



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

*“La Deuda Pública
Tras la Manipulación
del IPC”*

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Mayo
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 II Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“LA DEUDA PÚBLICA TRAS LA MANIPULACIÓN DEL IPC”

Por Ramiro Castiñeira¹

La favorable evolución de los términos de intercambio para Latinoamérica no sólo inauguró una nueva etapa de crecimiento económico para la región, sino que también posibilitó un saldo de la cuenta corriente del balance de pagos positiva, además de cuentas fiscales más equilibradas. Esta combinación se tradujo en una marcada mejora en la situación financiera de la región.

En efecto, no sólo permitió reducir el nivel de endeudamiento con el resto del mundo, sino también mejorar la estructura de la deuda pública, al posibilitar refinanciar vencimientos a tasas más bajas, plazos más largos e incluso ganando participación las emisiones de deuda en moneda local. Todo ello potenciado por la constante devaluación del dólar, moneda en que están emitidos la mayoría de los pasivos externos de la región, favoreciendo al deudor.

De hecho, según datos de la CEPAL, la suma de la deuda pública de los Gobiernos de Latinoamérica como porcentaje del PBI de la región, registró una notable reducción de casi 30 puntos porcentuales, al pasar de 63 a 35% en el periodo 2002-2007, efecto que se amplifica al contemplar el incremento de las reservas internacionales que disminuye el pasivo público en términos netos a mayor ritmo (ver cuadro N1).

Argentina, también con superávit fiscal y externo en buena medida por el

contexto externo que empuja el precio de la soja y demás productos de la agroindustria, junto a una exitosa renegociación de una parte importante de la deuda pública en default (2005), son factores que permitieron seguir el mismo camino que transita Latinoamérica: mejorar la estructura de la deuda pública así como la capacidad de pago del Gobierno.

Ahora bien, en 2007 el Gobierno Argentino agregó otro factor al análisis de la dinámica de la deuda pública: la manipulación del IPC. En efecto, la tergiversación del índice para que reflejara una inflación del 8,5% y no una del 17% como estimamos para el año pasado, si bien evitó un incremento del stock de deuda pública cercano a los u\$s4.800 millones, como contrapartida esa acción cerró aún más los pocos canales de financiamiento que dispone el Gobierno, además de un importante aumento en el riesgo país, y por lo tanto del costo de tomar nueva deuda.

Más aún, los trascendidos oficiales de que el Gobierno estudia realizar un nuevo canje voluntario de deuda con el objetivo de descomprimir los vencimientos que afrontaría los próximos años, al margen de ser inoportunos, pone de manifiesto las mayores dificultades para colocar deuda ahora también en el mercado local, ya no sólo a tasas “razonables”, sino también en magnitud suficiente que

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

permita refinanciar la mayor parte de los próximos vencimientos.

Esta nueva realidad no es fácil de revertir, por lo menos no en el corto plazo y menos cuando el mercado entiende que el Gobierno está por proponer una solución para el vaporeado IPC que está más cerca de la “oficialización” de la metodología de manipulación, que de los estándares internacionales.

En suma, en un contexto en que toda Latinoamérica reduce su nivel de endeudamiento, en este informe centraremos el análisis de la dinámica de la deuda pública argentina tras la crisis del INDEC y la consecuente suba de la tasa de interés y mayores restricciones al acceso a los mercados financieros. En la primera parte del informe nos centraremos en los factores de variación de la deuda pública en 2007, ente ellos el CER, para luego analizar el programa financiero de 2008 y 2009, centrandolo en las necesidades de financiamiento del periodo.

1) LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2007.

El stock de deuda pública a fin de 2007 ascendió a u\$s144.700 millones, reflejando un incremento de u\$s8.000 millones en el transcurso del año pasado. Vale advertir que dicho stock no contempla los u\$s20.000 millones de deuda todavía en default con acreedores privados, pero sí la deuda a renegociar con el club de paris (ver cuadro N2).

La combinación de una deuda pública creciendo al 5,9% anual y un PBI en dólares creciendo al 24% en igual

periodo, generó un macado descenso de la deuda pública en proporción al producto, al pasar de 64% al 56% del PBI entre el 2006 y 2007, respectivamente.

Pero sabiendo que el Gobierno tuvo un superávit primario que permitió pagar todos los intereses, lo que en principio implica que no existió la necesidad de aumentar la deuda, ¿Cómo se explica el incremento del pasivo público en u\$s8.000 millones el año pasado?.

El cuadro N3 permite desagregar los principales factores que explican la variación de la deuda pública en 2007. Lo que sigue es un breve análisis de cada uno de ellos:

A) Aumento de Deuda Intra Sector público (u\$s2.000 millones):

Si bien el superávit primario del Gobierno alcanzó los 2,2% del PBI, una parte no menor del mismo (0,5% del PBI) corresponde al superávit operativo del Anses. Como el Tesoro Nacional los necesita para pagar la deuda, le colocó letras al ANSES por u\$s1.200 millones para apropiarse del superávit del Organismo. Vale advertir el aspecto contable de este incremento de deuda intra sector público.

Los u\$s800 millones restantes también responden a un aumento de la deuda intra sector público, pero contra el BCRA mediante adelantos transitorios.

Con estos u\$s2.000 millones, más los u\$s6.600 millones que colocó en el mercado (de los cuales u\$s2.000 compró Venezuela), y el menguado superávit financiero de 2007, permitió afrontar los u\$s8.100 millones de vencimientos de capital del periodo.

B) Capitalización de Intereses (u\$s1.000 millones):

Tras el canje de la deuda pública (2005) surgieron tres nuevos bonos, de los cuales dos capitalizan intereses. En efecto, el bono Descuento en dólares tiene un cupón fijo de 8,3% anual, pero que en los primeros 5 años paga la mitad y el resto lo capitaliza. A su vez, el Cuasipar (en manos de las AFJP) tiene un cupón de 3,3%+CER anual que capitaliza su totalidad durante los primeros 10 años. El total de los intereses capitalizados sumó u\$s1.000 millones en 2007, equivalente a 0,4% del PBI.

Es decir, en 2007 la deuda pública devengó intereses equivalentes al 2,4% del PBI, de los cuales 2 puntos porcentuales los pagó en efectivo (incluyendo el Bono PBI) y los 0,4 puntos restantes los capitalizó.

Para poder cuantificar dicha magnitud, vale recordar que en 2001 el Gobierno pagó 3,8% del PBI en intereses de la deuda². Más aún, a dicha cifra hay que agregarle casi un punto más por los intereses la deuda pública provincial, actualmente en manos del Gobierno Nacional y por lo tanto ya contabilizados en el 2,4% del PBI.

En la comparación internacional también pone en evidencia la reducción del pago de intereses tras el canje. Mientras que la deuda pública devengó intereses por 2,4% del PBI en 2007,

² Cifra que iba en aumento al recordar que a mediados de 2001 se cierra la primera parte del “*Mega-canje*” refinanciando vencimientos por tres años a mayores tasas, además que en Octubre el FMI presta u\$s10MM mediante el “*Blindaje financiero*” para financiar la convertibilidad y/o la salida de Capitales.

sólo el Gobierno Central de Brasil pagó 4,9% del PBI, el de Uruguay 4,1% del PBI y el de México 2,6% del PBI (ver Cuadro N4).

Suponiendo que el Gobierno además de restablecer los pagos al Club de París, renegocia la deuda en default con acreedores privados otorgando bonos descuento, pero sin bono PBI³, los intereses devengados de toda la deuda pública subirían de 2,4 a 2,7% del PBI, lo cual todavía estaría por debajo a lo que devenga la deuda pública de Brasil, Uruguay y la propia Argentina a fines de la Convertibilidad.

C) Variaciones por Tipo de Cambio (u\$s1.700 millones):

La estructura de monedas de la deuda pública cambió sustancialmente tras el canje. Mientras que antes del canje sólo el 3% de la deuda estaba en moneda nacional, actualmente el 47% de la deuda esta emitida en pesos (39% ajustable al CER), mientras que el resto, el 41% está en dólares, un 10% en Euros, y el 2% restante principalmente en Yen japonés.

Si bien la devaluación del dólar favorece al deudor, la apreciación del resto de las monedas contra el dólar genera un aumento de la deuda al expresarlo en dólares. Así, dado que el Euro se apreció un 11% contra el dólar y el Yen japonés un 6%, generaron un incremento de la deuda pública expresada en dólares aproximadamente en u\$s1.700 millones en 2007. Es decir, la deuda total aumenta nominalmente

³ Ver Informe Especial N°383: “*Una propuesta de para el Club de París y los Hold-Outs de la Deuda Externa*”, por Mario Brodersohn, Econométrica S.A, Enero 2008.



ante la devaluación del dólar, pero en términos reales se debe menos.

D) Indexación al CER (u\$s3.300 millones):

Los favorables resultados del canje de la deuda en 2005 no sólo se visualizan en la reducción del 50% en el pago de intereses devengados o en alargar el perfil de vencimientos del capital, sino también en transformar una parte importante de la deuda pública en moneda local. Por supuesto que ajustada a un índice de precios, más en un país con un pasado (y presente) inflacionario y que le quitó 12 ceros a su moneda en las últimas décadas.

En efecto, con una mirada en el largo plazo, calzar las monedas entre ingresos e egresos reduce el riesgo de capacidad de pago del deudor por variaciones en el tipo de cambio. De hecho, uno de los “cepos” de la convertibilidad era que devaluar la moneda implicaba llevar a un seguro default al sector público.

La indexación de la deuda pública en pesos tiene como objetivo no “licuar” la deuda vía inflación. Es erróneo entender que la deuda aumenta en términos reales por indexación al CER. Así como ajustar el salario a la inflación busca mantener constante el poder de compra del asalariado, ajustar una deuda a la inflación busca el mismo resultado.

Por lo tanto, el Gobierno al no indexar la deuda pública en pesos a la “verdadera” inflación (17% en 2007), no está evitando que la deuda aumente en términos reales, sino todo lo contrario, licúa la deuda en términos reales.

Para estimar su magnitud, recordando que el stock de deuda indexada al CER a fin de 2006 sumaba u\$s56.400 millones, para hacer los números directamente en dólares, al incremento por u\$s4.800 millones por indexación a la inflación oficial (8,5%), hay que restarle el efecto por la devaluación nominal del peso contra el dólar por u\$s1.500 millones, en igual periodo.

Por lo tanto, el efecto neto en dólares de una inflación oficial (8,5%) mayor a la devaluación del peso (2,6%), derivó en un aumento neto de la deuda pública medido en dólares que estimamos en u\$s3.300 millones en 2007. Por supuesto, el cálculo con una inflación del 17% para todo 2007 hubiese sido u\$s4.800 millones superior. Esta es la magnitud en que el Gobierno licuó sus pasivos en 2007 mediante la manipulación del IPC.

Vale advertir que es la apreciación del peso no importa por que vía, sea nominal (baja del tipo de cambio) o real (vía inflación), es lo genera un aumento el stock de deuda expresado en dólares, sin que ello implique un aumento real en el costo de pagarlo. En efecto, la economía tiene que resignar la misma cantidad de bienes y servicios para su pago.

Mirando el largo plazo, inflación y devaluación tenderán a ser de igual magnitud, por lo que la deuda pública dejará de crecer expresada en dólares, quitando el “espejismo” de creer que la deuda crece en términos reales por la inflación.

Recapitulando, observamos que en 2007 la deuda pública aumentó en u\$s8.000 millones, de los cuales u\$s2.000 fue por nueva deuda intra-sector público,

u\$s1.000 millones por capitalización de intereses, u\$s1.700 millones por apreciación del Euro y el Yen, y u\$s3.300 millones por apreciación real del peso. También vimos que con la manipulación del IPC el Gobierno licuó deuda por cerca de u\$s4.800 millones.

Por lo tanto, la deuda bajó ocho puntos porcentuales desde 64% a 56% del PBI, de los cuales, seis puntos fueron por un crecimiento de la deuda a menor ritmo que la economía, y casi dos puntos por licuar pasivos vía inflación.

Es decir, en un contexto de genuino desendeudamiento público, el Gobierno manipulando el IPC amenaza con interrumpirlo ante un notable descrédito por la deuda pública nacional, que derivó en una drástica caída de los precios de los títulos públicos, con un consecuente aumento en las tasas de interés y mayores dificultades para acceder a los mercados.

2) MÁS TASAS DE INTERÉS Y MENOS ACCESO A LOS MERCADOS.

Mientras que en 2006 el Gobierno colocó deuda en dólares con una TIR promedio de 8,2% anual, y que en 2007 esa tasa subió a 9,1%, para el 2008 el gobierno deberá pagar una TIR 12% en dólares para poder tomar deuda. Ello en un contexto de tasas internacionales a la baja tras la crisis subprime.

Al margen de que estas tasas de interés que ya no permiten lograr una sustentabilidad en el tiempo de la deuda pública (de hecho, ya supera la TIR promedio de la convertibilidad de 9,75% anual), lo que preocupa en el mercado es saber qué posibilidades

tiene el Gobierno de tomar deuda, aún a estas tasas, en magnitud suficiente para financiar los vencimientos de este año, y en particular del 2009 y 2010.

Preocupación que toma cuerpo sólo con recordar que el Gobierno todavía no puede colocar deuda en el mercado externo por su condición de estar en default con los acreedores privados que no entraron al canje, que los “*rescates*” del FMI son cosa de los noventa, que el resto de los Organismos sólo financian proyectos de inversión, y que el Club de París está trabado mientras el Gobierno mantenga ese ridículo default.

A este complicado contexto se le suma el notable descrédito que cayó nuevamente sobre toda la deuda Argentina ante la manipulación del IPC, además de un escenario económico que se debilita ante la inflación y uno político que se enrarece tras la crisis con el campo. Algo que se pone en evidencia ante la salida de capitales privados que alcanzó los u\$s5.000 millones en el segundo semestre de 2007, y continúa en lo que va del año. La predisposición de tomar deuda Argentina cambió sustancialmente y la caída generalizada de los precios de todos los bonos es la evidencia.

Los trascendidos de que el Gobierno busca “*suavizar*” el perfil de vencimientos de deuda de los próximos años y acelerar una resolución con el Club de París, no hace más que confirmar que las mayores dificultades son palpables para el Gobierno, y que las posibilidades de emisión que sólo se reducían al mercado interno, se achicaron aún más y a mayor tasa.

3) PROGRAMA FINANCIERO 2008 Y 2009: ¿CUÁNTA DEUDA HAY QUE COLOCAR?

El resultado fiscal se hizo tan dependiente de la soja que trasladó buena parte de la volatilidad de su cotización al resultado fiscal a esperar. Consciente de ello, suponiendo que los precios se mantengan en los valores actuales, y que las retenciones móviles sufren modificaciones para destrabar el conflicto con el campo, lo que atenuaría el total a recaudar, nuestras estimaciones de ingresos y gastos nos permiten trabajar con un superávit primario del 3,5% del PBI, magnitud equivalente a u\$s11.200 millones.

Por su parte, por el lado de los compromisos financieros realizamos 4 supuestos:

- **No hay cancelación neta de deuda con los Organismos Internacionales:** Si bien este año y el entrante caen fuertes vencimientos con el BM y el BID, suponemos que las nuevas líneas de préstamos permiten mantener constante la posición neta con los organismos, tal como sucedió los últimos dos años.
- **El Estado Nacional Refinancia todas las deuda con las Provincias:** Sabiendo que el Estado Nacional es el principal acreedor de las provincias y que las mismas posiblemente reflejen déficit primario a partir de este año, la incapacidad de afrontar los compromisos obligará al Gobierno Nacional a refinanciar tanto intereses como capital. Esto implica que el Estado Nacional no dispondrá de flujos financieros desde las provincias, como tampoco los dispuso en 2007 aún con un leve superávit primario.

- **No se incluye recompras de deuda:**

El canje de la deuda impuso la condición realizar recompras por el 5% del “Exceso del PBI” que en 2008 sumaría 1,4 mil millones. No obstante, dado que el Gobierno se lo compra al ANSES con otro bono por igual magnitud, tal como hizo el año pasado, excluimos del análisis esta operación de rigor contable.

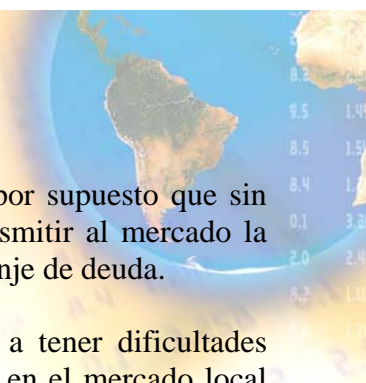
- **Omitimos las operaciones Intra Sector Público:**

Vale advertir que el superávit de 3,5% del PBI que estimamos ya contempla el superávit del ANSES. Por lo tanto, dejamos al margen la parte contable de emisiones de letras para tal fin. Vale advertir que este año el Tesoro duplicará la emisiones de letras, primero para refinanciar todas las emitidas en 2007, más las necesarias para adueñarse del superávit del Anses del 2008.

Partiendo desde esta gama de supuestos sobre los ingresos y egresos, el cuadro N5 refleja el programa financiero de este año y el entrante⁴.

En 2008, Estimando un superávit primario de 3,5% del PBI, la mayor parte se utiliza para el pago de intereses de la deuda que genera erogaciones equivalentes a 2% del producto (incluyendo el bono PBI). Tras su pago, quedaría un superávit financiero de u\$s5,1 millones de dólares, equivalentes a 1,5% del PBI, para afrontar vencimientos de capital del periodo. Vale recordar que en 2007 el superávit financiero fue de sólo 0,2% del PBI.

⁴ Vale advertir que el Ministerio de Economía Publicó un informe del Programa financiero 2008-2009, donde los ingresos y gastos no coinciden por los supuestos realizados.



Con los u\$s5.100 millones de superávit financiero estimado para este año, el Gobierno enfrentaría vencimientos de deuda equivalente a u\$s7.900 millones, magnitud levemente inferior a lo afrontado en 2007, principalmente por menores vencimientos de préstamos garantizados así como por la finalización del Boden 2007.

Con estos resultados, la necesidad de financiamiento para cerrar el 2008 se reduce a sólo u\$s2.800 millones, magnitud que no sólo es poco significativa para la economía (un punto del PBI), sino que aún descontando que una parte se colocará a Venezuela, el Gobierno ya se aseguró su financiamiento al establecer un tope en las inversiones de las AFJP en el mercado Brasileño, lo que implica repatriar u\$s1.800 millones en el transcurso de este año (Ver Cuadro N6).

Asegurado un holgado 2008 en materia financiera, el mercado centra su preocupación para 2009 dado que u\$s9.300 millones de capital, reflejando un aumento de u\$s1.400 millones respecto a este año. El incremento se explica en su totalidad por mayores vencimientos de préstamos garantizados.

Si bien la magnitud es significativa, aún bajo el supuesto de un superávit primario baja a 3% del producto en 2009, el superávit financiero esperado reduce las necesidades de financiamiento a un total de u\$s5.200 millones.

Pero más importante dado el contexto, es que la mayor parte de los vencimientos son en pesos y con residentes institucionales (Bancos, AFJP y Aseguradoras) lo que “*facilita*”

su refinanciación, por supuesto que sin la necesidad de transmitir al mercado la necesidad de un Canje de deuda.

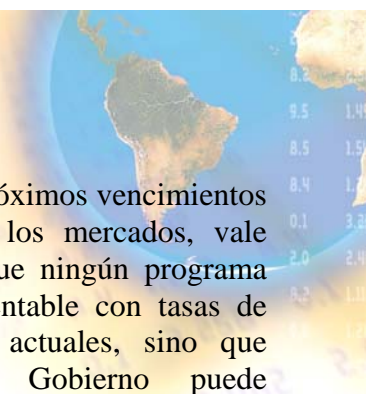
Además, de llegar a tener dificultades para colocar deuda en el mercado local en magnitud suficiente, el Gobierno puede acudir a sus stocks. No sólo puede usar u\$s2.200 de las reservas del BCRA antes de agotar el margen disponible de adelantos transitorios, sino que además el stock total de depósitos públicos asciende actualmente a u\$s20,7 mil millones, de los cuales, más de la mitad, corresponden a depósitos del Gobierno Nacional (Anses).

En suma, el programa financiero de este año y el entrante hasta ahora se muestra lejos de entrar en situación de “estrés”, aún contemplando una baja del ahorro público para el 2009, el fundado pesimismo que invade a los mercados ante la certeza que se “*Moreniza*” la economía (lo que implica mayor regulación en los mercados de la agroindustria, energía y servicios públicos, además de extender la crisis del Indec), y recordando la condición de default en parte de la deuda Argentina, incluyendo organismos internacionales.

Como vimos, ello responde a que el Gobierno apuesta a tres puntos: El superávit fiscal apoyado en retenciones y precios externos, el stock de reservas del BCRA de los cuales buena parte son públicos y a un perfil de vencimientos de capital donde la mayor parte son contra residentes institucionales, lo que facilita su renegociación.

4) REFLEXIONES FINALES

Cuando en los `70 Latinoamérica se endeudó con los “*petrodólares*”,



Argentina fue uno de los países que más aumentó su deuda pública. En los `80, cuando Latinoamérica entró en crisis por esa deuda y sumó problemas de inflación al monetizar el déficit fiscal por no tener acceso a los mercados, Argentina dio cátedra de hiperinflación. En los `90 cuando el neoliberalismo sentó sus bases en Latinoamérica, Argentina fue el “*mejor alumno*” y casi deriva en disolución social, además de duplicar nuevamente su deuda, aún tras vender YPF.

Luego de tres décadas para olvidar, el contexto externo juega a favor de Latinoamérica. De la mano de una notable mejora en los términos de intercambio y tasas de interés bajas, que permiten tener nuevamente un saldo de cuenta corriente del balance de pagos positivo, que hace del desendeudamiento una realidad palpable para la región, incluso para la Argentina. No obstante, Argentina con la crisis del Indec amenaza con interrumpir el genuino proceso de desendeudamiento Argentino.

En efecto, como el Gobierno pareciera no estar buscando atenuar el proceso inflacionario ni tampoco se muestra “*apurado*” en solucionar el INDEC, implica que continuará la licuación de los pasivos públicos vía inflación (que entre 2007 y de proseguir en todo el 2008, sumará más de más de u\$s10.000 millones, magnitud que aumenta al contemplar los intereses), algo que ya se descuenta con la estrepitosa caída en los de los títulos públicos en pesos y el notable rechazo por la deuda argentina.

Es imperiosa la necesidad de recuperar la confianza perdida tras la manipulación del IPC, dado que si bien el Gobierno tiene espalda financiera

para afrontar los próximos vencimientos casi sin acudir a los mercados, vale advertir no sólo que ningún programa financiero es sustentable con tasas de interés como las actuales, sino que tampoco ningún Gobierno puede sobrevivir casi sin acceso a los mercados. El precio de la soja puede bajar y los stocks de reservas rápidamente caer, en ese contexto será tarde intentar regularizar la deuda pública para intentar acceder a los mercados.

Este informe no lo encaramos buscando “*los pro y contra*” de licuar deuda, por el simple hecho que ello no es una opción, además que el resultado está a la vista: el Gobierno limitó aún más su acceso a los mercados, ya no sólo a tasas que no son sustentables, sino que se pone en duda que acceda a en magnitud suficiente de necesitarlo.

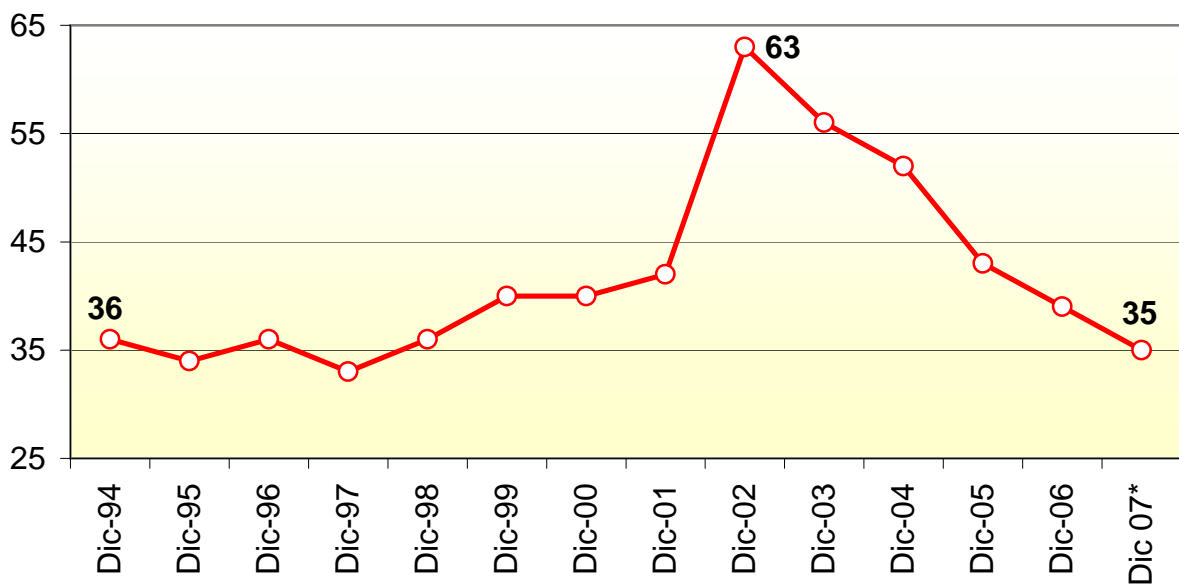
Esta pérdida de confianza de los mercados no será fácil de revertir, lo que hace al ciclo económico más dependiente de la “*suerte*” del superávit fiscal, léase del precio de la soja, principal y casi único canal de financiamiento del pago de la deuda.

En un contexto de genuino desendeudamiento, donde Argentina ya estaba en condiciones de regularizar el resto de su deuda pública en iguales condiciones de 2005, pero sin bono PBI (más sabiendo que trascendió que el Juez Griesa ya acumula 17MM de los 20MM en default, lo que implica que la mayor parte ya está en manos de fondos especulativos que compran bonos basura, lo que facilita notablemente la renegociación y aumenta las chances de éxito), el actuar del Gobierno hace que el “*fantasma*” de la deuda empiece a rondar entre nosotros nuevamente.

Cuadro N 1

Evolución de la Deuda Pública Nacional: Total América Latina y el Caribe

en % del PBI - Promedio Ponderado



Fuente: Econométrica S.A en base a la CEPAL

Cuadro N 2

Deuda Pública del Gobierno Nacional

Fin de Periodo - en miles de millones de dólares

	2005	2006	2007
<i>Deuda Directa del Gobierno Nacional</i>	105,0	103,1	110,0
Org. Internacionales	21,6	12,5	13,1
Títulos Públicos	61,5	68,4	74,9
Prést.Garant., Org. Oficiales, Bca. Comercial	14,6	14,9	15,2
Club de París* y deuda Bca. Comercial	7,3	7,3	6,8
<i>Deuda Intra Sector Público</i>	7,8	18,0	20,0
Letras con el BCRA	5,3	15,5	16,3
Letras del Tesoro y pagarés	2,5	2,5	3,7
<i>Deuda con Garantía del Gob. Nacional</i>	15,9	15,5	14,7
Bogar	10,9	11,8	11,8
Préstamos de Org. Internacionales	3,7	2,6	1,9
Boden Cuasimonedas	1,3	1,1	0,9
Total Deuda Pública	128,6	136,7	144,7
en % del PIB	71%	64%	56%

* Incluye Atrasos con Club de París

Nota: No incluye la deuda en Default que no entró al Canje por u\$s20MM, sin intereses

Fuente: Econométrica en base a MECON

Cuadro N 3

Factores de Variación de la Deuda Pública en 2007

en miles de millones de dólares y en % del PBI

	en u\$s	en %
Stock al 31/12/2006	136,7	64%
(+)		
1. Aumento Neto de Deuda	2,0	
(+)		
2. Capitalización Intereses	1,0	
(+)		
3. Apreciación del Euro, etc.	1,7	
(+)		
4. Indexación Capital al CER*	3,3	
=		
Total 1 + 2 + 3 + 4	8,0	
Stock al 31/12/2007	144,7	56%

Notas:

Deuda Intra Sector Público (efecto contable)

Bonos Descuento y Cuasipar.

El Euro se apreció un 11,3%

El Yen se apreció un 6%

El Frasnco Suizo se apreció un 7%

	en MM
CER (IPC) (8,5%)	4,8
(-) Deval. \$/u\$s (2,6%)	1,5

* Equivalente al 40% del Stock de Deuda (u\$s 56,4MM)

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 4

Deuda Pública del Gobierno Nacional en Latinoamérica - Año 2007

en % del PBI

	Stock	Intereses Deuda	Resultado Fiscal	
			Primario	Financiero
Uruguay	59,8	4,1	2,6	-1,5
Argentina*	55,5	2,0	2,2	0,2
Brasil	43,4	4,9	2,1	-2,8
Ecuador	30,5	2,1	1,6	-0,5
México	25,4	2,6	2,6	0,0
Paraguay	21,9	1,0	1,0	0,0
Venezuela	18,1	2,1	2,6	0,5
Chile	10,6	0,7	8,7	8,0

Fuente: Econométrica S.A en base a la Cepal.

Argentina estimación de Econométrica S.A

* No incluye deuda en Default (u\$s20MM, 7,1%del PBI)

Nota: Solo se contempla los Gobiernos Centrales.

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 5

Programa Financiero 2007 - 2009

en miles de millones de dólares

en % del PBI

	2007*	2008	2009	2007*	2008	2009
Superavit Primario	5,7	11,2	11,4	2,2	3,5	3,0
(-)						
Intereses	4,8	6,1	7,3	2,0	2,0	2,0
Org. Inter. + Club de París	0,8	0,9	0,9	0,3	0,3	0,2
Prest. Garant, Bogar y Boden	1,8	1,8	1,9	0,7	0,6	0,5
Par, Descuent, cuasi	0,7	0,8	1,2	0,3	0,3	0,3
Cupón PBI	0,8	1,4	2,0	0,3	0,4	0,5
Otros	0,7	1,1	1,4	0,3	0,3	0,4
=						
Resultado Financiero	0,8	5,1	4,1	0,2	1,5	1,1
(-)						
Vtos. Capital	8,1	7,9	9,3	3,1	2,4	2,5
Org. Inter.	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Prest. Garant, Bogar y Boden	5,9	4,9	7,4	2,3	1,5	2,0
Par, Descuent, cuasi	0	0	0	0	0	0
Otros	2,0	2,8	1,6	0,8	0,9	0,4
=						
Necesidad de Financiamiento	-7,3	-2,8	-5,2	-2,8	-0,9	-1,4
Emisión de Nueva Deuda	6,0			2,3		
Venezuela	1,8			0,7		
Resto Emisión	4,3			1,6		
Adelantos Transitorios	1,0			0,4		
=						
Aumento/Disminu. de act. finan.	-0,3			-0,1		

* 2007 Excluye Transferencias AFJP

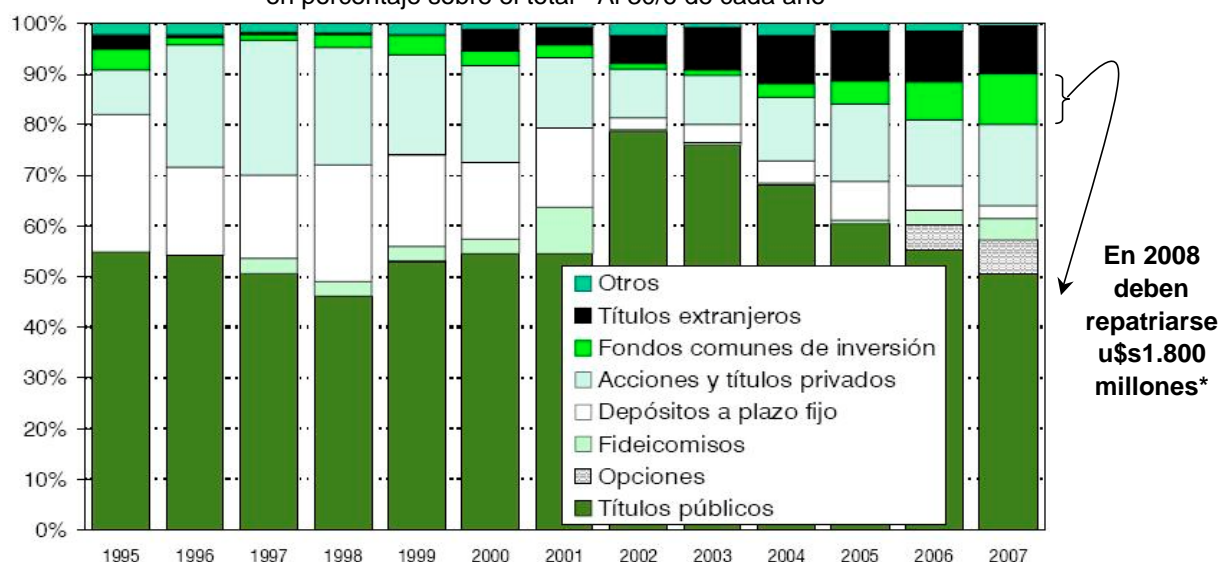
Nota: Excluye toda deuda intrasector público, como también recompra de deuda a sector público.

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro N 6

Composición de la cartera de las AFJP

en porcentaje sobre el total - Al 30/6 de cada año



Fuente: Ecpnométrica S.A en base a la Superintendencia de AFJP

* Según la resolución conjunta del BCRA (nº 209), de la CNV (nº 517) y de la SAFJP (nº 10/2007) con fecha 18/10/07: "Las inversiones en Fondos Comunes de Inversión [...] cuyo patrimonio esté integrado por activos de emisores pertenecientes al MERCOSUR o títulos representativos de estos emisores, [...] no deberán exceder el DOS POR CIENTO (2%) del fondo computable de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones o de los Encajes. (desde el 31/12/08)"