



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

Argentina  
Macroeconomic  
Outlook

***“Desorientación y  
parálisis dominan la  
gestión económica del  
Gobierno”***

Por Mario Brodersohn

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

**Junio  
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 II Trim 2012: 0303 )

---

Copyright © 2003

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

# “DESORIENTACION Y PARALISIS DOMINAN LA GESTION ECONOMICA DEL GOBIERNO”

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

## EL “RELATO ECONOMICO KIRCHNERISTA” SE DISTANCIA DE LA REALIDAD ACTUAL

### 1. La etapa del círculo virtuoso (2003/2008): Superávit gemelos y tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo

Como en los cuentos infantiles habría que comenzar esta historia con “Había una vez un país....con una estrategia económica razonable que....con el tiempo se fue agotando...”.

En ese país (2003/08) la estrategia del gobierno se basaba en un dólar alto e internacionalmente competitivo, precios internacionales de la soja que aumentaban año tras año, cosecha agropecuaria más elevada de la historia argentina como resultado de haber heredado una fenomenal revolución tecnológica y expansión de la frontera agropecuaria. Este círculo virtuoso cerraba en el 2008 con un superávit fiscal primario (2.5% del PBI) que permitía pagar los servicios de intereses y de capital de la deuda pública, superávit comercial externo (3.8% del PBI), superávit en cuenta corriente del Balance de Pagos (2.1% del PBI), reservas internacionales (46.400 millones de dólares), la deuda pública neta del gobierno (30.6 % del PBI), tasa de crecimiento del PBI (5.8%), tasa de desempleo (7.9%).

Este conjunto de indicadores positivos se dio precisamente en el medio de la crisis financiera internacional de los préstamos

hipotecarios subprime y la quiebra de Lehman Brothers.

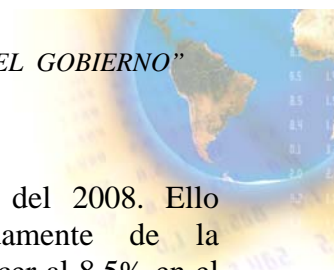
Sin embargo, también corresponde mencionar que conjuntamente con este círculo virtuoso se fueron generando gérmenes negativos que harían eclosión años después. Ejemplo de ello es la política de subsidios en energía y transporte con el consiguiente deterioro en las inversiones en esos sectores y una inflación que superaba los dos dígitos anuales. El gobierno no encontró mejor estrategia antiinflacionaria que inaugurar una política de manipulaciones de las cifras del INDEC para oficializar una más baja inflación.

La sociedad argentina se sentía económicamente realizada y premiaba al gobierno votando en el 2005 y 2007 a sus candidatos. Había corrupción y destrato de las instituciones democráticas de la Republica pero la sociedad prefirió, por sobre toda otra consideración, valorar el mayor consumo y el empleo luego del calvario al que condujo la salida de la convertibilidad.

### 2. La etapa de acumulación de desequilibrios (2009/2011): desaparecen los superávit gemelos y el tipo de cambio deja de ser internacionalmente competitivo

¿Qué paso en el país y en la gestión del gobierno para que este sendero tan exitoso empiece a darse vuelta? Varios factores comenzaron a corromper y alterar este círculo virtuoso:

<sup>1</sup> E-mail: [mbrodersohn@econometrica.com.ar](mailto:mbrodersohn@econometrica.com.ar)



- Primero, la incapacidad de negociación del gobierno con el sector agropecuario para evitar las consecuencias de la resolución 125. El precio que pagó por esta falta de diálogo y consenso con los que piensan distinto transformó el contundente triunfo electoral en la Provincia de Buenos Aires en el 2007 en una, también contundente, derrota electoral dos años después en el 2009.
- Segundo, para contener la aceleración de la tasa de inflación el gobierno decidió utilizar el dólar y las tarifas de los servicios públicos como anclas antiinflacionarias. Las consecuencias de esta estrategia fueron un creciente atraso cambiario y una desbocada política de subsidios.

En el 2009, y por primera vez en toda su gestión, el gobierno tuvo que hacer frente a las consecuencias de un fuerte “shock” externo originado en la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos y en la quiebra de Lehman Brother. Este “shock” externo provocó una disminución del precio internacional de la soja del 35%. A ello se sumó en ese año, una sequía que dio lugar a una caída en la producción de cereales y oleaginosos del 37%. La combinación de ambos factores provocaron en el 2009 una caída en las exportaciones del 20% y de los ingresos fiscales por retenciones a las exportaciones del 38%. La recesión económica fue el mecanismo de ajuste del sector externo. Las importaciones se contrajeron un 33%, lo cual permitió un superávit comercial del 5.5 % del PBI.

La prioridad del gobierno pasó por enfrentar la caída del 2.5% del PBI en el 2009 con una política fiscal y monetaria keynesiana expansiva recurriendo para ello a los colchones fiscales, externos y

cambiaros heredados del 2008. Ello permitió salir rápidamente de la recesión y volver a crecer al 8.5% en el 2010. El precio que pagamos por esta estrategia expansiva fue el agotar los colchones acumulados en el 2008. A partir de allí desaparecen los superávits fiscales y externos, aumenta el atraso cambiario y la fuga de capitales en los años 2009/11 es de 47.000 millones de dólares.

### **3. En el 2012 se inicia la etapa de los controles cambiarios y de las importaciones para enfrentar la vieja historia de la restricción externa al crecimiento económico**

El país comenzó a ser cada vez más vulnerable desde el punto de vista internacional por su creciente dependencia a los aumentos en el precio internacional de la soja y de la producción de cereales y oleaginosas para sostener el crecimiento económico. Dios luego de abandonarnos en el 2009, volvió en el 2011 a ser nuevamente argentino y kirchnerista.

En el 2011 quebramos dos records históricos: el de la producción agropecuaria y el del precio internacional de la soja. Volvimos a crecer en el 2011 a “tasas chinas” y una sociedad muy dolorida por la muerte de Nestor Kirchner volvió a compensar al gobierno con el 54% de los votos. Nuevamente la sociedad volvió a retribuir el éxito económico y dejó de lado toda discusión sobre la calidad de las instituciones, las denuncias de corrupción.

La acentuada reactivación del consumo privado y del crecimiento económico oscureció en el 2011 toda discusión



sobre la acumulación de desequilibrios económicos que se manifestaban en elevada tasa de inflación, atraso cambiario, déficits gemelos fiscales y externos, cierre del acceso a los mercados financieros internacionales y un riesgo país 9 veces más alto que el de Brasil y Méjico y aun superior al de Grecia, Portugal, Irlanda y Venezuela.

Esta es la realidad a partir de la cual comienzan a desarrollarse la nueva realidad en el 2012. Las propuestas del gobierno es enfrentar esta nueva realidad con los controles de cambio y de las importaciones.

## SEIS TEOREMAS ECONOMICOS QUE GRAVITAN EN EL “RELATO KIRCHNERISTA”

El kirchnerismo desde que asumió el poder ha elaborado un “relato” de los acontecimientos políticos, sociales y económicos que suele ser conflictivo con la realidad histórica y con el rol político que el propio kirchnerismo ha asumido en ese “relato”. Abundan los ejemplos de tergiversaciones de la realidad. Es el caso del papel que según ese “relato” jugaron los sucesivos gobiernos democráticos en el área de los derechos humanos, de respeto a la división de poderes constitucionales, de una justicia independiente, de la corrupción.

En el campo económico también abundan las tergiversaciones. Desde las manipulaciones de las cifras estadísticas en las mediciones de inflación del INDEC, pasando por los indicadores de pobreza y por las mediciones del PBI hasta el “relato” sobre la participación que los principales personajes del kirchnerismo han tenido en la historia de las privatizaciones y de las estatizaciones

del sistema de seguridad social y de YPF.

El objetivo de esta sección del informe es plantear seis teoremas económicos que según nuestra visión fundamentan el “relato kirchnerista”. Estos teoremas se basan en hipótesis que han terminado siendo conflictivas con la realidad que enfrentamos en la actualidad.

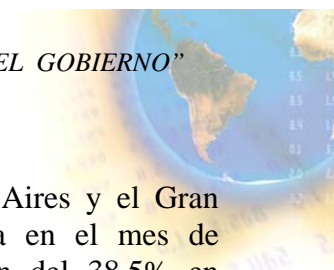
### 1. TEOREMA SOBRE EL CRECIMIENTO ECONOMICO.

**HIPOTESIS “Rechazamos el ajuste recesivo y el enfriamiento de la economía que proponen los neoliberales”**

Este teorema kirchnerista no toma en cuenta que hay dos modelos ideológicamente contrapuestos entre sí pero que finalmente pueden conducir al mismo final, esto es, hacia un ajuste recesivo de la economía:

- Por un lado, el enfoque tradicional ortodoxo de ajuste recesivo centrado en torno a una política fiscal y monetaria restrictiva (es el llamado enfoque monetarista del FMI), y
- Por el otro lado, el enfoque no ortodoxo basado en controles cambiarios y de importaciones que también nos conduce a un ajuste recesivo (es el llamado Plan Gelbard de 1973/74 que nos llevó al Rodrigazo en 1975),

Desde el inicio de su gestión el gobierno kirchnerista siempre descartó no solo la política de atraso cambiario de la década del 90 sino también sino también el ajuste recesivo que propone



el FMI, esto es, un enfoque ortodoxo centrado en una política fiscal y monetaria contractiva.

El primer test de este teorema no ortodoxo lo enfrentó el gobierno en el 2009 cuando la combinación de sequía agropecuaria y crisis financiera internacional condujeron a una contracción del 2.5% del PBI. La respuesta del gobierno a esta recesión fue una política anticíclica keynesiana fiscal y monetaria muy expansiva, tal como también lo había hecho Estados Unidos en el 2008. Esta política expansiva tuvo a su favor la herencia del 2008 de superávit gemelos y alto tipo de cambio. Esta estrategia keynesiana expansiva dio resultado porque en el 2010 volvimos a crecer al 8.5% anual.

Pero, en el 2012 enfrentamos una realidad muy distinta a la del 2008. Los superávit gemelos se transformaron en deficitarios y hemos abandonado la política de tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo. Volver a las condiciones favorables del 2008 implica tomar decisiones que llevarían a pagar un elevado costo político. Por ello, tomo el camino alternativo de los controles cambiarios y de importaciones. Esta política de controles nos está conduciendo a un ajuste recesivo en la segunda parte del año.

El Índice Líder que elabora la Universidad Di Tella muestra una caída interanual en el mes de abril del 15.2%. Los resultados de los últimos relevamientos sugieren que muy probablemente la economía argentina ingrese en una fase recesiva del ciclo económico en la segunda mitad del año.

La Universidad Di Tella, también, elabora el Índice de demanda laboral de

la Ciudad de Buenos Aires y el Gran Buenos Aires muestra en el mes de mayo una disminución del 38.5% en relación al mismo mes del año anterior.

Pero lo que más debería llamarnos la atención de este teorema no ortodoxo es que no podemos descartar que esta política de controles nos conduzca finalmente, para corregir los desequilibrios acumulados, al modelo ortodoxo monetarista de ajuste recesivo, precisamente en momentos que vendría muy bien una política anti cíclica keynesiana expansiva, tal como ocurrió en el 2009.

## 2. TEOREMA CAMBIARIO

**HIPOTESIS “Solo se puede crecer en forma sostenida en el tiempo con un tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo”.**

El grafico 1 muestra la evolución del tipo de cambio real multilateral. La devaluación del 2002 dio lugar a un aumento del tipo de cambio real multilateral del 130%. Este tipo de cambio prácticamente se mantuvo en esos altos niveles hasta el 2008. Contribuyó a este tipo de cambio alto y competitivo la devaluación del dólar frente al euro y la apreciación del real brasilero frente al dólar. Estas devaluaciones neutralizaron las diferencias de inflación entre la Argentina y los otros países.

A partir del 2010 se conjugan una serie de tendencias negativas que contribuyeron a atrasar crecientemente el tipo de cambio real multilateral: aumenta la inflación argentina, se revierte la relación entre el euro y el dólar y comienza la era de devaluar el real brasilero en relación al dólar. En los



doce meses previos a mayo 2012 el peso argentino en términos reales se apreció o atrasó un 26% frente al real brasileño, un 20% frente al euro y un 8% frente al dólar.

Hemos abandonado a partir del 2008 la política de tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo. El peso argentino comenzó a ser sólo competitivo para los sectores en donde el aumento en los precios internacionales compensaba el atraso cambiario. Nos transformamos en un país soja dependiente primarizando la estructura productiva.

La decisión política de imponer controles cambiarios y de importaciones pasó a ser el mecanismo utilizado para contrarrestar la pérdida de competitividad de la industria sustitutiva de importaciones. La contrapartida de esta pérdida de competitividad internacional y de estos controles es el enfriamiento de la actividad económica.

### 3. TEOREMA SOBRE LA PESIFICACION

**HIPOTESIS:** *“Estamos embarcados en una batalla cultural para que los argentinos dejen de pensar en dólares”*

Hay expresiones que los dirigentes políticos han aprendido a no utilizar por las interpretaciones contradictorias y erróneas que por lo general suelen provocar. Un ejemplo histórico es *“el que apuesta al dólar pierde”* pronunciada en plena corrida cambiaria a comienzos de los 80. Otro ejemplo más actualizado es la expresión *“pesificación”*. Ella trae a la memoria recientes e ingratas experiencias como la

*“pesificación”* a que dio lugar la salida de la convertibilidad en el 2002.

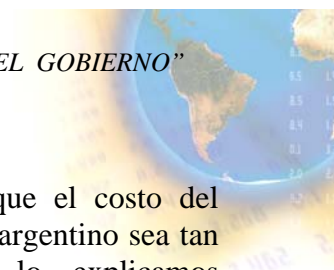
La reforma al proyecto de Código Civil muestra que el gobierno entiende por *“pesificación”* que ciertas operaciones que se hacen en dólares se realicen en el futuro en pesos y desecha pesificar al tipo de cambio oficial a los depósitos bancarios dólares y a los títulos públicos emitidos por el mismo gobierno en dólares.

El gobierno eligió el peor momento para plantear una *“batalla cultural”* en torno a la *“pesificación”*. Lo hace cuando la brecha cambiaria entre el dólar paralelo y el oficial supera el 30%, cuando la credibilidad del gobierno es tan baja que los ahorristas corren a los bancos para retirar sus depósitos en dólares, cuando las expectativas inflacionarias se acercan al 30% anual y la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo al 11% anual y a solo dos meses que tiene que pagar el vencimiento de un título del gobierno emitido en el 2002 por 2.200 millones de dólares en momentos que funcionarios del gobierno declaran que *“escasean los dólares”* y por ello son necesarios los controles.

### 5. TEOREMA DE VIVIR CON LO NUESTRO:

**HIPOTESIS** *“Podemos vivir sin depender del FMI y de los mercados financieros internacionales”*.

El Cuadro 2 presenta las cifras de la deuda pública argentina al mes de septiembre de 2011 que publica el Ministerio de Economía. Dicho Cuadro nos señala que la deuda en pesos y en dólares del gobierno asciende a 175,3



millones dólares. Forma parte de este total la deuda por 93,6 millones de dólares que el Gobierno Nacional tiene con el Banco Central, el ANSES y el Banco Nación. Ninguno de ellos le va a pedir el “default” al gobierno argentino. Además, está la deuda con el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Club de Paris, que asciende a 23,0 millones de dólares. En las experiencias previas de “default” la deuda con organismos públicos internacionales nunca entró en esa categoría. Por lo general, siempre se refinancian a su vencimiento. Por último, restemos la deuda pública en pesos, que medida en dólares, asciende a 23,0 millones. Descontados todos estos conceptos de deuda, queda finalmente un remanente de deuda pública con el sector privado sujeta a un potencial “default” de 35,6 millones de dólares (8% del PBI).

En el Cuadro 3 se señala que en el 2012 los vencimientos de capital e intereses netos de deuda pública en dólares suman 6.400 millones de dólares, en el 2013 apenas llegan a 3.700 millones de dólares y en el 2014 prácticamente no hay vencimientos de capital. Recién hay un vencimiento importante de deuda en el 2015 por 6.300 millones de dólares<sup>2</sup>.

El Cuadro 4 compara el riesgo país, medido en términos del costo que tiene cada país para cubrir el riesgo de un eventual “default”. En la actualidad el costo del riesgo de un eventual “default” argentino es un 60 % más elevado que el de Venezuela y 9 veces más alto que el de Brasil, México y Colombia.

<sup>2</sup> Todo ello bajo el supuesto de que la recesión se extiende al 2012/13 por lo que en no corresponde pagar los cupones PBI.

¿Cómo explicamos que el costo del riesgo de un “default” argentino sea tan disparatado? ¿Cómo lo explicamos cuando que la deuda neta en dólares con el sector privado es solo del 8% del PBI y es claramente inferior a las reservas internacionales de 47.000 millones de dólares? ¿Cómo lo explicamos cuando los servicios de capital e intereses en dólares en los próximos tres años (2012/2014) sólo ascienda a 11,4 millones de dólares?

El monto de la deuda externa con el sector privado y su estructura temporal de vencimientos de ninguna manera explica el elevadísimo riesgo país. La única explicación es la total falta de credibilidad internacional que se traduce en el nulo acceso a los mercados financieros internacionales. Bajo esta realidad al gobierno no le queda otra alternativa que vivir con lo nuestro o pagar un alto riesgo país si quiere endeudarse.

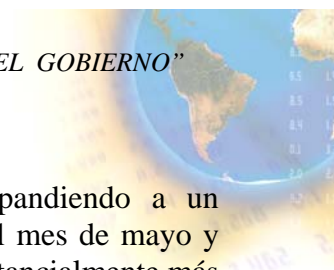
## 5. TEOREMA MONETARIO

**HIPOTESIS** “*La crisis financiera en los Estados Unidos en el 2008 y la del euro en Europa nos enseña que la expansión monetaria no genera más inflación*”.

En los Estados Unidos la crisis de los préstamos hipotecarios sub-prime y la quiebra del Banco Lehman Brothers ha contribuido a recuperar el papel de una política keynesiana expansiva monetaria y fiscal en un contexto cíclico recesivo.

En efecto, el Fondo de la Reserva Federal en solo 5 meses (agosto 2008/enero 2009) duplicó al base monetaria (aumento que representó un 5% del PBI). La política fiscal también





fue muy expansiva. El déficit fiscal pasó del 1.3% del PBI en el 2007 al 10% en el 2009.

Esta fuerte expansión monetaria y fiscal no tuvo prácticamente impacto en los precios. La inflación en el 2008 fue del 0.1% anual, en el 2009 del 2.7% y en 2010 del 1.5 % anual. Si tuvo impacto en la actividad productiva. El PBI que había disminuido un 2.6% en el 2009 volvió a crecer un 2.8% en el 2010 y un 3.2 % en el 2011. La tasa de desempleo laboral también se recuperó pero lo hizo a un ritmo mucho más pausado. Paso de un 5.8 % en el 2008 al 9.6% en el 2010 y descendió al 8.7% en el 2011.

Los resultados de esta experiencia en los Estados Unidos estimuló el pensamiento ideológico de los jóvenes economistas del gobierno kirchnerista. En efecto, los economistas kirchnerista comenzaron a pensar en la tesis de extrapolar la experiencia keynesiana de los Estados Unidos a nuestro país. ¿Está la economía argentina en el 2012 en condiciones de llevar adelante una política keynesiana expansiva para contrarrestar el ciclo económico recesivo y volver a repetir la experiencia del 2009?

En el 2009 se financió la expansión del gasto público con los recursos genuinos que le aportaba el superávit fiscal primario. En el 2012, para repetir la política anticíclica del 2009, el gobierno decidió reformar la Carta Orgánica del Banco Central con la finalidad de financiar la expansión del gasto público con emisión monetaria del Banco Central. ¿Podemos extrapolar la experiencia de emisión monetaria de los Estados Unidos a la Argentina actual?

La realidad argentina en el 2012 es muy distinta a la de Estados Unidos. La base

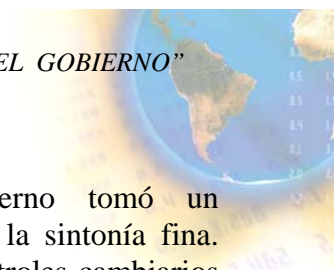
monetaria se esta expandiendo a un ritmo del 30% anual al mes de mayo y la tasa de interés es sustancialmente más baja que la tasa de inflación.

La Argentina no tiene acceso a los mercados financieros internacionales y enfrenta una acentuada fuga de capitales, que en el 2011 fue de 21,5 millones de dólares. Para que las reservas internacionales no financien esa fuga de capitales el gobierno decidió a partir del control de cambios crear un doble mercado cambiario: el oficial para financiar el comercio exterior argentino y el paralelo que financia la fuga de capitales sin necesidad de recurrir a las reservas internacionales. La brecha entre ambos mercados puede ser acrecentada con una política monetaria expansiva con tasa de interés reales negativas.

En síntesis, en el actual contexto argentino de falta de credibilidad y de expectativas inflacionarias, la expansión monetaria puede jugar un rol muy distinto al esperado en Estados Unidos. La combinación de controles y expansión monetaria y fiscal Impactaría mucho más en la brecha cambiaria y en la tasa de inflación que en la actividad productiva. El resultado final puede ser estancamiento con inflación.

## 6. TEOREMA SOBRE LA SINTONIA FINA:

**HIPOTESIS** El jefe de Gabinete Abal Medina en su presentación al Senado de la Nación el 30 de mayo 2012 señaló *“Sintonía fina significa recuperar las herramientas que no tuvimos desde el 76 a esta parte, que desaparecieron en la década del 90. Esas herramientas son la Carta*



***Orgánica del Banco Central y la reorientación de los subsidios....Para eliminar la dolarización y proteger el consumo de los argentinos estamos cuidando la estabilidad y la competitividad de nuestra moneda”***

El principal anuncio luego del contundente triunfo electoral con el 54% de los votos fue la inauguración de una política de sintonía fina. Nunca se aclaró que entendía el gobierno por sintonía fina. Los operadores económicos comenzaron a interpretar por sintonía fina una política de ajuste gradual orientada a corregir los desequilibrios fiscales y externos para evitar las consecuencias negativas de la fuga de capitales. Se supuso que gobierno intentaría un programa de metas inflacionarias con sintonía fina monetaria, fiscal y salarial. El anuncio de la eliminación de los subsidios a las tarifas así como los trascendidos de paritarias salariales con un techo del 18% contribuyeron a alentar este enfoque.

Sin embargo, en el mes de diciembre del 2011 la amenaza de una crisis terminal del euro y las perspectivas de una sequía muy grave crearon una honda preocupación en el gobierno. A partir de allí, en los hechos pero no en los anuncios, el gobierno decidió abandonar la tesis de sintonía fina.

La confusión en cuanto a que entendía el gobierno por sintonía fina fue en aumento hasta que recientemente el Jefe de Gabinete ensayó una definición de ese concepto. Tal como surge del enunciado del teorema las imprecisas declaraciones del Jefe de Gabinete sólo agregan más confusión a la definición de sintonía fina.

Finalmente, el gobierno tomó un camino opuesto al de la sintonía fina. Se decidió por los controles cambiarios y de importaciones, que está terminando siendo un camino más cercano a una política de “shock” que al gradualismo de la sintonía fina. Va ganando terreno la sensación que el gobierno se inclina más por políticas instrumentadas al estilo de una “barra brava” que el de una “fina” sintonía

### **EL CONTROL DE CAMBIOS ES UNA TRAMPA FACIL DE ENTRAR Y DIFICIL DE SALIR SIN PAGAR UN ALTO COSTO POLITICO**

Si el gobierno quiere retomar el sendero de crecimiento en un contexto de atraso cambiario y fuga de capitales ello implica un aumento sustancial de importaciones que el gobierno, sin acceso al mercado financiero internacional, no está en condiciones de sostener.

Este es la razón del control de las importaciones. Ello nos indica que, tal como sucedía en las décadas del 60 al 90, vuelve a jugar un rol importante y limitante la restricción externa al crecimiento económico. Resolver este conflicto tiene un elevado costo político. La hipótesis del gobierno es que el control de cambios y de las importaciones tiene menores costos políticos, por lo menos en su etapa inicial.

Sin embargo, esta estrategia de controles está generando una crisis de credibilidad difícil de resolver. Frente a ella, el gobierno está paralizado. No encuentra forma de resolver la restricción externa al crecimiento



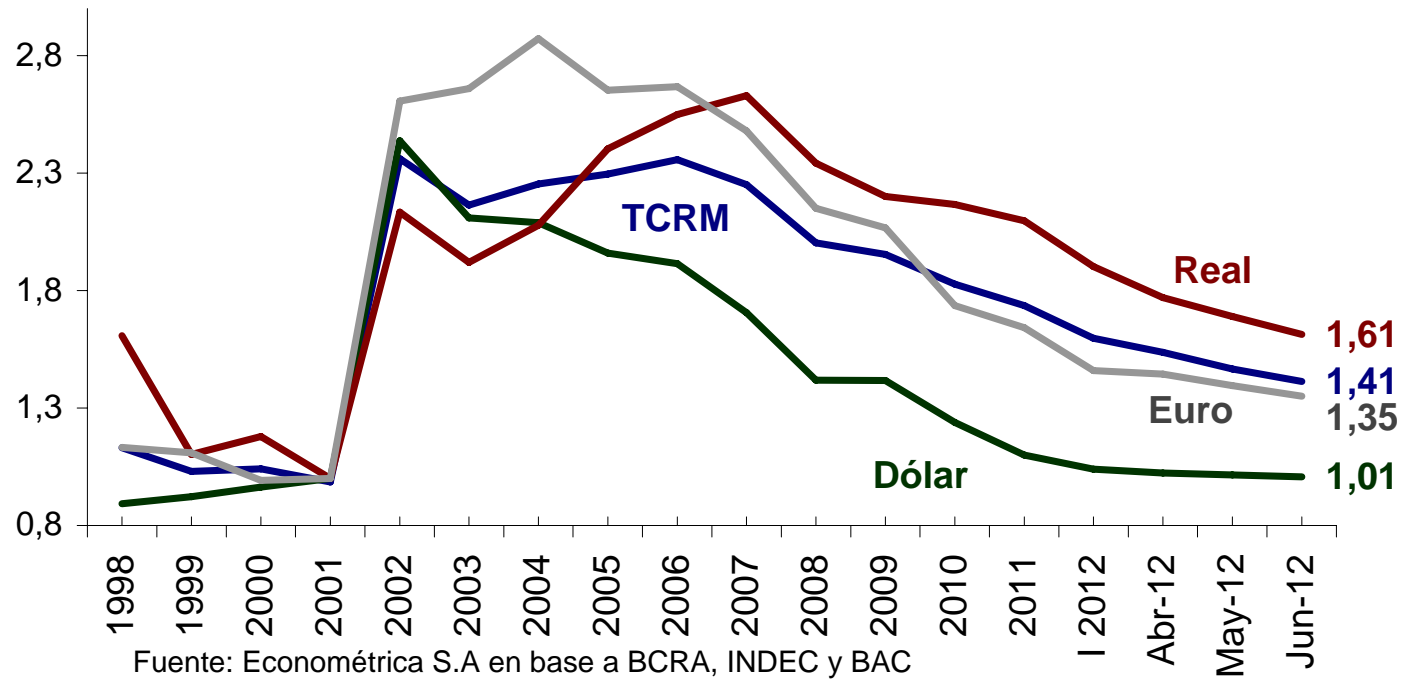
económico sin pagar un elevado costo político. Tampoco está en condiciones de repetir la experiencia anticíclica keynesiana del 2009 porque ya no cuenta con los colchones de los superávits gemelos y de un tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo. A medida que pase el tiempo y se posterguen decisiones que corrijan los desequilibrios acumulados no le va a quedar al gobierno margen económico ni político para salir con el gradualismo de un aterrizaje suave de la economía.

Todas estas consideraciones nos llevan a concluir que no descartamos que el gobierno cuando se intensifiquen los costos políticos y económicos de los controles finalmente termine por pagar el elevado costo político de salir del círculo vicioso en el que está metido desplazando su estrategia económica hacia la tradicional política ortodoxa fiscal y monetaria contractiva.

# Cuadro 1

## Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

1998-2012 Dic-01=1



Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

## Cuadro 2

### Stock Deuda Pública Bruta y Neta

	en miles de millones de dólares	% PBI
	Sep-11	Sep-11
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>175,3</b>	<b>39,3%</b>
<b>1. Intra Sector Público</b>	<b>93,6</b>	<b>21,0%</b>
a) BCRA	39,4	9%
b) ANSES	41,2	9%
c) BNA y Otros	13,0	3%
<b>2. Deuda Pública Neta</b>	<b>81,6</b>	<b>18,3%</b>
a) Organismos Internacionales	23,0	5,2%
Org. Internacionales	17,5	4%
Club de París (con atrasos)	6,5	1%
b) Sector Privado*	58,6	13,1%
En \$	23,0	5%
En u\$s	35,6	8%

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

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

## Cuadro 3

### Pagos Intereses y capital de la deuda Pública en dólares

Excluye deuda Intra Sector Público

en miles de millones de dólares

	2012	2013	2014	2015
Org. Int.	0,5	0,5	0,5	0,5
Boden 2012	2,1	-	-	-
Boden 2013	0,3	0,3	-	-
Bonar 2013	-	2,0	-	-
Boden 2015	-	-	-	5,0
Cupón PBI	2,7	-	?	?
Otros	0,9	0,9	0,8	0,8
<b>Total</b>	<b>6,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,3</b>	<b>6,3</b>

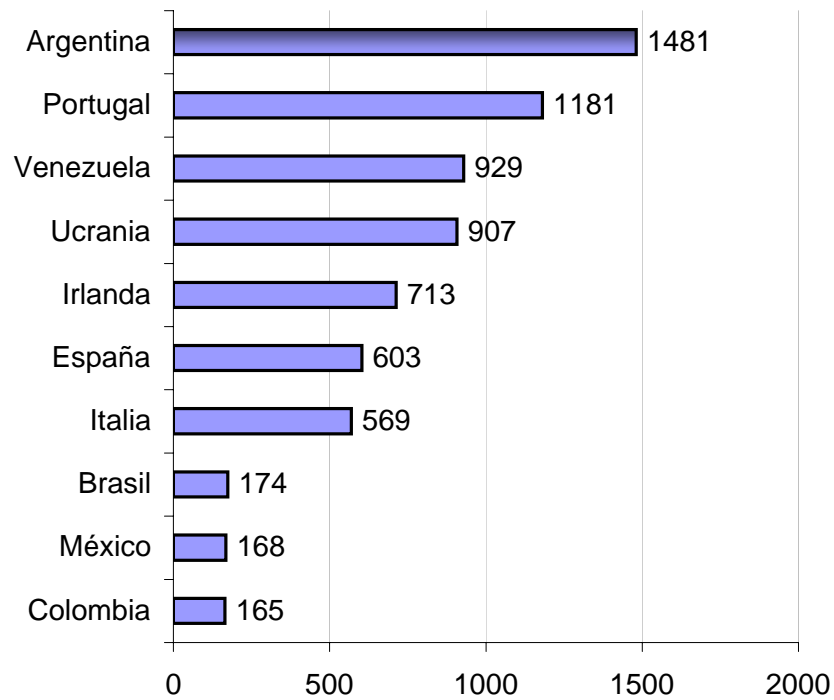
Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

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

## Cuadro 4

### CDS 5 Años

05/06/2012



Fuente: Quantum finanzas