



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“Volvió el Atraso
Cambiario”***

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Diciembre
2008**

38 1970 - 2008
*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

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

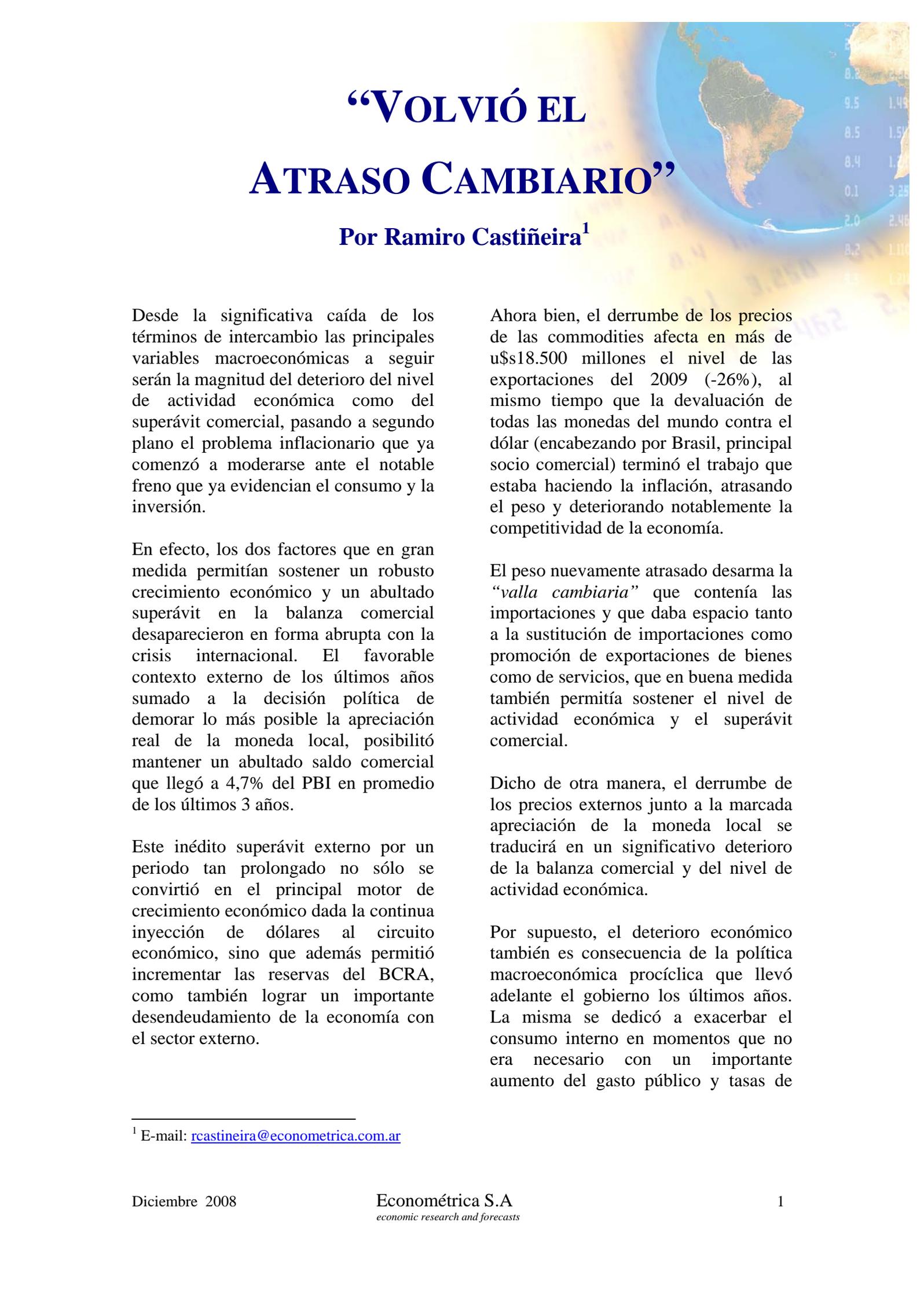
Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso IV Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts



“VOLVIÓ EL ATRASO CAMBIARIO”

Por Ramiro Castiñeira¹

Desde la significativa caída de los términos de intercambio las principales variables macroeconómicas a seguir serán la magnitud del deterioro del nivel de actividad económica como del superávit comercial, pasando a segundo plano el problema inflacionario que ya comenzó a moderarse ante el notable freno que ya evidencian el consumo y la inversión.

En efecto, los dos factores que en gran medida permitían sostener un robusto crecimiento económico y un abultado superávit en la balanza comercial desaparecieron en forma abrupta con la crisis internacional. El favorable contexto externo de los últimos años sumado a la decisión política de demorar lo más posible la apreciación real de la moneda local, permitió mantener un abultado saldo comercial que llegó a 4,7% del PBI en promedio de los últimos 3 años.

Este inédito superávit externo por un periodo tan prolongado no sólo se convirtió en el principal motor de crecimiento económico dada la continua inyección de dólares al circuito económico, sino que además permitió incrementar las reservas del BCRA, como también lograr un importante desendeudamiento de la economía con el sector externo.

Ahora bien, el derrumbe de los precios de las commodities afecta en más de u\$s18.500 millones el nivel de las exportaciones del 2009 (-26%), al mismo tiempo que la devaluación de todas las monedas del mundo contra el dólar (encabezando por Brasil, principal socio comercial) terminó el trabajo que estaba haciendo la inflación, atrasando el peso y deteriorando notablemente la competitividad de la economía.

El peso nuevamente atrasado desarma la “*valla cambiaria*” que contenía las importaciones y que daba espacio tanto a la sustitución de importaciones como promoción de exportaciones de bienes como de servicios, que en buena medida también permitía sostener el nivel de actividad económica y el superávit comercial.

Dicho de otra manera, el derrumbe de los precios externos junto a la marcada apreciación de la moneda local se traducirá en un significativo deterioro de la balanza comercial y del nivel de actividad económica.

Por supuesto, el deterioro económico también es consecuencia de la política macroeconómica procíclica que llevó adelante el gobierno los últimos años. La misma se dedicó a exacerbar el consumo interno en momentos que no era necesario con un importante aumento del gasto público y tasas de

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

interés pasivas claramente negativas. Política que no sólo dio lugar a la inflación y deterioró la posición fiscal, sino que también restó margen para iniciar una política macroeconómica expansiva que amortigüe la desaceleración económica, al menos no sin mayor deterioro de la posición fiscal que no derive en problemas para el pago de la deuda externa.

En efecto, al margen de la deuda pública en pesos, que el Gobierno no dudará pagar incluso con emisión monetaria, el pago de la deuda pública en dólares exigirá u\$s 6.400 millones entre intereses y vencimientos de capital en 2009.

Si bien la necesidad de dólares en rigor no es significativa, la reducción del superávit comercial y la falta de financiamiento externo, deja todo delineado para que el Gobierno termine utilizando las reservas del BCRA para el pago de la deuda.

Por supuesto, esta posibilidad no es sostenible en el tiempo y deja amplio margen para que los mercados pongan en duda la capacidad de pago del Gobierno más allá de lo que toleren las reservas. Más aún si a ello se le suma un escenario con salida de capitales, que potenciaría en igual magnitud la pérdida de reservas del BCRA.

La falta de equilibrio en el mercado de divisas aún para operaciones corrientes quedará plasmado en 2009 con el primer déficit en Cuenta Corriente del Balance de pagos desde el colapso del 2001. Es decir, nuevamente la economía consume más de lo que produce. Ello por sí sólo termina generando presión en la economía para una devaluación de

la moneda local que busque restablecer el equilibrio.

En suma, en 2009 la economía se encamina a absorber el shock negativo que implica el notable deterioro de los términos de intercambio. En tal sentido, descartada la posibilidad de tomar financiamiento externo que permita atenuar el impacto de la falta de dólares que suministraba la soja y el petróleo, el Gobierno tendrá que decidir cuanto se absorberá vía menor actividad económica, cuanto por devaluación y cuanto por pérdida de reservas. El objetivo del presente informe será profundizar el análisis en tal sentido.

1. FUERTE DETERIORO DEL SALDO COMERCIAL EN 2009

1.1. Las Exportaciones caerían cerca de u\$s18.500 millones (-26%) en 2009

El cuadro 1 refleja la evolución reciente de los precios de los principales commodities exportados por Argentina, destacándose entre ellos la soja y el petróleo. En el mes de Diciembre la soja cotizó a un promedio de u\$s310 dólares la tonelada, lo implica una caída del 32% respecto al precio promedio del año (u\$s454). Por su parte, el trigo cayó un 36%, el maíz un 28%, el girasol un 43% y el petróleo (que actualmente cotiza a u\$s 34 el barril), lleva una reducción del 66% para el mismo mes, todos contra su promedio anual.

Los cuadros 2 y 3 permiten cuantificar los impactos de menores precios tanto para las exportaciones de cereales y oleaginosas como para las de petróleo y derivados.

Vale advertir que para 2009 en ambos cuadros se tomaron los precios promedio del último bimestre de este año, lo que implica una soja a u\$s 329 la tonelada y un petróleo a u\$s 50 el barril. Es decir, no tomamos los precios actuales dado que esperamos cierto rebote de los mismos para mediados de 2009, fecha para la cual los bancos de inversión de EE.UU. con cierto consenso estiman que la economía americana estaría finalizando su recesión. En todo caso puede tomarse como un escenario optimista.

En el caso de la agroindustria la disminución de las exportaciones llegaría a u\$s10.000 millones, mientras que en caso de exportaciones de petróleo y derivados se perderían otros u\$s4.100 millones. Por su parte las exportaciones industriales caerían cerca de u\$s3.400 millones ante la pérdida de competitividad y el menor poder de compra de Brasil.

Es decir, las exportaciones se desplomarían en u\$s18.500 llevando el nivel de exportaciones cercano a 52.700 millones en 2009, magnitud similar a la de 2007 (u\$s55,7MM).

1.2. Las Importaciones y tipo de cambio 2009.

Si bien esperamos que la economía entre en recesión con una caída del producto del 1% en 2009, valuado en dólares el descenso es aun mayor dado que esperamos una devaluación de mayor magnitud a la inflación.

En efecto, suponemos una devaluación de 20% el año entrante que llevaría a tipo de cambio a \$3,80 promedio anual y 4,10 a fin de año. Además, esperamos

una marcada desaceleración de la inflación pasando de 22% en 2008 a 11% en 2009. Recesión y devaluación real contraerían un 8% del PBI medido en moneda dura (promedio), empujando a la baja el nivel de importaciones.

Ahora bien, vale advertir que la devaluación real que esperamos para 2009 compensa sólo una parte de la marcada apreciación real de los últimos meses que generó la política cambiaria del BCRA de atarse al dólar cuando dicha moneda se apreció contra todas las monedas del mundo.

Efectivamente, la eclosión de la crisis financiera internacional desató un fuerte proceso de desapalancamiento financiero a escala mundial que terminó aumentando la demanda por liquidez y activos sin riesgo como son los del Gobierno americano, apreciando en pocos meses su moneda en forma significativa.

De hecho, en los últimos cuatro meses del año el euro se devaluó un 15%, el peso mexicano un 26%, el peso Uruguayo un 27%, el peso chileno un 30% y el real brasileño lo hizo en 50%. En este contexto el peso argentino se devaluó sólo un 11%, al pasar de \$3,10 a \$3,45. Dicho de otra manera, tras la eclosión de la crisis subprime pocas monedas se apreciaron en el mundo, entre ellas, el dólar, el yen y el peso argentino.

Demás está decir cuál de estas economías no tiene una productividad que permita tolerar tamaña apreciación de su moneda, por lo menos no sin resentir significativamente el nivel de actividad y empleo, y menos cuando recibe un shock externo negativo como

es una abrupta caída en los términos de intercambio.

Los cuadros 4 y 5 permiten cuantificar lo antedicho. El primero de ellos refleja la evolución del tipo de cambio real bilateral contra el EE.UU. desde 1960 a la actualidad, advirtiendo que en 2008 la moneda finalizaría por debajo del promedio de los últimos 48 años, entrando nuevamente en la zona de atraso cambiario. Por su parte, el cuadro 5 hace foco en la evolución de tipo de cambio real multilateral de los últimos 10 años, donde el mismo refleja que el peso se apreció un 22% sólo en los últimos 4 meses del año producto de la devaluación de todos los socios comerciales, principalmente Brasil y la zona del Euro.

La notable apreciación de la moneda local marca el punto final para el proceso de sustitución de importaciones y cierta promoción de exportaciones, que junto al proceso recesivo vigente, conlleva a esperar no sólo un aumento en la tasa de desempleo, sino también que las importaciones disminuyan en menor proporción a lo que cabría esperar solo unos meses atrás.

A modo de ejemplo, si bien el PBI en dólares de la economía local estimamos caería un 8%, el PBI de Brasil descendería cerca de 30% en dólares.

La apreciación real que ello conlleva atenúa la disminución de las importaciones en 2009 al mismo tiempo que dificulta las exportaciones industriales.

Por todo ello, estimamos que las importaciones se reducirían en 2009 cerca de 14,5%, lo que implica

u\$s8.300 millones menos respecto al nivel de importación de este año.

En suma, la caída de los términos de intercambio y la apreciación real del tipo de cambio con todos los socios comerciales, deteriorarán significativamente la balanza comercial el año entrante, a punto tal que pasaría de un robusto superávit de u\$s13.600 millones en 2008 a cerca de u\$s3.400 millones en 2009 (ver cuadro 6).

Dicha magnitud no permite el pago de intereses de la deuda externa solo con los recursos que genera la economía en el periodo, sino que ante la falta de financiamiento externo es necesario acudir a las reservas del BCRA para su pago. Es decir, déficit en cuenta corriente.

2. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS EN 2009

Si bien el saldo comercial queda en terreno positivo en 2009, el mismo no permitiría cubrir los intereses de la deuda externa (pública y privada), lo que terminaría otorgando el primer déficit de cuenta corriente del balance de pagos desde el 2001. El mismo lo estimamos en u\$s1.800 millones, equivalente al 0,6% del PBI (ver cuadro 7).

En los noventa los recurrentes déficits externos se financiaban vía endeudamiento y con ventas de activos públicos. Cuando los gobiernos del periodo agotaron ambas vías para sostener lo insostenible, el mercado impuso la realidad devaluando.

En la actualidad, dado que no se dispone de financiamiento externo ni empresas por vender, el único canal de financiamiento del déficit externo termina siendo las reservas del BCRA.

Por supuesto, financiar el déficit en cuenta corriente de tal magnitud no presenta mayor desafío para el BCRA. Pero si a ello se suman los vencimientos de capital de la deuda externa y cualquier supuesto de dolarización de portafolios del sector privado (salida de capitales), las cuentas cambian vertiginosamente y con ellas las expectativas de un mayor tipo de cambio.

En suma, macroeconómicamente se presentan dos problemas. El primero es la vuelta al atraso cambiario. En efecto, si bien el concepto de tipo de cambio real de equilibrio es dinámico y depende de diversos factores (entre ellos, de la productividad como de los términos de intercambio del periodo), el tipo de cambio actual difícilmente sea el de equilibrio cuando aún en plena recesión económica, igualmente la economía refleje un déficit en cuenta corriente.

Es que si la economía tiene déficit aún cuando cae, cuando la economía se recupere, el déficit externo aumentaría. Dicho de otra manera, la economía siempre se estaría endeudando con el sector externo, en poca magnitud cuando no crece y en mayor proporción cuando crece. Lo insostenible en el tiempo de vivir endeudándose ya quedó demostrado en los 90.

El segundo problema macroeconómico es que la falta de financiamiento externo que permita al BCRA un mayor grado de libertad para establecer los tiempos de un “gradual” ajuste del tipo de

cambio que neutralice del déficit en cuenta corriente más allá de 2009. En efecto, los pagos netos de la deuda externa y la salida de capitales “inflan” la demanda de dólares presionando los tiempos para un mayor tipo de cambio. Los grados de libertad sobre la política cambiaria sin financiamiento externo se reducen notablemente y se limitan a la magnitud de las reservas del BCRA.

3. EL PAGO DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2008

3.1. Retenciones caen u\$s 6.000 millones en 2009 (46%).

Si bien el desplome de los precios de los commodities contraería las exportaciones cerca del 26% en 2009, vale advertir que los recursos tributarios vía retenciones caerían en mayor proporción, un 50% en dólares. En efecto, el colosal impacto responde principalmente a la estructura de retenciones a las exportaciones de petróleo, dado que el Gobierno impuso un precio máximo y recauda todo ingreso por arriba del u\$s42 dólares el barril exportado. Toda la baja del precio del petróleo recae sobre las arcas del Estado.

De hecho, en 2008 la recaudación por derechos de exportación sumó u\$s11.100 millones de dólares (equivalentes a 3,4% del PBI), mientras que en 2009 se reduciría a u\$s5.500 millones (2,3% del PBI), lo que implica una reducción del 50%, equivalente a una pérdida de recursos del 1,7% del PBI. Estimamos para atenuar su impacto a la mitad sobre las cuentas públicas el Gobierno devaluará la moneda un 20% (ver cuadro 8).

3.2 La estatización de las AFJP y la Deuda Pública Neta.

Ante la notable reducción de los ingresos por retenciones la primera reacción del Gobierno fue intentar solucionar de la forma más apresurada posible la deuda todavía en default (tanto con el Club de París como con acreedores externos), con el objetivo de allanar el camino al financiamiento externo.

No obstante, el vertiginoso desarrollo de la crisis internacional y la profundización de la baja de los precios de las commodities, terminó desplomando también los precios de los títulos públicos advirtiendo las mayores dificultades para el pago de la deuda pública.

La combinación cortó no sólo toda posibilidad de una renegociación de deuda exitosa, sino también el acceso al mercado de deuda en el mercado local. De hecho, tras el desplome de los títulos públicos el Gobierno actualmente debería emitir con una TIR de 50% para que el mercado local acepte asumir el riesgo de financiar al Estado aún en el corto plazo.

Acorralado, el Gobierno terminó recurriendo a la estatización de las AFJP para llegar al ahorro privado sin pasar por el mercado y al mismo tiempo reducir los vencimientos de deuda a pagar los próximos años.

En efecto, si bien la deuda pública del Gobierno Nacional habría alcanzado un stock de u\$s149 mil millones a fin de 2008 (equivalente al 45% del PBI), si se resta los títulos en poder del BCRA como también los que ahora está en poder del ANSES tras la estatización de

las AFJP, se reduce ampliamente la deuda pública.

En números, el BCRA tiene en cartera más de u\$s18 mil millones de títulos públicos, de los cuales u\$s10 mil millones corresponde al bono por el pago al FMI de 2006, u\$s 6 mil millones por adelantos transitorios y 2 mil millones en títulos varios.

A su vez, las AFJP tenían una cartera de inversiones que sumaba cerca de u\$s 29 mil millones a octubre de 2008, de los cuales u\$s 17,3 mil eran títulos públicos. No obstante, como una parte no menor de los títulos estaban valuados a precio de mercado y por lo tanto, ampliamente bajo la par, además que varios de los fondos comunes de inversión y plazo fijo donde invertían las AFJP también son fondos que terminan comprando títulos públicos, la tenencia de títulos públicos a valor nominal en manos de las AFJP superaba ampliamente los u\$s20 mil millones (ver cuadro 9).

Por lo tanto, si de la deuda pública total se le restan los u\$s18,1 mil millones en manos del BCRA, como también los u\$s22,6 mil millones que ahora están en manos del ANSES (incluye emisión de letras), la deuda pública se reduce en u\$s 40,7 mil millones, para alcanzar una deuda pública neta total de u\$s108,2 mil millones, equivalente a 32% del PBI (Ver cuadro 10).

En suma, es un hecho que la estatización de las AFJP mejora la situación financiera y patrimonial del Estado Nacional, tanto por incrementar la recaudación como también por reducir el stock de deuda y consecuentemente los pagos de

intereses y capital los años venideros, incluso en 2009.

No obstante, en el corto plazo la estatización de las AFJP no reemplazan los dólares que traían la soja y el petróleo a la economía en general y las arcas del Estado en particular. Es decir, no solucionan ni el déficit en cuenta corriente ni la imposibilidad alcanzar financiamiento externo, por lo que los problemas financieros continúan vigentes y por lo tanto también la necesidad de financiar el pago de la deuda en dólares con reservas del BCRA, aunque ahora en una menor magnitud.

3.4. EL perfil de Vencimiento de la Deuda pública Neta en 2009:

El cuadro número 11 permite discriminar entre el perfil de vencimientos de la deuda pública bruta, y el perfil de vencimientos de la deuda pública neta, ambos para el 2009. Es decir, en el primero considera todos los pagos de deuda pública sin importar quién sea su acreedor, mientras que el segundo se encuentra neto de los pagos que recaen en manos del BCRA y del ANSES, lo que deja sólo los pagos de deuda pública con el sector privado y organismos internacionales. Esta desagregación permite evitar llegar a conclusiones económicas erróneas por partir de un análisis puramente contable.

En efecto, si bien en 2009 el total de vencimientos de la deuda pública bruta alcanza los u\$s 16.400 millones entre intereses y capital, una vez que se netean los pagos que recaen en manos del BCRA y del ANSES, al mismo tiempo que suponemos una refinanciación de la deuda con

organismos del 75% de los vencimientos (“roll-over” promedio de los últimos 3 años), los vencimientos de la deuda pública neta se reducen a u\$s12.300 millones, de los cuales poco más de la mitad, u\$s 6.400 millones, son en dólares.

Es decir, la diferencia entre vencimientos de deuda bruta y neta alcanza los u\$s 4.100 millones los próximos 12 meses, dado que u\$s 450 millones quedan en manos del BCRA (principalmente por el pago de intereses del Bono con que se pagó al FMI), u\$s 2.350 millones en el Anses (principalmente por el vencimiento de bono PBI en pesos, intereses de Boden varios, préstamos garantizados y vencimientos de letras colocadas en 2008), y los u\$s1,3 millones restantes suponemos que será la magnitud que alcanzará el refinanciamiento de vencimientos con los Organismos internacionales.

Ahora bien, concentrando el análisis en los vencimientos netos de deuda con sector privado y organismos, los pagos en pesos entre intereses y capital demandará u\$s 5.900 millones, equivalentes al 2,0% del PBI.

Vale advertir que suponemos que el superávit primario en 2009 llegue a igual magnitud luego de alcanzar el 3,1% del PBI en 2008. Es decir, descontamos para el año entrante que se reducirá significativamente el superávit primario por los menores ingresos vía retenciones y la necesidad cierta de empujar la economía. Aún así, la caja en pesos estaría cerrada y no habría necesidad de acudir a la emisión monetaria.

El desafío se centra en los u\$s 6.400 millones de dólares que exige el pago de intereses como vencimientos de capital en moneda extranjera con el sector privado, equivalente a 2,1% del PBI. Si bien suponemos un superávit comercial de u\$s3.400 millones, la mayor parte lo agota el propio sector privado con el pago de intereses de deuda externa privada, además del pago de utilidades y dividendos.

Por lo tanto, los u\$s 6.400 millones el Gobierno tendría que financiarlo con reservas del BCRA aunque no descartamos que logre conseguir u\$s2.000 millones caucionando reservas con el Banco Internacional de Basilea (BIS), tal como lo hizo este año.

Para acceder a las reservas del BCRA, Gobierno nacional tiene un stock importante de depósitos en el sistema financiero (equivalente a u\$s17.000 millones), que le permitiría comprarle todos los dólares necesarios al BCRA respetando la carta orgánica de la institución.

4. REFLEXIONES FINALES

Frente al brusco descenso en los precios de los commodities y sin ningún tipo de acceso a los mercados financieros, el Gobierno recurrió a la estatización de las AFJP no sólo por la caja que generan, sino también para atenuar el perfil de vencimientos de la deuda pública en 2009 y los años venideros.

Pero si bien la estatización de la AFJP junto a las reservas del BCRA permite al Gobierno disponer de los recursos para afrontar los vencimientos de todo el 2009, vale advertir la sustentabilidad del programa financiero del Gobierno se

apoya sobre las reservas del BCRA dado que la economía ya no genera un ingreso neto de dólares producto del atraso cambiario.

Ningún Gobierno puede sobrevivir sin acceso a los mercados financieros ni superávit en cuenta corriente del Balance de pagos. La economía va directo al choque si el Gobierno no reacciona y no sincera el ajuste que evita hace años.

En la fase expansiva del ciclo el ajuste sólo implicaba no gastar más de lo que se recauda. Dado que hacer un ajuste fiscal en la fase recesiva sería un suicidio económico, el ajuste será vía tipo de cambio, lo administre el gobierno o el mercado.

Es decir, con déficit en cuenta corriente, cancelación neta de deuda y salida de capitales, las reservas se agotarán rápidamente. La economía sola se encamina al ajuste que permita salir del atraso cambiario que de lugar a neutralizar el déficit en cuenta corriente en el balance de pagos.

Al mismo tiempo, es imperiosa la necesidad de recuperar el acceso al crédito no sólo a los mercados en cantidad necesaria y tasas sustentables, sino también a los préstamos de organismos internacionales. Si el stock de reservas cae rápidamente, en ese contexto será tarde intentar regularizar la deuda pública o relaciones con el FMI para intentar acceder a alguna forma de crédito que atenúe el ajuste económico.

Simple, quien se puede endeudar, puede pagar. Esta premisa traerá parte de la tranquilidad que desde hace rato necesita la economía. El tiempo para

“Volvió el Atraso Cambiario”
Por Ramiro Castiñeira

ello se acorta aún más si se suma cualquier supuesto de dolarización de cartera del Sector privado, algo de esperar cuando el peso está atrasado y los agentes anticipan la devaluación.

En 2009 el Gobierno dispone del tiempo que le otorgue las reservas para ello, luego, difícilmente el Gobierno tenga otro “*as bajo la manga*” que lo saque de apuros.

Cuadro N 1

Precio de Commodities

Promedio Mensual - Dólares por tonelada / barril

	Trigo		Maiz		Soja		Petroleo	
	u\$s	Var. %	u\$s	Var. %	u\$s	Var. %	u\$s	Var. %
2005	133	-5	91	-13	231	-14	56	36
2006	171	29	126	38	234	1	66	17
2007	235	37	160	28	317	35	72	9
2008	301	28	206	29	454	43	100	38
Ene-08	314	64	201	13	472	72	93	71
Feb-08	345	91	217	30	515	73	95	61
Mar-08	347	85	217	35	514	88	106	74
Abr-08	372	81	225	50	464	78	113	76
May-08	353	68	213	42	463	72	125	98
Jun-08	356	58	260	65	531	89	134	98
Jul-08	331	40	245	71	548	89	133	80
Ago-08	304	22	218	40	474	55	117	61
Sep-08	282	6	205	22	445	27	104	30
Oct-08	233	-15	170	1	362	2	77	-11
Nov-08	188	-36	155	-7	353	-13	57	-39
Dic-08	187	-36	149	-6	310	-29	43	-53

Fuente: Econométrica en base a Bloomberg y Mecon

Econométrica S.A.

economic research and forecasts

Cuadro N 2

Exportaciones de Cereales y Oleaginosas 2008 2009

en millones de toneladas

	Cantidad			Precio			Exportaciones			
	Millones Tns*		Var. %	u\$s la tn. (Prom. Anual)		Var. %	en miles de millones de dólares		Var.	
	2008	2009		2008	2009*		2008	2009	en u\$s	en %
1. Complejo Soja							21.891	16.681	-5.210	-24%
Poroto	13,8	15,2	10%	454	329	-28%	6.254	5.001	-1.253	-20%
Aceite	5,67	5,8	1%	1.113	670	-40%	6.311	3.853	-2.459	-39%
Harina	26,4	27,7	5%	353	283	-20%	9.326	7.828	-1.498	-16%
2. Complejo Girasol							2.228	1.156	-1.072	-48%
Grano	0,1	0,1	-5%	528	350	-34%	53	33	-20	-37%
Aceite	1,5	1,5	-1%	1.335	704	-47%	1.962	1.021	-942	-48%
Harina	1,3	1,3	-2%	166	81	-51%	213	102	-111	-52%
3. Trigo	10,5	5,8	-45%	301	188	-38%	3.161	1.088	-2.073	-66%
4. Maíz	15,0	10,5	-30%	206	148	-28%	3.083	1.549	-1.534	-50%
Total							30.362	20.473	-9.889	-33%
en % del PBI							9,3%	6,8%		

Nota: Para 2009 supone el precio promedio del último bimestre de 2008.

Fuente: Econométrica S.A en base al Departamento de Agricultura de EEUU (USDA) y Mecon

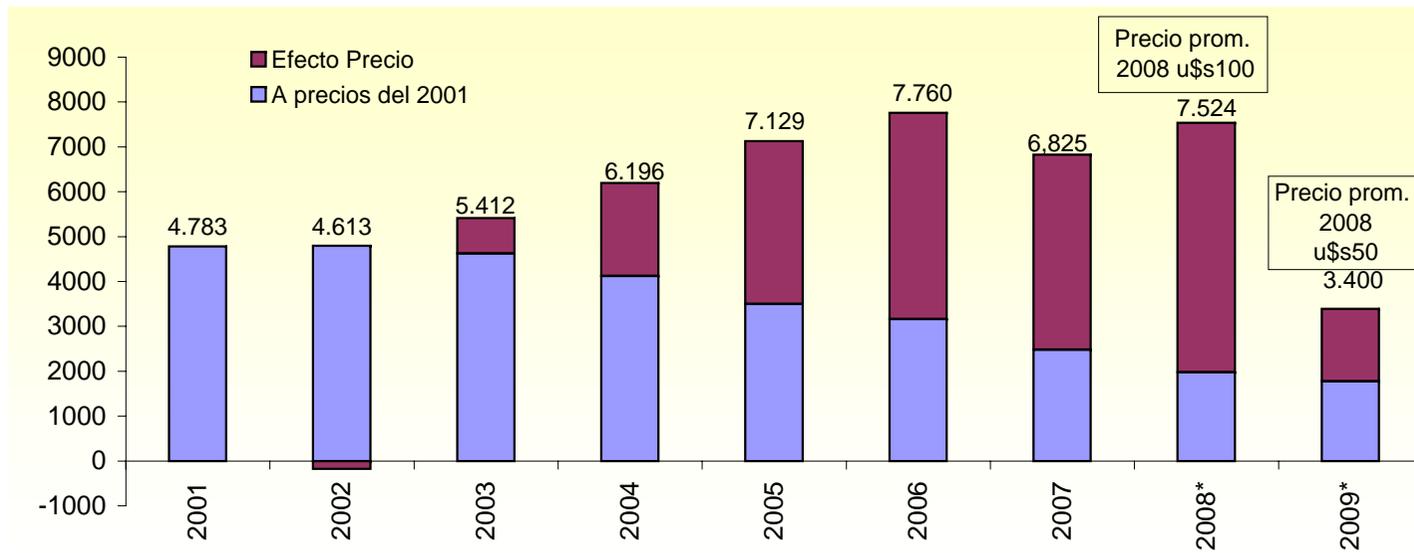
Econométrica S.A

economic reserch and forecasts

Cuadro N 3

Precios y Cantidades de las Exportaciones Energéticas

en millones de dólares corrientes

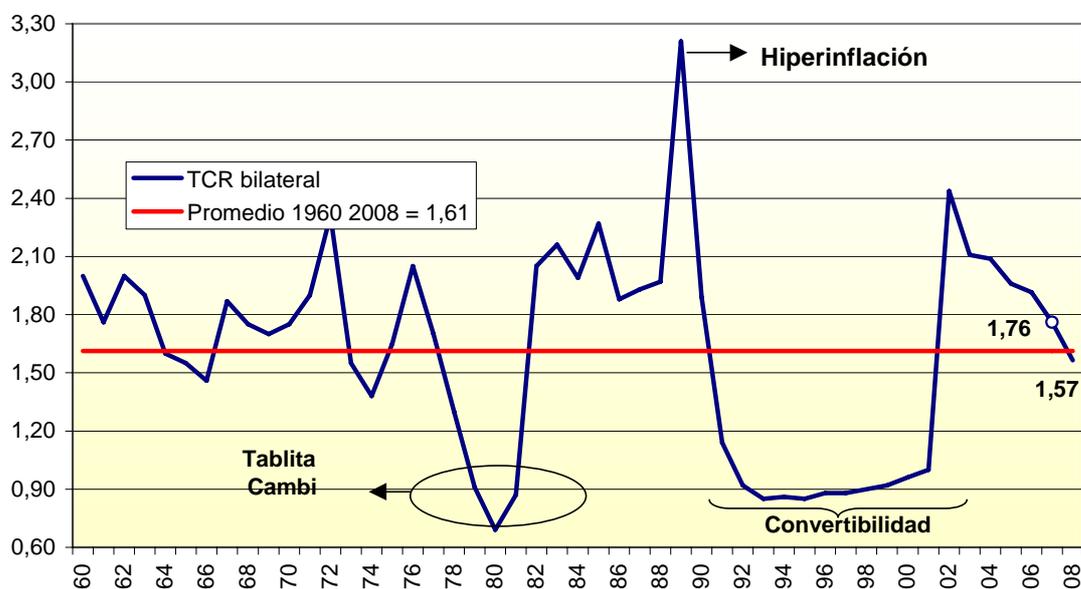


* Estimación de Econométrica S.A
Fuente: Econométrica en base a Indec

Cuadro N 4

Evolución del TCR bilateral 1960 - 2008

Serie Anual - año base 2001=1,00

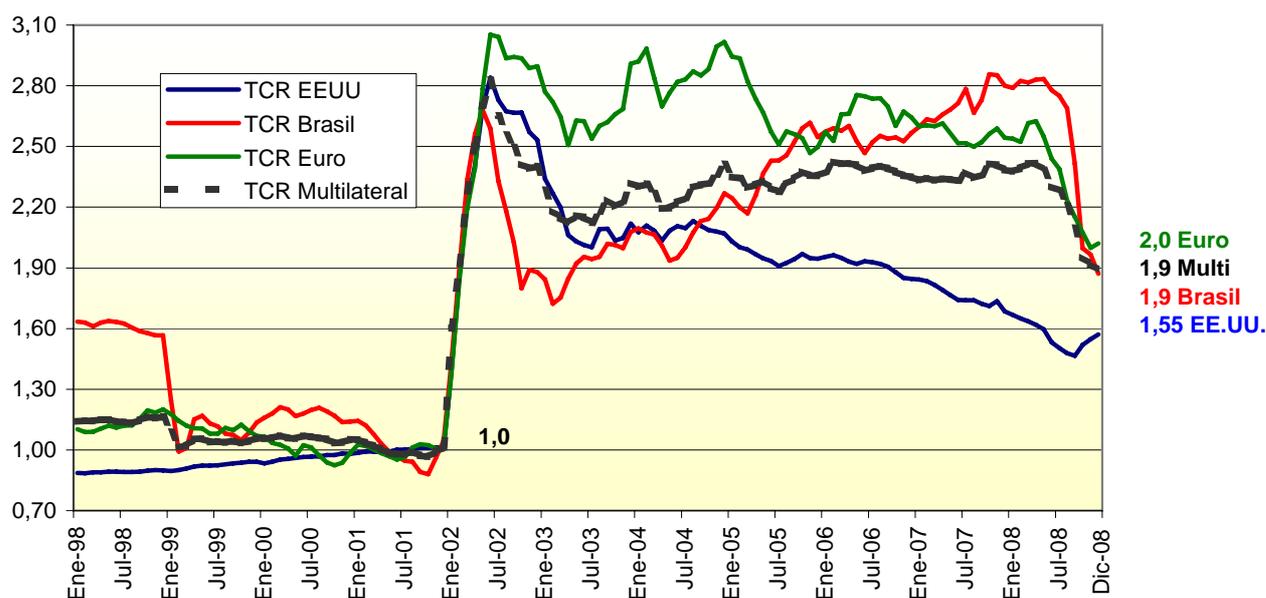


Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon y BCRA

Cuadro N 5

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

Serie Mensual - Año base 2001 =1,00



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

Cuadro N 6

Evolución de la Balanza Comercial

en miles de millones de dólares a precios corrientes

Var. % interanual

	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	'05	'06	'07	'08	'09
Exportaciones	34,6	40,1	46,5	55,7	71,2	52,7	16,1	15,8	19,9	27,8	-26,0
Productos Primarios	6,9	7,9	8,6	12,3	16,6	12,5	15,0	9,5	43,0	34,8	-25,0
Prod. Org. Agropecuario (MOA)	12,0	13,2	15,2	19,2	24,3	17,5	10,1	15,8	25,9	26,6	-28,0
Prod. Org. Industrial (MOI)	9,6	11,9	14,8	17,4	22,7	19,3	25,0	24,2	17,1	30,8	-15,0
Combustible y Energía	6,2	7,1	7,760	6,8	7,5	3,4	15,1	8,8	-12,0	10,4	-55,0
Importaciones	22,4	28,6	34,2	44,7	57,5	49,2	27,4	19,4	30,9	28,7	-14,5
Bienes de Capital	5,3	7,0	8,2	10,6	12,7	10,8	31,5	17,0	29,5	19,5	-15,0
Bienes Intermedios	8,6	10,3	11,9	15,5	20,2	17,4	19,2	15,8	29,7	30,7	-14,0
Combustibles	1,0	1,5	1,7	2,8	4,3	2,6	54,0	12,0	64,3	50,5	-40,0
Piezas para bienes de Capital	3,6	4,9	6,2	7,8	10,1	8,7	34,1	27,1	26,5	29,4	-14,0
Bienes de Consumo (Incl. Aut.)	3,7	4,8	6,0	7,9	10,1	9,7	28,9	26,1	31,0	29,0	-4,6
Bienes de Consumo	2,5	3,2	4,0	5,2	6,3	6,0	26,4	25,5	29,9	21,8	-5,0
Automotores	1,2	1,6	2,0	2,7	3,9	3,7	33,9	27,2	33,0	44,1	-5,0
Resto	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-16,5	-11,0	-2,4	-11,1	0,0
Saldo Comercial	12,1	11,5	12,3	11,0	13,6	3,4	-5,0	7,0	-10,6	24,0	-74,7
en % del PBI	8,0	6,3	5,8	4,2	4,1	1,1					

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC

* Estimación econométrica

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 7

Balance de Pagos - Serie Anual

-En millones de dólares- Devengado

	Año				
	2005	2006	2007	2008*	2009*
Cuenta corriente	5.265	7.712	7.121	8.162	-1.794
en % del PBI	2,9%	3,6%	2,7%	2,5%	-0,6%
Mercancías	13.087	13.958	13.255	16.704	5.906
Exportaciones fob	40.387	46.546	55.780	71.423	52.654
Importaciones fob	27.300	32.588	42.525	54.719	46.748
Servicios	-1.002	-531	-522	-1.012	-1.000
Exportaciones de servicios	6.637	8.001	10.306	12.034	11.500
Importaciones de servicios	7.639	8.532	10.828	13.046	12.500
Rentas	-7.304	-6.161	-5.929	-7.712	-6.880
Renta de la inversión	-7.253	-6.102	-5.856	-7.648	-6.800
Intereses	-3.358	-1.163	-613	-1.438	-1.800
Ganados	3.239	3.981	5.088	4.181	3.800
Pagados	6.598	5.143	5.701	5.619	5.600
Utilidades y Dividendos	-3.895	-4.939	-5.243	-6.210	-5.000
Ganados	1.023	1.638	1.485	1.499	1.000
Pagados	4.917	6.577	6.728	7.709	6.000
Otras Rentas	-51	-59	-73	-64	-80
Transferencias corrientes	484	446	318	182	180
Cuenta capital y financiera	3.424	-5.437	5.382	-8.162	n/a
Cuenta capital	89	97	112		n/a
Cuenta financiera	3.335	-5.534	5.272		n/a
Sector Bancario	-4.356	-10.521	1.567		n/a
Sector Público no Financiero	3.380	3.040	2.432		n/a
Sector Privado No Financiero	4.311	1.946	1.269		n/a
Errores y Omisiones Netos	197	1.255	597		n/a
Variación Reservas Internacionales	8.857	3.530	13.098	0	n/a
ITEM DE MEMORANDUM Importaciones	28.687	34.154	44.708	57.594	49.205

Fuente: Ministerio de Economía

* Estimación de Econometría

Cuadro N 8

Derechos de Exportación

miles de millones de dólares

	Exportaciones			Retenciones		
	2007	2008*	2009*	2007	2008*	2009*
Productos primarios	12,3	16,6	12,5	2,3	3,7	2,2
MOA	19,2	24,3	17,5	2,6	3,5	2,0
MOI	17,4	22,7	19,3	0,7	0,9	0,8
Combustibles	6,8	7,5	3,4	1,1	3,0	0,5
Total	55,7	71,2	52,7	6,6	11,1	5,5
		Var. 08-09	-26%		Var. 08-09	-50%

* Estimado Econométrica

Fuente: Econométrica en base a AFIP e INDEC

Econométrica S.A.

economic research and forecasts

Cuadro N 9

Cartera de Inversiones de las AFJP al 30/09/2008

en millones de dólares y % del total

	en u\$s	en %
1. Liquidez	291	1%
2. Deuda Pública	17.330	59%
2.a Gobierno Nacional	16.400	56%
Cuasipar	8.450	29%
Descuento	1.572	5%
Par	380	1%
Bono PBI	1.156	4%
Boden Varios	3.176	11%
Prestamos garan	1.046	4%
Letras y otros	621	2%
2.b BCRA (letras y Notas)	795	3%
2.c Provincias	135	0%
3. Deuda Privada	11.528	40%
Acciones - Merval	3.274	11%
Plazo Fijo	2.177	7%
Fideicomisos	1.730	6%
Otros	4.346	15%
Total	29.149	100%

Fuente: Econométrica S.A en base al SAFJP

Cuadro N 10

Stock Total de la Deuda Pública Bruta

en miles de millones de dólares

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Total Deuda Pública	129,23	136,73	144,73	149,0
en % del PBI	71%	64%	56%	45%
1. Intra Sector Público	8,6	19,1	21,1	40,7
1.a) BCRA	8,1	17,6	18,1	18,1
Bono FMI	0,0	9,7	9,7	9,6
Otros Bonos del Tesoro	2,9	1,9	1,6	2,4
Adelantos Transitorios	5,3	6,0	6,8	6,0
1.b) ANSES	0,5	1,5	3,0	22,6
letras	0,5	1,5	2,0	2,6
Títulos	0,0	0,0	1,0	20,0
2. Con Org. Int.	32,3	22,1	22,4	21,6
3. Deuda Con Sector Privado	88,2	95,5	101,2	86,6

* Incluye Club de París

** Excluye deuda que no entró al Canje de 2005

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

Econométrica S.A

economic reserch and forecasts

Cuadro N 11

Perfil Pagos de la Deuda Pública Bruta y Neta - 2009

en miles de millones de dólares

	Vencimientos Brutos (contable)			-	IntraSector público y Roll-over Org.			=	Vencimientos Netos (económico)		
	en \$	en u\$s	Total		en \$	en u\$s	Total		en \$	en u\$s	Total
Intereses	2,1	3,9	6,0		0,8	0,5	1,3		1,3	3,3	4,6
Org. Inter. + Club de París	-	0,7	0,7		-	0,0	0,0		-	0,7	0,7
PG, Bogar, Boden y Bonar	0,9	1,2	2,1		0,2	0,2	0,4		0,7	1,0	1,7
Par, Descuent, cuasi	0,4	0,8	1,1		0,1	0,1	0,2		0,2	0,7	0,9
Cupón PBI	0,7	0,9	1,7		0,4	0,0	0,4		0,3	0,9	1,3
Otros (incluye Bono FMI y letras a ANSES)	0,1	0,3	0,4		0,1	0,3	0,4		0,0	0,0	0,0
Capital	5,8	4,5	10,4		1,3	1,5	2,8		4,6	3,0	7,6
Org. Inter. + Club de París	-	1,7	1,7		-	1,3	1,3		-	0,4	0,4
PG y Bogar	4,4	-	4,4		0,2	-	0,2		4,2	-	4,2
Boden y Bonar	0,4	2,4	2,9		0,1	0,2	0,3		0,3	2,2	2,6
Otros	1,0	0,4	1,5		1,0	0,0	1,0		0,0	0,4	0,5
Total Pagos de Deuda	7,9	8,4	16,4		2,0	2,0	4,1		5,9	6,4	12,3
en % del PBI	2,7	2,8	5,5		0,7	0,7	1,4		2,0	2,1	4,1

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts