



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**Argentina
Macroeconomic
Outlook**

***“¿Afectará la Crisis
Financiera
Internacional a la
Economía Argentina
en 2008?”***

Por Juan Sommer

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Febrero
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 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 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

¿AFECTARÁ LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL A LA ECONOMÍA ARGENTINA EN 2008?

Por Juan Sommer¹

Las proyecciones para el año 2008 indican que por sexto año consecutivo la economía Argentina tendrá superávit tanto en las cuentas fiscales como en las cuentas externas. Más aún, el superávit fiscal proyectado para el año es superior al de 2007 y el superávit de la cuenta comercial previsto para el 2008 también supera al de 2007. Además se prevé que la economía seguirá creciendo a tasas altas, aunque levemente inferiores a las de los últimos años, por efecto tendencial (arrastre) pero también porque la expansión de la demanda agregada durante el año seguirá siendo sostenida.

Todos estos pronósticos se presentan en un contexto que ha experimentado algunos cambios importantes. En el plano local se observa una aceleración de la tasa de inflación y también mayores dificultades en satisfacer la creciente demanda de energía y desequilibrios en los mercados de otros bienes afectados por las políticas de precios y tarifas aplicada por el Gobierno. En el plano internacional, la crisis en los mercados financieros y su impacto sobre la economía de los Estados Unidos repercutirá en mayor o menor medida en las restantes economías de países centrales como emergentes desacelerando la actividad económica.

Es decir, en las proyecciones mencionadas se supone que ninguna de

estas modificaciones en los escenarios locales e internacionales repercutirán significativamente a nivel cuantitativo en la economía argentina durante 2008. Sin embargo, para extender el pronóstico a más largo plazo es necesario identificar los riesgos que la dinámica de proceso inflacionario interno y las repercusiones de la crisis internacional pueden imponer a continuidad del crecimiento de la economía argentina. A ese objetivo apuntan las reflexiones que siguen.

1. EL SUPERÁVIT FISCAL DE 2008

El superávit fiscal de la Nación de enero de 2008 permite avalar el pronóstico de mayor superávit en 2008 respecto de 2007, que de acuerdo con nuestras proyecciones pasaría del 2,2% del PBI en 2007 al 3,3% en 2008. En efecto, el rasgo distintivo del resultado de enero es el fuerte crecimiento observado en los ingresos fiscales que, con respecto a igual periodo del año anterior aumentaron un 45,9%, mientras que el nivel de gastos se expandió al 36,0% (ver cuadro N 1).

Si se observa la evolución de los gastos, y se comparan las variaciones de enero respecto del promedio de 2007, surgen las siguientes observaciones. Las partidas de gastos que se redujeron su tasa de crecimiento fueron las de

¹ E-mail: jsommer@econometrica.com.ar

remuneraciones, bienes y servicios y prestaciones de la seguridad social, mientras que aumentaron su ritmo de expansión las transferencias al sector privado y también los gastos de capital.

La reducción de la tasa de crecimiento de los gastos en seguridad social – principal componente de las tres partidas mencionadas- se debe a que los gastos de enero de 2007 ya incluían un componente de la moratoria que fue factor determinante del fuerte salto en el gasto del año pasado.

En cambio, el aumento en la tasa de expansión de las transferencias al sector privado y de gastos de capital está asociado con la política de tarifas de servicios públicos y de precios por un lado y las mayores necesidades de inversión que está llevando a delante la Nación para enfrentar la crisis energética y desarrollar otras obras de infraestructura.

Nuestra proyección es que a lo largo de 2008 las transferencias al sector privado y los gastos de capital seguirán creciendo a tasas relativamente altas en comparación con los valores de 2007 porque no prevemos un cambio significativo en la política de precios ni ajustes en las tarifas de servicios públicos que permitan reducir las transferencias por estos motivos.

También prevemos que el Gobierno seguirá efectuando gastos en obras de infraestructura. Ello sumado a los ajustes en las remuneraciones y jubilaciones determina que proyectemos la tasa de crecimiento del gasto en 34,7% y un aumento del gasto en términos del PBI en 1,7 puntos porcentuales, suponiendo que los

precios implícitos del producto aumenten el 15%.

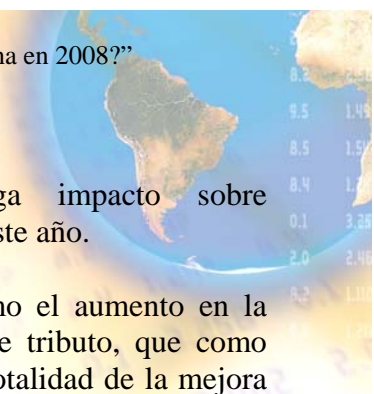
El aumento en los ingresos fiscales se prevé en 38,1%. A ello contribuirán tanto los ingresos tributarios como los de la Seguridad Social (ver Cuadro N2).

En este último caso influye además del aumento de las remuneraciones, el aumento en el número de aportantes al sistema de reparto como consecuencia de la contrarreforma previsional implementada el año pasado y el tope para el pago de aportes para los ingresos de \$6.750 a \$7.256 mensuales.

El impacto de la contrarreforma previsional, se estima que aportará casi la mitad de la tasa de crecimiento prevista en los recursos de la seguridad social para este año. Este punto puede verse comparando los ingresos por aportes patronales y los aportes personales netos de los destinados a la AFJP. Mientras que para los primeros se proyecta un crecimiento del 28,9%, para los aportes personales al sistema de reparto el crecimiento proyectado es del 65%. (Aumento no repetible a mediano plazo).

En el caso de los ingresos tributarios antes de transferencias automáticas a las provincias, el aumento previsto también implica un crecimiento en términos del PBI, ya que pasarían del 24,8% en 2007 al 27,9% en el 2008. En este caso el mayor crecimiento se registrará en los derechos de exportación que se proyecta en 87%, con una variación en el tipo de cambio entre ambos años del sólo el 2%.

Los demás impuestos se proyectan con un crecimiento inferior –32,4%- más en



línea con el aumento esperado en el PBI y en los precios.

Cabe señalar que el nivel proyectado de derechos de exportación -\$ 38,3mil millones- es superior al superávit primario proyectado para el año -\$ 32,9mil millones-. Del total de la recaudación de los derechos de exportación, alrededor de \$26,0 mil millones corresponden a productos agrícolas, principalmente soja, trigo y maíz, \$5,0 mil millones a combustibles y derivados y \$1,9 mil al resto de los productos de exportación.

Está claro que la decisión del Gobierno de incrementar los derechos de exportación, posibilitada por el fuerte aumento en los precios de los commodities agropecuarios, contribuye decisivamente al aumento en el resultado primario. El aumento de la recaudación de derechos de exportación en términos del PBI sería de alrededor del 1,3% del PBI, algo más que la mejora en el superávit primario entre 2007 y 2008.

Es decir, la mejora en el superávit primario de la Nación que se proyecta para este año no refleja una reducción del gasto sino un aumento en la recaudación.

Este aumento es consecuencia del crecimiento del PBI como también de los precios domésticos, pero fundamentalmente del aumento en la recaudación de los derechos de exportación.

En la estimación de la recaudación de derechos de exportación se supone los precios promedio de enero último. Es decir, no prevemos que la crisis

internacional tenga impacto sobre dichos precios en este año.

Por otro lado, como el aumento en la recaudación de este tributo, que como se dijo explica la totalidad de la mejora prevista en el superávit primario, no supera el efecto de los mayores precios internacionales menos el aumento de costos internos de producción, el mayor superávit fiscal no tendrá un efecto contractivo sobre el nivel de actividad porque no reduciría los ingresos de los productores con relación a lo percibido en el año anterior.

En otros términos, los altos precios internacionales de los commodities de exportación, principalmente la soja son la clave para extender en el tiempo la política económica seguida por el Gobierno en los últimos años.

2. LAS CUENTAS EXTERNAS EN 2008

El Balance de cambio del sector privado mostró un fuerte superávit de u\$s11.650 millones en 2007. La principal fuente del superávit de las cuentas externas es el saldo del balance comercial, que sumó Dls. 15,4millones en año pasado, magnitud que fue 1,6 mil millones superior al 2006 (ver cuadro N 3).

En 2007 tanto las exportaciones como las importaciones crecieron en alrededor de Dls 10mil millones, aunque como parten de bases diferentes las tasas de crecimiento fueron de 26,3% y 31% respectivamente.

En el crecimiento de las exportaciones jugó un papel preponderante las

exportaciones de commodities de origen agrícola, vendidas en forma primaria o manufacturadas. El valor de estas exportaciones creció en u\$s7,9 mil millones, de los cuales el efecto del aumento del precio explica poco más de la mitad del incremento.

La proyección para el 2008 refleja el salto de los commodities de los últimos 6 meses. De hecho, esperamos un crecimiento de las exportaciones de u\$s19.000 millones, en las que el peso del commodities explica el 80%.

También se prevé una continuidad en el aumento de las importaciones asociada con el crecimiento de la actividad y el aumento de las importaciones de energía y combustibles.

Por el lado de los movimientos de capitales del sector privado de 2007 se observan dos períodos marcadamente distintos. El primer semestre del año mostró un fuerte aumento en los ingresos de capitales privados que desapareció al inicio de la crisis de las hipotecas subprime, hacia agosto pasado. Desde Noviembre la salida de capitales se atenuó, situación que se prolonga en la actualidad. A comienzos de este año se registra ingresos extraordinarios asociados con inversiones directas –Acindar- y por la exigencia de repatriación de fondos a las AFJP.

Es decir, el precio de los commodities está sosteniendo el balance comercial y posibilitando las importaciones de bienes intermedios y de capital para la continuidad del crecimiento.

Si bien la crisis financiera internacional provocó inicialmente importantes

salidas de capitales, también parece haber influenciado no sólo la decisión del Banco Central de responder a la mayor demanda de dólares con aumentos en el tipo de cambio nominal, sino también la confirmación de las expectativas de que continuarán las manipulaciones del Índice de Costo de Vida, lo que hizo poco atractivo la tenencia de los Títulos en pesos ajustables por CER.

Por otro lado influyó la decisión del Banco Central de limitar la participación en las licitaciones de Letras y Notas que efectúa la entidad a los residentes en el país. La mayor estabilidad del tipo de cambio nominal impuso un freno al proceso de salida de capitales.

En conclusión, el resultado del balance de pagos de 2008 seguirá siendo fuertemente superavitario por efecto del crecimiento de las exportaciones impulsado por el mayor volumen y precio de los commodities agrícolas.

3. EL IMPACTO MONETARIO DEL SUPERÁVIT EXTERNO

El superávit de la cuenta comercial, al que se sumó en el primer trimestre de este año los ingresos de fondos mencionados anteriormente está requiriendo la intervención del Banco Central en el mercado de cambios para evitar la apreciación nominal del peso.

Al mismo tiempo el Banco Central continúa colocando Letras y Notas para reducir la liquidez de los Bancos en un intento por controlar la expansión de M2 para lo cual también extendió el plazo mínimo de las nuevas emisiones

de esos títulos con el propósito de lograr igual efecto en los depósitos privados.

Sin embargo, no ajustó las tasas de interés de las emisiones de estos instrumentos que continúan siendo altamente negativas en términos reales, lo que indica la decisión de no utilizar la política monetaria como instrumento para limitar la demanda agregada pese al aumento en la tasa de inflación².

Como resultado de la expansión monetaria por las compras de divisas por el Banco Central y su política de tasas de interés, se generó desde fines del año pasado una importante reducción de las tasas de interés pasivas. En efecto, las tasas de interés de plazos fijos entre 30 y 44 días pasaron del 10% anual hacia fines de 2007 al 8,2% anual en los primeros días de febrero y la tasa BADLAR de banco privados que se ubicaba en alrededor del 13,5% anual en diciembre de 2007 fue del 8,3% anual en la primera quincena de 2008.

Estas tasas de interés son negativas en términos reales respecto de la inflación “real” estimada por los agentes económicos que es la variable relevante para la toma de decisiones, ante la falta de un indicador creíble sobre la evolución de los precios. Si bien estas tasas negativas no generan una reducción significativa del stock de depósitos a plazo fijo y una huida hacia dólares porque se mantienen las expectativas de tipo de cambio nominal estable o sólo creciendo a tasas muy bajas –no más del 2-3% anual- y por la

² Ver Informe Mensual “Política Monetaria 2008: El Programa Monetario impone un límite a sostener el dólar”, por Ramiro Castiñeira, Econométrica S.A., Enero 2008.

reducción de las tasas de interés de los activos de bajo riesgo en dólares, tampoco incentivan el ahorro financiero.

En cambio inducen a incrementar la demanda de bienes de alguna manera ajustables con la inflación, como son inmuebles y bienes de consumo durables. Por otro lado, las bajas tasas de interés de las LEBAC y NOBAC son un aliciente par que los Bancos aumenten los préstamos al sector privado con el consiguiente efecto multiplicador de la base monetaria. En ese contexto, el objetivo de control de M2 privado por el Banco Central se torna de difícil cumplimiento³.

4. IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICO Y FINANCIERA INTERNACIONAL.

Hasta el presente la crisis financiera internacional no parece haber impactado en forma relevante en la economía argentina, excepto en los mercados de capitales. Es cierto que aún no hay evidencias de una “recesión” en los

³ El Banco Central también fijó metas para M2 total (público más privado). Sin embargo, este último indicador es menos adecuado para medir el control de la cantidad de dinero porque las decisiones del sector público responden a pautas distintas a las del sector privado. En particular, en la evolución de los depósitos del sector público desde el año pasado se observan importantes transferencia de depósitos en cuenta corriente a depósitos a plazo para reducir M2 total, aunque ello es a costa de la rentabilidad de los bancos en los que se realizan (aunque en beneficio de los depositantes). Para facilitar esta transferencia de depósitos, recientemente el Banco Central tomó la resolución de autorizar la constitución de plazos fijos del sector público con plazos mínimos de 90 días precancelables luego de 10 días de constituidos

Estados Unidos, definida como una caída en el PBI. Sin embargo, hay claros síntomas de una importante desaceleración de su tasa de crecimiento –en el cuarto trimestre del 2007 el PBI creció el 0,6%- con expectativas de que en los próximos trimestres se llegue a registrar una baja en el nivel de actividad. En ese sentido, se duda que la política de reducción de tasas de interés que está aplicando Bernanke para revertir la tendencia tenga el “*timing*” adecuado para evitarlo.

Desde hace tiempo se viene debatiendo si una recesión de los Estados Unidos se transferirá a la economía mundial en su conjunto y en particular a los países emergentes incluyendo China e India, o si dada la envergadura que alcanzaron estas economías, su evolución puede “*independizarse*” (*decoupling*) en forma importante de la menor demanda proveniente de los Estados Unidos.

Por supuesto, hay argumentos a favor de una u otra posición, pero es impensable que el debilitamiento de la economía americana no tenga algunas consecuencias sobre el resto del mundo.

La economía argentina podría verse afectada en distintos frentes. En primer lugar, una recesión con impacto generalizado tenderá a afectar los precios de los commodities de exportación de nuestro país. A la fecha los precios de estos productos, principalmente la soja y en menor medida el trigo continúan su marcha ascendente. Durante 2007 aumentaron el 77% y 47% respectivamente y en el tiempo transcurrido en este año lo hicieron en 17,5% y 17%, respectivamente (ver Cuadro N4).

Es difícil encontrar una explicación acabada de las razones del aumento en los precios internacionales en dólares de estos commodities en los últimos tiempos.

La creciente demanda de países como China e India seguramente proveen una explicación parcial. También la demanda de estos productos y otros sustitutos para biocombustibles forma parte de los argumentos para fundamentar precios más altos de estos commodities, particularmente la soja, a más largo plazo. Pero seguramente también hay un componente especulativo en los mercados de futuros. Todos estos factores, incluyendo el componente especulativo del precio, puede entrar a jugar negativamente en un contexto internacional recesivo.

La importancia de los altos precios internacionales sobre los ingresos fiscales y sobre las exportaciones Argentinas fue señalada anteriormente. Menores precios no sólo tienen un efecto directo sobre la recaudación, sino que puede requerir la revisión de los derechos de exportación para no afectar los ingresos de los productores locales.

El superávit fiscal proyectado podría absorber parte de una eventual reducción de ingresos de derechos de exportación, pero si la reducción de precios internacionales fuera mayor, debería recurrir al financiamiento monetario o en los mercados de capitales para no reducir el consumo y la inversión pública.

La reducción de la demanda de bienes en otros países no sólo se vería reflejada en los precios de los commodities,

también en las exportaciones de otros productos inclusive industriales. En ese sentido el comportamiento de la economía brasileña y de otros países compradores de bienes industriales argentinos es clave.

La crisis financiera internacional alteró el funcionamiento de los mercados de capitales. Un escenario financiero internacional más convulsionado trae aparejado dificultades de acceso a los mercados de capitales sobre todo para obtener financiamiento a largo plazo y principalmente para deudores más riesgosos con un aumento del riesgo país. En ese sentido, es necesario tener en cuenta que pese a la reducción de las tasas de interés de corto plazo, en parte por el aumento observado en las tasas de inflación, las tasas de más largo plazo no experimentaron una reducción significativa.

Con el superávit primario proyectado para el 2008 (3,3% del PBI), las necesidades de financiamiento del sector público nacional en el año son relativamente bajas, alrededor de Dls. 2,7mil millones, Dls, 4,7mil millones menos que en 2007. Este monto parece ser perfectamente financiable sin recurrir a los mercados internacionales de capitales utilizando los mismos mecanismos que en los dos últimos años, es decir, colocación de deuda a Venezuela y emisiones primarias de deuda en dólares bajo la legislación argentina. (ver Cuadro N5).

En principio no haría falta recurrir a otros mercados a los que, por otro lado, no se podría acceder hasta tanto se resuelvan los temas pendientes con el Club de París y con Hold Outs. Sin embargo, es necesario tener presente

que las necesidades de financiamiento aumentarían si se redujese la recaudación de derechos de exportación por efecto de menores precios de los commodities⁴.

Las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos de reducir la tasa de interés de corto plazo prolonga el proceso de devaluación del dólar, que en su relación con el Euro se ubicó en un nivel récord de 1,52dls por euro el 29 de febrero, implicando una devaluación del 3,5% respecto del fin de 2007. Similarmente, es la situación del Real que se revaluó en el mismo periodo en el 5,5% y el Yen que lo hizo en 9,6%.

Ello contribuye a mejorar la competitividad Argentina respecto de los países con monedas que se apreciaron. Sin embargo, si la crisis hoy concentrada en los Estados Unidos se desparrama a otros países, es de esperar que también allí se implementen políticas monetarias más expansivas, y el objetivo de mantener el crecimiento tienda a adquirir mayor relevancia sobre el de evitar un aumento en la tasa de inflación. En ese escenario, una posible reducción de las tasas de interés tenderá depreciar las monedas respecto del dólar y el peso argentino, pegado al dólar, se apreciaría respecto de esas monedas.

En resumen, la crisis financiera con repercusiones en la economía real de Estados Unidos hoy en pleno proceso de desarrollo y con pronóstico de difícil reversión en el corto plazo seguramente

⁴ Cabe mencionar que las necesidades de financiamiento vuelven a aumentar fuertemente en 2009.



tendrá un impacto sobre la economía mundial.

La discusión sobre la evolución en el tiempo y sobre la magnitud y globalización del impacto no está cerrada y como ocurre en estos casos los pronósticos sobre el *timing* y la efectividad de las políticas es variada.

De todos modos, la crisis está presente y seguramente algunos efectos a lo largo de las líneas mencionadas anteriormente tendrá en nuestro país. Nuestras proyecciones indican que los efectos en este año no serán significativos pero es difícil predecir cuales serán los efectos a más largo plazo. En ese sentido, se vuelve más imperioso resolver los problemas de origen interno para minimizar cualquier impacto externo sobre la economía argentina.

5. INFLACIÓN, SALARIOS Y TIPO DE CAMBIO

La dinámica del proceso inflacionario que se observa en la economía desde el 2006 es el principal problema que pone en riesgo la continuidad del crecimiento económico a más largo plazo. Lamentablemente no se dispone de cifras serias de inflación de 2007, pero es difícil pensar que haya sido inferior al 20%.

A los factores de demanda agregada impulsada por el aumento del gasto público y del crédito, se agrega los aumentos en los salarios nominales del 20% para el sector registrado, y algo superiores para el sector no registrado y el sector público que por el aumento en la tasa de inflación se han traducido en

aumento reales significativamente inferiores.

El agotamiento del poder adquisitivo de estos aumentos es la base de los reclamos gremiales en las negociaciones paritarias que se están llevando a cabo y que con intervención del Gobierno se están cerrando unos puntos por encima del 20% si se incluyen componentes adicionales.

Seguramente estos aumentos salariales le ponen un piso a las expectativas inflacionarias para 2008, aún suponiendo que no se corregirán las distorsiones que se están generando en los precios y mercados de diversos productos y servicios. Tal el caso de las tarifas de combustibles –petróleo y gas-, energía eléctrica y también de los precios de varios productos, como ser la carne, la leche, etc. Estas distorsiones que se agudizan a medida que aumentan precios y costos, necesariamente en algún momento deberán ser corregidas.

De todos modos, suponemos que ello no ocurrirán en este año y que el Gobierno continuará con la política de postergar decisiones que requieran ajustes de precios con impacto en el índice de precios oficial.

El Gobierno ha anunciado que construirá un nuevo índice de precios en el que no se incorporan rubros tales como, la medicina prepaga y los colegios privados y discrecionalmente se excluirán en el cálculo del índice para un determinado mes todo producto con aumentos de precios por encima de un determinado valor, bajo el supuesto de que será sustituido por algún otro producto sin especificar.

De materializarse este anuncio, lo que parece factible, el Gobierno tendría más espacio para blanquear situaciones sin afectar los índices oficiales. Aunque no creemos que la Secretaría de Comercio abandone su rol de policía de precios, el nuevo instrumento de medición le da un marco de mayor flexibilidad para actuar sin afectar el índice oficial, que carecerá de credibilidad y sólo se utilizará para ajustar los títulos públicos indexados.

El aumento de salarios, las tasas de interés pasivas negativas en términos reales y el aumento del gasto público sostendrán la continuidad del crecimiento de nivel de actividad económica durante 2008, que de todos modos prevemos que será algo inferior a la de 2007.

En esa dirección operan por ejemplo la tendencia al agotamiento de la capacidad instalada en un contexto de tasa de inversión relativamente baja, la reducción de la rentabilidad en los sectores productores de bienes comercializables por efecto del aumento de los costos internos, las posibles restricciones en la oferta de energía eléctrica y gas y desde el lado de la demanda, dependiendo de la tasa de inflación real el agotamiento de los aumentos salariales y de las jubilaciones por efecto de la inflación y algún coletazo de la crisis en los mercados financieros internacionales.

Por estos motivos, prevemos que la tasa de inflación real de 2008 será similar o algo superior a la de 2007. ¿Cuál va a ser la política cambiaria en ese contexto?

Nuestra expectativa es que el Gobierno no ajustará mayormente el tipo de cambio nominal. Ello porque cualquier

ajuste en el tipo de cambio agregará puntos a la tasa de inflación y porque suponemos que no repetirá la política aplicada en julio del año pasado, cuando el ajuste del tipo de cambio nominal contribuyó a provocar un proceso de compra de dólares y consecuentemente un aumento en las tasas de interés.

La estabilidad del tipo de cambio nominal en el escenario de inflación supuesto provocará una apreciación del peso contra el dólar que se suma a la observada en los últimos años, con el consiguiente impacto sobre la competitividad de la producción local.

El efecto sería mayor si la crisis económica de los Estados Unidos se traslada a otras regiones o países con los que comercia Argentina como sería el caso de Europa y Brasil, y como consecuencia de ello se produce una depreciación de sus monedas respecto del dólar.

6. COMENTARIOS FINALES

El aumento de los precios de los commodities de exportación, principalmente el de la soja, permite que se extiendan los superávit gemelos durante 2008. El aumento en las retenciones a las exportaciones de soja, trigo, maíz y petróleo acrecientan el superávit fiscal sin mayor impacto sobre la demanda agregada. Ésta seguirá sostenida impulsada adicionalmente por los aumentos en los salarios nominales y las jubilaciones y también por tasas de interés pasivas negativas en términos reales y por la expansión del crédito del sistema financiero.

Las preguntas que caben formular están relacionados, por un lado, con el posible impacto de la evolución de estas variables sobre la tasa de inflación y, por el otro, con la consistencia de las proyecciones de crecimiento para 2008 con el nuevo escenario internacional de crisis financiera y de tendencias recesivas en los Estados Unidos, con probabilidades de transmisión a otras economías tanto avanzadas como emergentes.

Es difícil imaginar que un escenario de profundización de la crisis internacional actual no afecte la economía argentina principalmente a través de algún impacto sobre los precios de los commodities agrícolas y también sobre la demanda de productos industriales. También puede preverse un contexto de mayores dificultades de acceso a los mercados financieros internacionales

Salvo un escenario internacional de catástrofe, que no prevemos porque se supone que los Gobiernos y los Bancos Centrales disponen de herramientas para enfrentar los problemas y que en algún momento los utilizarán en forma más coordinada que en la actualidad, los superávits alcanzados tanto en el frente fiscal como en el externo permiten enfrentar posibles consecuencias de una crisis de la economía internacional, si ella no afecta en forma importante los precios de los commodities agrícolas de exportación y en particular a la soja.

Inclusive, respecto de las necesidades de financiamiento no se vislumbran mayores dificultades en 2008. Desde la crisis de 2001/2 Argentina no estuvo utilizando los mercados internacionales de capitales como fuente de financiamiento, a los que hoy sería aún

más difícil acceder, por no haber resuelto sus problemas con el Club de París y con los Hold Outs, y puede repetir en este año los mecanismos utilizados en los últimos años. Pero además, en 2008 se prevé un mayor superávit fiscal y por ello menores necesidades de acudir al financiamiento para pagar los vencimientos de la deuda que en 2007.

Por supuesto, ante una extensión de la crisis internacional o una profundización de sus efectos sería altamente conveniente tener resueltos los problemas pendientes con los acreedores externos para acceder a financiamiento en mejores condiciones que las de estos últimos años para cubrir necesidades crecientes por mayores vencimientos de capital e interés en los años próximos y también para cubrir las necesidades de financiamiento ante un menor superávit fiscal si los precios internacionales cayeran.

Tampoco la aceleración inflacionaria ni las distorsiones de precios que han desincentivado inversiones del sector privado y están generando desequilibrios en mercados de bienes y servicios, tendrán un impacto significativo sobre el crecimiento de la economía argentina en este año.

Sin embargo, el proceso inflacionario tenderá a acentuar en los años siguientes esas distorsiones y, en consecuencia a aumentar los costos en términos del nivel de actividad de las correcciones que entonces deberán implementarse. Un escenario de profundización de la crisis internacional que se traduzca en menores precios de los commodities de exportación y en dificultades de acceso al financiamiento acentuaría esos costos.

Cuadro N 1

Sector Público Nacional - Base Caja

en millones de pesos

| | Enero | | Diferencia | | Año | | Diferencia | |
|------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|--------------|
| | 2008 | 2007 | en \$ | en % | 2008* | 2007 | en \$ | en % |
| Ingresos | 17.212 | 11.799 | 5.413 | 45,9% | 219.259 | 156.211 | 63.047 | 40,4% |
| Triburarios | 12.424 | 7.875 | 4.549 | 57,8% | 156.985 | 109.366 | 47.618 | 43,5% |
| Seguridad Social (sin Transf AFJP) | 4.145 | 3.388 | 757 | 22,3% | 51.455 | 36.907 | 14.548 | 39,4% |
| No tributarios (sin privat.) | 644 | 537 | 107 | 20,0% | 10.819 | 9.938 | 881 | 8,9% |
| Gasto Primario | 13.823 | 10.167 | 3.657 | 36,0% | 186.373 | 138.355 | 48.018 | 34,7% |
| Remuneraciones | 1.900 | 1.494 | 406 | 27,2% | 24.290 | 18.615 | 5.674 | 30,5% |
| Bienes y Servicios | 792 | 646 | 146 | 22,7% | 8.562 | 6.460 | 2.103 | 32,5% |
| Seguridad Social | 4.664 | 3.711 | 953 | 25,7% | 64.340 | 50.461 | 13.879 | 27,5% |
| Trans. al Sector Privado | 3.138 | 1.722 | 1.416 | 82,2% | 40.838 | 28.323 | 12.515 | 44,2% |
| Trans. a Provincias | 1.203 | 1.252 | -50 | -4,0% | 15.903 | 13.623 | 2.280 | 16,7% |
| Universidades | 574 | 375 | 199 | 52,9% | 8.018 | 5.212 | 2.806 | 53,8% |
| Otros Gastos | 262 | 203 | 59 | 29,1% | 3.472 | 2.712 | 760 | 28,0% |
| Gastos de Capital | 1.291 | 763 | 528 | 69,1% | 20.951 | 12.950 | 8.001 | 61,8% |
| Inversión Real Directa | 907 | 504 | 403 | 79,9% | 12.567 | 7.465 | 5.102 | 68,3% |
| Inversión Financiera + otras | 384 | 259 | 125 | 48,1% | 8.384 | 5.485 | 2.899 | 52,9% |
| Resultado Primario | 3.389 | 1.633 | 1.756 | 108% | 32.885 | 17.856 | 15.029 | 84% |
| Intereses | 972 | 869 | 103 | 11,9% | 972 | 16.423 | -15.451 | -94,1% |
| Resultado Financiero | 2.418 | 764 | 1.653 | 216,3% | 2.418 | 1.433 | 984 | 68,7% |

Fuente: Econométrica S.A en base al Ministerio de Economía

* Estimación de Econométrica S.A

Cuadro N 2

Recaudación de Impuestos del Gobierno Nacional

| | en miles de millones de pesos | | | Var. % Interanual | | | En % del PBI | | |
|-----------------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|-------------------|-----------|-----------|--------------|-------------|-------------|
| | 2006 | 2007 | 2008* | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008* |
| Ganancias | 33,6 | 42,9 | 54,4 | 20 | 27 | 27 | 5,1 | 5,3 | 5,5 |
| IVA Neto | 45,1 | 60,8 | 80,2 | 29 | 35 | 32 | 6,9 | 7,6 | 8,1 |
| Internos coparticipados | 4,4 | 5,2 | 6,4 | 13 | 19 | 22 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| Ganancia mínima presunta | 1,1 | 1,3 | 1,5 | -2 | 20 | 18 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Combustibles | 6,6 | 7,5 | 10,1 | 9 | 14 | 36 | 1,0 | 0,9 | 1,0 |
| Bienes personales | 2,1 | 2,5 | 3,1 | 15 | 20 | 24 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Créditos y Débitos en Cta. Cte. | 11,7 | 15,1 | 19,9 | 24 | 29 | 32 | 1,8 | 1,9 | 2,0 |
| Otros impuestos | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 37 | -10 | 34 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Comercio Exterior | 19,8 | 27,5 | 48,1 | 23 | 38 | 75 | 3,0 | 3,4 | 4,9 |
| Derechos Exportación | 14,7 | 20,4 | 38,3 | 19 | 39 | 87 | 2,2 | 2,5 | 3,9 |
| Derechos Importación y otros | 5,1 | 7,0 | 9,8 | 33 | 37 | 39 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| Seguridad Social | 23,6 | 35,3 | 49,8 | 45 | 50 | 41 | 3,6 | 4,4 | 5,0 |
| Aportes Personales | 10,7 | 14,3 | 23,7 | 34 | 33 | 65 | 1,6 | 1,8 | 2,4 |
| Contrib. Patronales | 18,2 | 24,2 | 31,2 | 42 | 33 | 29 | 2,8 | 3,0 | 3,2 |
| Otros ingresos de la Seg. Soc. | 1,7 | 5,3 | 6,3 | 127 | 218 | 20 | 0,3 | 0,7 | 0,6 |
| Capitalización (-) | 6,4 | 8,2 | 11,0 | 33 | 28 | 33 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Rezagos, transitorios y otros (-) | 0,5 | 0,2 | 0,5 | 69 | -57 | 115 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Total Recursos Tributarios | 150,0 | 199,8 | 275,9 | 26 | 33 | 38 | 22,9 | 24,8 | 27,9 |

* Estimación de Econométrica S.A

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro N 3

Balance Cambiario del Sec. Privado

en millones de dólares

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008* |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1) Cuenta Corriente Sec. Priv. | 11.104 | 12.099 | 13.908 | 15.979 |
| a. Mercancía | 12.689 | 13.303 | 15.444 | 18.845 |
| Expo | 36.921 | 42.332 | 53.457 | 71.530 |
| Impo | 24.232 | 29.029 | 38.014 | 52.685 |
| b. Servicios | 465 | 776 | 979 | 300 |
| Ingresos | 5.373 | 6.288 | 8.008 | 8.800 |
| Egresos | 4.908 | 5.512 | 7.029 | 8.500 |
| c. Rentas | -2.519 | -2.561 | -3.479 | -3.766 |
| Intereses | -1.228 | -1.421 | -1.720 | -1.800 |
| Utilidades | -1.292 | -1.140 | -1.759 | -1.966 |
| d. Otras Operaciones Corrientes | 470 | 580 | 965 | 600 |
| 2) Cta. Capital y Finan. Sec. Priv. | 2.691 | 2.388 | -2.251 | 0 |
| a. Formación Activos Externos | 1.206 | -2.939 | -8.880 | |
| b. Préstamos financieros Netos | -1.242 | 2.297 | 2.719 | |
| c. Inver. de no residentes en arg. | 2.576 | 1.675 | 2.555 | |
| d. Otros Neto (Incluye PGC) | 150 | 1.354 | 1.356 | |
| 3) Superávit Cambiario Sec. Priv. (1-2) | 13.795 | 14.487 | 11.657 | 15.979 |
| En % del PBI | 7,6% | 6,8% | 4,5% | 5,1% |
| a. Compras Netas del BCRA | 9.677 | 14.007 | 10.729 | |
| b. Compras Netas del Tesoro Nacional | 4.118 | 480 | 928 | |

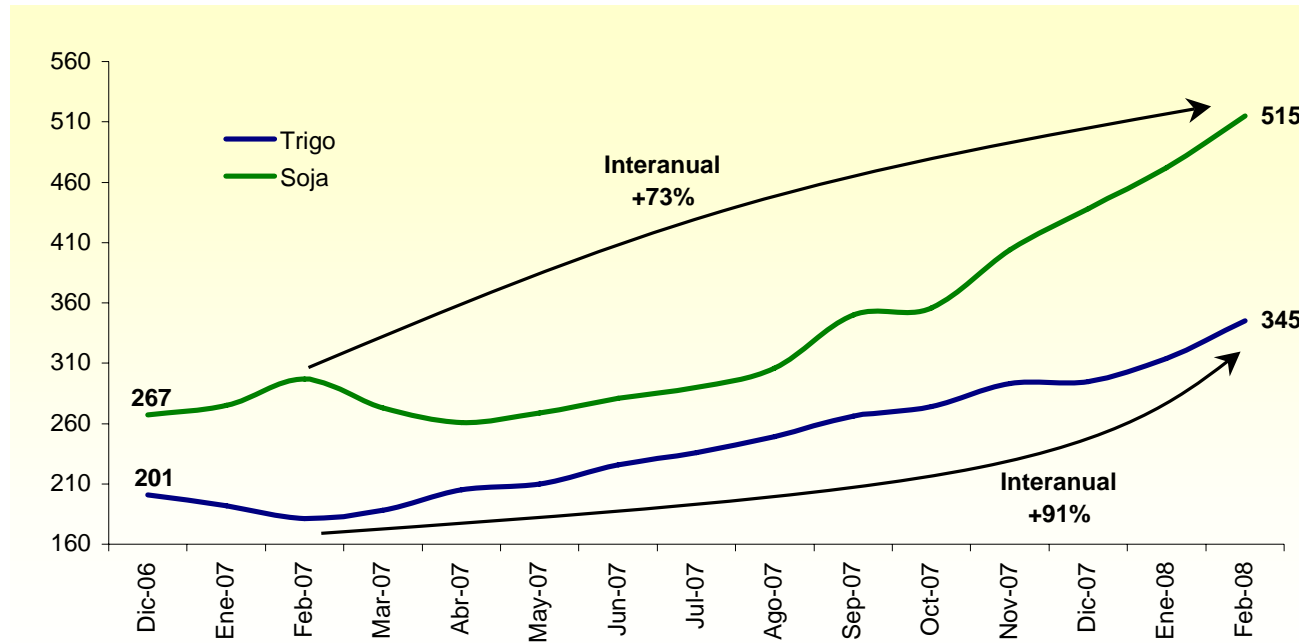
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA y MECON

* Estimación Econométrica

Cuadro N° 4

Evolución del Precio de Granos

porotos de soja y grano de trigo - Dólares por tonelada - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica en base a SAGPyA

Cuadro N 5

Programa Financiero 2006 - 2008

en millones de dólares

en % del PBI

| | 2006* | 2007* | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| Superavit Primario | 7.593 | 5.705 | 10.341 | 3,6 | 2,2 | 3,3 |
| (-) | | | | | | |
| Intereses | 3.782 | 4.937 | 5.830 | 1,8 | 1,9 | 1,9 |
| Org. Inter. + Club de París | 913 | 852 | 893 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Prest. Garant, Bogar y Boden | 1.550 | 1.809 | 1.799 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| Par, Descuent, cuasi | 637 | 691 | 807 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Cupón PBI | 381 | 798 | 1.377 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| Otros (incluye nuevo financiamiento) | 301 | 787 | 954 | 0,1 | 0,3 | 0,3 |
| = | | | | | | |
| Resultado Financiero | 3.811 | 768 | 4.512 | 1,8 | 0,3 | 1,4 |
| (-) | | | | | | |
| Vtos. Capital | 7.238 | 8.136 | 7.199 | 3,4 | 3,1 | 2,3 |
| Org. Inter. | 1.185 | 1.464 | 1.500 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Prest. Garant, Bogar y Boden | 5.328 | 5.813 | 4.749 | 2,5 | 2,2 | 1,5 |
| Otros | 725 | 859 | 950 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| = | | | | | | |
| Necesidad de Financiamiento | -3.427 | -7.368 | -2.687 | -1,6 | -2,8 | -0,9 |
| Emisión de Nueva Deuda | 4.675 | 6.622 | | 2,2 | 2,5 | |
| Venezuela | 2.300 | 1.750 | | 1,1 | 0,7 | |
| Resto Emisión | 2.375 | 4.872 | | 1,1 | 1,9 | |
| Adelantos Transitorios | 754 | 952 | | 0,4 | 0,4 | |
| = | | | | | | |
| Aumento/Disminución de act. finan. | 2.002 | 206 | | 0,9 | 0,1 | |

* 2006: excluye pago al FMI, 2007: Excluye Transferencias AFJP

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon