



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

“La economía que hereda el Próximo Gobierno”

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Febrero
2011**

41 1970 - 2011
*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

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2011: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“La economía que hereda el próximo Gobierno”

Por Ramiro Castiñeira¹

El 2010 culminó con una economía internacional que se recuperó de la crisis financiera, pero sin la fuerza suficiente para reactivar el empleo en EE.UU., ni soluciones de fondo para la crisis europea.

Por el contrario, los países emergentes observaron un vigoroso crecimiento económico, no sólo por el crecimiento de China e India que sostienen la demanda y precios de los commodities, sino también por las tasas de interés internacionales en mínimos históricos, expulsando capitales hacia ellos.

El 2011 se inició con el interrogante de si la FED logrará reactivar el empleo con su mayor inyección de liquidez, como también si las políticas de ajuste y la compra de bonos por parte del Banco Central Europeo podrán cambiar la suerte de Europa. Pero donde no hay lugar a dudas es del impacto de este contexto internacional sobre las economías emergentes en general, y sobre Latinoamérica en particular:

Subas en los precios de los commodities y entrada de capitales en abundancia, asegura crecimiento económico a la región, por lo que administrar la bonanza continuará siendo el desafío por estas latitudes. Entre ellos, sobresale el reto de limitar la apreciación real de la moneda para no profundizar el déficit externo, como también atenuar la inflación por alimentos, e impedir burbujas financieras que propicia el contexto.

Para Argentina en particular, el incremento en el precio de la soja llevó los términos de intercambio a los máximos históricos, en vísperas de una cosecha de magnitud similar

a la última campaña. A su vez, tras la recuperación económica y el canje de deuda pública, la salida de capitales aminoró sustancialmente, permitiendo al Gobierno pagar la deuda externa e igualmente incrementar las reservas del Central.

También enfrenta los mismos desafíos que el resto de los emergentes, pero agravado por una mayor tasa de inflación que aprecia a mayor ritmo la moneda local y rápidamente evapora el superávit externo que la economía observó desde la salida de la convertibilidad.

En suma, el presente informe toma como punto de partida el contexto internacional, para intentar dirimir la dinámica local y con ello la economía que hereda el próximo gobierno. Para ello, primero centraremos el análisis en el sector externo y la afluencia de dólares en un contexto de marcada apreciación cambiaria. Se proseguirá con un análisis de la situación financiera del Gobierno y el pago de la deuda con reservas. Por último, se analizará la política monetaria del BCRA, actualmente desbordada de objetivos.

1) SECTOR EXTERNO 2011:

1.1) Cae el tipo de cambio, cae el saldo Comercial.

Las lluvias de enero y febrero disiparon los riesgos de afrontar una sequía. Actualmente se espera una cosecha de similar magnitud a la del año pasado. Cerca de 90 millones de toneladas, de las cuales 48/50 millones serían soja.

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



Pero los precios de la soja y demás commodities, actualmente cotizan entre un 20% y 40% por encima del promedio de 2010. En parte por la recuperación de la demanda mundial, pero también por las políticas monetarias laxas de los países desarrollados.

Este contexto conduce a esperar a que la exportación de la cosecha alcance un valor de u\$s29.000 millones en 2011, desde los u\$s22.500 millones que sumaron en 2010 (+29%). Es decir, u\$s6.500 millones adicionales sólo por efecto precio.

Esta magnitud, sumado a la sostenida demanda de bienes industriales de Brasil, permite proyectar un crecimiento de las exportaciones del 25% este año, para alcanzar un nuevo récord de u\$s85.200 millones en 2011, magnitud que es el doble que lo exportado en 2005 y el triple del 2001.

Ahora bien, las importaciones reflejaron un incremento del 46% en 2010, impulsados no sólo por el crecimiento económico sino principalmente por la marcada apreciación real de la moneda local. El PBI medido en dólares creció un 23% el año pasado, reflejando una elasticidad Impo/PBI igual a dos ($46\%/23\%=2$).

Proyectando un incremento similar del PBI en dólares este año, implica que el mismo aumentaría casi un 50% en sólo dos años. Con ello el PBI per cápita marcará un nuevo récord de 11.500 dólares en 2011, 39% mayor al máximo de la convertibilidad.

La marcada apreciación real lleva el tipo de cambio al equilibrio, desarmando la “*valla de contención*” que existía para las importaciones. Estimamos se importe casi a igual ritmo de 2010 para llegar u\$s78.200 millones en 2011, equivalente a un incremento del 39% anual (elasticidad 1,8) (Ver Cuadro 1).

En resumen, exportaciones creciendo al 25% e importaciones al 39%, implica que el saldo

comercial se reduciría de u\$s12.000 a 7.000 millones entre 2010 y 2011, esto es u\$s5.000 millones menos. El salto de las exportaciones vía precios por ahora esconde el notable incremento de las importaciones inducido por los nuevos precios relativos.

Ahora bien, los dólares que entran en la economía no sólo dependen del saldo comercial, sino también de la magnitud de la salida de capitales privados, y desde 2010, también de la deuda externa que toman las provincias.

1.2) El 2010 marcó la vuelta a los mercados.

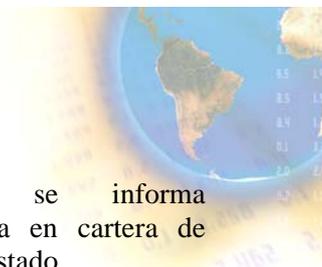
El déficit de la cuenta capital del balance cambiario del sector privado bajó sustancialmente desde el récord de u\$s17.500 millones en 2008, a sólo u\$s5.200 millones en 2010.

La menor salida de capitales privados permitió al BCRA volver a comprar dólares, luego de dos años de no incrementar sus reservas pese al elevado saldo comercial. En efecto, en 2010 compró al sector privado un total de 7.500 millones de dólares, equivalente al 60% del saldo comercial (ver cuadro 2).

Pero en 2010 el BCRA no sólo compró 7.500 millones de dólares al sector privado, sino también 2mil millones de dólares de deuda externa que colocó la provincia de Buenos Aires y la ciudad de Buenos Aires.

Si bien tomar deuda en dólares para financiar necesidades en pesos, permite preguntarse si se aprendió algo del pasado, el hecho por sí solo advierte que tras el canje de deuda, el Gobierno ya dispone de financiamiento externo.

Para 2011, las buenas expectativas económicas no hacen prever un incremento del riesgo país en el transcurso del año, más bien todo lo contrario, aún en un año electoral.



Estimando una salida de capitales similar a la de 2010, el excedente de dólares del sector privado podría alcanzar los u\$s5.000 millones en 2011, los cuales los compraría el BCRA para sostener el tipo de cambio nominal.

Sobre ello se suma la deuda externa que coloque el sector público. La Provincia de Buenos Aires ya colocó títulos por u\$s750 millones. Suponiendo alcance nuevamente u\$s2.000 millones, estimamos las compras de dólares del BCRA pasen de u\$s11,8mil millones en 2010, a u\$s7mil millones en 2011.

En suma, la apreciación cambiaria habilita mayores importaciones, agotando los dólares provenientes del saldo comercial, incluso con exportaciones récord. Pese a ello, el riesgo país se contrajo casi 1.300 puntos en poco más de un año. Ello responde no sólo al bajo perfil de vencimientos de deuda y holgadas reservas que permiten asegurar su pago, sino también porque tras renegociar el 95% de la deuda en default, el país comienza nuevamente a recuperar el crédito externo.

Si bien a tasas de interés y moneda que sólo deterioran el perfil de pagos futuro, ante la baja necesidad de financiamiento externo resulta suficiente para eludir la restricción externa, tal como lo hace el resto de Latinoamérica.

2) SITUACIÓN FISCAL 2011:

2.1) Deuda Pública: Una mochila más liviana (18% PBI).

Tras la estatización de las AFJP (fin de 2008) y luego de afrontar el servicio de la deuda con reservas en 2009 y 2010, el stock de deuda pública del Estado Nacional en manos del sector privado reflejó una notable contracción.

En números, la deuda pública bruta alcanzó un stock de u\$s161 mil millones a fin de septiembre de 2010, de los cuales el 48%

(u\$s76.600 millones) se informa oficialmente se encuentra en cartera de distintos organismos del Estado.

Por los balances, estimamos que el BCRA tendría u\$s29.600 millones, la ANSES 36.000 millones, y la banca pública y otros entes públicos (destacándose el Banco Nación y el Provincia), dispondrían de poco más de u\$s10.900 millones de títulos del tesoro nacional (ver cuadro 3).

El 52% restante del stock de la deuda pública (u\$s84.300 millones) se desagrega en préstamos con los organismos internacionales por u\$s22.800 millones (incluyendo al Club de París), y u\$s61.600 millones de títulos en cartera del sector privado, magnitud equivalente a sólo el 16% del PBI 2010.

Dicho de otra manera, desde 2003 que el Gobierno Nacional viene disminuyendo el nivel de endeudamiento público, aunque pueden diferenciarse claramente dos etapas:

- La primera, desde 2003 al 2008 el desendeudamiento se fundamentó principalmente mediante el abultado superávit fiscal (3%PBI) que posibilitaba afrontar todos los intereses de la deuda y buena parte de los vencimientos de capital del periodo. También fue importante la renegociación de la deuda en default de 2005, modificando monto, tasa, plazo y moneda de la deuda, todas a favor del Estado. También sobresale la cancelación de la deuda con el FMI en 2006.
- La segunda etapa de desendeudamiento arranca a fines de 2008, cuando el impacto de la crisis financiera internacional, sumado el agravante de la sequía local, hace al Gobierno perder la totalidad del superávit primario. No obstante, el proceso de desendeudamiento continuó principalmente mediante la estatización de las AFJP (fin de 2008) y el uso de reservas internacionales y emisión monetaria para el pago de la deuda.

Como resultado, la deuda pública en manos privadas y organismos disminuyó en casi



u\$s100 mil millones de dólares, al pasar de 178 mil millones en 2003, a poco más de 80 mil millones en la actualidad.

Más aún, dado que este desendeudamiento nominal se observó en un proceso de alto crecimiento económico, en porcentaje del PBI la deuda en manos privadas y Organismos pasó de representar el 140% del PBI en 2003, al 18% del PBI este año.

Desde la vuelta a la democracia que Argentina cargó con el estigma de la deuda pública que heredó de los '70, e incrementó en los '90, hasta llegar al colapso por endeudamiento en 2001. Producto del desendeudamiento en la última década, por primera vez el país transita en democracia sin la carga de la deuda pública en su espalda.

El nuevo nivel de endeudamiento permite un perfil congruente con la capacidad de pago del Gobierno, que no delega ni ahoga el crecimiento económico, además que genera una marcada independencia de los mercados financieros para su pago. Argentina culmina su bicentenario con un bajo nivel de deuda pública, eliminando su principal obstáculo para su desarrollo desde la vuelta a la democracia.

2.2) El Financiamiento del BCRA al Tesoro en 2011: 2,5% del PBI.

El cuadro 4 resume la necesidad de financiamiento del Tesoro este año, compuesto por la suma del déficit primario más el servicio de la deuda pública (intereses y capital), que representarían 0,3% y 2,2% del PBI, respectivamente.

El déficit primario lo suponemos de igual magnitud al de 2010. Ello implica que el incremento de los ingresos que proyectamos por retenciones y mayor nivel de actividad económica (+1% del PBI), lo utilizarán para incrementar el gasto primario, tal como sucedió en 2010.

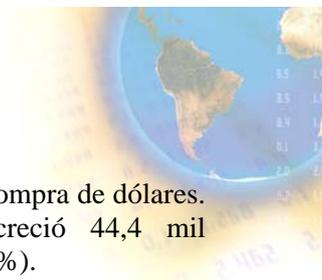
Respecto al servicio de la deuda con privados y organismos internacionales, sumarían un total de u\$s10.300 millones en 2011, magnitud que es u\$s4.000 millones superior respecto al 2010 y equivalente al 2,2% del PBI. El mayor servicio de la deuda pública responde al vencimiento del Boden 2011 por u\$s1.500 millones, en tanto que los u\$s2.500 millones restantes corresponden principalmente al pago del Bono PBI.

Desde 2009 que el BCRA es la única fuente de financiamiento del Tesoro, y lo mismo sucederá este año. Separado por monedas, el Tesoro necesitará \$16.800 millones de pesos para afrontar el déficit primario (\$5.800 millones) más los pagos de la deuda en pesos (\$11.000 millones). A su vez, el Tesoro ya tomó u\$s7.600 millones de las reservas del Central para afrontar los pagos en moneda extranjera. Esta magnitud no incluye el Club de París.

Ahora bien, el pago de la deuda en moneda extranjera es de similar magnitud a la compra de dólares que estimamos realizará el BCRA para sostener el tipo de cambio (u\$s7,6MM versus u\$s7MM, respectivamente), por lo que antes de hacer cualquier supuesto sobre como finalizaría las negociaciones con el Club de París, el BCRA difícilmente incremente sus reservas este año.

Más aún, de suponer que la renegociación con el Club de París resulta exitosa, además de ser un hito por sacar a la Argentina definitivamente del default, posiblemente exija un pago este año que terminará siendo financiado con reservas. En este escenario estimamos el 2011 finalice con 49 mil millones de dólares en las arcas del BCRA, suponiendo un pago cercano a los u\$s 2.500 millones al Club de París, de alcanzar un acuerdo.

Para fin de 2011 y luego de afrontar el pago de deuda con reservas por tercer año consecutivo, la deuda pública con acreedores privados y organismos



representará el 18% del PBI. El nivel de deuda pública más baja desde la vuelta a la democracia (ver cuadro 5).

3) POLÍTICA MONETARIA 2011:

3.1) Tipo de Cambio Real: Perdiendo un Aliado.

El principal objetivo del BCRA en la post convertibilidad fue sostener el tipo de cambio en valores competitivos, buscando con ello incentivar un proceso de sustitución de importaciones que genere empleo y permita sostener un saldo externo positivo, esencia de la acumulación de reservas y el desendeudamiento externo.

Hasta el 2008 el superávit fiscal del Tesoro cumplió un rol clave al actuar en forma contractiva sobre los agregados monetarios por cerca de 1% del PBI, neutralizando buena parte de la emisión que resulta de la compra de dólares.

Pero desde el 2009 el Tesoro perdió el superávit fiscal e incluso empezó a financiarse vía Banco Central. Si bien la demanda de financiamiento en moneda local no es significativa, y el uso de reservas no afecta los agregados monetarios (al tiempo que se otorga provecho a un activo que no rinde interés), no deja de ser cierto que el Tesoro pasó de ser un “aliado” del BCRA en la tarea de sostener el tipo de cambio, a ser un factor más de expansión de los agregados monetarios.

En números, el cuadro 6 refleja los factores de variación de los agregados monetarios en 2010:

- El principal factor de expansión monetaria resultó la compra de dólares. Los u\$s11.800 millones que el BCRA compró el año pasado, generó una creación de dinero equivalente a 46,3 mil millones de pesos.
- El segundo factor de expansión resultó el aumento del crédito al sector privado, por

similar magnitud a la compra de dólares. El crédito privado creció 44,4 mil millones de pesos (+36%).

- Recién el tercer factor de creación de dinero fue el financiamiento al Gobierno por 19,5 mil millones de pesos.

Entre los tres factores, la creación total de dinero en la economía (equivalente a la variación de M3) sumó 110 mil millones de pesos, donde un 42% se explica por sostener el dólar, un 40% por el crecimiento del crédito y sólo el 17% restante por financiamiento al Tesoro. La expansión de M3 resultó de 36% a fin de diciembre de 2010.

La mitad de esta creación de dinero el año pasado terminó en plazo fijo. Al restar los plazos fijos de M3, se obtiene M2, agregado monetario más representativo del dinero en circulación traccionando la demanda agregada.

Como los depósitos a plazo crecieron en 54,9 mil millones el año pasado, la expansión de M2 resultó de 55,2 mil millones, equivalente a una expansión de 28% interanual a fin de año. Magnitud claramente por encima del programa monetario original que imponía una variación de M2 del 18%.

Ahora bien, vale advertir que bajo el supuesto de que el Tesoro se hubiese financiado en el mercado local para cubrir todas sus necesidades en moneda local, tal como lo hace Brasil, M2 se hubiese incrementado en magnitud que permitía cumplir con el programa monetario original, sin necesidad de resignar a la tarea de sostener el tipo de cambio o estimular el crédito privado.

3.2) En 2011 desacelera la creación de dinero.

Mientras que en 2010 el BCRA compró u\$s11.800 millones para sostener el tipo de cambio, este año estimamos estaría



comprando u\$s7.000 millones, tal como se desprende de la primera sección del informe. Ello implica una expansión monetaria 38% menor al año pasado.

Propio de un banco central que paulatinamente resigna tener como primer objetivo sostener el tipo de cambio, en 2011 el principal factor de expansión monetaria será el crédito privado. Ante tasas activas similares e incluso más bajas que la inflación², esperamos se expanda un 32% este año, luego de crecer un 36% en 2010. Ello implica una creación de dinero cercana a los \$53 mil millones de pesos, magnitud equivalente a que el BCRA compre u\$s12.900 millones de dólares en el mercado de cambios a \$4,1.

Respecto al financiamiento al Tesoro, de la segunda sección del informe se desprende que la transferencia de pesos al Tesoro para cubrir del déficit primario más el pago de la deuda en pesos, rondaría los \$16,8 mil millones este año, versus los 19,5 mil millones emitidos en 2010.

La suma de los tres factores de expansión de M3 implica que la creación de dinero sería de 99 mil millones en 2011, magnitud que es 10 mil millones menor el año pasado. Ello conlleva a una desaceleración del crecimiento de M3 del 36% al 24% interanual entre fin de 2010 y 2011, respectivamente. El dato no es menor a la hora de proyectar la dinámica de la inflación y de tasas de interés (ver nuevamente cuadro 6).

En un contexto de proyectada desaceleración de M3, vale advertir que el BCRA se impuso como objetivo una expansión de M2 igual a la observada 2010: un 28% como escenario base, y una máxima de 32% como banda superior, ambas para fin de año.

² Adelanto Cta. Cte. 19,2%, Doc. a sola firma 14,8%, Prendarios 17,3%, Personales 28%, Tarjetas 31%, hipotecarios 14,7%. Dic 2010. Fuente: BCRA. Aunque el CFT es sensiblemente mayor y es el que afecta las decisión final de tomar un crédito.

Para cumplir con el escenario base, los depósitos a plazo en el sistema financiero deberían crecer como mínimo \$28 mil millones este año (un 22%). La magnitud parece factible dado que implica que sólo el 28% de la creación del dinero (M3) se inmovilizaría en plazo fijo, cuando en 2010 representó el 50% de los todos los pesos creados.

En suma, la holgada meta del programa monetario 2011 (M2, 28%), responde a la multiplicidad de objetivos que se impone el BCRA y querer cumplirlos sin que la inflación actué como limitante. Por orden de prioridad: se quiere expandir el crédito, sostener el dólar y financiar al Estado, sin necesidad de subir tasas de interés ni limitar el crecimiento de los agregados monetarios, ni predeterminar el financiamiento al Tesoro. Desbordado de objetivos, la inflación es la consecuencia.

Sobre lo antedicho, en este escenario no esperamos que se acelere la tasa de inflación, en torno al 25% interanual según índices privados. No sólo por el menor crecimiento económico y la menor creación de dinero para cumplir sus objetivos (M3, de 36% a 24%), sino principalmente por la notable apreciación cambiaria que hace que cada peso excedente que se vuelque al mercado tenga menor incidencia marginal sobre el índice de precios.

Ello es así porque la apreciación de la moneda induce a que el excedente de demanda ajuste cada vez en mayor proporción reduciendo el saldo externo, que elevando los precios internos.

4) REFLEXIONES FINALES:

La revolución de los cultivos transgénicos permitió una explosión mundial de la oferta de alimentos, que para el caso de Argentina permitió triplicar los niveles de cosecha en poco más de una década. Pese al notable incremento de la oferta, los precios de los alimentos lejos de desplomarse, se



incrementaron ante el voraz apetito de China e India, y apuntalados por las políticas monetarias laxas en los países desarrollados.

Esta combinación dejó a la Argentina del lado de los ganadores la última década, generando una lluvia de dólares en la economía. La sustitución de importaciones promovida con el tipo de cambio, generó el incentivo macroeconómico necesario para ahorrar una parte de los “soja-dólares”. Ello permitió un elevado desendeudamiento externo de la economía, sin que ello impida marcar un nuevo récord histórico de reservas internacionales en poder del BCRA.

Con la crisis del 2009 el Gobierno perdió el superávit fiscal, y nunca se propuso recuperarlo con la posterior reactivación económica. Sin ahorro público el BCRA perdió el principal contrapeso para sostener el tipo de cambio alto. La apreciación real de la moneda es técnicamente irreversible y más en este contexto internacional.

La pérdida del “colchón cambiario” conduce a cerrar el 2011 con un déficit de 1.500 millones en la cuenta corriente del balance de pagos (0,3% del PBI), luego de acumular un superávit de u\$s63.000 millones desde el 2002 al 2010, esencia del desendeudamiento externo.

Ahora bien, un punto no menor es que el tipo de cambio de 2011 si bien ya no permite mostrar superávit externo, tampoco conduce a un déficit externo significativo, propio de una situación de atraso cambiario que lleve a desmantelar el tejido industrial que se recuperó los últimos años, tal como en épocas de tablita cambiaria y convertibilidad.

No sólo porque el déficit en cuenta corriente del balance de pagos sería el primero desde la salida de la convertibilidad y de monto no significativo, sino que el mismo se produce con una economía que crece al 6%. Distinta es la conclusión para Brasil con un persistente déficit en cuenta corriente diez

veces mayor al de Argentina (0,3% vs 3% del PBI), y creciendo a menor ritmo.

A fin de 2011 el tipo de cambio real multilateral real será todavía un 50% mayor al vigente en la convertibilidad. Ya no se dispondrá de subvaluación cambiaria, pero tampoco atraso.

Respecto a la inflación, sin superávit externo hace que desaparezca lo que fue la principal fuente de creación de dinero. La menor compra de dólares por parte del BCRA lleva a una desaceleración de M3 del 36% a 24% a fin del 2011, aún en un contexto de fuerte crecimiento del crédito privado y la misma emisión para financiar al Tesoro.

La menor creación de dinero pero principalmente la mayor apreciación cambiaria, actúan en forma conjunta para no presionar una aceleración de la tasa de inflación. Por supuesto, tampoco esperamos descienda ante un programa monetario que no se lo propone, además de una inercia inflacionaria significativa que se refleja en las negociaciones salariales. Esperamos se mantenga entorno al 25% en 2011.

Respecto a la situación fiscal, el desendeudamiento del Estado, primero con superávit fiscal y una exitosa renegociación de la deuda, y posteriormente más polémico pero con igual resultado, tras la estatización de las AFJP y el uso de reservas e impuesto inflacionario, lo cierto es que resulta de magnitudes sorprendentes. La deuda pública en manos privadas y organismos descendió en casi 100 mil millones, pasando de 160% del PBI en 2003, al 18% a fin de este año.

El nivel de endeudamiento no sólo es el más bajo desde la recuperación de la democracia, sino que su perfil de vencimientos no ahoga ni delega el crecimiento económico, como sí lo supo hacer en el pasado.



Este año Argentina con 2,2% del PBI, cubre el déficit primario, los intereses de la deuda y los vencimientos de capital. En 2001 Argentina llegó a pagar 3,8% del PBI sólo por los intereses de la deuda. Brasil actualmente paga 5% del PBI sólo en intereses de su deuda pública.

Dentro de los desafíos que enfrenta el próximo gobierno, sobresale la inflación, los subsidios y finalizar las negociaciones para asegurar el acceso a los mercados financieros a tasas razonables.

La inercia inflacionaria resulta de fácil moderación con sólo coordinar la macro y principalmente no desbordar al BCRA de objetivos. Pero consiente que el nivel de empleo y estructura productiva también es parte esencial de sus responsabilidades.

También enfrenta la tarea a medio hacer de transformar subsidios indirectos, por directos. Dicho de otra manera, proponerse bajar los subsidios a la energía y al mismo tiempo subir la asignación universal y jubilaciones.

La desaparición del superávit en cuenta corriente del balance de pagos obliga a acelerar las negociaciones con el Club de París, con el objetivo de cerrar el default definitivamente y acceder al mercado de deuda a tasas que no deterioren el perfil de pagos tras el éxito en las negociaciones de 2005 y 2010.

La economía está apoyada en un benévolo contexto internacional. Ya sin superávit fiscal ni externo, si deja de soplar el viento de cola o Europa “patea el tablero”, la economía local no podría amortiguar su traslado al nivel de actividad, sino dispone de financiamiento.

Solucionar el INDEC y acceder únicamente al Artículo IV, sin pedir ni un centavo para evitar condicionamientos, posiblemente permitiría bajar drásticamente el riesgo país, llevando a tasas razonables para financiar el leve déficit externo.

Dicho escenario incluso podría otorgar un shock de confianza y poner a la Argentina en la misma situación que Brasil, peleando para no apreciar aún más su moneda, por una “avalancha” de capitales buscando ingresar a la economía.

En suma, el 2012 arrancaría sin los principales pilares de la post convertibilidad: Desapareció el superávit fiscal, y tras él, el tipo de cambio alto y el superávit externo. Pero comienza con otras virtudes. No solamente se puso nuevamente de pie tras el colapso de la convertibilidad, sino que dispone de uno de los déficits fiscales y externos más bajos de la región, bajo nivel de deuda pública y un elevado nivel reservas. Todo ello nos permite ser optimistas para 2012.

Cuadro 1

Evolución de la Balanza Comercial

en millones de dólares

Var. % Interanual

	2007	2008	2009	2010	2011*	2007	2008	2009	2010	2011*
Exportaciones	55,7	70,2	55,7	68,5	85,2	20	26	-21	23	25
en % del PBI	21,4%	21,2%	17,5%	17,5%	18,0%					
Productos Primarios	12,3	16,1	9,3	15,2	21,7	43	31	-42	63	43
Manuf. de orig. agropecuario (MOA)	19,2	23,9	21,2	22,7	28,5	26	25	-11	7	26
Manuf. de orig. Industrial (MOI)	17,3	22,1	18,7	24,3	29,0	17	28	-15	30	19
Combust. Y energía	6,9	8,0	6,4	6,3	6,0	-11	16	-19	-2	-5
Importaciones	46,2	57,4	38,8	56,4	78,2	35	24	-32	46	39
en % del PBI	17,7%	17,3%	12,2%	14,4%	16,5%					
Bienes de capital	10,5	12,6	8,7	12,1	16,8	28	21	-32	40	39
Bienes intermedios	15,4	20,2	12,6	17,7	23,8	29	31	-38	41	34
Combustibles	4,3	4,3	2,6	4,4	7,4	150	0	-39	69	67
Piezas y acc. para B. de capital	8,0	10,0	7,2	11,0	15,0	29	25	-27	52	36
Bienes de Consumo	5,2	6,3	5,1	6,6	8,8	32	21	-19	30	34
Automotores de pasajeros	2,7	3,9	2,5	4,5	6,3	33	43	-35	78	40
Resto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-2	-12	30	8	7
Saldo Comercial	9,5	12,8	16,9	12,0	7,0	-23	34	32	-29	-42
en % del PBI	3,6%	3,8%	5,3%	3,1%	1,5%					

Anexo:

PBI en u\$s	261	331	318	391	473	22	27	-4	23	21
Elasticidad Impo/PBI						1,6	0,9	7,9	2,0	1,8

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC

* Estimación de Econométrica S.A

Cuadro 2

Balance Cambiario Privado 2008 - 2011

en miles de millones de dólares

	2008	2009	2010	2011*
Cuenta Corriente	17,3	12,3	13,3	7,6
en % del PBI	5,2%	3,9%	3,4%	1,6%
Bienes	20,3	16,4	17,8	13,3
Servicios	1,0	-0,2	0,1	-0,5
Renta	-5,2	-4,8	-5,6	-6,2
Intereses	-1,7	-1,8	-1,5	-1,7
Utilidades	-3,4	-3,0	-4,1	-4,5
Otros	1,1	0,9	0,9	1,0
Cuenta Capital	-17,5	-8,0	-5,8	-2,6
en % del PBI	-5,3%	-2,5%	-1,5%	-0,5%
Formación Act. Ext.	-23,1	-14,1	-11,4	-10,0
Depósitos u\$s Sis. Fin.	1,2	2,2	1,5	2,0
Inversión no residentes	3,7	1,8	1,9	2,6
Deuda Externa Neta	0,7	2,1	2,1	2,8
Var. Reservas	-0,2	4,3	7,5	5,0
en % del PBI	-0,1%	1,3%	1,9%	1,1%

* Proyección Econométrica S.A

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro 3

Stock Deuda Pública Bruta y Neta

en miles de millones de dólares

en % del PBI

	Dic-09	Sep-10	Dic-09	Sep-10
Total Deuda Pública Bruta	147,1	160,9	46,3%	41,1%
1. Intra Sector Público	70,3	76,6	22,1%	19,6%
a) BCRA	22,5	29,6	7%	8%
Bono FMI	9,5	9,5	3%	2%
Bono Deuda 2010	-	6,5		2%
Otros Bonos del Tesoro	3,4	3,5	1%	1%
Adelantos Transitorios	9,6	10,1	3%	3%
b) ANSES	34,0	36,0	11%	9%
c) BNA y Otros	13,7	10,9	4%	3%
2. Deuda Pública Neta	76,9	84,3	24,2%	21,6%
a) Organismos Internacionales	22,5	22,8	7,1%	5,8%
Org. Internacionales	16,2	16,5	5%	4%
Club de París (con atrasos).	6,2	6,3	2%	2%
b) Sector Privado	54,4	61,6	17,1%	15,7%
En \$		21,4		5%
En u\$s		40,2		10%

Fuente: Estimación de Econométrica S.A en base al Mecon.

Cuadro 4

Total Financiamiento del BCRA al Tesoro Déficit Primario y Pago de la Deuda Excluye deuda Intra Sector Público (ANSES BCRA)

en miles de millones de u\$s

en % del PBI

	2010	2011	Var u\$s	2010	2011
Total Financiamiento	7,5	11,7	4,2	1,9%	2,5%
Déficit Primario (neto ANSES, BCRA)	1,2	1,4	0,2	0,3%	0,3%
Servicio de Deuda Pública	6,3	10,3	4,0	1,6%	2,2%
Financiamiento por Moneda					
En Moneda Local	3,1	4,1	1,0	0,8%	0,9%
Déficit Primario	1,2	1,4	0,2	0,3%	0,3%
Pago Deuda en Pesos	1,9	2,7	0,7	0,5%	0,6%
Bogar	0,8	0,9	0,0	0,2%	0,2%
Pres. Garan.	0,5	0,5	0,0	0,1%	0,1%
Bono PBI	-	0,5	0,5	-	0,1%
Bonar varios	0,4	0,4	0,0	0,1%	0,1%
Otros	0,2	0,5	0,2	0,1%	0,1%
En moneda Extranjera	4,4	7,6	3,2	1,1%	1,6%
Boden 2012	2,0	2,0	0,0	0,5%	0,4%
Bonar V	0,1	1,6	1,4	0,0%	0,3%
Bono PBI	-	1,6	1,6	-	0,3%
Org. Int.*	0,6	0,5	0,0	0,1%	0,1%
Otros	1,7	2,0	0,2	0,4%	0,4%

*Sólo Intereses (Capital se Refinancia)

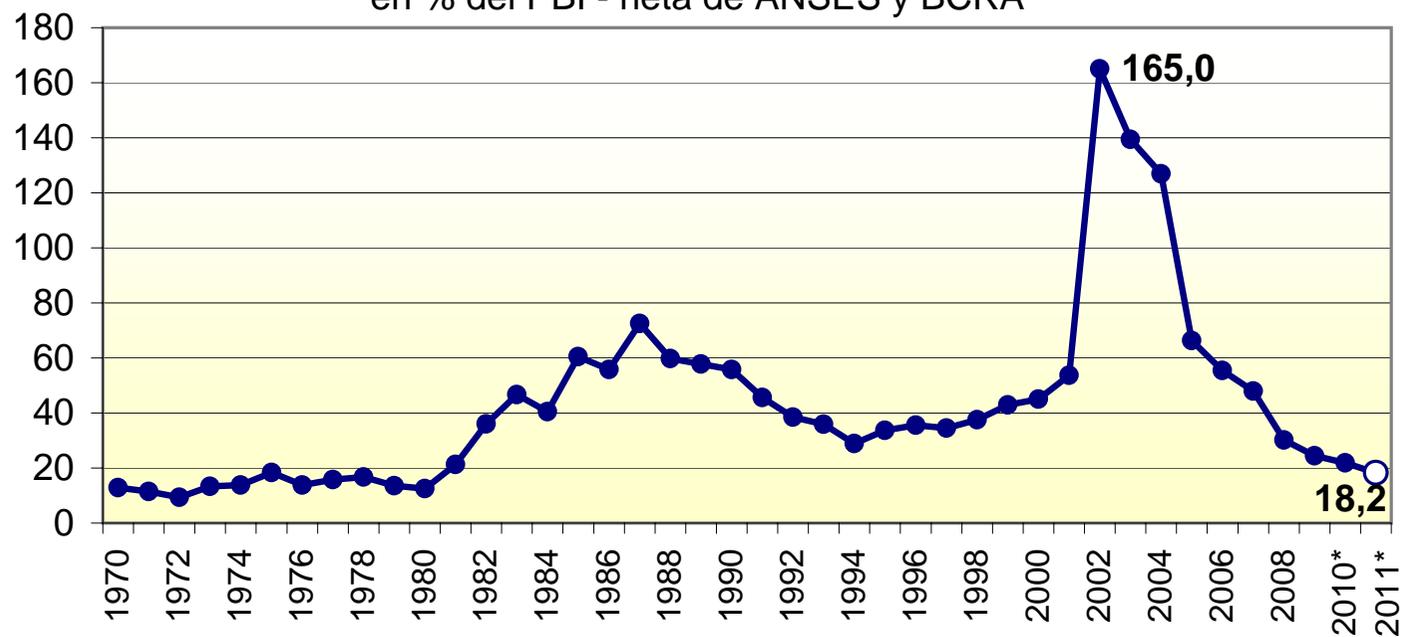
Nota: Falta Club de París, incrementando los pagos en dólares.

Fuente: Econométrica S.A en base a MECON

Cuadro 5

Evolución de la Deuda Pública 1970 -2011

en % del PBI - neta de ANSES y BCRA



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

*Estimación de Econométrica S.A

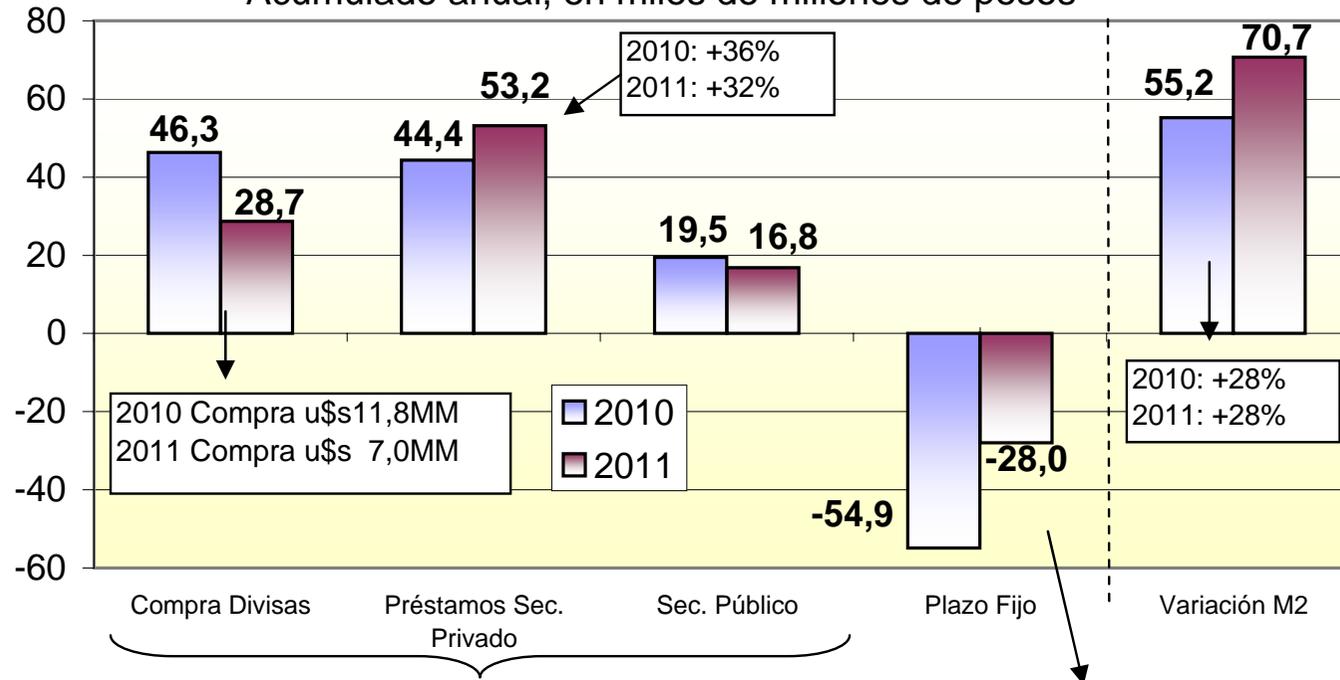
Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 6

Factores de Expansión de M2 y M3

Acumulado anual, en miles de millones de pesos



Variación M3		
Var. M3 2010 =	110,1	36%
Var. M3 2011 =	98,7	24%

Crecimiento necesario de los depósitos a plazo para cumplir PM 2011 (M2, 28%).

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

*2011 Estimación Econométrica S.A

Proyecciones Macroeconómicas 2008 - 2011

Variable	Unidad	2008	2009	2010	2011*
Producto, precios y Tipo de Cambio					
PBI (Econométrica S.A)	Var. %	5,8	-2,5	8,5	6,0
Consumo	Var. %	6,5	-1,5	9,1	6,5
Inversión	Var. %	9,1	-11,0	15,0	9,5
Precios Impl. (prom. anual)	Var. %	22,0	16,0	19,0	20,0
PBI en pesos corrientes	M.M. \$	1.048	1.185	1.530	1.946
PBI en dólares	M. M. Dólares	331,3	317,8	391,1	472,8
PBI per Cápita	en dólares	8.336	7.918	9.652	11.560
IPC (BA CITY)	Dic/Dic	23,0%	14,8%	25,3%	24,5%
Tipo de cambio (prom. Anual.)	\$ / US\$	3,16	3,73	3,91	4,12
Tipo de cambio (prom. Dic.)	\$ / US\$	3,42	3,81	3,98	4,22
TCRM (prom. Dic)	2001=100	1,77	2,05	1,76	1,52
Fiscal (Neto DEG's, ANSES y BCRA) y Deuda Pública					
Superávit Primario Neto	M. M. Pesos	27,1	-4,8	-4,6	-6,5
	M. M. Dólares	8,6	-1,3	-1,2	-1,6
	% PBI	2,6%	-0,4%	-0,3%	-0,3%
Deuda Pública Bruta	% PBI	44,1%	46,7%	41,8%	36,7%
Neta Intra sector Público	% PBI	30,2%	24,4%	21,9%	18,2%
Sector Externo					
Exportaciones	M. M. Dólares	70,2	55,7	68,5	85,2
	Var. %	26%	-21%	23%	25%
Importaciones	M. M. Dólares	57,4	38,8	56,4	78,2
	Var. %	24%	-32%	46%	39%
Saldo Comercial	M. M. Dólares	12,8	16,9	12,0	7,0
	% PBI	3,8%	5,3%	3,1%	1,5%
Cuenta Corriente BdP	M. M. Dólares	7,2	11,3	3,6	-1,5
	% PBI	2,2%	3,6%	0,9%	-0,3%
Deuda Externa (Pública + Priv)	% PBI	32,6%	30,2%	28,1%	26,0%
Empleo y Pobreza (Promedio Anual)					
Tasa de Desempleo	En % PEA	7,9	8,7	7,7	7,3
Trabajo no Registrado	En % Empleo	37,0	36,2	35,6	35,0
Salario Privado Registrado	Var. % Dic/Dic	22,4	16,7	26,0	26,0
Pobreza (SEL Consultores)	En % Población	24,9	23,5		
Indigencia (SEL Consultores)	En % Población	7,5	6,9		
Reservas Internacionales, Tasa de Interés y Agregados Monetarios					
Reservas Int. (fin de año)	en M. M. Dólares	46,4	48,0	52,1	49,0
Badlar en pesos (Bcos. Priv.)	en % Fin de año	19,1	9,8	11,1	11,5
Riesgo País (JP Morgan)	p.p. Prom. Dic	1.814	708	501	<450
M2 Privado (pesos)	Var. % int. dic.	8,0	15,8	33,1	28,0

* Estimado Econométrica

Fuente: Econométrica en base a Indec y Mecon