



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“¿Hacia un
Ajuste Ortodoxo
después de las
Elecciones de
Junio?”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Marzo
2009**

39 1970 - 2009
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

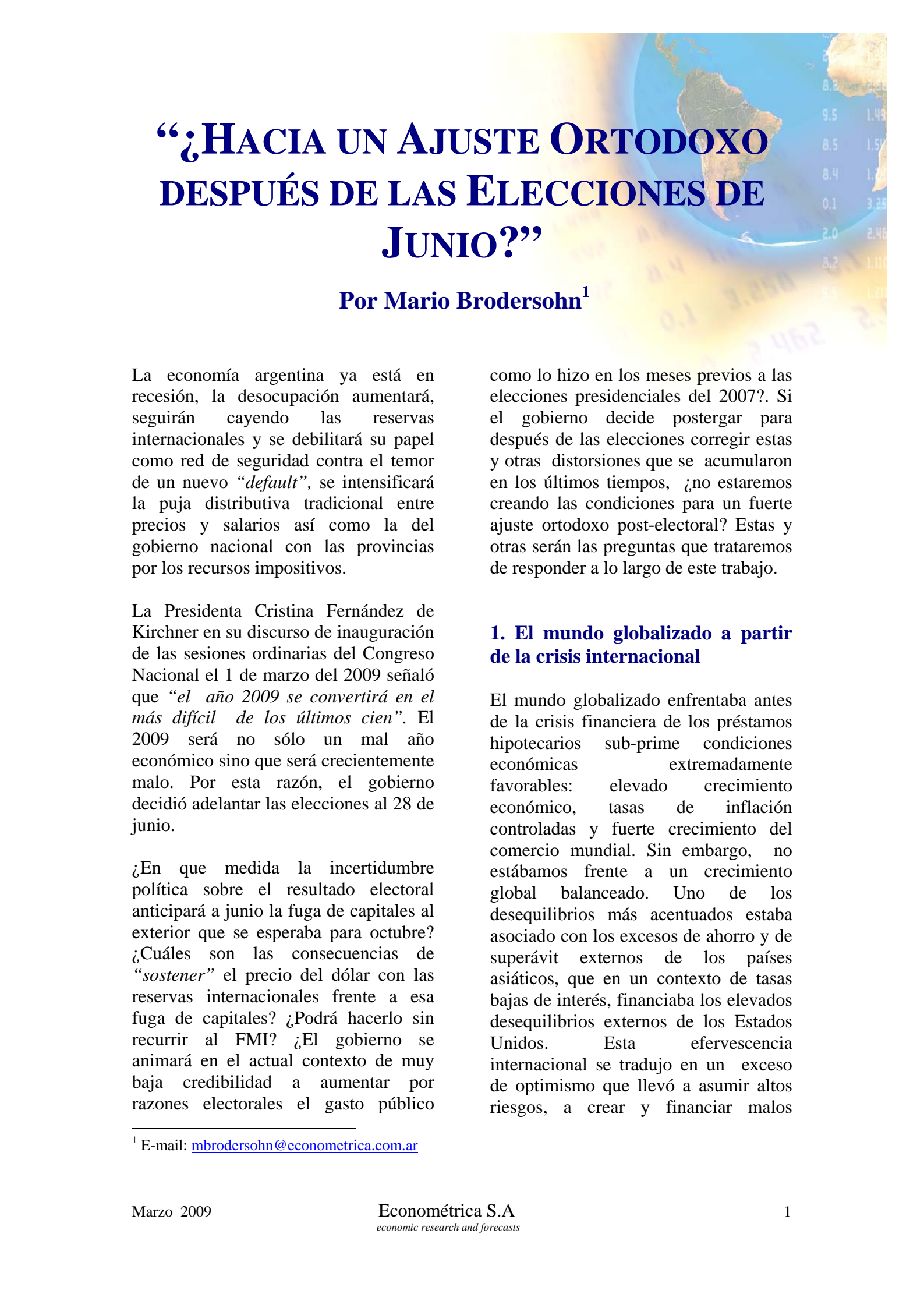
Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2009: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts



“¿HACIA UN AJUSTE ORTODOXO DESPUÉS DE LAS ELECCIONES DE JUNIO?”

Por Mario Brodersohn¹

La economía argentina ya está en recesión, la desocupación aumentará, seguirán cayendo las reservas internacionales y se debilitará su papel como red de seguridad contra el temor de un nuevo “*default*”, se intensificará la puja distributiva tradicional entre precios y salarios así como la del gobierno nacional con las provincias por los recursos impositivos.

La Presidenta Cristina Fernández de Kirchner en su discurso de inauguración de las sesiones ordinarias del Congreso Nacional el 1 de marzo del 2009 señaló que “*el año 2009 se convertirá en el más difícil de los últimos cien*”. El 2009 será no sólo un mal año económico sino que será crecientemente malo. Por esta razón, el gobierno decidió adelantar las elecciones al 28 de junio.

¿En que medida la incertidumbre política sobre el resultado electoral anticipará a junio la fuga de capitales al exterior que se esperaba para octubre? ¿Cuáles son las consecuencias de “*sostener*” el precio del dólar con las reservas internacionales frente a esa fuga de capitales? ¿Podrá hacerlo sin recurrir al FMI? ¿El gobierno se animará en el actual contexto de muy baja credibilidad a aumentar por razones electorales el gasto público

como lo hizo en los meses previos a las elecciones presidenciales del 2007?. Si el gobierno decide postergar para después de las elecciones corregir estas y otras distorsiones que se acumularon en los últimos tiempos, ¿no estaremos creando las condiciones para un fuerte ajuste ortodoxo post-electoral? Estas y otras serán las preguntas que trataremos de responder a lo largo de este trabajo.

1. El mundo globalizado a partir de la crisis internacional

El mundo globalizado enfrentaba antes de la crisis financiera de los préstamos hipotecarios sub-prime condiciones económicas extremadamente favorables: elevado crecimiento económico, tasas de inflación controladas y fuerte crecimiento del comercio mundial. Sin embargo, no estábamos frente a un crecimiento global balanceado. Uno de los desequilibrios más acentuados estaba asociado con los excesos de ahorro y de superávit externos de los países asiáticos, que en un contexto de tasas bajas de interés, financiaba los elevados desequilibrios externos de los Estados Unidos. Esta efervescencia internacional se tradujo en un exceso de optimismo que llevó a asumir altos riesgos, a crear y financiar malos

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

activos financieros que no pudieron sobrevivir cuando explotó la burbuja inmobiliaria y financiera. A partir de julio del 2007 se desarrolla una crisis financiera internacional que hasta ahora los gobiernos no han logrado detener.

Hace muy pocos días el FMI y el Banco Mundial dieron a conocer informes para la reunión del 4 abril del G20 sobre la crisis internacional y su impacto en el crecimiento de los países avanzados y de los países emergentes². Para el Banco Mundial la producción industrial global cayó un 20% en el cuarto trimestre del 2008. El PBI mundial caería en el 2009 por primera vez desde la segunda guerra mundial. El comercio internacional está en camino de tener en el 2009 la caída más grande en los últimos 80 años.

Los países en desarrollo van a enfrentar una brecha de financiamiento que variaría entre 270.000/700.000 millones de dólares según sea la profundidad de la crisis y el “*timing*” de las respuestas políticas. Los recursos disponibles en los organismos financieros internacionales son inadecuados para cubrir aún una la brecha de financiamiento más baja.

También, señala el informe del Banco Mundial, la emisión de deuda de los grandes países desarrollados va a aumentar dramáticamente, desplazando del mercado financiero las demandas de financiamiento público o privado de los países en desarrollo, que a su vez van a enfrentar altos “*spread*” financieros y escasez de oferta de fondos.

² Ver “*Swimming Against the Tide: How Developing Countries are Coping with the Global Crisis*”, World Bank, March 2009. También ver “*Initial Lessons of the Crisis*”, FMI, February 2009.

Esta realidad va a conducir a debilitar en los países en desarrollo la inversión y el crecimiento económico futuro. El desafío que van a enfrentar los países en desarrollo es como, con menores recursos, llevar adelante políticas de inversiones críticas y crear redes de seguridad social. Este último punto, recalca el Banco Mundial, es especialmente crítico para los países en desarrollo porque la caída en el desarrollo económico va a aumentar la población que vive por debajo de la línea de pobreza.

El contexto internacional que hemos sintetizado de los informes del Banco Mundial y del FMI nos sugiere que la crisis internacional todavía no golpeó en toda su intensidad en la Argentina y que debemos esperar una profundización de la recesión económica en el 2009. Para **Econométrica** la contracción promedio del PBI de este año sería del 1,8% y en el último trimestre la contracción llegaría al 3,7% (ver cuadro 1).

Frente a esta realidad el gobierno hizo anuncios de políticas monetarias y fiscales orientadas a expandir la demanda interna a fin de atenuar la recesión, aumentar el empleo y corregir la inequidad social. Hasta ahora los anuncios de créditos bancarios para comprar automóviles, bicicletas, heladeras, calefones, etc no han dado resultado porque en un contexto recesivo los consumidores se resisten a endeudarse y los bancos también se resisten a prestar por el temor de no recuperar los préstamos. Tampoco los anuncios fiscales han sido todo lo efectivo que la coyuntura recesiva sugiere.

2. La interacción entre el ciclo político y el ciclo económico en la etapa previa a las elecciones del mes de junio

Por lo general en los periodos pre-electorales suelen interactuar el ciclo político con el ciclo económico. Hay dos vías de interacción. Una de ellas se presenta cuando los gobiernos aumentan fuertemente el gasto público con fines electorales. Es lo que se suele denominar “*populismo fiscal*”. La otra vía de interconexión es cuando el gobierno, en un contexto de fuga de capitales, decide evitar que se escape el dólar defendiéndolo con dólares provenientes de sus reservas en el Banco Central.

2.1 ¿Tiene margen el gobierno para llevar adelante una política de “populismo fiscal”?

Las elecciones presidenciales del 2007 fueron un claro ejemplo de un “*populismo fiscal*” expansivo y procíclico. En ese año el gasto público aumentó un 44,3% debido a dos rubros.

- La moratoria jubilatoria sancionada pocos meses antes de las elecciones aumentó en 1,8 millones el número de jubilados. Esta decisión provocó un aumento del 57% en el gasto público en jubilaciones y los gastos pasaron del 4.9% del PBI en el 2006 al 6.2% en el 2007. Además, comprometió la estabilidad futura del sistema jubilatorio.
- El otro rubro de expansión del gasto público fueron los subsidios a la energía y al transporte. Ello provocó un aumento del 61% en ese gasto público.

La combinación de ambos rubros explica el 68% del aumento del gasto público en el 2007. Esta política de expansión populista del gasto público “*calentó*” aun más el crecimiento de la economía. El PBI paso de crecer al 8% anual en el primer trimestre al 9,1% en el cuarto trimestre del 2007. El precio que se pagó fue una mayor inflación que dio comienzo a las manipulaciones del gobierno en el INDEC.

En el 2009 el gobierno parece inclinado a dejar de lado el “*populismo fiscal*” que caracterizó las elecciones del 2007. En efecto, hasta ahora hay señales gubernamentales de una mayor austeridad en el gasto público. Para **Econométrica** el gasto público nacional aumentará en el 2009 un 15% frente al 44,3% en el 2007. La menor recaudación impositiva que provoca la crisis internacional y la recesión económica está motivando al gobierno a una mayor austeridad fiscal.

Resulta paradójico este cambio de conducta porque era precisamente en el 2007 cuando hacia falta una política fiscal anti-cíclica menos expansiva para evitar que una mayor expansión económica acelere la inflación. En cambio, en la actualidad cuando los signos de una recesión económica son muy claros el gobierno se inclina hacia una política fiscal mucho menos expansiva a contrapelo de lo que esta sucediendo en otros países como Estados Unidos, Europa y Chile en América Latina.

Podríamos resumir la política fiscal del gobierno en el 2009 como keynesiana en los anuncios pero claramente ortodoxa en su implementación. Veamos algunos ejemplos:

- El gobierno anunció un plan de obras públicas de 57.000 millones de pesos para el 2009 que implica un aumento del 141% frente a los 23.600 millones gastados en el 2008. Tres meses después de los anuncios no hay señales claras de proyectos nuevos de inversión. Claramente es una decisión que esta muy lejos de tener principios de ejecución antes del 28 de junio por las demoras administrativas que implica transformar en realidad planes todavía inciertos de inversión.
- Aumentos inesperados por su magnitud de las tarifas de los servicios públicos privatizados luego de años de mantener congelados esos precios. El objetivo de estos aumentos ha sido reducir los gastos públicos en subsidios.
- Limitar el aumento en las jubilaciones al 15% en el 2008 cuando los aumentos salariales fueron del 23%. Hasta ahora la propuesta de aumentos jubilatorios previos a las elecciones de junio se limitan al 11,7%. Esta austeridad jubilatoria se extiende a la complicada fórmula a utilizar en los ajustes de la movilidad en las jubilaciones. Más aún, el gobierno tomó la decisión de impulsar a los jubilados a que hagan juicio al gobierno para hacer efectiva la decisión de la Corte Suprema de ajustar las jubilaciones en el periodo 2002/06 sobre la base de los aumentos salariales promedios del país. Esta decisión de la Corte Suprema involucra a 1.750.000 jubilados y envuelve a los jubilados en una avalancha de juicios con

elevados costos jurídicos para el jubilado. Contrastemos la política jubilatoria en el 2009 con la decisión de aumentar en 1,8 el número de jubilados meses antes de las elecciones presidenciales del 2007.

- La decisión de coparticipar con las provincias y los municipios el 30% las retenciones impositivas a la soja es una decisión que puede ser en los hechos contrarrestada con menores transferencias discrecionales a las provincias y municipios. El gobierno con la finalidad de generar adhesiones de gobernadores e intendentes ha instrumentado en los últimos años una política basada en transferir discrecionalmente recursos a las provincias y municipios por encima de lo que les corresponde por la ley de coparticipación y las leyes especiales. En efecto, estas transferencias discrecionales aumentaron de 10.000 millones de pesos en el 2005 a 15.000 millones en el 2008. Por lo tanto, no descartamos que en el 2009, si los números fiscales aprietan, neutralice las sumas a coparticipar por las retenciones a la soja con menores transferencias discrecionales a las provincias y municipios.

En este año 2009 la combinación de recesión, caída en los precios internacionales y sequía provocarán una disminución en la recaudación impositiva que estimamos en 2 puntos del PBI. El Gobierno esta neutralizando parte de esa caída en la recaudación con un aumento en los recursos de 1.2% del PBI proveniente de la estatización de las AFJP y con una disminución de 0,8 % del PBI en los subsidios como consecuencia de la caída en el precio internacional del petróleo y del aumento

de las tarifas. Ello da lugar a que el superávit primario en el 2009 se acerque al 3% del PBI, que fue el superávit primario en el 2008. Los Cuadros N 2 a 4 muestran que el gasto público primario aumentaría en el 2009 un 15,5% en relación con el 2008, aumento que es levemente superior al aumento estimado del 14,8% en los recursos totales del Gobierno Nacional.

¿Puede el gobierno llevar adelante, como lo hacen otros países, una política expansiva keynesiana? ¿O, por el contrario, dada la falta de credibilidad en el gobierno y el nulo acceso a los mercados financieros, el gobierno no tiene otra alternativa que ser muy austero y cuidadoso con la expansión del gasto público?

Estas son preguntas altamente controvertidas para la Argentina. Por un lado, y tal como señalamos más arriba, ya estamos en recesión, que se va a ir profundizando a medida que se sienta con más intensidad las repercusiones de la crisis internacional. Esta realidad sugiere una política fiscal expansiva basada en un aumento del gasto público y/o baja de impuestos para estimular la demanda interna. Pero por el otro lado, cada vez gravita con más intensidad el temor a que esa expansión del gasto público y el consiguiente deterioro en las cuentas fiscales termine estimulando la dolarización de la economía y la consiguiente fuga de capitales. Si prevalece este último temor, el gobierno se queda sin instrumentos para reactivar la economía.

2.2 ¿La incertidumbre electoral y la falta de credibilidad en el gobierno estimulan la fuga de capitales al exterior?

El otro rubro de interconexión entre el ciclo político y el ciclo económico está dado por la natural tendencia de los argentinos a refugiarse en el atesoramiento en dólares como medida precautoria frente a la incertidumbre. Esto es precisamente lo que ocurrió en los tres meses previos a las elecciones del 2007. La fuga de capitales fue de 4.700 millones de dólares. Esta salida de capitales es un serio llamado de atención para el 2009 porque se dio en un contexto político con mucha menor incertidumbre sobre el resultado electoral que la que se anticipa para este año. Las encuestas sobre las elecciones presidenciales del 2007 mostraban al gobierno como un claro ganador. La popularidad del Presidente rondaba en el 70% y la oposición estaba fragmentada entre varios candidatos presidenciales. En cambio, la incertidumbre electoral es claramente mayor en el 2009 que en el 2007. La imagen positiva de la Presidenta se redujo del 56% al 28%.

La realidad económica en el 2009 también es muy distinta a la del 2007. El superávit externo es mucho menor y el gobierno tiene totalmente cerrado el acceso al financiamiento internacional. Los vencimientos de deuda en dólares por 6.400 millones se tienen que financiar con las reservas internacionales del Banco Central.

Se suele argumentar que en el segundo trimestre del año hay una importante estacionalidad que favorece al gobierno con un mayor ingreso de dólares por la elevada concentración de las exportaciones de maíz y soja. Esta visión no toma en cuenta que en un contexto de salida de capitales se producen los ya conocidos “*leads and*



lags” (anticipos y demoras) en el comportamiento de los operadores económicos, acentuados esta vez por ser los meses pre-electorales. En efecto, frente a expectativas de devaluación post-electoral los importadores y los que adeudan dólares prefieren anticipar el pago de sus importaciones y deudas y los exportadores prefieren demorar la venta de sus exportaciones. Ambos comportamientos se transforman en mecanismos que acentúan la salida de capitales.

La combinación de un contexto económico negativo con una mayor debilidad político-electoral del gobierno contribuye a favorecer un clima de dolarización de la economía. Precisamente esto es lo que está ocurriendo en la actualidad. De acuerdo con el último informe monetario del Banco Central que llega al 13 de marzo la venta de dólares realizadas por esa institución en las tres semanas previas a ese informe fue de 1.080 millones de dólares. El gobierno no tiene otra alternativa que defender el gradualismo en el ajuste cambiario con sus reservas internacionales en momentos en que la corrida cambiaria agita los ánimos sobre una abrupta devaluación inmediatamente después de las elecciones.

El Banco Central oculta la caída en las reservas aumentando su endeudamiento con el Banco de Arreglos Internacionales (BIS). El Banco Central deposita en ese banco internacional sus reservas internacionales porque son inembargables ante las demandas judiciales de los acreedores que no entraron en el canje de la deuda. Ello le permite al Banco Central acceder a préstamos de ese Banco dejando como garantía sus depósitos y puede hacerlo

sin ningún papeleo burocrático. Estimamos que la deuda actual con el BIS alcanza los 5.000 millones de dólares.

En síntesis, la interacción entre el ciclo político y el ciclo económico antes de las elecciones del 28 de junio pueden resumirse en los siguientes términos:

- La expansión del gasto público que fue un eje político central en las elecciones presidenciales del 2007 ya no puede tener el mismo impulso en el 2009 por el temor de que un menor superávit primario incentive la fuga de capitales al exterior. Por lo tanto, el gobierno se ve muy limitado en el uso de instrumentos expansivos de política económica anti-cíclicos que permitan revertir las tendencias recesivas de la economía y el aumento en la desocupación.
- La disminución apreciable del superávit comercial externo, el nulo acceso al mercado financiero internacional y la pérdida de credibilidad en el gobierno están creando las condiciones para que, en un contexto de alta incertidumbre sobre el resultado de las elecciones, se acentúe la fuga de capitales. El gobierno no tiene otra alternativa, antes de las elecciones, que recurrir a las reservas internacionales del Banco Central para evitar que se escape el dólar.
- Finalmente volverá a entrar en escena, después de las elecciones, la restricción externa lo cual conduce a restablecer nuevamente la triste historia de los “stop and go” que caracterizaron la volatilidad

económica de los últimos cincuenta años.

3. Plan de ajuste ortodoxo después de las elecciones del 28 de junio

Las opciones económicas que tendrá frente a si el gobierno van a depender del resultado electoral, en particular el de la Provincia de Buenos Aires. Obviamente no estamos en condiciones de predecir esos resultados. Sin embargo, consideramos que entre los analistas políticos tiene un amplio consenso la tesis de que la gobernabilidad post-electoral va a quedar debilitada por dos factores:

- Primero, hay una probabilidad muy alta de que el gobierno pierda el control mayoritario del Congreso.
- Segundo, es muy probable que los Kirchner vean disminuida su capacidad de influir en el escenario político de las elecciones presidenciales del 2011.

La debilidad política post-electoral del gobierno es el peor contexto para hacer frente a una realidad muy compleja por la combinación de los siguientes factores:

- La corrida cambiaria puede acentuarse después de las elecciones si surge un gobierno políticamente débil. Las reservas internacionales del Banco Central pueden disminuir a niveles altamente riesgosos.
- La ausencia de una política anti-cíclica monetaria y fiscal en la etapa pre-electoral por el temor a la dolarización de la economía puede

verse agravada con un gobierno post-electoral políticamente débil. En este caso, la ausencia de medidas para revertir la recesión y el desempleo pueden acentuar aun más las tendencias recesivas de la economía. Para **Econometrica** la recesión del cuarto trimestre llegará $-3,7\%$ con relación al mismo periodo del año anterior.

- Las pujas distributivas pueden crear nuevas presiones inflacionarias

En suma, la Argentina después de las elecciones puede volver a enfrentar los viejos y conocidos ciclos de “*stop and go*” si el gobierno “*agota*” las reservas internacionales conteniendo la corrida cambiaria. Entraríamos a la fase del “*stop*” como ya ha sucedido en varias oportunidades desde 1952. La prioridad mayor del gobierno pasaría a ser enfrentar la restricción externa con una política de ajuste que combine devaluación con contención salarial y una política monetaria-fiscal restrictiva. El objetivo en la etapa del “*stop*” es recuperar el equilibrio externo pagando un alto precio en términos de desequilibrios internos: recesión, desempleo, caída del salario real.

El objetivo del equilibrio externo en el actual contexto puede verse muy restringido por la falta de acceso a los mercados financieros internacionales. Ello va llevar a plantear si hay que recurrir o no al FMI, lo cual a su vez tiene como pre requisito acordar con el Club de París y con los “*hold-outs*” que quedaron fuera del canje de la deuda.

El FMI aprobó este 24 de marzo nuevas normas de préstamos mucho más flexibles que las del pasado pero difícilmente deje de lado temas como el

INDEC y los subsidios. El punto central de discrepancia entre el FMI y el gobierno argentino muy probablemente gire en torno a la actual política de defender el tipo de cambio con las reservas internacionales.

En los años de esplendor económico internacional que fueron del 2005 al 2007, el superávit externo del sector privado en cuenta corriente fue de 40.000 millones de dólares. Frente a este exceso en la oferta de dólares el Banco Central prefirió sostener la cotización del dólar comprando ese exceso de oferta de dólares. Si el Banco Central no hubiese comprado esos dólares su precio, tal como ocurrió en Brasil, se hubiese apreciado y caído de 3 pesos a un valor probable de 2 pesos por dólar. En consecuencia, el Banco Central sostuvo el precio del dólar en 3 pesos y compró ese exceso de oferta de dólares para aumentar sus reservas internacionales en 25.500 millones de dólares y cancelar la deuda con el FMI por otros 10.000 millones.

A partir de la crisis con el campo, la estatización de las AFJP y la crisis internacional se revierte por completo el contexto económico. El superávit externo del sector privado en el 2008 influido por los altos precios internacionales y la excepcional cosecha fue más elevado que en los años anteriores: 17.350 millones de dólares. Sin embargo, y a diferencia de los ocurrido en el 2005/07 ya no es el Banco Central el que compra esos dólares sino que es el mismo sector privado el que los compra provocando una salida de capitales de 23.000 millones de dólares. El Banco Central esta vez se vio obligado a vender dólares, ocultando la caída de las reservas con préstamos del BIS.

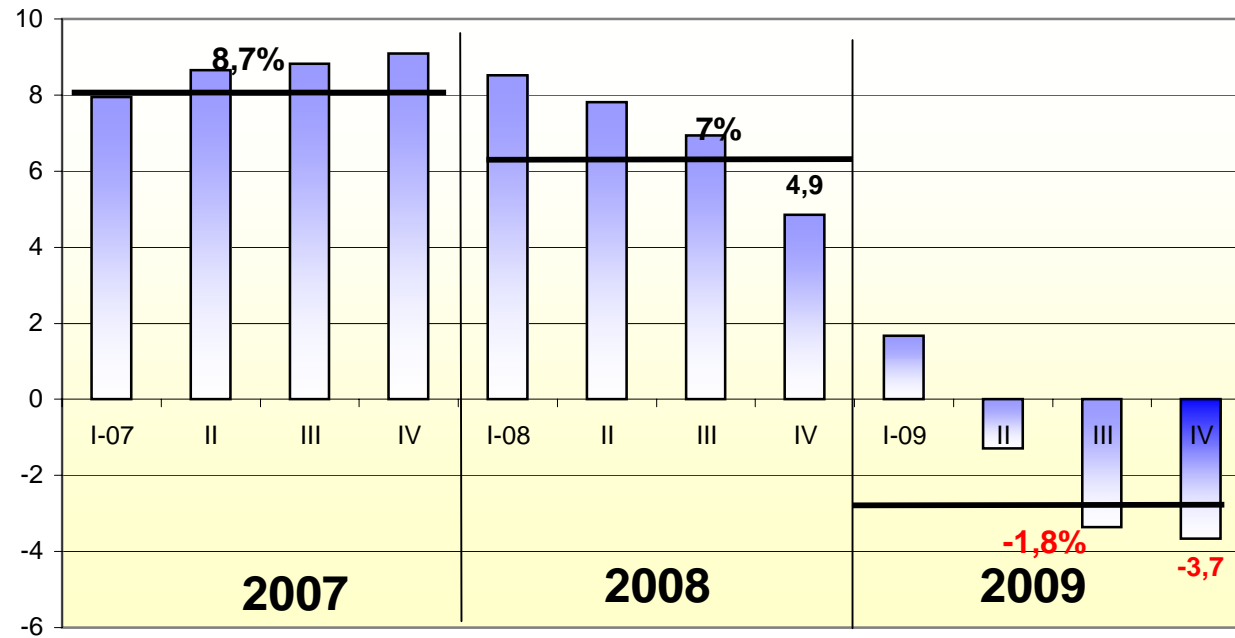
Esta fuga de capitales se está volviendo a instalar en este mes de marzo y se acrecentará a medida que nos acercamos a la fecha de las elecciones en el mes de junio. Pero en el 2009 el superávit externo del sector privado es muy inferior al del 2008 y el Banco Central tiene cerrado el acceso al mercado financiero internacional. Bajo esta nueva realidad externa el FMI seguramente se resista a prestarle dólares al Banco Central por entender que usaría ese préstamo para financiar la fuga de capitales que provoca su política de defender el precio del dólar. El FMI muy probablemente pida que el Banco Central deje de intervenir en el mercado cambiario para sostener el precio del dólar y sugiera en cambio que el precio del dólar lo fije el mercado, esto es, dejar que el precio del dólar se devalúe. No está demás reiterar que el INDEC debe ser reconstituido.

En síntesis, después de las elecciones volveríamos a afrontar el tradicional ajuste ortodoxo que dominó en reiteradas oportunidades la vida económica argentina en los últimos cincuenta años. Esta vez, el gobierno no tendrá margen para seguir postergando decisiones económicas que den respuesta a las distorsiones que se han venido acumulando en los últimos años.

Cuadro N 1

Evolución del PBI 2007 - 2009

Serie a precios constantes - Var. % interanual

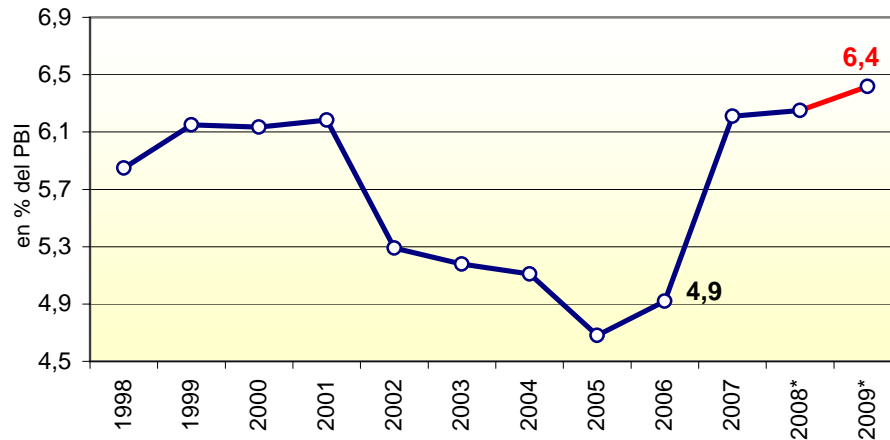


Fuente: Econométrica S.A en base al Indec

Cuadro N 2

Gasto en Seguridad Social

en % del PBI



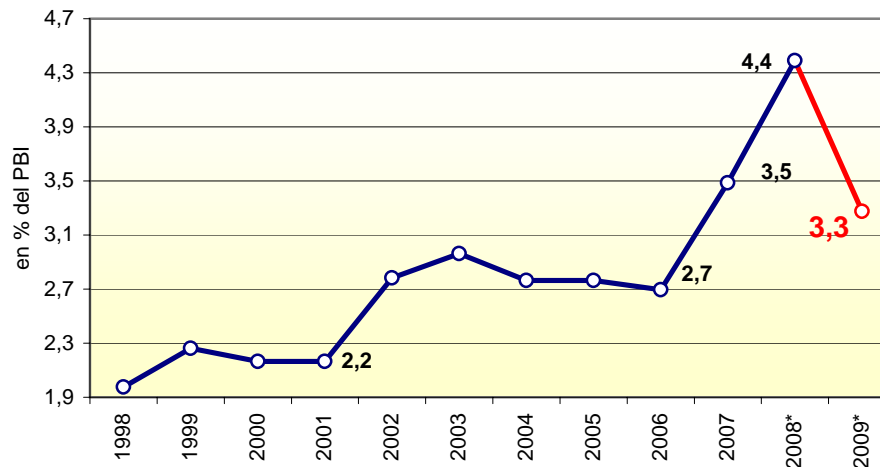
Fuente: Econométrica S.A

* Estimación de Econométrica S.A

Cuadro N 3

Transferencias al Sector Privado

en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A en base al Indec

Cuadro N 4

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*	2005	2006	2007	2008*	2009*
Ingresos	156,2	218,1	250,3	31,2	39,6	14,8	17,7	18,2	19,2	21,1	21,3
Triburarios	109,4	148,6	156,4	29,0	35,8	5,3	13,1	13,0	13,5	14,4	13,3
Seguridad Social	36,9	53,6	75,9	44,1	45,3	41,5	3,5	3,9	4,5	5,2	6,5
No tributarios (sin privat.)	9,9	15,9	18,0	14,5	59,8	13,3	1,1	1,3	1,2	1,5	1,5
Gasto Primario	138,4	186,6	215,5	44,3	34,9	15,5	14,0	14,7	17,0	18,1	18,3
Remuneraciones	18,6	24,7	28,9	30,0	32,6	17,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
Bienes y Servicios	6,5	8,1	9,3	32,9	25,0	15,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8
Seguridad Social	50,5	64,6	75,5	56,8	27,9	17,0	4,7	4,9	6,2	6,3	6,4
Trans. al Sector Privado	28,3	45,3	38,5	60,6	60,1	-15,0	2,8	2,7	3,5	4,4	3,3
Trans. a Provincias	13,6	15,3	21,4	4,6	12,2	40,0	2,0	2,0	1,7	1,5	1,8
Corrientes	6,7	7,5	10,6	0,2	13,0	40,0	1,2	1,0	0,8	0,7	0,9
Capital	7,0	7,8	10,9	9,1	11,5	40,0	0,7	1,0	0,9	0,8	0,9
Universidades	5,2	7,3	8,6	33,7	40,0	18,0	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
Otros Gastos	2,7	5,5	6,9	187,5	104,5	25,0	0,1	0,1	0,3	0,5	0,6
Gastos de Capital	13,0	15,8	26,4	43,5	22,2	66,6	0,9	1,4	1,6	1,5	2,2
Inversión Real Directa	7,5	10,6	17,0	38,5	42,1	60,0	0,6	0,8	0,9	1,0	1,4
Inver. Financiera + otras	5,5	5,2	9,4	51,0	-4,9	80,0	0,4	0,6	0,7	0,5	0,8
Resultado Primario	17,9	31,5	34,8	-22,9	76,3	10,5	3,7	3,5	2,2	3,0	3,0
Intereses	16,4	19,2	23,7	42,3	17,0	23,3	1,9	1,8	2,0	1,9	2,0
Resultado Financiero	1,4	12,3	11,1	-87,7	755,6	-9,6	1,8	1,8	0,2	1,2	0,9

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon