



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

*“¿Es el pago al Club
de París suficiente
para reducir el riesgo
país?”*

Por Juan Sommer

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Agosto
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 III Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts



“¿ES EL PAGO AL CLUB DE PARÍS SUFICIENTE PARA REDUCIR EL RIESGO PAÍS?”

Por Juan Sommer¹

En los últimos tiempos son cada vez más frecuentes las opiniones alertando de que la sostenibilidad del proceso de crecimiento de la economía argentina está en riesgo a partir de la relativamente alta tasa de inflación. Estas opiniones se han potenciado a partir de la pérdida de poder que tuvo el Gobierno desde el segundo trimestre como consecuencia del manejo del conflicto con el campo que quedó reflejado en la decisión del Congreso de no refrendar la Resolución 125. Pero independientemente de la razón del surgimiento de un mayor número de voces críticas, la preocupación por el deterioro de la economía es genuina y no sólo por el impacto de los cambios operados en el escenario político sino también por el debilitamiento del modelo económico aplicado por el Gobierno desde 2003.

Este debilitamiento del modelo unido a la pérdida de credibilidad por al manipuleo de la información publicada por el INDEC y por la inacción del Gobierno en materia de negociación de la deuda externa con el Club de París y con los bonistas fueron factores que contribuyeron al aumento *del “riesgo país”* y a la recalificación de la deuda argentina.

En ese contexto, el Gobierno ha tomado la decisión de abonar las obligaciones

con el Club de París con reservas internacionales, apuntando a reabrir fuentes de financiamiento externo y mejorar la confianza de los mercados financieros. Hasta el presente, ésta parece una decisión aislada y no puede considerarse como parte de un conjunto de medidas orientadas a reorientar la política económica. En ello seguramente pesa la propia convicción de que no es necesario tal reorientación y posiblemente también la mayor debilidad política para implementar los cambios. Es más fácil y tiene menos costos políticos lograr acuerdos para “*nacionalizar*” Aerolíneas Argentinas y mostrar una imagen más dialoguista hacia los políticos opositores y hacia los medios, que implementar las medidas correctivas que requiere el deterioro del modelo económico para sincerar los índices de precio, atacar la inflación y revertir los riesgos de reducción de los superávit fiscal y externo y salida de capitales privados que se traducen en el alto “*riesgo país*”. Adicionalmente, la fuerza del escenario internacional como motor de crecimiento y de colchón para las cuentas fiscales está, por lo menos, perdiendo intensidad.

En este marco es que comenzaron a surgir en los mercados financieros preocupaciones sobre el riesgo que implica tener activos financieros argentinos. ¿Existen razones de peso

¹ E-mail: jsommer@econoemtrica.com.ar

para esta preocupación? ¿En qué medida contribuye la decisión de cancelar la deuda con el Club de París a revertir estas preocupaciones? Estas son preguntas cuya respuesta exploraremos en este informe

1) ¿Hay tendencia de deterioro de las cuentas fiscales?

Las proyecciones de las cuentas fiscales para 2008 siguen mostrando una mejora respecto de 2007. En efecto, el superávit primario proyectado es del 2,9% del PBI, magnitud superior en 0,7 puntos porcentuales al resultado del año pasado. Ello obedece principalmente a gastos primarios creciendo a tasas inferiores a los recursos. Para el año la tasa de expansión de los recursos está prevista en 38,1% y la de los gastos en 33,2%. Sin embargo, si se descuenta la transferencia de utilidades del Banco Central, que a julio fueron de \$ 4.560 millones –superior en \$3.500 millones a las del año anterior-, computada como ingresos, prácticamente no habría aumento del superávit en la comparación interanual.

Sin embargo, varios factores hacen pensar que los resultados de 2009 serán inferiores. En primer lugar, en la tasa de crecimiento de la recaudación tributaria de 2008 pesan los ingresos de la seguridad social y de los derechos de exportación, que se proyecta en 37% y 67%, respectivamente. En el aumento previsto de la recaudación de la seguridad social pesan los aportes personales aumentados por el traspaso de aportantes desde las AFJPs, que tienen un impacto de una sola vez. Por su parte, en el aumento de los derechos de exportación influye el crecimiento del precio de los commodities y el

aumento de la alícuota de los derechos que se implementó a fin de 2007.

¿Cuál será el comportamiento de los precios de los commodities en el próximo año? Esta es una pregunta que no tiene respuesta definida, pero las señales que vienen del mercado y de informes sectoriales indican que no deben esperarse aumentos en los precios de estos bienes –más bien lo contrario-, que ya en la actualidad son inferiores a los precios promedio de los primeros siete meses del año. Por ejemplo, el precio actual de la soja 465 Dls/Tn, resulta inferior al precio promedio de exportación de los primeros ocho meses del año en 498 Dls/Tn. El contexto recesivo internacional y la incipiente apreciación del dólar contribuyen a pensar que no se registrará un avance relevante de los precios de los commodities en el futuro inmediato. (ver cuadro N1).

Adicionalmente, cabe esperar que la desaceleración de la tasa de crecimiento de la economía también impacte sobre la recaudación de 2009.

Por el lado de los gastos, el menor crecimiento está apoyado en menores transferencias no automáticas a las Provincias, en los pagos de obra pública y en la reducción de la inversión financiera. La posibilidad de mantener este grado de contención de gastos presenta algunos interrogantes con vistas al 2009, entre otros factores, porque aunque no se dispone de información oficial, hay indicios de que como contraparte de la inferior tasa de crecimiento de estos pagos, se registró un endeudamiento con proveedores y contratistas. Además, debe tenerse en cuenta que 2009 es un año electoral (ver Cuadro N2).

Entre los demás gastos, los más relevantes son los gastos en Seguridad Social, las Transferencias al Sector Privado y las Remuneraciones (incluyendo las transferencias a universidades), que en conjunto representaron en 2007 el 74% del total del gasto primario. En la evolución de los gastos futuros en Seguridad Social pesará la movilidad que está siendo tratada en el Congreso.

Las transferencias al sector privado corresponden principalmente a los subsidios que el Gobierno paga por sostener planes sociales y tarifas por debajo de los costos de producción de bienes y servicios. A los subsidios al consumo de transporte, electricidad, petróleo, gas y agua se agrega ahora el subsidio que deberá otorgarse a Aerolíneas Argentinas para cubrir por lo menos sus gastos operativos. La magnitud del crecimiento futuro de los subsidios dependerá de la evolución del costo de los servicios y el ajuste de tarifas que autorice el Gobierno, con el agregado de la creciente necesidad de importar combustibles que a los precios actuales de venta al público tiende a acelerar las transferencias. En función de las decisiones tomadas por el Gobierno hasta el presente, no cabría esperar ajustes de tarifas que permitan una recuperación en términos reales y de esa forma contribuir a la reducción de la tasa de crecimiento de las transferencias al sector privado. (Ver Cuadro N3).

Los distintos motivos señalados muestran que de no tomarse medidas más contundentes sobre todo en materia de gasto, la tendencia de deterioro de las cuentas públicas que se anticipa genera dudas sobre la sostenibilidad del superávit fiscal en el tiempo. De todos

modos, aunque inferior al de 2008, las proyecciones para 2009 prevén superávit primario y aún financiero. Pero, su magnitud parece hoy depender más de la evolución del precio de la soja que de decisiones de vaya a tomar el Gobierno tendientes a mejorarlo.

2) Fuentes y Usos de Fondos Públicos

En las observaciones sobre el mayor riesgo argentino en forma complementaria a las perspectivas de un menor superávit fiscal se mencionan las dificultades para acceder a los mercados de capitales internacionales. Para evaluar este punto debe partirse determinando la magnitud de las necesidades de financiamiento no cubiertas.

Es interesante comenzar el análisis observando como se cubrieron las necesidades de financiamiento en el primer semestre de este año. Como puede apreciarse en el Cuadro N4 durante el primer semestre de 2008 se generó un superávit primario equivalente a dls. 5,2mil millones. Este total excluye dls. 1,1mil millones incorporados en las estadísticas oficiales que corresponden a transferencias de utilidades del Banco Central efectuada durante ese periodo, porque en realidad parecen más un financiamiento monetario que ingresos “*genuinos*” de la Tesorería, toda vez que las utilidades transferidas: a) se generaron el año pasado, b) corresponden fundamentalmente a ganancias de capital de los activos en monedas distintas al dólar por depreciación de esta moneda y c) el componente de intereses percibidos por el Banco Central sobre las reservas no tiene impacto monetario.

De todos modos, aún descontando los dls. 1,1mil millones del BCRA se generó un excedente en pesos equivalente a dls 2,7 mil millones luego del pago de los servicios de capital e interés en pesos. Este excedente unido a nuevas colocaciones de deuda en pesos por dls 300millones y a la transferencia de utilidades del Banco Central dotaron al Tesoro de recursos en pesos para adquirir dólares por dls. 4,1mil millones. Como los vencimientos de servicios de la deuda de ese periodo fueron de dls. 3,8mil millones hubo un excedente de dls. 300millones que unido a la colocación de bonos en Venezuela por dls. 1,0mil millones incrementaron los activos del Tesoro en dls. 1,3mil millones, que se utilizaron en agosto para el pago del vencimiento de Boden 2012.

A nivel anual, la proyección financiera, excluyendo los anunciados pagos al Club de París, muestra que los recursos en pesos del superávit primario, de la emisión de deuda en pesos y de las transferencias de utilidades del Banco Central menos los pagos de los servicios de la deuda en pesos arrojan un excedente que permitiría adquirir dls. 5,3mil millones, un monto inferior en dls. 3,3mil millones a los vencimientos de capital e interés en esa moneda. A la fecha la diferencia fue cubierta con colocaciones de deuda en dólares a través de Venezuela que generaron ingresos por dls. 2,0mil millones. Es decir, a la fecha habría una brecha a financiar de para el año de dls. 1,3mil millones.

En 2009 al aumentar los vencimientos en pesos, prácticamente todo el superávit primario proyectado se utiliza para el pago de servicios de la deuda en pesos, quedando un remanente de sólo

dls. 600millones para la compra de dólares. Los servicios de la deuda en dólares que ascienden a dls. 8,5mil millones tendrían que ser financiados con nuevas emisiones de deuda o con reservas u otros activos públicos.

La pregunta que cabe entonces es si el Gobierno tendrá dificultades para hacer frente a esos vencimientos por los problemas para acceder al mercado de capitales. Para responder a esta pregunta es necesario efectuar algunas consideraciones. En primer lugar, debe tenerse en cuenta que los vencimientos del 2009 corresponden en una medida importante a títulos públicos en pesos –Bogar, Bonar, Bocones Préstamos Garantizados- y una parte significativa de estos activos están en poder de inversores institucionales –bancos, AFJPs y compañías de seguro-. La refinanciación, al menos de una parte de éstos vencimientos a través de la emisión de nuevos títulos en pesos es una alternativa viable. También se supone que el crecimiento de los recursos de estos inversores, particularmente de las AFJP, permitirá absorber nueva deuda. El monto de nuevas emisiones dependerá de las condiciones de los mercados –liquidez, riesgos, etc.- y de las condiciones de emisión de los títulos. Pero, aunque una parte de esos vencimientos se refinancien, seguramente quedará una diferencia a ser cubierta con otros recursos.

Con la opción Venezuela políticamente cuestionada por los efectos de la última colocación –aunque no es descartable que el Gobierno la utilice-, y los mercados de capitales internacionales restringidos para Argentina, si no toma decisiones que mejoren el acceso, el Gobierno tendrá que recurrir en alguna

medida, en forma directa o indirecta, a las reservas u otros activos (depósitos) para afrontar los servicios de la deuda. Ante esta situación caben las siguientes preguntas: a) ¿cual es el inconveniente de utilizar reservas si el nivel que tiene el país es alto?, b) cuales son las condiciones para poder volver a acceder a los mercados?, y c) ¿está el gobierno dispuesto a tomar las medidas necesarias para poder volver a ellos?

3) Evolución de las reservas del Banco Central durante 2008

A fin de 2007 las reservas del Banco Central sumaban dls. 46,2 millones de dólares. Al 15 de agosto de este año se había registrado un aumento de sólo dls. 800 millones. De este total, dls 300 millones fueron producto de ganancias por diferencia de cambio y dls. 100 millones corresponden al efectivo mínimo de los bancos. Las operaciones netas del sector público – pagos a Organismos menos venta de dólares al Banco Central- utilizaron reservas por dls. 300 millones. Sólo dls. 700 millones se generaron por efecto de la intervención del Banco Central en el mercado de cambios.

Pero esas variaciones incluyen el endeudamiento del Banco Central por su cuenta con Organismos Internacionales (principalmente con el BIS) con el objetivo aparente de no registrar una caída de reservas. Desde comienzos de año el BCRA tomo deuda externa por más de 2,4 mil millones. Es decir, la posición externa neta del Banco Central –reservas menos pasivos propios- al 15 de agosto era de dls- era de 44,6 mil millones (Ver cuadro N5).

Es cierto que el magro resultado de las operaciones cambiarias del Banco Central en el mercado de cambios se debió principalmente a lo ocurrido en el segundo trimestre durante el periodo del conflicto con el campo. En ese periodo la cuenta capital del balance cambiario del sector privado muestra una salida de capitales neta de dls. 7,4 mil millones que aumenta a dls. 8,4 mil millones si se excluyen los préstamos financieros netos y las inversiones de no residentes. Desde julio, las compras de dólares por el Banco Central continúan siendo relativamente bajas a pesar del importante superávit comercial que se sigue generando. Ello refleja, aunque en menor medida que en el segundo trimestre, salida de capitales privados.

La mayor demanda de dólares por el sector privado también se tradujo en una desmonetización de la economía. En efecto, tanto la relación de M2 total, como M2 privado como M3 privado de julio de este año comparada con la de igual periodo del año anterior muestra aumentos (14,9%, 14,8%, y 16,3% respectivamente) inferiores al crecimiento del PBI nominal a precios “reales”, generando los problemas de liquidez y de aumentos en las tasas de interés que se manifestaron a partir del segundo trimestre.

En conclusión, si bien el Banco Central cuenta con un nivel relativamente alto de reservas, el proceso de acumulación adicional durante los últimos meses es más lento por la salida de capitales privados que contrarresta en una medida importante el resultado de las operaciones comerciales.

4) El pago de deuda con reservas y otros activos

El pago de obligaciones de capital con reservas (sin excedentes financieros) es una opción a la que el Gobierno puede recurrir bajo determinadas circunstancias, como por ejemplo, por conveniencia financiera o para resolver un problema puntual o para cubrir “*excepcionalmente*” brechas transitorias de financiamiento. Por ello, no debe ser considerada en sí misma una decisión negativa. El Gobierno lo hizo cuando canceló la deuda con el FMI y su efecto estuvo lejos de ser negativo. También de hecho lo está haciendo cuando compra dólares con adelantos transitorios del Banco Central o con utilidades que no son “de caja”. Y lo acaba de anunciar para el pago de las obligaciones con el Club de París.

Desde un punto de vista financiero, bajo ciertas circunstancias si se tiene un nivel de reservas “razonablemente alto”, utilizar parte de ellas (u otros activos en pesos) para cancelar obligaciones con un costo superior al rendimiento de las reservas y buscar una reducción del “riesgo país” puede tener sentido. En cierta forma la recompra de deuda que está llevando a cabo el Gobierno apunta en esa dirección. Pero el resultado final sólo será positivo si no operan en el mercado otros factores que presionan los precios de los títulos en sentido opuesto.

En términos generales el efecto de utilizar reservas (u otros activos), en un contexto de relativamente altas disponibilidades, para cancelar deudas será más positivo (o menos negativo) si al mismo tiempo se observa un flujo positivo de dólares con contribución de capitales privados. Es decir, para que la

decisión de usar las reservas para el pago de obligaciones con el exterior genere expectativas positivas no es suficiente disponer de un alto nivel de reservas, excepto que los flujos negativos de capitales se deban a expectativas de incumplimientos que se cancelan con esas reservas, sino que también se registren ingresos de capitales privados del exterior.

Por supuesto que es mejor utilizar reservas para pagar deudas que entrar en default y creemos que seguramente así lo considera el Gobierno. Pero, está claro que, salvo para circunstancias puntuales debe ser considerado como un recurso transitorio mientras se implementan las decisiones de política para revertir las condiciones que generan la necesidad de utilizar las reservas para pagar deudas.

5) La cancelación de la deuda con el Club de París.

El Gobierno acaba de anunciar que pagará al Club de París la totalidad de la deuda utilizando reservas. La decisión de regularizar la deuda con estos acreedores es indudablemente una medida positiva. Sin embargo, haber decidido pagar la totalidad de las obligaciones y no negociar un acuerdo de reestructuración para evitar la fiscalización del FMI que el Club exige para ello, sólo puede comprenderse desde la racionalidad política del Gobierno, ya que es menos costoso para el país refinanciar las obligaciones con el Club de París con costo financiero relativamente bajo y eventualmente utilizar las reservas para cancelar deuda más “*cara*”.

Es razonable pensar que con esta decisión el Gobierno no sólo intenta reabrir el financiamiento de los Organismos de Crédito de los Gobiernos de los países miembros del Club de importaciones de empresas privadas y eventualmente de los equipos para algunos proyectos públicos, sino también dar señales a los mercados financieros internacionales para reducir el “*riesgo país*”.

Sin embargo, desde el punto de vista de los mercados, el pago al Club de París tiene escasos efectos en las proyecciones de necesidades de financiamiento toda vez que no se prevén recursos relevantes de esos Organismos Bilaterales a la Tesorería. Por ello, es visto como una medida positiva por la decisión de regularizar los pagos con acreedores, pero aislada que no modifica en forma relevante la percepción del riesgo de las restantes obligaciones argentinas.

6) La situación de los hold outs

La posibilidad de acceder a los mercados internacionales de capitales y ampliar las fuentes de financiamiento depende en mayor medida que el pago al Club de París de la regularización de la situación de la deuda externa con los acreedores privados que no participaron en el canje (hold outs), que es de alrededor de dls 20mil millones.

La decisión del Gobierno de no negociar la situación de los hold outs, parece ser estrictamente de política interna. El gobierno puede argumentar que, en realidad, aún sin negociaciones con los tenedores de los títulos que no participaron en el canje y en medio de juicios de éstos, en enero de 2007 el

riesgo país de Argentina no difería mucho del de Brasil. Y que, en consecuencia, ceder en este campo tiene poco rédito económico y sí costo político, aunque seguramente sabe que en algún momento la negociación debe reabrirse (ver cuadro N6).

Es difícil predecir cuando el Gobierno comenzará a analizar opciones para salir de esta situación (se conoce de propuestas de Banco de Inversión para avanzar en esa dirección). Probablemente los tiempos tenga relación con su percepción de los problemas de financiamiento y la necesidad de ampliar el abanico de alternativas.

De todos modos, debe tenerse en cuenta que las soluciones desde el punto de vista técnico no son simples, considerando que para que un acuerdo sea viable se requeriría una participación significativa de bonistas y ello no es simple de reunir. El condicionamiento a la participación de un alto porcentaje mínimo puede ser negativo si ese porcentaje no se alcanza, mientras que aún alcanzándolo quedarán los acreedores con sentencias judiciales favorables (fondos buitres) cuya situación habrá que tener en cuenta, aunque al respecto una nueva oportunidad de canje y un alto grado de participación podría influir en las decisiones judiciales. Por otro lado, el impacto fiscal de corto plazo de una propuesta similar a la del canje anterior será bajo.

En nuestra opinión, un acuerdo con los tenedores de bonos que no participaron en el canje contribuirá a abrir el abanico de opciones para acceder a los mercados financieros internacionales. Por ello, estimamos que contribuirá a


reducir el riesgo, particularmente si no es una decisión aislada sino como parte de decisiones que apunten a revertir las tendencias de debilitamiento del modelo económico actual.

7) Consideraciones finales

En las decisiones de los agentes económicos de reducir su exposición al riesgo argentino y de dolarizar sus portafolios intervienen, además de evaluación de la situación financiera de la Tesorería, otro conjunto de factores, que a nuestro juicio pesan significativamente. Algunos de estos factores son de origen interno y se relacionan con la situación fiscal, la evolución de precios y salarios y tipo de cambio. A ellos se agrega la incertidumbre sobre la evolución de la economía internacional y de los precios de los commodities de exportación por su impacto sobre la balanza comercial y las cuentas fiscales.

La alta tasa de inflación y los salarios que se intentan acomodar a la inflación “real” está afectando las perspectivas de crecimiento de la economía por la pérdida de competitividad y por la reducción de la demanda de dinero y consecuentemente de activos en moneda local alimentada por el deterioro del tipo de cambio real.

En el campo fiscal, la tendencia de reducción del superávit primario requiere acciones correctivas del Gobierno, que hasta el presente sólo se manifestaron en un freno de los pagos a lo obra pública y menores transferencias a las provincias, que probablemente sean temporarias, y seguramente no suficientes para revertir la tendencia de los resultados fiscales.



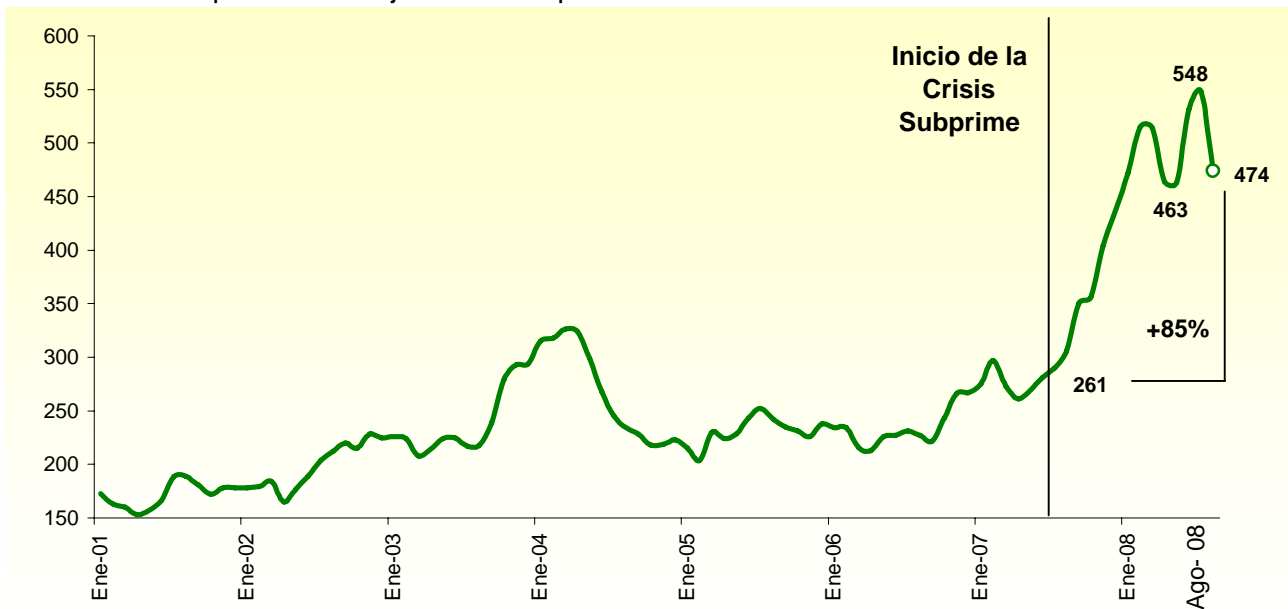
La demora en tomar decisiones correctivas que reduzcan la tasa de inflación tiende a profundizar los desajustes de las variables macroeconómicas. Sin embargo, aunque inferior a 2008, en las proyecciones para el 2009 seguimos previendo un superávit primario de la Nación de 2,0% del PBI. Este superávit permite financiar una parte de los vencimientos de capital e interés de la deuda pública. Para financiar el resto el Gobierno tendrá que recurrir a otras fuentes. Los inversores institucionales locales, como las AFJPs, Bancos y Compañías de Seguro aparecen como una primera opción. En forma complementaria el Gobierno podrá utilizar activos disponibles en pesos y transferencia del Banco Central. La opción Venezuela parece más limitada luego de los efectos de la última operación, pero no debe descartarse. Es decir, el país dispone de los recursos para pagar las obligaciones de 2009. El uso de reservas para pagar al Club de París no afecta esta conclusión.

Pero aún en ese escenario, la falta de decisiones en materia de corrección de los desajustes y la ausencia de negociaciones para resolver el problema de los “hold outs”, que restringe el acceso al financiamiento en los mercados internacionales, se reflejará en un “riesgo país” relativamente alto porque no eliminan los riesgos que perciben los mercados financieros sobre la capacidad de pago del país. La percepción de riesgo de los operadores depende hoy más de la evolución del precio de la soja que de pagar la deuda con el Club de París.

Cuadro N 1

Evolución del Precio de la Soja

porotos de soja - Dólares por tonelada - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica en base a SAGPyA

Cuadro N 2

Recaudación del Gobierno Nacional 2007 2009

	en miles de millones de pesos			Var. %			En % del PBI		
	2007	2008*	2009*	2007	2008*	2009*	2007	2008*	2009*
Ganancias	42,9	53,7	67,6	27	25	26	5,3	5,0	4,8
IVA Neto	60,8	79,1	105,1	35	30	33	7,5	7,4	7,5
Internos coparticipados	5,2	6,3	6,7	19	19	8	0,6	0,6	0,5
Ganancia mínima presunta	1,3	1,3	1,5	20	2	15	0,2	0,1	0,1
Combustibles	7,5	10,0	13,7	14	34	37	0,9	0,9	1,0
Bienes personales	2,5	3,3	4,1	20	33	25	0,3	0,3	0,3
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	15,1	19,7	25,6	29	31	30	1,9	1,8	1,8
Otros impuestos	1,8	2,6	3,4	-10	44	30	0,2	0,2	0,2
Comercio Exterior	27,5	46,6	54,2	38	70	16	3,4	4,3	3,8
Derechos Exportación	20,4	36,9	40,6	39	81	10	2,5	3,4	2,9
Derechos Importación y otros	7,0	9,7	13,5	37	38	40	0,9	0,9	1,0
Seguridad Social	35,3	48,8	65,2	50	38	34	4,3	4,6	4,6
Aportes Personales	14,3	23,0	32,2	33	60	40	1,8	2,1	2,3
Contrib. Patronales	24,2	31,6	41,0	33	31	30	3,0	2,9	2,9
Otros ingresos de la Seg. Soc.	5,3	6,3	7,6	218	20	20	0,6	0,6	0,5
Capitalización (-)	8,2	11,5	15,0	28	40	30	1,0	1,1	1,1
Rezagos, transitorios y otros (-)	0,2	0,6	0,6	-57	183	0	0,0	0,1	0,0
Total Recursos Tributarios	199,8	271,4	347,1	33	36	28	24,6	25,3	24,7

* Estimación de Econométrica S.A

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro N 3

Sector Público Nacional - Base Caja

Neto de Transferencias automáticas a provincias
en miles de millones de \$ Var. % interanual en % del PBI

	2007	2008*	2009*	2007	2008*	2009*	2007	2008*	2009*
Ingresos	156,2	215,8	278,1	31,2	38,1	28,9	19,2	20,1	19,8
Triburarios	109,4	151,1	194,2	29,0	38,1	28,5	13,5	14,1	13,8
Seguridad Social	36,9	51,2	68,0	44,1	38,7	32,8	4,5	4,8	4,8
No tributarios (sin privat.)	9,9	13,5	16,0	14,5	36,2	18,2	1,2	1,3	1,1
Gasto Primario	138,4	184,3	249,9	44,3	33,2	35,6	17,0	17,2	17,8
Remuneraciones	18,6	24,2	30,9	30,0	29,8	28,0	2,3	2,3	2,2
Bienes y Servicios	6,5	8,1	10,1	32,9	25,6	24,0	0,8	0,8	0,7
Seguridad Social	50,5	65,5	87,9	56,8	29,8	34,1	6,2	6,1	6,2
Trans. al Sector Privado	28,3	44,0	63,8	60,6	55,3	45,0	3,5	4,1	4,5
Trans. a Provincias	13,6	14,0	19,6	4,6	3,0	40,0	1,7	1,3	1,4
Universidades	5,2	7,3	9,3	33,7	40,1	28,0	0,6	0,7	0,7
Otros Gastos	2,7	5,1	7,2	187,5	89,0	40,0	0,3	0,5	0,5
Gastos de Capital	13,0	16,0	21,1	43,5	23,7	31,9	1,6	1,5	1,5
Inversión Real Directa	7,5	9,7	11,6	38,5	29,6	20,0	0,9	0,9	0,8
Inver. Financiera + otras	5,5	6,3	9,5	51,0	15,7	50,0	0,7	0,6	0,7
Resultado Primario	17,9	31,5	28,2	-22,9	76,5	-10,4	2,2	2,9	2,0
Intereses	16,4	19,2	23,6	42,3	17,0	23,1	2,0	1,8	1,7
Resultado Financiero	1,4	12,3	4,6	-87,7	757,9	-62,8	0,2	1,1	0,3

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

* Estimación de Econométrica

Cuadro N 4

Programa Financiero 2008 2009

Necesidad de Divisas

en millones de dólares

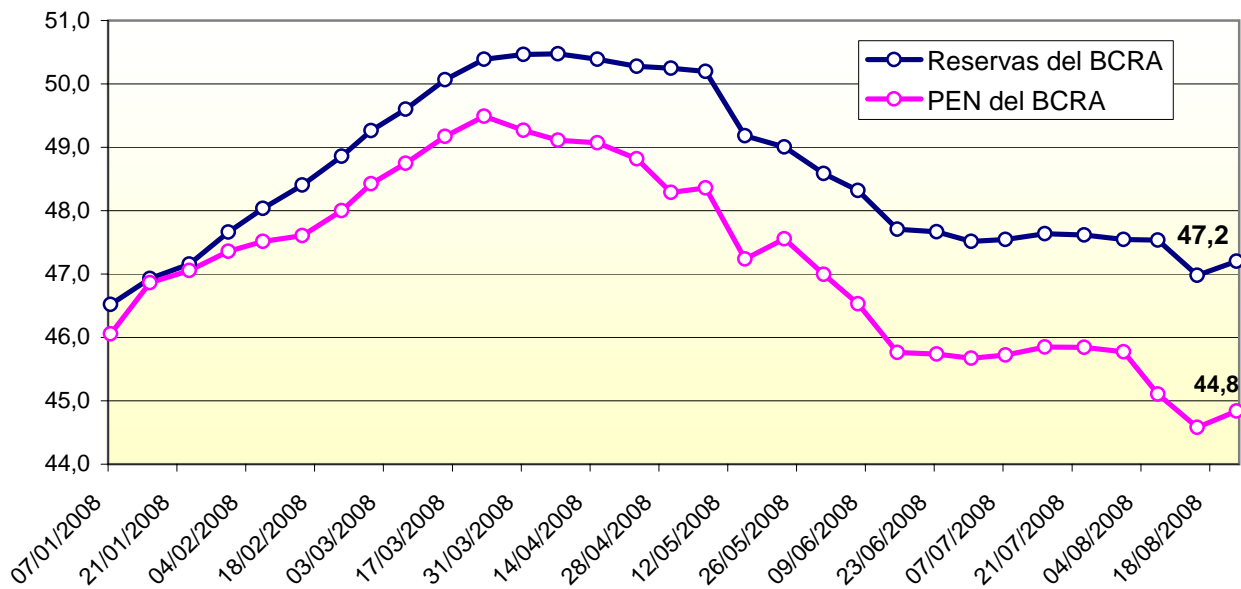
	Semestre		2008	2009	2008	2009
	I	II				
1. I Superávit Primario (sin Utilidades del BCRA)	5,2	3,4	8,6	9,0	2,5	2,0
(-)						
2. Vencimientos en Pesos	2,4	2,7	5,2	8,3	1,5	1,9
Intereses	0,6	1,4	2,0	2,4	0,6	0,5
Capital	1,8	1,4	3,2	5,9	0,9	1,3
(=)						
3. Resultado parcial pesos (3=1-2)	2,7	0,7	3,4	0,7	1,0	0,2
(+). Otros Recursos en pesos	1,4	0,5	1,9	0,0	0,5	0,0
BCRA (Utilidades y/o Adelantos)	1,1	0,5	1,6	0,0	0,5	0,0
Colocación deuda en \$	0,3	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0
4. Total recursos para compra de u\$s	4,1	1,2	5,3	0,7	1,5	0,2
(-)						
5. Pagos en u\$s	3,8	4,8	8,6	8,2	2,5	1,8
Intereses	1,6	2,2	3,8	4,9	1,1	1,1
Capital	2,3	2,6	4,8	3,3	1,4	0,7
(=)						
5. / Necesidad de Financiamiento en u\$s	0,3	-3,6	-3,3	-7,5	-1,0	-1,7
(+) Colocación deuda en u\$s (Venezuela)	1,0	1,0	2,0	0,0	0,6	0,0
6. Brecha a Financiar	1,3	-2,6	-1,3	-7,5	-0,4	-1,7

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

Cuadro N 5

Evolución de la Posición Externa Neta (PEN) del BCRA

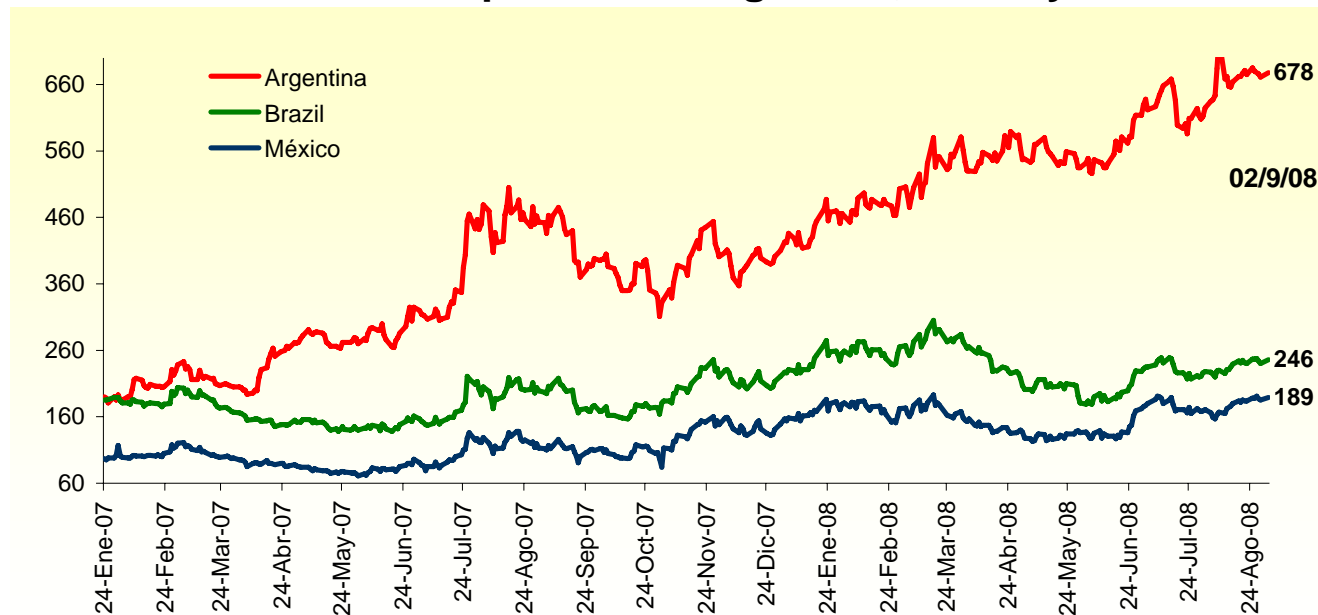
en miles de millones de u\$s - 2008



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro N 6

Evolución de los Spreads de Argentina, Brasil y México



Fuente: Econométrica S.A en base a J.P Morgan