



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

Argentina  
Macroeconomic  
Outlook

***“El Escenario  
Económico en las  
Elecciones del  
2009”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca  
nuestro*



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

**Septiembre  
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](mailto:info@econometrica.com.ar)

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

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

(Clave de acceso III Trim 2008: 0303)

---

**Copyright © 2003**

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

# “EL ESCENARIO ECONÓMICO EN LAS ELECCIONES DEL 2009”

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

## PÁNICO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

A mediados de julio del 2007 comienzan los primeros temblores en los grandes centros financieros. En los doce meses siguientes los valores patrimoniales de bancos internacionales como el Citibank, Wachovia, UBS cayeron entre un 60 y 70 %. Los bancos comerciales y de inversión se vieron obligados a castigar sus carteras hipotecarias en más de 500.000 millones de dólares. El punto culminante de esta primera etapa de la crisis fue la absorción de Bear Stearns por el JPMorgan y por el gobierno americano de Fannie Mae y Freddie Mac, que representan el 50% del mercado hipotecario.

A partir del 15 de Septiembre comienza un segundo round en la crisis financiera internacional con la quiebra de Lehman Brothers y el rescate por el gobierno de Estados Unidos de AIG, la compañía de seguros más importante del mundo.

La crisis no se limitó a Estados Unidos. Por ejemplo, las acciones en la bolsa china cayeron en el 2008 un 67%.

Luego de los fracasos del salvataje caso por caso que intento el gobierno americano, en los últimos días decidió encarar un planteo más frontal a la crisis financiera mediante dos líneas de acción.

La primera de ellas fue introducir normas regulatorias para controlar las operaciones a futuro y las denominadas ventas “cortas” (cuando los operadores venden activos que alquilan de otras entidades) que estaban dirigidas a jugar a la baja en el precio de las acciones de los bancos. Estas medidas regulatorias se complementan con las decisiones del Attorney General (Fiscal general) de New York, Andrew Cuomo, de Texas y de Connecticut de iniciar investigaciones para determinar si hubo operadores que infringieron la ley para hacer bajar el precio de las acciones.

Además, los tres fondos de pensión más grandes de los Estados Unidos decidieron no vender sus tenencias de acciones de bancos lo cual paralizó la recompra de los que se habían vendido “cortos”. Todo ello provocó una estampida donde los operadores salieron corriendo a comprar acciones para cubrir sus posiciones. Esta estampida, por ejemplo, dio lugar a que en dos días el precio de las acciones de Wachovia aumentase un 106 %, las de Citibank un 46 %, Morgan Stanley un 29 % y Goldman Sachs un 15 %. Este vuelco notable de precios se dio antes de que el mercado conozca en detalle la propuesta del gobierno de Estados Unidos de una multimillonaria operación de salvataje.

Finalmente, Bush pidió al Congreso en el último fin de semana autorización para realizar el salvataje financiero más

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

grande de la historia de los Estados Unidos. Esta ley permite al gobierno hacerse cargo de los préstamos hipotecarios en problemas (incluye a bancos extranjeros con sucursales en los Estados Unidos) hasta un monto de 700.000 millones de dólares. Esta suma es lo que Estados Unidos gastó hasta ahora en la guerra en Irak y es superior al déficit fiscal de 500.000 millones previsto para el 2009.

A los 700.000 millones para el salvataje de los préstamos hipotecarios hay que sumarle los 85.000 millones para la empresa de seguros AIG y los 200.000 millones para Fannie Mae y Freddie Mac. Esta suma total triplica el PBI de la Argentina medido en dólares.

El gobierno republicano “*laissez-faire*” de Bush tuvo que dejar de lado principios filosóficos económicos liberales sostenidos a través de los años sobre la intervención del Estado en la economía de mercado. La “*operación salvataje*” es la medida de mayor intervención del gobierno en el mercado desde los tiempos del “*New Deal*” de Roosevelt en la década de 1930. “*La administración Bush llegó a la conclusión que la intervención del Estado no es el problema sino la solución*” (Paul Krugman).

Pero, como le dijo días pasados el Presidente del Fondo de la Reserva Federal Ben Bernanke a un colega, “*los ateos creen en Dios en tiempos de estrés o miedo y no hay ideólogos en las crisis financieras*”<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> “*There are no atheists in foxholes and no ideologues in financial crisis*”, New York Times, 21/9/08

Frente a todos estos esfuerzos financieros y giros ideológicos subyace un drama en Wall Street. Las desregulaciones vigentes en el actual sistema financiero y la complejidad de la operatoria financiera no permiten que nadie pueda estimar o, peor aun, que nadie sepa el verdadero monto total de los préstamos financieros en problemas, lo cual no permite apreciar si el salvataje de Bush es suficiente para poner fin a la crisis financiera.

Fueron muchos los años de excesos y exuberancia financiera que condujeron a esta crisis internacional. Las perspectivas para el futuro inmediato señalan en el mejor de los casos un crecimiento económico mundial muy lento. Si los consumidores deciden cortar sus gastos por temor a endeudarse, el futuro puede ser más negro aun.

## **LA CRISIS INTERNACIONAL FAVORECIÓ EN UNA PRIMERA ETAPA A LA ARGENTINA**

Históricamente cuando la economía de los Estados Unidos se resfriaba la economía argentina se internaba en terapia intensiva. En la primera etapa de la crisis financiera internacional la economía argentina no sólo se mantuvo inmune a la crisis sino que se vio favorecida por espectaculares aumentos en los precios internacionales de sus productos de exportación (Agosto 2007 a Julio 2008).

Tomemos el caso de la soja. El Cuadro N° 1 muestra que el precio internacional de la soja era de 290 dólares la tonelada cuando comenzó, a mediados de julio del 2007, la crisis financiera internacional. Un año después, julio del

2008, el precio de la soja había aumentado a 548 dólares la tonelada, un aumento del 90 % en un año. Aumentos importantes de precios también se registraron para el trigo (40%), maíz (71%), girasol (103%), petróleo (80%), etc.

¿Cuáles son los factores que explican aumentos de precios internacionales tan explosivos en un periodo de tiempo tan corto? No todos los economistas coinciden en explicar sus orígenes. Para algunos, en particular para los más eufóricos defensores del gobierno kirchnerista, se había iniciado una nueva etapa en la globalización en donde la aparición de China, India y los biocombustibles aseguraban una tendencia estructural de largo plazo de altos precios internacionales de los “*commodities*”.

Algunos, muy tímidamente, insinuaban la posibilidad de una burbuja especulativa alimentada por inversiones especulativas financieras de futuro en los “*commodities*”.

Esta explosión de precios internacionales de los “*commodities*” permitió al Gobierno poner como ejemplo ante el mundo la fortaleza de la economía argentina frente a la debilidad que mostraban los grandes centros financieros internacionales. La Argentina seguía creciendo al 8% anual y subsistían los elevados superávit gemelos externo y fiscal.

#### **A PARTIR DE AGOSTO 2008 COMIENZA A CAMBIAR EL CONTEXTO INTERNACIONAL PARA LA ARGENTINA**

La economía argentina comenzó a sentir el impacto negativo de la crisis financiera internacional con anterioridad al segundo round de la crisis internacional que se inició el 15 de Septiembre. En efecto, el contexto internacional tan favorable para la Argentina fue válido hasta fines de julio de 2008. A partir de principios del mes de Agosto comienza a cambiar abruptamente el panorama internacional para la Argentina. En los últimos 45 días el precio de la soja cayó un 22%, el maíz un 6,2%, el trigo un 12,8%, el petróleo un 16%. El real se devaluó frente al dólar en un 18%, el peso uruguayo un 8%, el chileno un 6% y el euro se apreció con relación al dólar un 6 %

El gobierno, hasta ahora, no ha enviado ninguna señal clara de que está dispuesto a asumir el desafío que plantea el nuevo escenario internacional. El Presupuesto Nacional para el 2009 enviado al Congreso Nacional constituye un claro ejemplo de este desconocimiento de la nueva realidad internacional.

*“La economía global se enfrenta a un contexto financiero incierto, caracterizado por una mayor aversión al riesgo y un menor crecimiento del crédito, tanto en países desarrollados como en desarrollo y dentro de este ultimo grupo en especial en aquellos con profundos déficit en cuenta corriente. Este no es el caso de la economía argentina, que mantiene un superávit en cuenta corriente y presenta buenos indicadores de solvencia”* (Pág. 14 del Presupuesto Nacional para el 2009).

## **EL GOBIERNO PROCURA MEJORAR SU IMAGEN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

El gobierno argentino ha centrado todo su accionar político en tratar de contrarrestar el deterioro en el poder político que significó la crisis con el campo. Hasta ahora sus persistentes derrotas en el tratamiento de las leyes en el Congreso Nacional son un claro indicador de un gobierno con mucha más debilidad política de lo que supusieron los Kirchner luego de su triunfo electoral.

La mayor preocupación del gobierno es la de corregir la mala imagen que provocó la colocación de bonos en Venezuela mediante la cancelación de la deuda con el Club de París y la oferta a los acreedores externos que no entraron en el canje de la deuda del 2005. Ambas decisiones van en la dirección correcta.

Es evidente que en el caso del Club de París se buscó básicamente impactar políticamente al estilo de la cancelación de la deuda con el FMI. Los anuncios dejaron de lado un enfoque serio y responsable sobre el monto de lo efectivamente adeudado con cada uno de los países acreedores. Esta improvisación terminó por oscurecer lo que se suponía un impacto favorable en los mercados financieros.

En el caso de los “*hold-outs*” solo contamos, en el momento de escribir este informe, con trascendidos periodísticos. Por ello, si bien vemos como positivo la predisposición a analizar esta posibilidad, nos parece prudente que Econometría realice un

informe especial en cuanto se tenga más información sobre la propuesta.

La pregunta de fondo es si ambos intentos, el del Club de París y el de los “*hold-outs*”, permiten que el país vuelva a tener acceso a los mercados financieros internacionales. Obviamente, ambas medidas no perjudican pero son condiciones necesarias pero no suficientes para acceder a los mercados financieros. Se requiere, además, un enfoque integral que de señales claras sobre temas delicados como inflación, descontrolado riesgo país, enfriamiento de la economía. Solo hay medidas aisladas, como los ajustes de las tarifas de los consumos de energía, que no forman parte de ninguna propuesta global antiinflacionaria

## **EL IMPACTO EN LA ECONOMÍA ARGENTINA DE UN ESCENARIO INTERNACIONAL NEGATIVO**

La conclusión del punto anterior es que sigue siendo una asignatura pendiente elaborar una estrategia que de respuestas claras al siguiente conjunto de desafíos que se esperan para los próximos meses:

### **1. Enfriamiento de la economía luego de un crecimiento promedio del 8,8% anual en los últimos cuatro años**

El Presupuesto del Gobierno Nacional para el 2009 supone que el PBI crecerá un 4%. Econométrica coincide con la proyección del gobierno. Sin embargo, hay que destacar que este crecimiento del 4% está influido por un arrastre positivo del 2008 del 2,2%. La real

magnitud del enfriamiento de la economía se aprecia más claramente con nuestra estimación del 2,6% anual de crecimiento marginal entre el cuarto trimestre del 2009 y el cuarto trimestre del 2008 (Cuadro N 2).

Este enfriamiento de la economía que proyectamos para el 2009 es el resultado de los siguientes factores:

- La combinación de altos precios internacionales y cosechas excepcionales transformaron al sector agropecuario en la primera mitad del 2008 en un verdadero motor de crecimiento. Para el 2009 la caída de precios internacionales, la sequía y la menor predisposición a invertir debilitarán la productividad y el rol expansivo del sector agropecuario.
- En el 2005/07 el crecimiento de la masa salarial junto con el fuerte aumento del gasto público en subsidios y jubilaciones lideraron la expansión de la demanda interna. En el 2009 se debilitará la expansión de la demanda interna dado que no aumentará en términos reales la masa salarial y las jubilaciones.
- La política de tipo de cambio alto fue uno de los factores más dinámicos de la expansión de la actividad productiva no sólo porque favoreció las exportaciones sino porque dinamizó las actividades sustitutivas de importaciones. En el 2007/08 se atrasa el dólar y se debilita la política de tipo de cambio alto. Ello favoreció un fuerte aumento de las importaciones. En el 2007 crecieron un 31% y en el 2008

un 42%. Esta explosión importadora está desplazando a la producción nacional que compite con las importaciones y debilitando el crecimiento de la economía.

## **2. Se acelera la inflación y cobran fuerza las viejas pujas distributivas.**

El aporte más importante de la convertibilidad, dejando de lado el alto precio que se pagó con la crisis del 2002, fue que permitió crear una nueva generación de consumidores, luego de 10 años de estabilidad de precios, que no esta dispuesta a aceptar y volver a repetir los hábitos de comportamiento de las etapas de altas tasas de inflación que caracterizaron a las décadas del 60 al 80.

El resurgir de la inflación a partir del 2007, con aumentos de precios del 25-30% anual que pueden ser tomados como moderados y aceptables por los sobrevivientes de las décadas pasadas de alta inflación, son resistidas por esta nueva generación de consumidores. Hay una realidad que supera todas las fantasías: la inflación argentina es cinco veces más alta que la inflación internacional.

Esta nueva realidad sociológica en la conducta de los consumidores no es ponderada adecuadamente por los responsables del gobierno actual, que muy posiblemente suponen que basta con mentir y manipular con el Índice de Precios para convencer a los consumidores que no estamos volviendo a las décadas inflacionarias del 60 al 80. El Presupuesto del Gobierno para el 2009 es un ejemplo elocuente de este enfoque no creíble dado que fija una meta inflacionaria del

8% anual, levemente inferior a la inflación del 2008.

Por supuesto, también está presente en la mentalidad del gobierno el temor a asumir el costo político que implica tomar decisiones para enfrentar el problema inflacionario. Abundan los ejemplos históricos de gobiernos que dilatan decisiones en el tiempo por el temor a asumir costos políticos en el corto plazo.

Esos mismos ejemplos históricos señalan que es el mercado el que asume el liderazgo y finalmente impone al gobierno tomar aquellas decisiones que se postergaron pagando, eso sí, un mayor costo político que el que se quiso evitar.

Este fue el caso de Gelbard cuando decidió seguir apostando a la inflación cero luego de la muerte de Perón el 1 de Julio de 1974 para terminar en el Rodrigazo en Junio de 1975; o la decisión de Martínez de Hoz de salir de la tablita cambiaria con una devaluación del 10% en Febrero de 1981 para terminar en la Guerra de las Malvinas, el “*default*” de la deuda pública y la licuación de pasivos privados a mediados de 1982; o la crisis del Plan Austral que terminó en la hiperinflación de 1989, o más recientemente la decisión De la Rúa de subirse al tren de la convertibilidad una estación antes de descarrilar a fines del 2001.

La gran diferencia entre un contexto de estabilidad de precios y otro de aceleración inflacionaria es la vía por la que se resuelven los conflictos distributivos. En este último caso la conflictividad no sólo es más intensa y más difundida entre sectores sociales

sino que también se acortan los tiempos entre un conflicto y el otro.

Proyectamos una inflación para el 2008 del 24% anual, que se acelera en el 2009 al 29% anual aun tomando en cuenta el enfriamiento de la economía en el 2009 (Cuadro N3).

Esta aceleración inflacionaria va tener su correlato en las siguientes pujas distributivas que van a cobrar fuerza en pleno contexto electoral del 2009:

- Puja distributiva entre precios y salarios.
- Puja distributiva entre tarifas y subsidios.
- Puja distributiva entre atraso cambiario y retenciones a las exportaciones.
- Puja distributiva por los recursos impositivos entre el gobierno nacional y las provincias.

### 3. Con la aceleración inflacionaria se agravan en el 2009 las distorsiones de precios relativos<sup>3</sup>.

Un análisis comparativo entre la Argentina con Brasil, Chile, Perú y Uruguay pone de manifiesto la importante distorsión de precios relativos en energía y transporte que existe en nuestro país. En la Argentina el precio de la nafta súper es la mitad del precio vigente en todos esos países. El precio del gas-oil en Brasil y Chile es un 70% y en Uruguay un 120 % más elevado que en la Argentina. El precio del gas residencial en Brasil es 25 veces y en Chile 13 veces más alto que el precio del gas residencial en Buenos

<sup>3</sup> Véase [“¿Terminan nuestras exportaciones energéticas?”](#), por Aliento Guadagni, Informe Especial N°398, Econométrica.



Aires. El castigo a los sectores humildes es más grave dado que el precio de la garrafa de gas es siete veces más alto que el del gas natural en Buenos Aires.

El precio de la electricidad residencial (300Kw/h) es entre 6 y 7 veces más alto en Brasil, Chile, Perú y Uruguay que en Buenos Aires. Esta distorsión de precios rige no sólo en comparaciones internacionales sino también dentro de la Argentina. En efecto, el precio de la electricidad en las provincias de Córdoba y Santa Fe es un 150% más alto del que pagan los consumidores en Buenos Aires.

Un colectivo en San Pablo paga el gas-oil 8 veces más caro que en Buenos Aires y un bus de larga distancia en Uruguay paga también 8 veces más caro el gas-oil que en Buenos Aires.

Estas distorsiones en los precios relativos a nivel de consumidores están alimentadas por la distorsionada estructura de precios que tienen las distintas fuentes de producción de los bienes energéticos. El precio del gas para el productor nacional es de 1.50 dólares por MBTU mientras que por el gas que le compramos a Bolivia pagamos entre 7 y 8 dólares, por el fuel-oil importado pagamos 16 dólares, por el gas proveniente del barco regasificador en Bahía Blanca pagamos 17 dólares y por el gas-oil importado 25 dólares

Las consecuencias de estas distorsiones de precios relativos son obvias. La Argentina produce un 30% menos de petróleo que hace una década y las reservas en áreas petroleras cayeron un 15%. En cambio, en Brasil en ese mismo período duplicó su producción

de petróleo y las reservas aumentaron un 80%.

En el caso del gas la situación es más preocupante porque en la Argentina el gas satisface un poco más de la mitad del consumo total de energía mientras en Brasil cubre solo el 8% ya que la fuente más importantes de energía son la hidroelectricidad y el etanol. Las reservas de gas en la Argentina cayeron un 43% en el periodo 2000/07 mientras que en Brasil aumentaron un 64%.

La aceleración inflacionaria que proyectamos para el 2009 agravará aún más la distorsión de precios relativos porque muy probablemente los ajustes tarifarios corran por detrás de la inflación. A medida que se sigan ampliando las distorsiones de precios relativos va a ser más difícil la salida gradual y más nos acercamos a un ajuste brusco.

Como claramente lo señala Alieto Guadagni: *“Esta política [...] se agota en el corto plazo consumiendo el capital acumulado en el pasado en forma de recursos naturales que eran abundantes ayer (cuando el petróleo era barato) y serán escasos mañana (cuando será caro)”*.

#### **4. El gobierno abandona la política de tipo de cambio alto que fue el eje central del modelo en los últimos cinco años de euforia económica**

El Cuadro N° 4 presenta la evolución del peso con relación al dólar desde el inicio de la convertibilidad hasta fines del 2009. El Presupuesto Nacional supone un precio promedio de 3,19 pesos por dólar para el 2009, que al ser promedio del año nos permite suponer

que su cotización a fines de diciembre del 2009 puede ser de 3,25 pesos.

Nuestra hipótesis de inflación para el 2009 es del 29% (diciembre 09 vs. diciembre 08), muy por encima del 8% gubernamental y sobre cuya base se fijó la meta cambiaria para el 2009. Si bien el gobierno muestra preocupación por la pérdida de competitividad internacional a que conduce el atraso cambiario no creemos que esté dispuesto a ajustar gradualmente el tipo de cambio en función de una inflación real superior a la proyectada en el presupuesto (“*crawling-peg*”).

Tomando como base nuestros supuestos estimamos el valor del peso ajustado por la diferencia de inflación entre la Argentina y Estados Unidos. Dicho valor en diciembre 2009 retrocede a un valor similar a la baja cotización del dólar en la etapa final del 1 a 1. Ello pondría de relieve que el gobierno dejó de lado la política de tipo de cambio alto que caracterizó el modelo económico a partir del 2002.

## 5. El verdadero nivel de las reservas internacionales<sup>4</sup>

El Banco Central publica semanalmente el “*Estado resumido de Activos y Pasivos*” y como nota aclaratoria al pie de esa información define lo que se denomina Posición Externa Neta. Para ello le resta al rubro Reservas Internacionales las obligaciones del Banco Central con los organismos internacionales.

<sup>4</sup> Véase “¿Es el pago al Club de París suficiente para reducir el riesgo país?”, por Juan Sommer, Informe Mensual Agosto, Econométrica.

La diferencia entre el monto de Reservas Internacionales y el de la Posición Externa Neta nos señala que el Banco Central se endeuda con el BIS (Banco de Arreglos Internacionales), que es donde tiene depositadas el Banco Central las Reservas Internacionales. El Banco Central cauciona sus propias reservas internacionales para obtener el préstamo.

El objetivo de esta “*contabilidad creativa*” es difundir públicamente un nivel de reservas internacionales más elevado que el real porque ese nivel no explicita que una parte de las reservas están caucionadas como garantía de los préstamos recibidos del BIS.

El Cuadro N°5 muestra la evolución desde comienzos del 2008 de las Reservas Internacionales del Banco Central y las de su Posición Externa Neta. En enero del 2008 el Banco Central no se había endeudado con el BIS. Por lo tanto, ambas cifras coinciden. En cambio, a lo largo de este año el Banco Central aumentó su endeudamiento con el BIS en 2.400 millones de dólares. Ello le permite al Banco Central decir que el nivel de Reservas Internacionales al 31 de Agosto era de 47.200 millones de dólares cuando en realidad era de 44.800 millones si descontamos los préstamos del BIS que tienen como garantía las reservas internacionales.

## 6. Cambia el signo de los superávit gemelos: aparece por primera vez un desequilibrio externo y se achica el superávit fiscal.

Los Cuadro N°6 muestra que el superávit comercial externo para el 2008 es de 11.800 millones de dólares. El contexto externo cambia por

completo para el 2009. Las exportaciones aumentarían en 2.000 millones de dólares debido a que adoptamos el supuesto, que con los precios actuales es optimista, que se mantienen los precios de los “*commodities*” en los mismos niveles promedio del 2008.

En el caso de las importaciones suponemos que el enfriamiento de la economía atenúa el impacto expansivo de las importaciones. Sin embargo, ello no impide que el atraso cambiario de lugar a que finalmente las importaciones en el 2009 aumenten un 20%, esto es, la mitad del crecimiento en el 2008.

El resultado final de estos supuestos es que por primera vez desde el 2002 desaparece el superávit del balance comercial y pasamos de un superávit en el 2008 en la cuenta corriente del Balance de Pagos de 7.300 millones de dólares a un déficit en cuenta corriente de 3.500 millones de dólares en el 2009 (Ver Cuadro N 7).

La Argentina no tiene acceso a los mercados financieros internacionales. Por ello, frente al déficit en cuenta corriente proyectado para el 2009 la opción que tiene el gobierno para evitar una caída en las reservas internacionales es que Venezuela nos siga comprando títulos públicos.

El otro superávit gemelo fue el fiscal. Para el 2008 proyectamos un superávit primario del 2,9% del PBI como resultado del impacto del aumento en los precios internacionales sobre las retenciones a las exportaciones.

En el 2009, en cambio, suponemos que la caída de los precios internacionales

tiene dos efectos que se canalizan en direcciones opuestas. Por un lado, no aumentan los ingresos de las retenciones a las exportaciones y por el otro lado, la caída en el precio internacional del petróleo reduce los subsidios a la energía. El resultado neto es una caída en el superávit primario del 2,9% del PBI en el 2008 al 1,9% en el 2009 (Cuadro N°8). Este superávit permite al gobierno comprar en el mercado los dólares que necesita para pagar los intereses de la deuda pública que será de 4.900 millones de dólares. Ello se haría a costa de las reservas internacionales del Banco Central (Cuadro N° 9).

### **LAS ELECCIONES EN EL 2009: “IT IS THE ECONOMY, STUPID”**

Los analistas políticos coinciden en señalar que las elecciones del 2009 deben ser vistas como un anticipo de las perspectivas electorales que tendrán las distintas fuerzas políticas en el 2011. También, van a ser útiles para medir el margen de maniobra política que les quedará a los Kirchner en los últimos dos años de su gestión presidencial. La derrota de Alfonsín en las elecciones en 1987 y la de Menem en 1997 son los antecedentes históricos que se utilizan para dar validez a estos interrogantes políticos.

En las elecciones presidenciales del 2007 el favorable comportamiento de la economía en los cuatro años previos fue un factor determinante del triunfo electoral en la primera vuelta de la fórmula oficialista. El escenario económico en las elecciones del 2009 difiere sustancialmente del registrado en las elecciones del 2007:

- En el 2009 la inflación duplicara la del 2007: 29% versus 14,1 %
- En el 2009 el aumento del PBI sería la mitad que el del 2007: 4.0 % versus 8.7 %.
- En enfriamiento de la economía se aprecia más claramente si tomamos en cuenta que en el cuarto trimestre del 2007 el PBI creció a un ritmo anual del 9.1% mientras que estimamos un crecimiento para el cuarto trimestre del 2009 del 2.6%.
- El precio del dólar ajustado por inflación argentina y la de Estados Unidos en diciembre del 2009 sería un 33% más bajo que dicho precio en diciembre del 2007. Otro indicador del atraso cambiario es que en el 2007 el PBI medido en dólares fue de 261.000 millones y en el 2009 lo estimamos en 443.000 millones, esto es, un increíble aumento en dos años del 70%.
- El superávit de la balanza comercial en el 2007 fue de 10.900 millones de dólares y en 2009 sería de 900 millones de dólares
- El superávit fiscal primario en el 2007 fue del 2.2 % del PBI y en el 2009 del 1.9 %.
- Las reservas internacionales en el 2007 aumentaron en 14.140 millones de dólares. En cambio, en el 2009 caerían en 4.900 millones de dólares. Ello se debe a que la cuenta corriente del Balance de Pagos es deficitaria y hay vencimientos de intereses del gobierno por 4.900 millones de dólares. Esta caída se puede atenuar si Venezuela nos sigue comprando títulos públicos.
- En el 2007 la moratoria previsional permitió pocos meses antes de las elecciones aumentar en 1.800.000 el total de jubilados.
- La menor inflación se manifestó en una pauta salarial del 13.5% fijada para las paritarias en el 2007. En cambio, las negociaciones salariales para el 2009 serán mucho más complicadas por ser más elevada la inflación. Por ejemplo, hace pocos días el Gobierno de la Provincia de Buenos Aires comunicó en una solicitada que el aumento salarial en educación en el 2008 es del 38%. Pocos días después el Gobierno Nacional sin ningún pudor anunció que el Índice de inflación fue del 9% anual.

¿Cuál va a ser la actitud y la reacción del gobierno frente a los delicados desafíos económicos que enfrentará en 2009? ¿Se anticipará a los acontecimientos o se limitará a una actitud desafiante y de denuncia conspirativa que encubre un comportamiento pasivo de “*wait and see*”?

Nuestra hipótesis es que el gobierno se va a inclinar por un “*muddling through*” (chapalearse en el barro) procurando diferir en el tiempo todas aquellas medidas que impliquen un elevado costo político. Esta estrategia de “*más de lo mismo*” es muy riesgosa. Si al gobierno no le va bien en términos electorales quedará muy debilitado en los últimos dos años de su mandato presidencial, precisamente cuando más fortaleza necesita.

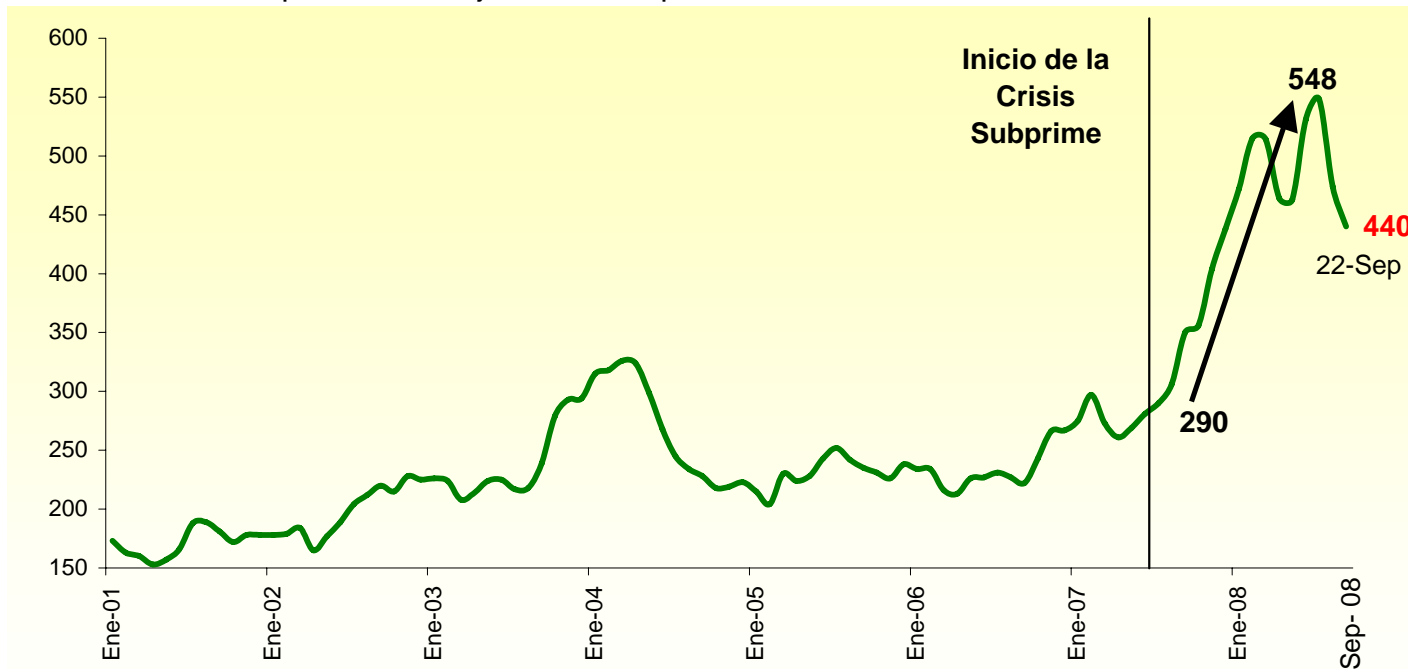
La realidad económica post-electoral va a demandar con urgencia aquellos cambios en el modelo económico que no se hicieron previamente a las elecciones. La puja distributiva se intensificará. La Argentina podría desplazarse de una crisis pre-electoral de liquidez a una crisis post-electoral de

solventia. En ese momento el gobierno no tendrá otra opción que asumir costos políticos más elevados que los que quiso evitar antes de las elecciones. Si no lo hace, serán las fuerzas del mercado las que tomaran la iniciativa y cubrirán ese vacío.

# Cuadro N 1

## Evolución del Precio de la Soja

porotos de soja - Dólares por tonelada - Promedio Mensual

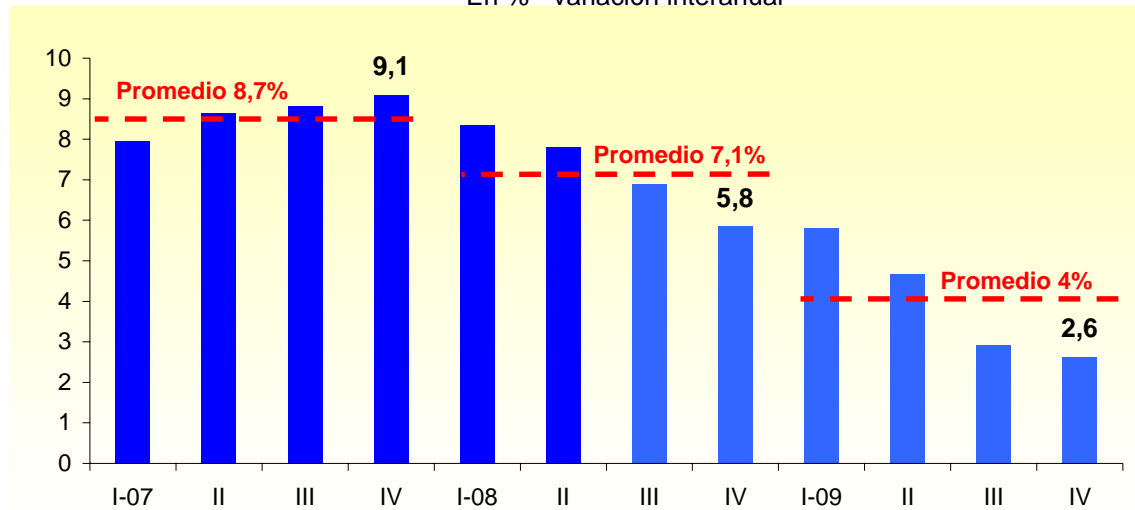


Fuente: Econométrica en base a SAGPyA

## Cuadro N 2

### Evolución del PBI - Trimestral

En % - variación interanual

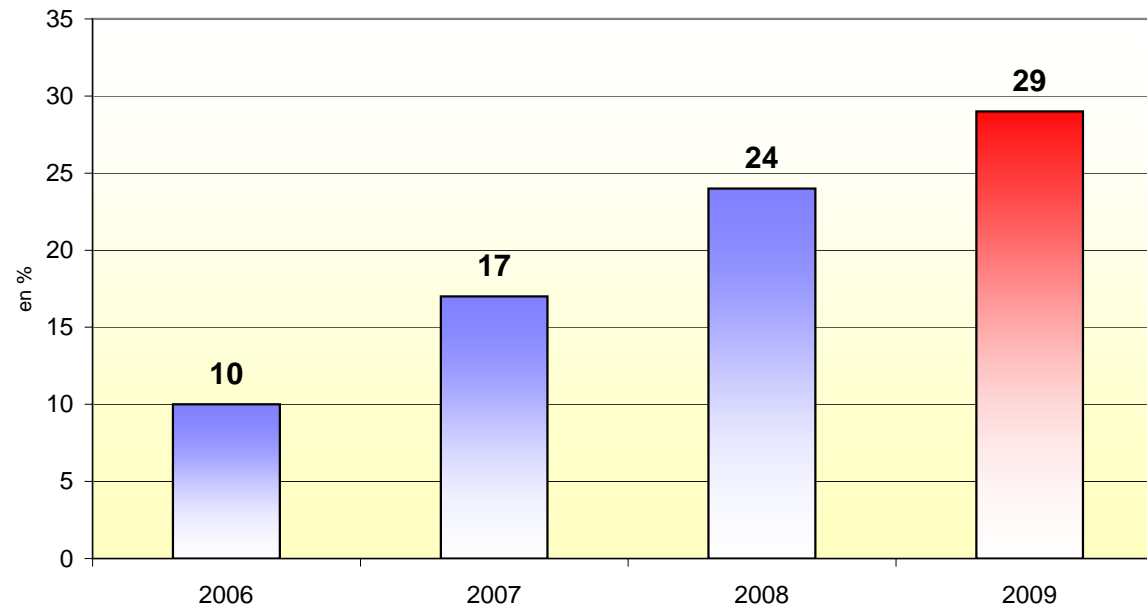


Fuente: Econométrica en base a INDEC

## Cuadro N 3

### Estimación de la Inflación 2006 - 2009

dic - dic - Var. % Interanual



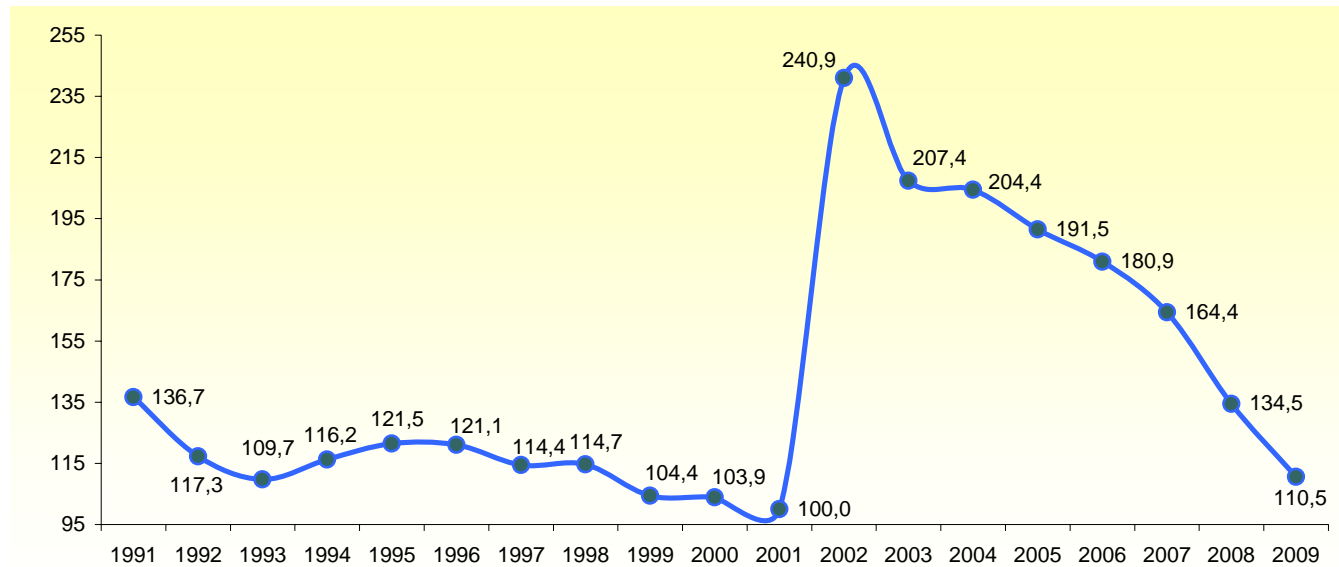
Fuente: Estimación de Econométrica S.A



## Cuadro N° 4

### Precio del Dólar en Términos Reales

Diciembre de cada año, Diciembre 2001 = 100

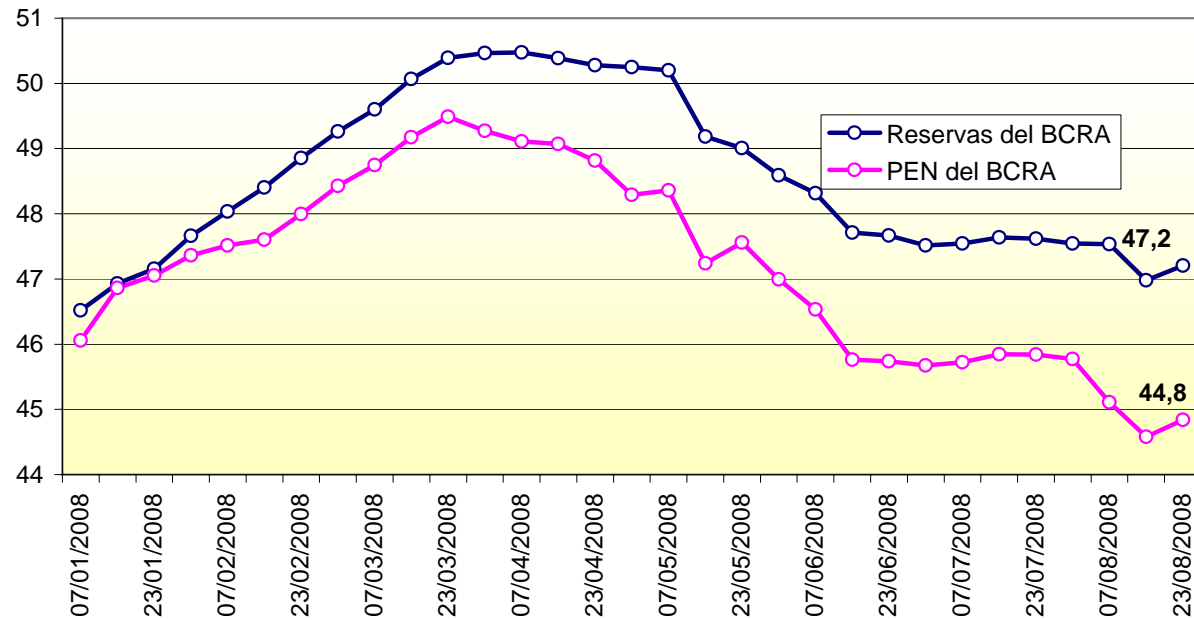


Fuente: Econométrica en base a BCRA, U.S. Department of Labour, Consensus Forecasts y estimaciones propias  
Supuesto: Inflación Argentina: 2007: 17%, 2008: 24%, 2009: 29%, Tipo de Cambio: Dic 08: 3,15, Dic 09: 3,25

## Cuadro N° 5

### Evolución de la posición externa neta (PEN) del BCRA

en miles de millones de U\$d - 2008



Fuente: Econométrica S. A. En base a BCRA

## Cuadro N 6

### Evolución de la Balanza Comercial

en miles de millones de dólares a precios corrientes

Var. % interanual

	2006	2007	2008	2009	2008	2009
<b>Exportaciones</b>	<b>46,5</b>	<b>55,7</b>	<b>75,3</b>	<b>77,2</b>	<b>35,3</b>	<b>2,5</b>
Productos Primarios	8,6	12,7	19,1	19,1	50,5	0,0
Prod. Org. Agropecuario (MOA)	15,2	19,1	26,9	26,9	40,8	0,0
Prod. Org. Industrial (MOI)	14,8	17,3	21,9	24,5	26,6	12,0
Combustible y Energía	7,8	6,6	7,4	6,7	13,0	-10,0
<b>Importaciones</b>	<b>34,2</b>	<b>44,7</b>	<b>63,5</b>	<b>76,3</b>	<b>42,1</b>	<b>20,1</b>
Bienes de Capital	8,2	10,7	14,6	17,2	35,7	18,0
Bienes Intermedios	11,9	15,5	21,6	25,3	39,4	17,0
Combustibles	1,7	2,8	5,6	7,2	95,9	30,0
Piezas para bienes de Capital	6,2	7,7	10,6	13,0	37,5	23,0
Bienes de Consumo (Incl. Aut.)	6,0	7,8	11,1	13,5	41,9	21,3
Bienes de Consumo	4,0	5,1	7,0	8,6	37,6	22,0
Automotores	2,0	2,7	4,1	4,9	50,2	20,0
Resto	0,1	0,1	0,1	0,1	-10,9	0,0
<b>Saldo Comercial</b>	<b>12,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11,8</b>	<b>0,9</b>	<b>7,5</b>	<b>-92,4</b>
en % del PBI	5,8	4,2	3,4	0,2		

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

## Cuadro N 7

### Balance de Pagos - Serie Anual

-En millones de dólares- Devengado

	Año				
	2005	2006	2007	2008*	2009*
<b>Cuenta corriente</b>	<b>5,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>-3,6</b>
en % del PBI	2,9%	3,6%	2,7%	2,1%	-0,8%
<b>Mercancías</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>15,1</b>	<b>4,9</b>
Exportaciones fob	40,4	46,5	55,8	75,3	77,2
Importaciones fob	27,3	32,6	42,5	60,3	72,3
<b>Servicios</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,0</b>
<b>Rentas</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,9</b>
<b>Renta de la inversión</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,9</b>
<b>Intereses</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>
Ganados	3,2	4,0	5,1	5,0	5,8
Pagados	6,6	5,1	5,7	6,0	6,5
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,1</b>
<b>Otras Rentas</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>3,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>Cuenta capital</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>		
<b>Cuenta financiera</b>	<b>3,3</b>	<b>-5,5</b>	<b>5,6</b>		
Sector Bancario	-4,4	-10,5	1,6		
Sector Público no Financiero	3,4	3,0	2,4		
Sector Privado No Financiero	4,3	1,9	1,6		
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>		
<b>Variación Reservas Internacionales</b>	<b>8,9</b>	<b>3,5</b>	<b>13,1</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
ITEM DE MEMORANDUM Importaciones CIF	28,7	34,2	44,7	63,5	76,3

Fuente: Ministerio de Economía

\* Estimación de Econométrica

## Cuadro N 8

### Sector Público Nacional - Base Caja

Neto de Transferencias automáticas a provincias  
en miles de millones de \$

Var. % internaual

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

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

## Cuadro N 9

### Programa Financiero 2007 - 2009

en miles de millones de dólares

en % del PBI

	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>Superavit Primario</b>	<b>5,7</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>
(-)						
<b>Intereses</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
=						
<b>Resultado Financiero</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>
(-)						
<b>Vtos. Capital</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Org. Inter.	0,2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
Bogar, Boden y Bonar	4,3	3,8	3,6	1,6	1,1	0,8
PG	1,5	0,9	3,7	0,6	0,2	0,8
Otros	2,0	2,9	1,5	0,8	0,8	0,3
=						
<b>Necesidad de Financiamiento</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>
<b>Emisión de Nueva Deuda</b>	<b>6,0</b>	<b>2,3</b>		<b>2,3</b>		
Venezuela	2,2	2,0		0,8		
Resto Emisión	3,9	0,3		1,5		
en \$	0,5	0,3		0,2		
en u\$s	3,4	0,0		1,3		
<b>Adelantos Transitorios</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>		<b>0,4</b>		
=						
<b>Aumento/Dis. de act. finan.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,3</b>		<b>-0,1</b>		

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon