidios, principalmente al gas), la necesidad de financiarse vía impuesto inflacionario se reduciría significativamente, alentando en consecuencia también una baja en la inflación.

En suma, Argentina ya no dispone de la fortaleza macroeconómica de sólo unos años atrás, pero tampoco la debilidad estructural de décadas previas, tal como fue la deuda externa.

La deuda fue un lastre que impidió el crecimiento económico y sumó frustraciones. La realidad de Argentina hoy es otra: se sacó de encima la deuda externa, cerrando otra herida que dejó el paso de la dictadura y la convertibilidad.

Por último, el mundo está mirando como se desarrolla la crisis del euro, que se esconde bajo una montaña de deuda pública.

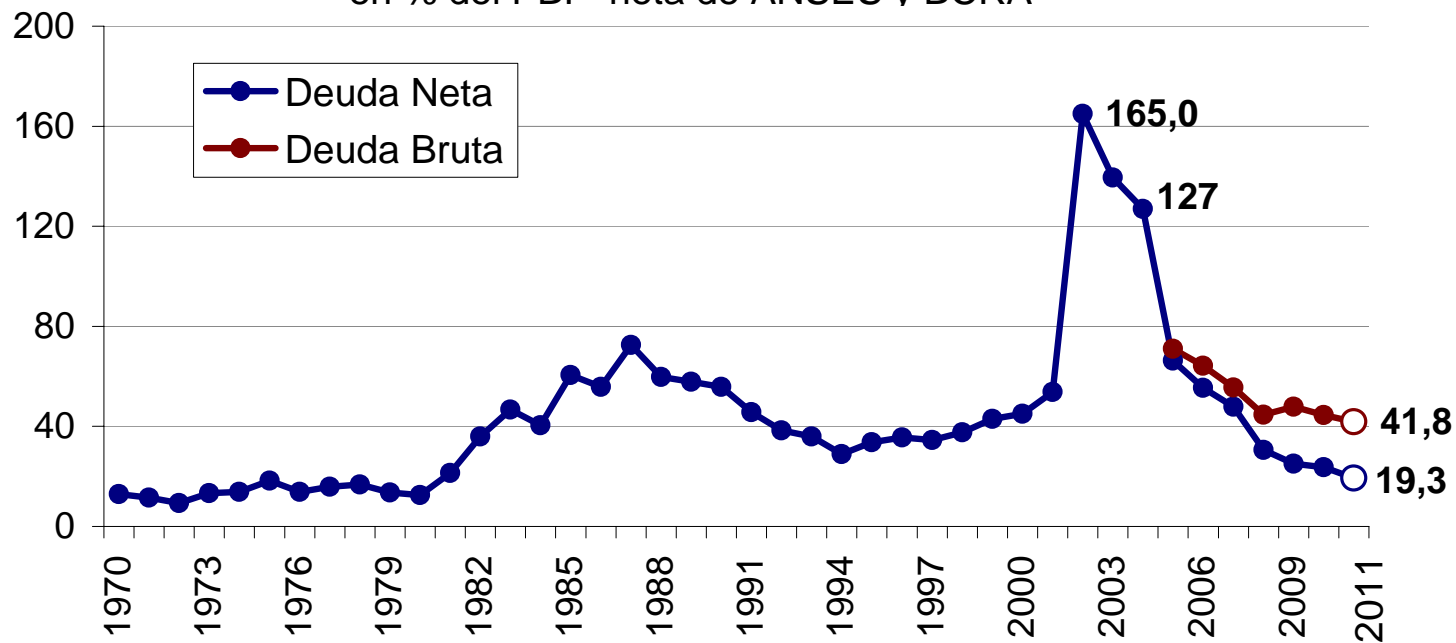
Ahora bien, si Europa finalmente "*patea el tablero*", el impacto de la crisis internacional sobre las economías emergentes, se magnificará en aquellos países que tengan un elevado nivel de endeudamiento en moneda extranjera. El posible estrangulamiento del crédito

externo, el derrumbe de las exportaciones y caída de precios de los commodities, sería el natural escenario del "*eurogedon*". En ese caso, Argentina no lograría evitar la crisis, como tampoco ningún país del mundo, pero si evitará su propio colapso económico, gracias al desendeudamiento de los últimos años.

## Cuadro 1

### Deuda Pública 1970 -2011

en % del PBI - neta de ANSES y BCRA



Fuente: Econométrica S.A en base al FMI y Mecon

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

## Cuadro 2

### Títulos Públicos en cartera del ANSES

en miles de millones de dólares - a fin de 2011

	u\$s	%
<b>Títulos Públicos Nacionales</b>	<b>26,8</b>	<b>100%</b>
<b>En moneda Extranjera</b>	<b>7,7</b>	<b>28,6%</b>
Bono Descuento	3,2	12,1%
Bonar 2018	2,5	9,3%
Bonar X (2017)	1,9	7,2%
<b>En Moneda local</b>	<b>15,9</b>	<b>59,5%</b>
Cuasipar	9,6	35,9%
Bonar 16	2,5	9,5%
Bonar 14	2,1	7,8%
Bonar 15	0,9	3,2%
Bono Badlar +350pp	0,8	3,1%
<b>Sin especificar</b>	<b>3,2</b>	<b>11,9%</b>

Nota: Tenencia a precio de mercado y a valor técnico, según publica ANSES. Títulos a valor nominal lo estimamos en u\$s36MM (+34%)

Fuente: Econométrica S.A en base al ANSES

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

# Cuadro 3

## Balance del BCRA

en miles de Millones de dólares

	A fin de							
	Dic-01	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
<b>Activos</b>	<b>44,5</b>	<b>56,4</b>	<b>55,5</b>	<b>71,9</b>	<b>77,3</b>	<b>79,3</b>	<b>94,1</b>	<b>100,6</b>
1. Reservas Internacionales	19,8	28,1	32,0	46,2	46,4	48,0	52,2	46,4
2. <b>Financiamiento Gobierno</b>	<b>1,5</b>	<b>8,1</b>	<b>17,6</b>	<b>18,1</b>	<b>20,0</b>	<b>23,0</b>	<b>32,8</b>	<b>45,2</b>
2.1 Títulos Públicos	1,5	2,9	11,7	11,4	12,3	13,3	21,2	29,6
2.2 Adelantos Transitorios	-	5,3	6,0	6,8	7,7	9,6	11,6	15,6
3. Otros	23,3 *	20,2	5,9	7,6	10,9	8,4	9,2	9,1
<b>Pasivos</b>	<b>41,3</b>	<b>49,5</b>	<b>47,8</b>	<b>62,4</b>	<b>68,5</b>	<b>66,3</b>	<b>84,4</b>	<b>92,0</b>
1. Base Monetaria	12,0	18,0	26,1	31,5	31,7	32,2	40,3	51,8
2. Encaje en u\$s	5,8	2,2	2,4	2,7	5,0	7,3	9,8	5,7
3. Lebac's Nobac's y Pases	-	11,6	14,3	21,2	21,7	19,0	28,3	25,2
4. Deuda con BIS y Otros	-	-	1,6	0,9	3,7	3,4	1,3	5,3
5. Dep. del Gobierno en BCRA	4,4	0,6	1,5	1,8	1,9	0,6	2,7	0,7
6. Otros	19,2 *	17,1	1,9	4,3	4,5	3,8	2,0	3,2
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>13,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>

\* Incluye Préstamo FMI

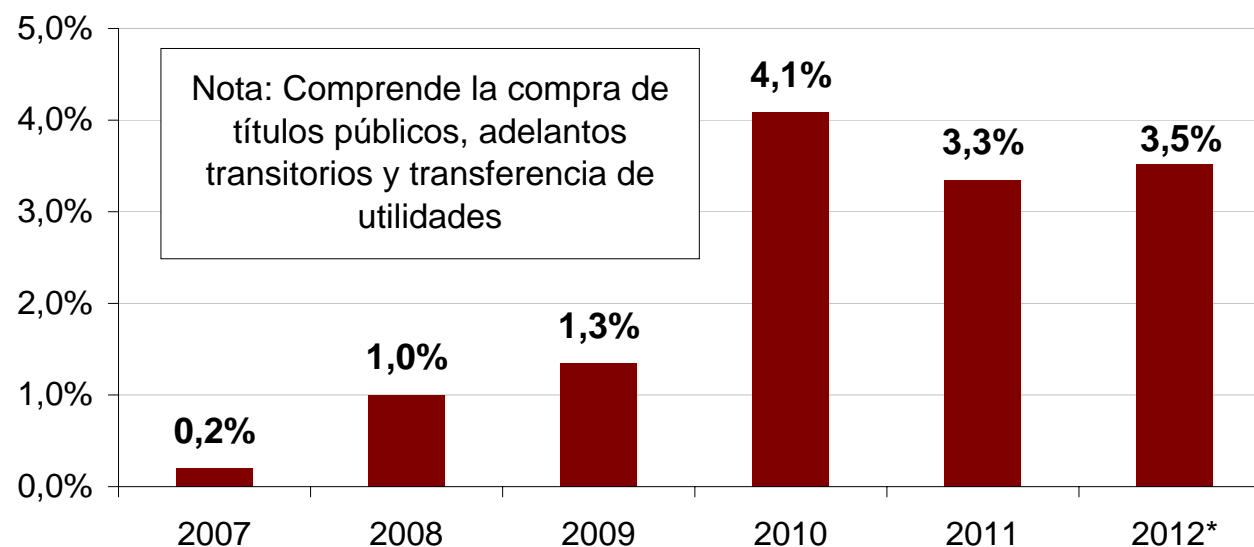
### ANEXO

Reservas/PBI	7,4%	15,4%	15,0%	17,7%	14,2%	15,6%	14,2%	10,4%
Financiamiento Público/Activos	3,3%	14,4%	31,7%	25,2%	25,9%	28,9%	34,8%	44,9%
Base Monetaria/Reservas	61%	64%	81%	68%	68%	67%	77%	112%

## Cuadro 4

### Financiamiento del BCRA al Gobierno Nacional

en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA

\* Estimación Econométrica S.A

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*



## Cuadro N 5

### Deuda Pública Bruta y Neta

en % del PBI - 2011

	Deuda Pública 2011		
	Bruta	Neta	Intra Sector-Público
EE.UU.	102,9	80,3	22,6
Japón	229,8	126,6	103,2
Alemania	81,5	56,1	25,4
Italia	120,1	99,6	20,5
España	68,5	56,9	11,6
Portugal	106,8	100,4	6,4
Brasil	66,2	36,4	29,8
México	43,8	40,4	3,4
Argentina	41,8	19,3	22,5
Perú	21,6	7,0	14,6
Colombia	34,7	27,9	6,8

Fuente: Econométrica S.A en base al FMI

Deuda Neta: implica restar de la bruta, toda aquella que esté en poder de otras instituciones públicas

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

# Cuadro 6

## Stock Deuda Pública Bruta y Neta

en miles de millones de dólares

% PBI

	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-09	Dic-10	Dic-11
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>147,1</b>	<b>164,3</b>	<b>179,0</b>	<b>47,9%</b>	<b>44,6%</b>	<b>41,8%</b>
<b>1. Intra Sector Público</b>	<b>70,3</b>	<b>77,0</b>	<b>96,3</b>	<b>22,9%</b>	<b>20,9%</b>	<b>22,5%</b>
a) BCRA	23,0	32,8	45,2	7%	9%	11%
b) ANSES, Bco. Nación y otros.	47,2	44,2	51,1	15%	12%	12%
<b>2. Deuda Pública Neta</b>	<b>76,9</b>	<b>87,4</b>	<b>82,7</b>	<b>25,0%</b>	<b>23,7%</b>	<b>19,3%</b>
<b>a) Org. Internacionales</b>	<b>22,5</b>	<b>24,0</b>	<b>24,9</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,8%</b>
Org. Internacionales	16,2	17,0	17,9	5%	5%	4%
Club de París (con atrasos)	6,2	7,1	7,0	2%	2%	2%
<b>b) Sector Privado*</b>	<b>54,4</b>	<b>63,3</b>	<b>57,8</b>	<b>17,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>13,5%</b>
En Moneda Extranjera	37,8	43,5	41,1	12,3%	11,8%	9,6%
En Moneda Nacional	16,6	19,8	16,7	5,4%	5,4%	3,9%

\* No incluye Deuda Remanente en Default con privados (u\$s6,5MM).

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon, ANSES y BCRA

Econométrica S.A

*economic reserach and forecasts*

## Cuadro 7

### Necesidad de Financiamiento del Gobierno

Año 2012 - en % del PBI

	Vencimientos de Deuda	2012	Necesidad de Financiamiento
		Déficit Fiscal*	
EE.UU.	17,7	8,1	25,8
Japón	49,1	10,0	59,1
Alemania	8,1	0,8	8,9
Italia	26,4	2,4	28,7
España	14,9	6,0	20,9
Portugal	22,2	4,5	26,7
Brasil	16,2	2,3	18,5
México	8,4	2,4	10,8
Argentina	0,8	2,7	3,5
Perú	2,5	-1,1	1,4
Colombia	2,5	1,4	3,9

\* Incluye pago de intereses

Fuente: Econométrica S.A en base al FMI

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

## Cuadro 8

### Deuda Pública en Moneda Extranjera

En miles de millones de dólares - Excluye Deuda Intra-sector Público

	Dic-11		Servicio Intereses y Capital			
	Stock	%PBI	2012	2013	2014	2015
<b>Deuda Pública en Moneda Extranjera</b>	<b>66,0</b>	<b>15,4%</b>	<b>6,8</b>	<b>4,6</b>	<b>2,4</b>	<b>8,2</b>
<b>Títulos en poder de privados</b>	<b>41,1</b>	<b>9,6%</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>7,9</b>
Boden 2012 (RG12)	2,2	0,5%	2,2	0,0	0,0	0,0
Boden 2013 (RA13)	0,5	0,1%	0,2	0,2	0,0	0,0
Bonar VII (AS13)	2,0	0,5%	0,1	2,1	0,0	0,0
Boden 2015 (RO15)	5,8	1,4%	0,4	0,4	0,4	6,2
Global 2017 (GJ17)	1,0	0,2%	0,1	0,1	0,1	0,1
Bonar X (AA17)	3,7	0,9%	0,3	0,3	0,3	0,3
Discount	12,3	2,9%	0,7	0,7	1,0	1,0
PAR	13,6	3,2%	0,3	0,3	0,3	0,3
Bono PBI			2,0			
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>24,9</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
BID, BM, otros (intereses)	17,9	4,2%	0,5	0,4	0,4	0,3
Club de París y otros	7,0	1,6%	-	-	-	-

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon, ANSES y BCRA

#### ANEXO

Vto. Capital Org. Internacionales	1,7	1,6	1,6	1,6
-----------------------------------	-----	-----	-----	-----

Nota: El capital adeudado con Organismos Internacionales se refinanció desde el 2005 en adelante, suponemos igual comportamiento los próximos años.