



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

Informe  
Especial  
Nº417

*“En el 2012 la falta de  
acceso al financiamiento  
internacional restringe el  
crecimiento económico  
al uso de las reservas  
internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*

*Conozca  
nuestro*



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

**Diciembre  
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](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 IV Trim 2011: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

## **“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”**

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

### **EN EL 2011 LA PERDIDA DE RESERVAS INTERNACIONALES FUE DE 7.300 MILLONES DE DOLARES A PESAR DE QUE EL BANCO CENTRAL TOMO PRESTAMOS DEL BANCO DE ARREGLOS INTERNACIONALES POR 5.000 MILLONES**

El Cuadro 1 refleja la evolución del Balance de Pagos Internacionales, nos permite poner de relieve las diferencias de comportamiento externo entre el 2011 y el de los años 2007/2010:

- en el período 2007/2011 el superávit comercial externo fue importante tanto en valor absoluto como en relación al PBI.
- estos elevados superávit comerciales en el período 2007/2010 dieron lugar a también a superávit en la cuenta corriente del Balance de Pagos. En cambio, en el 2011, y por primera vez desde el 2003, la cuenta corriente del Balance de Pagos es deficitaria.
- a partir del 2008 comienza a jugar un rol importante la salida de capitales privados al exterior. En el periodo 2008/2010 la fuga de capitales privados fue de 48.600 millones de dólares.
- en el 2011 no sólo tuvimos déficit en la cuenta corriente sino también en la cuenta de capital por la salida de capitales. Ello dio lugar a una pérdida de reservas internacionales de 7.300 millones de dólares. Esta pérdida hubiese sido mayor de no haber recurrido el Banco Central a endeudarse en 5.000 millones de dólares con el Banco de Arreglos Internacionales dejando como garantía del préstamo las reservas internacionales que tiene depositadas en ese mismo Banco. Por lo tanto, dejando de lado este juego contable podríamos señalar que la pérdida de reservas en el 2011 fue de 12.300 millones de dólares.

### **EN EL 2012 ENTRARA EN ESCENA LA HISTORICA Y YA CONOCIDA RESTRICCIÓN EXTERNA AL CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA.**

Durante la segunda mitad de la década del 60 y la primera mitad de la década del 70 tuvo lugar un prolongado debate sobre cuál era el principal factor que impedía alcanzar el pleno empleo del capital y la mano de obra. Dos economistas, Carlos Díaz Alejandro y Marcelo Diamand, amigos y lamentablemente fallecidos, habían lanzado la tesis que la restricción externa era el factor predominante para explicar porque la Argentina se veía obligada a iniciar un proceso recesivo aún antes de haber alcanzado el pleno empleo de la mano de obra y el capital.

Ambos economistas fueron los primeros en señalar que ni la etapa peronista de sustitución de importaciones de bienes de consumo, ni la etapa frondicista de sustitución de importaciones de bienes de capital y de bienes industriales más sofisticados como la automotriz, siderúrgica y la petroquímica, fueron suficientes para librarnos de la restricción externa y permitir un sendero sostenido de crecimiento económico.

---

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

*“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*



Dicha tesis sostenía que la vulnerabilidad externa se debía a que cuando crecía la Argentina las importaciones aumentaban más rápidamente que las exportaciones debido a que la elasticidad-ingreso de las importaciones es más elevada que el de las exportaciones. La devaluación pasaba a ser una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar el equilibrio externo. Se requería además tomar medidas fiscales y monetarias contractivas para que el consiguiente deterioro en el consumo interno hiciera viable una contracción en las importaciones. De esta forma, para alcanzar el equilibrio externo, los gobiernos se veían obligados, aun antes de alcanzar el pleno empleo, a adoptar políticas restrictivas que conducían a un proceso recesivo.

El “*stop*” de la economía era el mecanismo de ajuste económico al que recurrían los gobiernos para lograr el equilibrio externo. Una vez alcanzado el equilibrio externo vía contracción de la economía, la sociedad comenzaba a demandar políticas fiscales y monetarias expansivas orientadas a corregir los desequilibrios internos, principalmente en empleo. La reactivación de la economía provocaba nuevamente desequilibrio externo y nuevamente entraban a jugar las medidas restrictivas y así se repetían los ciclos económicos de “*stop and go*”.

Esta es la historia de la economía argentina que comienza pocos años después de la II Guerra Mundial una vez agotadas las reservas internacionales que el país había acumulado durante el conflicto mundial. El primer plan de ajuste recesivo fue en 1952 y partir de allí reiteradamente durante cuatro décadas la Argentina se vio envuelto en los ya conocidos ciclos de expansión y contracción.

A partir del 2003 la Argentina comienza a vivir un nuevo contexto económico que se manifiesta en la acción simultánea de tres realidades jamás soñadas hasta ese entonces:

- Primero, hay una espectacular revolución tecnológica y expansión de la frontera agropecuaria. El cuadro 2 nos muestra que en 1996 la producción de cereales y oleaginosas fue de 42 millones de toneladas y en el 2011 de 104 millones de toneladas.
- Segundo, hay un drástico cambio en el contexto internacional con la aparición de China e India. Ello favoreció aumentos en los precios de nuestros productos de exportación y permitió al mismo tiempo descartar la tesis de Prebisch del deterioro estructural en los términos de intercambio. El cuadro 3 nos muestra que en el 2011 los términos de intercambio aumentaron un 39 % en relación al 2002.
- Tercero, como consecuencia de ambos factores la economía creció desde el 2003 a un promedio anual del 6,6% cuando el promedio anual de las tres últimas décadas del siglo XX fue del 1,8%.

Esta explosión agropecuaria y sostenidos aumentos de precios internacionales han llevado a predecir que por fin la economía argentina se había liberado de la limitación que el sector externo históricamente le impuso al crecimiento económico. En efecto, en la primera década del siglo XXI la Argentina creció a un promedio del 6,6% anual. Esta hipótesis será puesta a prueba en el 2012. Precisamente, el propósito de este trabajo es evaluar cuanto respaldo tiene la tesis de que la economía argentina de ahora en más está libre de la restricción externa al crecimiento económico.

## **EN EL 2012 LA RESTRICCIÓN EXTERNA LIMITARÁ EL MARGEN DE MANIOBRA DE LA ARGENTINA PARA CONTRARRESTAR LA CRISIS INTERNACIONAL CON POLÍTICAS KEYNESIANAS EXPANSIVAS**

- 1. Estados Unidos en el 2008 enfrentó con políticas keynesianas expansivas la crisis bancaria mientras que Europa enfrenta en el 2011 la crisis de la deuda con políticas recesivas.**

*“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*



La crisis de los préstamos hipotecarios subprime en Estados Unidos tuvo como natural consecuencia una profunda recesión económica. El gobierno enfrentó la crisis con una espectacular inyección de políticas keynesianas expansivas fiscales y monetarias:

- El déficit fiscal aumentó en 9 puntos del PBI, pasó del 1,1% en el 2007 al 10,2% en el 2009. La deuda pública aumentó del 62,3% del PBI en el 2007 al 94,4% en el 2009.
- En el campo monetario operó a través de dos vías. Por un lado, el Fondo de la Reserva Federal redujo la tasa de interés del 5,25% anual en agosto del 2007 al 0,25% anual en diciembre del 2008. Por el otro lado, encaró una audaz política de préstamos y aportes de capital a los bancos con riesgos de insolvencia. En muy pocos meses los activos totales del Fondo de la Reserva Federal aumentaron del 5% al 20% del PBI.

Esta política keynesiana permitió en pocos meses salir de la crisis. Paso de una contracción de 10,6 puntos del PBI en el 2008 a un crecimiento en el 2009 de casi 13 puntos del PBI. El mismo ciclo breve de contracción y reactivación lo tuvieron los países europeos.

El resultado de estas políticas fiscales y monetarias muy expansivas es que en la actualidad los Estados Unidos y los países europeos tienen menos margen de maniobra para enfrentar la crisis de la deuda europea con políticas fiscales y monetarias expansivas. Ello se deduce claramente cuando vemos la situación fiscal de los países más importantes.

En el 2007 Estados Unidos tenía un déficit fiscal de 161.000 millones de dólares y en el 2009, dos años después, lo aumento 9 veces a 1.426.000 millones. Alemania paso de un superávit fiscal en el 2007 de 6.600 millones de euros a tener un déficit de 72.900 millones de euros en el 2009. Francia aumento su déficit de 51.600 millones de euros (2007) a 143.000 millones (2009). El Reino Unido paso de un déficit de 32.200 millones de libras esterlinas (2007) a otro de 157.000 millones en el 2009. Italia de 21.500 millones de euros (2007) a 81.700 millones (2009).

Estas cifras ponen de manifiesto la actual resistencia de los gobiernos de los países europeos para estimular fiscalmente sus economías así como sus limitaciones para una política muy agresiva de salvataje a los bancos. En los Estados Unidos las limitaciones que impone el nuevo contexto fiscal también se hicieron explícitas cuando el Congreso puso a Obama al borde del “default” al resistirse a aprobar un mayor endeudamiento para financiar el déficit gubernamental.

En síntesis, la tesis alemana es que los países endeudados deben enfrentar la crisis de la deuda con un ajuste fiscal recesivo. El triunfo de esta tesis nos estaría señalando que la salida de la actual crisis internacional será mucho más suave y más prolongada en el tiempo que lo que ocurrió en el 2009. Ello tiene consecuencias negativas para la Argentina que necesita que se revitalicen los mercados de sus socios comerciales como Brasil, China y Europa.

## **2. En el 2009 la Argentina tenía margen de maniobra fiscal y externo para aplicar políticas keynesianas expansivas mientras que en el 2011 esos márgenes de maniobra desaparecieron.**

La crisis bancaria internacional del 2008 encontró a la Argentina mejor preparada que en el 2011 para contrarrestar con políticas keynesianas expansivas las tendencias recesivas internacionales:

- En el 2008 el superávit fiscal primario consolidado nación más provincias fue del 2,5% del PBI. Ello le permitía no sólo hacer frente a los pagos de intereses de la deuda pública por un 1,5% del PBI sino también tener recursos financieros propios para cancelar deuda. En cambio, en el 2011 hay un déficit fiscal primario consolidado del 1,1% del PBI. Si le sumamos los intereses de la deuda pública el déficit fiscal aumenta al 2,3% del PBI.

*“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*

- En el 2008 el superávit en cuenta corriente del Balance de Pagos fue del 2,1% del PBI. En cambio, en el 2011 hay déficit en la cuenta corriente del Balance de Pagos (0,1% del PBI).
- La producción de petróleo cayó un 27% desde 1998 al 2010, en tanto que la de gas descendió un 10% entre 2004 y 2010. Como resultado de ello, la balanza de comercio exterior energética pasó de un superávit de 3.500 millones de dólares en el 2008 a un déficit de 3.200 millones en el 2011.

En suma, Argentina en el 2012 va a tener menos margen de maniobra para enfrentar con políticas expansivas la recesión europea porque va a tener más déficit fiscal y externo que en el 2011.

### **3. En el 2011 aumento el atraso cambiario**

A partir del 2008 el gobierno comienza a abandonar su política de tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo. En el 2008 la devaluación fue del 1.5 % con una inflación del 23 %. En cambio, en el 2009 la devaluación fue del 17.9% y la inflación del 14.8%. La conjunción de la devaluación del peso contra el dólar y la devaluación del dólar contra el euro permitieron neutralizar en el 2009 una parte importante del atraso cambiario acumulado en los años anteriores.

En el 2010 y 2011 el gobierno abandona nuevamente la política de tipo de cambio alto y competitivo. La devaluación del peso fue del 4/5% anual cuando la inflación fue del 22/25% anual. Ello provocó una importante apreciación del tipo de cambio real multilateral, que es un 31% inferior al del 2007. Como consecuencia de ello pasamos de un superávit en cuenta corriente del 2,8% en el 2007 a un déficit en el 2011 del 0,1% del PBI (ver cuadro 4).

Las perspectivas para el 2012 se complican no sólo porque se agotó el colchón fiscal y el externo sino porque, además, se agregaron otras dos restricciones adicionales: el atraso cambiario y la crisis energética. Hemos pasado de un modelo de tipo de cambio alto con elevados superávit fiscal y externo, a otro modelo con tipo de cambio bajo y crecientes déficit fiscal y externo.

### **EN EL 2012 LA FALTA DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL CONDUCE A QUE LA RESTRICCIÓN EXTERNA IMPACTE EN LA ARGENTINA CON MAS INTENSIDAD QUE EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA, PERU Y MEXICO.**

El Cuadro 5 presenta la evolución del balance de pagos para un conjunto de países de América Latina para el periodo 2008/2011. Brasil, México, Colombia y Perú tienen déficit en la cuenta corriente del Balance de Pagos. Este déficit es cubierto en exceso por los ingresos de capitales externos de forma tal que no sólo financian el déficit externo sino que además contribuyen a aumentar sus reservas internacionales y sostener sus niveles de crecimiento económico.

El caso más extremo es Brasil. El déficit en la cuenta corriente acumulado en esos cuatro años es de 154.400 millones de dólares. Los ingresos de capitales e inversiones directas extranjeras alcanzaron la suma de 327.300 millones de dólares, lo cual le permitió no sólo financiar el desequilibrio externo sino también aumentar sus reservas internacionales en 172.900 millones de dólares.

Argentina y Venezuela, por el contrario, son dos casos totalmente opuestos al de esos países latinoamericanos. Ambos países tienen superávit en cuenta corriente. Este superávit se canaliza en su totalidad a pagar los vencimientos de la deuda pública y la salida de capitales privados. En Argentina a fines del 2007 las reservas internacionales del Banco Central ascendían a 46.200 millones de dólares y a fines del 2011 a 39.100 millones de dólares, a pesar que en esos cuatro años el superávit acumulado de la cuenta corriente fue de 20.600 millones de dólares.

*“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*

Venezuela es el otro caso extremo. En el periodo 2008/2011 Venezuela prácticamente duplicó el superávit en cuenta corriente de la Argentina dado que fue de 87.200 millones de dólares. Sin embargo, la fuga de capitales privados y los servicios de la deuda fueron de 96.200 millones de dólares. A pesar de ese elevado superávit externo no le quedó otra alternativa que usar las reservas internacionales en 9.000 millones de dólares para cubrir la brecha faltante.

Por lo tanto, en la Argentina y Venezuela la falta de acceso al mercado de capitales internacionales no les permite refinanciar los vencimientos de la deuda pública. Tienen que pagar esos vencimientos de deuda con sus reservas internacionales. En consecuencia, el superávit externo no se traduce en un aumento de las reservas internacionales.

La Argentina tiene una relación Deuda Publica Neta /PBI del 18%, que es el coeficiente más bajo cuando lo comparamos con los otros países latinoamericanos. Por lo tanto no es un nivel elevado de deuda lo que frena el ingreso de capitales. Lo que si se observa es que el riesgo país de Argentina es cuatro veces superior al de los otros países latinoamericanos. **Ello nos está señalando que lo que predomina es la falta de confianza en las reglas de juego que impone el gobierno argentino.**

En suma, si bien la Argentina tiene menos déficit fiscal y externo que Brasil la poca credibilidad y la falta de acceso al mercado de capitales pueden actuar como un freno importante al crecimiento de la economía. Por esta razón, Brasil está en mejores condiciones que la Argentina para hacer frente en el 2012 a un contexto internacional recesivo con medidas keynesianas expansivas. Ello es precisamente lo que está ocurriendo en la actualidad en Brasil.

En el 2010 Brasil creció un 7,5%. En el tercer trimestre del 2011 la crisis financiera internacional provoca un brusco freno a ese ritmo de crecimiento. El PBI desestacionalizado se contrajo un 0,2% en relación al segundo trimestre. A partir de esta contracción de la economía el gobierno decidió, tal como lo hizo en el 2009, adoptar medidas fiscales y monetarias keynesianas expansivas. Redujo en tres oportunidades la tasa de interés, también redujo impuestos para estimular la demanda de bienes de consumo, para mejorar la competitividad de las exportaciones y de las pequeñas empresas, redujo los aportes previsionales, aumentó el salario mínimo un 14% (la inflación es del 6.6 % anual) y decidió aumentar la inversión pública. Con estas medidas expansivas intenta que en el 2012 el crecimiento sea por lo menos similar al del 2011, esto es, un 3% anual.

Brasil tiene déficit en sus cuentas externas. Sin embargo, ello no frena el crecimiento económico porque al tener acceso al mercado financiero internacional puede financiar su desequilibrio externo así como refinanciar los vencimientos de deuda. Muy probablemente, también tiene margen para aumentar sus reservas internacionales.

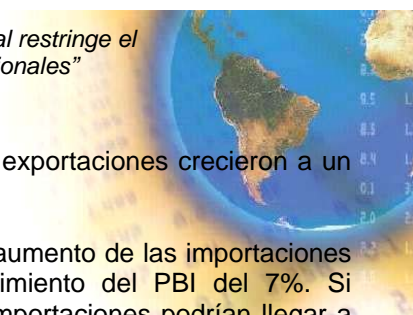
En la Argentina la realidad internacional es totalmente opuesta a la de Brasil. La falta de acceso al mercado financiero internacional en un contexto de desequilibrio externo constituye una importante restricción al crecimiento económico porque el gobierno no tiene otra alternativa que utilizar sus reservas internacionales para financiar el desequilibrio en la cuenta corriente, los vencimientos de deuda y la salida de capitales. En el 2011 la pérdida de las reservas internacionales fue de 6.900 millones. El Banco Central no tuvo otra fuente de financiamiento externo que un préstamo de 5.000 millones de dólares del Banco de Arreglos Internacionales, que le exigió como garantía dejar sus propias reservas internacionales depositadas en ese Banco internacional.

Esta realidad del 2011 se ve potenciada en el 2012 por el impacto de la recesión internacional que provoca la crisis europea. Hasta ahora esa crisis se manifestó en una caída del precio internacional de nuestros productos de exportación y en un aumento en los de importación de petróleo y de GNL. El precio internacional de la soja se redujo de un promedio de 500 dólares la tonelada en los siete primeros meses del 2011 a 410/420 dólares a mediados de diciembre del 2011.

Si suponemos que en el 2012 el precio promedio de la soja se mantiene en torno a 430 dólares la tonelada y que se debilita el crecimiento en nuestros principales socios comerciales como Brasil, Europa y China es de esperar que en el mejor de los casos las exportaciones del 2012 sean similares

*“En el 2012 la falta de acceso al financiamiento internacional restringe el crecimiento económico al uso de las reservas internacionales”*

*Por Mario Brodersohn*



a las del 2011, esto es, de 86.000 millones de dólares. En el 2011 las exportaciones crecieron a un ritmo anual en dólares del 25.3%.

Este crecimiento en las exportaciones permitió financiar en el 2011 un aumento de las importaciones del 33% inducidas por la combinación de atraso cambiario y crecimiento del PBI del 7%. Si suponemos que la economía solo crece un 2% anual en el 2012 las importaciones podrían llegar a 81.000 millones de dólares; esto es, en el 2012 las importaciones crecerían un 8% cuando crecieron un 33% en el 2011. Aclaremos que también juega en este contexto el aumento en las importaciones petroleras.

El gobierno está tratando de contrarrestar el atraso cambiario con controles cuantitativos a las importaciones. Más allá de las complicaciones que ello provoca en el comercio con los países a los cuales les exportamos, Brasil y China por ejemplo, no creemos que esta medida tenga un gran impacto cuantitativo en el total de importaciones.

Con estos datos sobre exportaciones e importaciones más los servicios de intereses de la deuda y las remesas de utilidades estimamos un déficit en la cuenta corriente del Balance de Pagos de 3.700 millones de dólares (0,8% del PBI). La falta de acceso al mercado de capitales internacionales nos está señalando que nuevamente, tal como ya ocurrió en el 2011, tenemos que financiar en el 2012 con las reservas internacionales el desequilibrio externo más los vencimientos de la deuda pública y la salida de capitales. Solo que en el 2012 la magnitud de las cifras son mayores que las del 2011.

¿Es sustentable esta estrategia de desacelerar el crecimiento al 2% cuando no se cuenta con acceso al mercado financiero internacional? Probablemente no por sus demandas de reservas internacionales. Obviamente, las reservas internacionales no pueden seguir cayendo al ritmo del 2011 sin generar grandes tensiones en el mercado cambiario. Si el gobierno no replantea su estrategia será el mercado el que tome la iniciativa.

Este desequilibrio externo y la falta de acceso al mercado financiero internacional nos están sugiriendo que, a diferencia con Brasil, la Argentina no tiene margen de maniobra para contrarrestar la desaceleración en el crecimiento con políticas keynesianas expansivas, tal como lo hizo en el 2009. En efecto, políticas expansivas conducen a aumentar la tasa de crecimiento y a un aumento en las importaciones lo cual conducirá a desprenderse de más reservas internacionales. Por supuesto, siempre tiene la puerta abierta para plantear un giro de 180 grados en la relación con el FMI a fin de tener acceso al mercado financiero internacional. Esto último no es un desafío menor porque involucra replantear el papel del INDEC.

## **CONSIDERACIONES FINALES**

En síntesis, la Argentina en el 2003/2011 se vio favorecido por un círculo virtuoso alimentado por la explosión productiva agropecuaria, altos precios internacionales, devaluación del dólar contra el euro, apreciación del real, elevados superávit fiscales y externos, y tasas de crecimiento chinas. Ahora los astros celestiales se están conjurando para desplazar a la Argentina hacia un círculo vicioso: recesión internacional, caída de los precios internacionales, apreciación del dólar contra euro, devaluación de real, déficit fiscal y externo, desaceleración del crecimiento.

Como ya ha ocurrido en las décadas del 50 al 90 la Argentina está nuevamente frente a un escenario en donde la restricción externa limita nuestra capacidad de crecer en un contexto de falta de acceso al mercado financiero internacional, esto es, estaríamos entrando en la etapa del “stop” del ciclo económico. Esta es una lamentable conclusión porque hemos desaprovechado en los últimos años el contexto internacional más favorable de toda nuestra historia económica al financiar con nuestros elevados superávit comerciales externos la fuga de capitales en lugar de canalizarlos hacia sectores productivos más competitivos desde el punto de vista internacional. Una observación que surge de inmediato hubiese sido canalizar esos excedentes externos hacia incentivos que estimulen inversiones en el sector energético.

# Cuadro 1

## Evolución del Balance de Pagos

en miles de millones de dólares

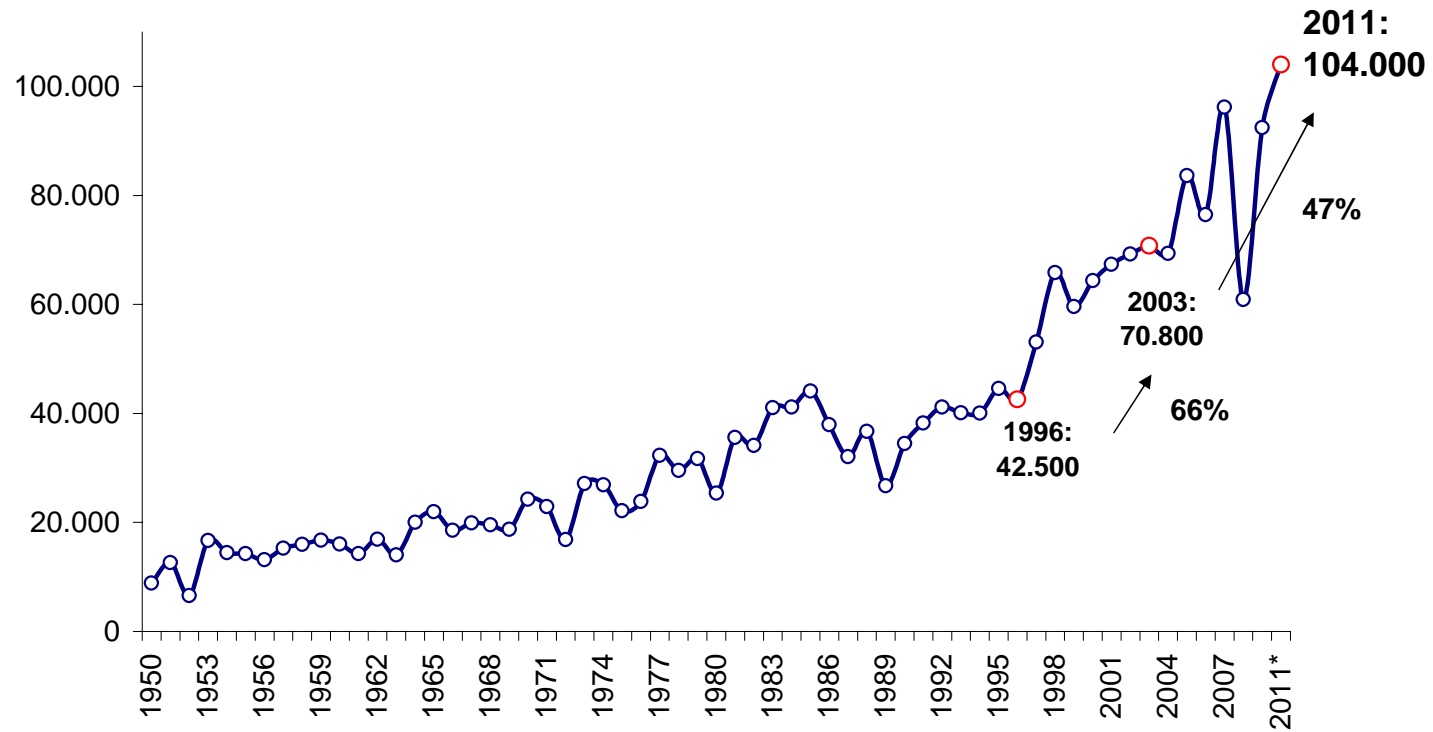
	2007	2008	2009	2010	2011*
<b>Cuenta corriente</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>11,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,5</b>
en % del PBI	2,8%	2,1%	3,6%	0,8%	-0,1%
<b>a) Saldo Comercial</b>	<b>9,8</b>	<b>12,6</b>	<b>16,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,0</b>
Exportaciones FOB	56,0	70,0	55,7	68,4	86,0
Importaciones CIF	46,2	57,5	38,8	56,4	75,0
<b>b) Saldo Servicios (sin CIF)</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>
Exportaciones	10,4	12,0	11,0	13,1	14,4
Importaciones (sin cif)	7,3	10,4	10,6	11,9	15,1
<b>c) Rentas de la Inversión</b>	<b>-5,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,5</b>
<b>Intereses</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,7</b>
Ganados	5,1	4,2	2,1	1,7	1,7
Pagados	5,7	5,6	4,5	4,4	5,4
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,8</b>
Ganados	1,5	1,3	1,3	0,9	1,2
Pagados + otras rentas	6,7	7,4	7,9	8,0	8,0
<b>d) Transferencias corrientes</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>5,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-6,8</b>
en % del PBI	2,2%	-2,1%	-3,2%	0,2%	-1,5%
<b>a) Sector Público</b>	<b>3,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,5</b>
<b>BCRA</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>5,0</b>
<b>Gobiernos</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,5</b>
Nacional + emp. Púb.	2,0	-0,4	-0,7	0,5	-3,0
Provincial	0,4	-0,1	-0,1	1,8	1,5
<b>b) Sector Privado</b>	<b>1,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-10,3</b>
Salida de Capitales	-8,9	-23,1	-14,1	-11,4	-24,8
Entrada de Capitales	10,7	15,0	6,5	12,6	14,5
Reinversión Utilidades	4,8	3,8	4,7	3,9	4,0
Financiamiento Comer. Ext.	3,9	5,5	-5,8	5,0	5,5
Otros	2,0	5,7	7,6	3,8	5,0
<b>Variación de Reservas</b>	<b>13,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,6</b>	<b>-7,3</b>
Reservas a fin de Año	46,2	46,4	48,0	52,1	44,8
Stock en % del PBI	17,7%	14,2%	15,6%	14,1%	10,1%

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC \* Estimación Econométrica S.A

## Cuadro 2

### Producción de cereales y oleaginosas 1950 - 2011

miles de toneladas

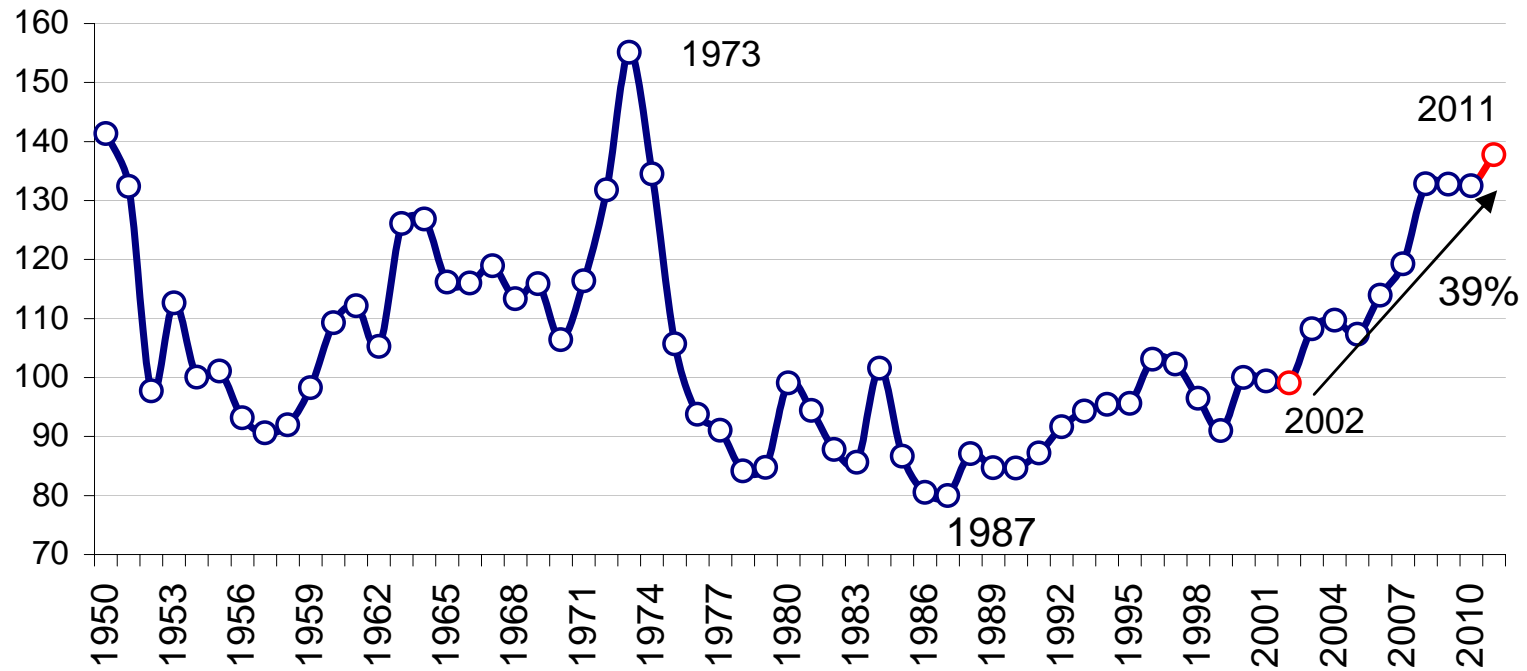


Fuente: Econométrica S.A en base a CEPAL y SAGPyA

# Cuadro 3

## Evolución de los Términos de Intercambio

Año base 100 = 2000



Fuente: Econométrica en Base a CEPAL y INDEC

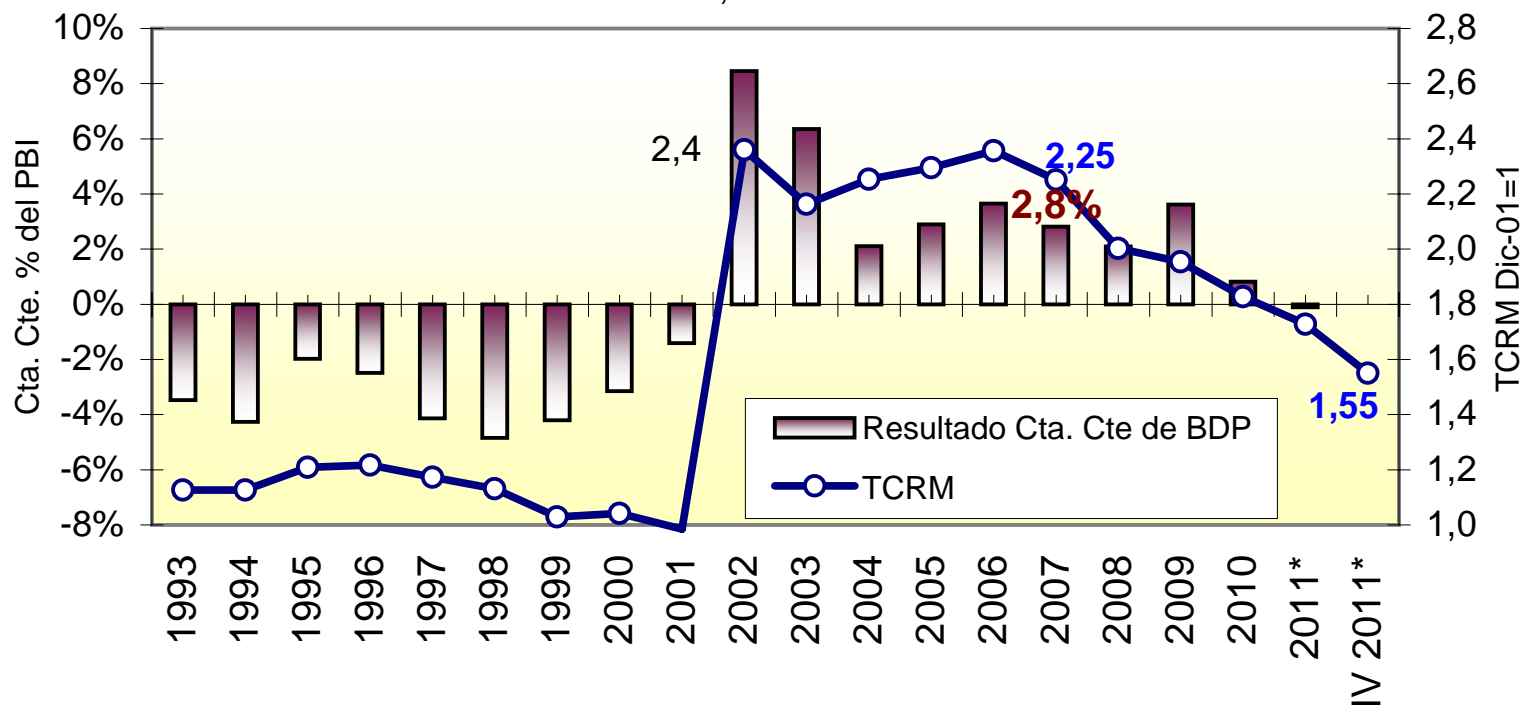
Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

# Cuadro 4

## Evolución del TCRM y Saldo Externo 1993-2011

TCRM Dic-01=1 , Cta. Cte en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA, INDEC y BA City

\*Proyección Econométrica S.A

Econométrica S.A

economic research and forecasts

# Cuadro 5

## Latinoamérica

### Balance de Pagos Acumulada 2008-2011

en miles de millones de u\$s

Indicadores

	Cta. Cte	Cta. Capital	Var. Reservas
Brasil	-154,4	327,3	172,9
México	-38,5	90,3	51,8
Chile	2,9	18	20,9
Colombia	-30,2	42,5	12,3
Perú	-10,9	34,1	23,2
<b>Total</b>	<b>-232,6</b>	<b>490,5</b>	<b>257,9</b>
Argentina	21,3	-19,8	1,5
Venezuela	87,2	-96,2	-9

Deuda/PBI (2011)		Riesgo País (14-Dic)
Bruta	Neta	
65,0%	38,6%	213
42,9%	39,3%	180
10,5%	-2,7%	161
35,9%	29,2%	187
21,5%	S/I	215
40%	18%	919
S/I	S/I	1190

Fuente: Consensus economics, FMI, INDEC.