



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“Las Decisiones
que Enfrenta el
Gobierno”***

Por Juan Sommer

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Abril
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



“LAS DECISIONES QUE ENFRENTA EL GOBIERNO”

Por Juan Sommer¹

Es difícil imaginar un escenario post electoral, cualquiera sea el resultado, sin modificaciones en la política económica actual para revertir la caída del nivel de actividad económica. La crisis económica y financiera internacional más los desequilibrios que se estuvieron generando en el proceso de expansión de los últimos años, sumado a la falta de acceso al financiamiento externo e interno, exige cambios coherentes en la política económica para revertir el estado actual de la economía, aún en un contexto internacional que hoy se proyecta más favorable que el vigente desde agosto de 2008.

La crisis internacional ha acelerado el proceso de reducción del crecimiento de la actividad económica que ya se venía observando desde antes de su plena manifestación y ha puesto en riesgo la continuidad de los superávits externos y fiscales.

Los mecanismos de transmisión de la crisis son comunes a prácticamente todos los países. Para frenarlos, la mayor parte de los países han aplicado una combinación de políticas monetarias y fiscales. En nuestro país ha habido muchos anuncios en ese sentido pero de poca acción efectiva, en parte porque, como señalamos en nuestros informes, el país no tiene acceso al financiamiento externo, existe incertidumbre sobre la política

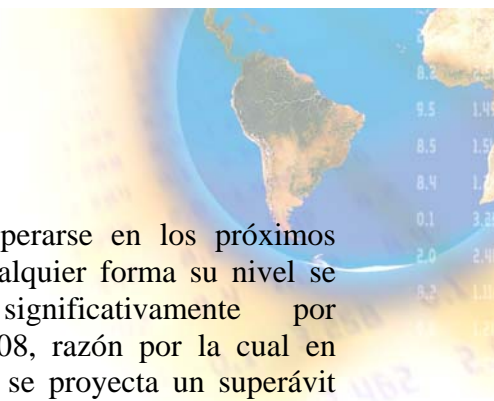
cambiaria que se manifiesta en una tendencia a la reducción de la demanda de pesos y también porque se registra una relativamente alta tasa de inflación pese a la caída en el nivel de actividad. La salida de capitales, que se profundiza con la crisis del campo, es el rasgo distintivo de nuestro país que potencia los impactos de la crisis financiera internacional.

Sin embargo, a diferencia de oportunidades anteriores de dolarización de portafolios, la salida de capitales que erosiona la posibilidad de crecimiento desde hace varios trimestres, no ha tenido hasta el presente consecuencias tan significativas sobre variables macroeconómicas claves, como ser el tipo de cambio y las tasas de interés. De todos modos, los riesgos de que ello se produzca aumentan si persiste la salida de capitales.

En este contexto las preguntas que cabe formular se refieren a las medidas que podría tomar el Gobierno para enfrentar este escenario, medidas que principalmente se inscriben en el campo fiscal y de la política cambiaria y monetaria.

No es simple responder a la mayoría de las preguntas antes sugeridas porque hay demasiadas variables en juego. Por ello solo apuntamos a aportar elementos

¹ E-mail: jsommer@econometrica.com.ar



que contribuyan a responderlas evaluando el deterioro que se está registrando a nivel macroeconómico e indicando factores que lo pueden mejorar o empeorar, entendiendo que ello determinará la profundidad de las medidas a ser tomadas.

LAS CUENTAS EXTERNAS

El resultado de la balanza comercial de los primeros meses de este año sorprende por su superávit de Dls. 3,6mil millones, magnitud superior en Dls. 0,4mil al del mismo periodo de 2008 y superior al previsto por la mayoría de los analistas. La reducción esperada de las exportaciones por menores precios internacionales y menor cosecha por la sequía hacía prever un fuerte deterioro del superávit comercial. Que ello no haya sido así se debió a la notable reducción de las importaciones.

Las importaciones caen por el menor nivel de actividad, por el aumento del tipo de cambio y también por las restricciones administrativas que impuso el Gobierno que demoran en muchos casos e impiden en otros la internación de productos extranjeros al país. Además, la incertidumbre sobre la evolución de la demanda y sobre los precios relativos post crisis también determinó la suspensión de proyectos de inversión con contenidos importados. También es muy probable que ante los primeros síntomas de la reducción de las ventas las empresas hayan frenado compras del exterior y acomodado sus inventarios a las nuevas ventas proyectadas. De ser así, la caída de las importaciones, que llevó los niveles de los primeros tres meses del año a valores similares a los de 2006,

deberían recuperarse en los próximos meses. De cualquier forma su nivel se mantendrá significativamente por debajo de 2008, razón por la cual en Econométrica se proyecta un superávit comercial para el año de Dls 11,3 mil millones para este año (Ver cuadro 1).

Pero ni en 2008 ni en el primer trimestre de este año el superávit comercial se tradujo en aumento de reservas del Banco Central por la salida de capitales. Según el balance cambiario recientemente publicado por el Banco Central en el primer trimestre de este año la salida de capitales del sector privado no financiero (Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero) fue dls. 5,7mil millones y durante 2008 dls. 23,1mil millones. (Ver Cuadro 2).

Las reservas del Banco Central prácticamente no variaron en 2008 (aumentaron en el primer trimestre en dls. 4,3mil millones y se redujeron en un monto equivalente en los tres trimestres siguientes) y aumentaron en dls. 267millones en el primer trimestre de este año. La intervención del Banco Central para sostener el tipo de cambio por demanda del sector privado determinó ventas de dls. 1,5mil millones en 2008 y un monto similar en el primer trimestre de este año. La reducción de las reservas totales no refleja este hecho por el aumento de los encajes depositados por los Bancos en el Banco Central y por el aumento de otros pasivos del Banco Central incluyendo préstamos de corto plazo del BIS.

Es decir, el superávit comercial, atípico en la fase de crecimiento de la economía en los ciclos de “*stop and go*”, permitió financiar una salida de

capitales de la magnitud señalada anteriormente, lo cual no hubiera sido posible en otro escenario tanto por el efecto sobre las reservas como por el efecto monetario contractivo. Con un menor superávit comercial previsto para este año una salida de capitales similar a la de 2008 afectaría en mayor medida las reservas y el mercado monetario.

Respecto de 2010, cualquier proyección que suponga una recuperación del nivel de actividad deriva en un crecimiento de las importaciones. La incógnita sobre el balance comercial es cual puede ser el crecimiento de las exportaciones considerando que entran en juego varios factores. Por un lado, la evolución de la demanda mundial no sólo de commodities sino también de manufacturas de origen industrial exportadas por Argentina. En lo que respecta a los commodities pesa el precio y la cantidad ofrecida. En los últimos días se observa un aumento en el precio de la soja, aunque en parte ello parece deberse a la menor oferta argentina. Es muy probable que la producción de los commodities de exportación crezca el año próximo desde los bajos volúmenes de este año por la sequía. Si en ese marco se mantiene el precio actual (alrededor de dls. 400 la tonelada) cabe esperar un importante crecimiento de las exportaciones y que no se produzca un deterioro del superávit comercial pese al aumento de las importaciones.

LAS CUENTAS FISCALES

La reducción de las exportaciones y por la caída en el nivel de actividad tiene importantes consecuencias sobre las cuentas fiscales. Los ingresos fiscales de los primeros cuatro meses

aumentaron respecto del mismo periodo del año anterior un 15,7%, con reducciones de los derechos de exportación de 9%, el IVA antes de devoluciones y reintegros subiendo 4,4% y la recaudación del impuesto a las transacciones financieras 5,9%, todos valores claramente inferiores a la tasa de inflación del periodo. Solo los ingresos de la seguridad social que aumentan un 60% por el traspaso de afiliados de las AFJP permite mantener la recaudación con una variación del 16% (Ver Cuadro N3).

En cambio, el gasto público muestra inflexibilidad pese al aumento de las tarifas de transporte, electricidad y gas que hacía presumir una reducción de las transferencias al sector privado. El aumento del primer trimestre de este año respecto de igual periodo de 2008 fue de 28% motorizado por los mayores pagos de remuneraciones, pagos de seguridad social e inversiones. En los primeros dos meses del año a estos rubros se agregaron las transferencias a provincias, que cayeron significativamente en marzo, presumiblemente sustituidas por las transferencias automáticas del 30% de los derechos de exportación del complejo de la soja.

Considerando que la expansión de los gastos se reducirá luego de las elecciones Econométrica proyecta un superávit primario para el 2009 de 1,7% del PBI, es decir una caída de 1,3 puntos porcentuales respecto de 2008. Este superávit es algo superior a los pagos de intereses de la deuda pública que el Gobierno debe realizar a terceros, es decir, excluyendo los pagos a otros organismos del sector público entre ellos el Banco Central y el Anses (ver Cuadro 4). En caso de que la tasa de

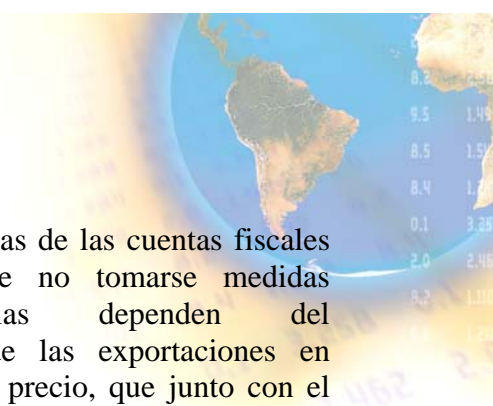
crecimiento de los gastos no se reduzca en el segundo semestre del año, el deterioro fiscal será significativamente superior y no será suficiente para abonar los intereses de la deuda neta.

Al deterioro de la situación fiscal de la Nación debe agregarse el de las Provincias. Éstas enfrentan una delicada situación con ingresos propios en desaceleración al igual que las transferencias automáticas de la Nación y con gastos bajo presión por las demandas salariales de los empleados públicos. Sin financiamiento bancario ni acceso al mercado de capitales, las Provincias deben recurrir y lo están haciendo al financiamiento de proveedores, al auxilio de la Nación o caerán en la emisión de títulos propios para el pago de sus gastos.

Es decir, los resultados de las cuentas fiscales de la Nación y de las Provincias están mostrando una reducción del superávit primario, al punto de que a falta de financiamiento externo e interno el Gobierno está acudiendo a depósitos en el sistema financiero (a través del Anses)² para pagar obligaciones en pesos y a las reservas del Banco Central para pagar las obligaciones en dólares³.

² El financiamiento que recibe el Gobierno desde el Anses y otros organismos públicos hasta el nivel de sus respectivos superávit debe entenderse como un financiamiento intra sector público con efectos sólo en el ámbito de la contabilidad (y del Fondo del Anses para pagar a jubilados). Sin embargo, en la medida que el Gobierno recurre a estos organismos para obtener recursos superiores a su superávit, el efecto es equivalente a obtener un financiamiento porque reduce los depósitos y la capacidad prestable del sistema financiero.

³ Desde 2008 el Gobierno está recibiendo financiamiento monetario, significativamente

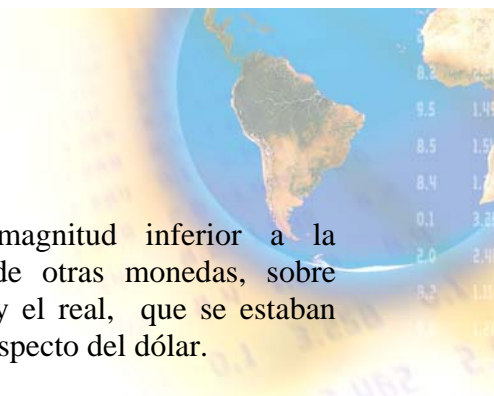


Las perspectivas de las cuentas fiscales para 2010 de no tomarse medidas complementarias dependen del crecimiento de las exportaciones en volumen y en precio, que junto con el tipo de cambio son factores claves para determinar la posibilidad de seguir aplicando retenciones en los niveles actuales. También pesa el crecimiento de la actividad por su impacto sobre la recaudación de IVA. Debe tenerse en cuenta que el crecimiento de los ingresos de la seguridad social tenderá a caer fuertemente al estabilizarse los recursos recibidos por el Anses de los afiliados a las AFJP. En Econométrica se proyecta un superávit primario sólo algo superior al previsto para este año.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

La reducción del superávit fiscal primario hace que el superávit financiero se transforme en leve déficit y que el Gobierno no cuente con recursos generados en el periodo para pagar los vencimientos de capital de sus obligaciones. De acuerdo con la estimación de Econométrica los intereses a pagar en 2009 sobre la deuda pública, neta de obligaciones intra sector público, sería equivalentes a 1,4% del PBI, lo que determina un superávit financiero de 0,3% del PBI, insuficiente para amortizar capital de obligaciones extra sector público y de 25% de los vencimientos del BID y Banco Mundial (se supone que se recibirán nuevos préstamos equivalentes

superior al de los años anteriores por las utilidades que le transfiere el Banco Central, contabilizadas como ingresos fiscales y no como financiamiento.



a 75% de los vencimientos de capital) que son 2,6% del PBI, alrededor de dls. 6,7mil millones. En forma similar las necesidades de financiamiento para 2010 representan 2,5% del PBI (ver Cuadro 5).

La posibilidad de financiar esos pagos con reservas y financiamiento monetario se agrava en un escenario en el que el Banco Central tiende a perderlas. Por ello, es clave para evitar un posible default, generar expectativas más favorables entrando en negociaciones con los Organismos Financieros Internacionales, incluyendo el Fondo Monetario Internacional para abrir opciones de financiamiento. Ello seguramente contribuirá a frenar la salida de capitales del país. Es posible que en ese marco la moratoria y el blanqueo que propicia el Gobierno sea más exitoso.

LAS CUENTAS MONETARIAS

Hasta el primer trimestre de 2008 la política monetaria del Banco Central estaba dirigida a absorber el excedente de liquidez producido por la monetización del superávit comercial mediante la emisión de Títulos para evitar la apreciación nominal del peso. El conflicto con el campo fue el inicio de la reversión de este escenario que se profundizó con el estallido de la crisis financiera internacional.

Desde el segundo trimestre de 2008 el Banco Central ya no compra dólares en el mercado de cambios sino que los vende por ser mayor la salida de capitales que el superávit de la balanza comercial. Por la mayor demanda de dólares permitió aumentos nominales del tipo de cambio respecto del dólar,

aunque de magnitud inferior a la devaluación de otras monedas, sobre todo el euro y el real, que se estaban devaluando respecto del dólar.

La reducción de la demanda de dinero se reflejó en una desaceleración del crecimiento de los depósitos en los bancos y en una reducción de la monetización de la economía. Comparando abril de 2009 con igual periodo del año anterior se observa que M2 privado aumentó 2% y los depósitos a plazo fijo 6,1%, ambos guarismos están corregidos por el impacto que implicó la transferencia de 7.000 millones de pesos en plazo fijos de las AFJP al ANSES. La caída de M2 en términos del PBI fue de casi tres puntos porcentuales, claramente inferior a la de otros procesos de dolarización de los portafolios de los argentinos. Pero el hecho que la desmonetización sea inferior a la de oportunidades anteriores es sólo una explicación parcial de porque las tasas de interés no han aumentado significativamente – salvo en los últimos meses de 2008 – y porque no se observa una diferencia significativa entre la cotización del dólar en el mercado oficial y en el paralelo (ver cuadro 6).

La salida de capitales a través del mercado oficial de cambios que en cualquier otro momento hubiera producido stress sobre el mercado monetario (y sobre las reservas del Banco Central) no tiene tanto impacto porque está siendo financiado con el superávit comercial. La mayoría de las crisis cambiarias del pasado se produjeron en un escenario de balance comercial negativo, cuya imposible sostenibilidad era un factor clave para la corrida cambiaria. Esta situación no es la actual. El superávit comercial se

sostiene pese a la caída de los precios internacionales, la sequía y la menor demanda externa, por la reducción del nivel de actividad y los controles a las importaciones.

En consecuencia, la salida de capitales está relacionado más con un proceso de dolarización de excedentes financieros que se habían mantenido en pesos luego de la crisis de 2001/2002, en parte por la política de tipo de cambio prácticamente fijo, ahora modificada en un sentido que hace menos atractivo mantener depósitos a plazo fijo en pesos y mucho menos aún mantener excedentes en depósitos a la vista. No son movimientos que responden a expectativas de bruscas devaluaciones en el corto plazo. Por ello, mientras el superávit comercial sea de la magnitud observada nada obliga al Gobierno a tomar medidas que modifiquen la actual política cambiaría antes de las elecciones. ¿Lo hará después de las elecciones en el marco de una política orientada a frenar la salida de capitales?. Que la presión sobre el mercado de cambios no sea mayor pese a que no hay incentivos para mantener los depósitos en pesos, sólo puede ser el resultado de bajas expectativas de bruscos ajustes cambiarios. De todos modos es de esperar una mayor demanda de dólares a medida que se acercan las elecciones.

Por otro lado, a diferencia de otros procesos de desmonetización de la economía los Bancos en general cuentan con abundante liquidez por lo que la caída de los depósitos en términos reales no se traduce en aumentos en las tasas de interés. Además, en la actualidad los bancos no están financiando al sector públicos nacional y provincial inmovilizando

fondos a largo plazo con “altos rendimientos y bajo riesgo”.

Los excedentes de liquidez de los bancos están siendo colocados en activos del Banco Central de plazos relativamente cortos. El conjunto de las disponibilidades más las operaciones de pase y las tenencias de títulos del Banco Central representaba en diciembre de 2008 el 40% de los depósitos. Es decir, los bancos todavía cuentan con recursos para atender la caída de depósitos al ritmo actual sin recurrir a aumentos de tasas de interés. Pero también es cierto, que para disponer de mayor liquidez los bancos han restringido el otorgamiento de créditos a tasa fija a largo plazo, por la incertidumbre sobre la evolución de los depósitos y las tasas de interés y al mismo tiempo se enfrentan con menor demanda de créditos de corto plazo del sector privado de clientes de bajo riesgo. En este escenario es razonable que el Banco Central no implemente una política de anticiparse a una eventual aceleración del cambio de portafolio aumentando las tasas de interés de las operaciones de pase con entidades financieras y de la emisión de LEBAC, política que deberá tomar si se acelera este proceso.

Es decir, en las cuentas monetarias se refleja la contrapartida de las cuentas externas. La mayor demanda de dólares ha derivado en un proceso de desmonetización de la economía que atenta contra las posibilidades de un crecimiento sostenido. Son tendencias que por ahora suaves, sin fuertes aumentos en las tasas de interés, pero que necesariamente deben revertirse.

LAS DECISIONES QUE ENFRENTA EL GOBIERNO

El análisis anterior muestra que sin llegar a situaciones críticas hasta el presente, el panorama fiscal, externo y monetario se han deteriorado notablemente y de no revertir su tendencia tenderá a provocar tensiones más importantes. En ese marco no parece haber mucho margen para una política económica de meros retoques confiando en nuevos “*vientos de cola*” (el reciente aumento del precio de los commodities y el mejor clima financiero internacional ayuda en ese sentido). Por ello, es de esperar que luego de las elecciones el Gobierno tome medidas para revertir esas tendencias.

Es cierto que un contexto internacional más favorable contribuye a salir de la recesión. Pero no es suficiente. Por un lado, es necesario tomar medidas que permitan aprovechar plenamente a largo plazo ese eventual escenario eliminando distorsiones y permitiendo que los precios relativos incentiven la oferta de exportables.

Pero sin medidas orientadas a corregir los factores que están profundizando el impacto de la crisis internacional sobre la economía local, no será posible revertir la actual tendencia recesiva hoy presente. Los anuncios que ha hecho el Gobierno de política de crédito e inversiones en infraestructura no parecen haber tenido efectos relevantes sobre la actividad económica. Por otro lado, cualquier incremento del gasto público sin contraparte en una mayor recaudación tenderá a aumentar las expectativas de debilidad fiscal para enfrentar los pagos de la deuda externa en 2010.

También es difícil pensar, que en el contexto recesivo actual de menor demanda laboral y reducción de horas trabajadas se expandan los salarios en términos reales para convertirse en un factor que motorice la demanda. Por lo mismo, no cabe esperar un impulso significativo que provenga del aumento del crédito de consumo o de la inversión privada.

Las medidas que tome el Gobierno para revertir el proceso recesivo deberán apuntar a frenar el flujo de capitales al exterior. En ese sentido debe tener presente que la falta de acceso al crédito y asociado con ello, los riesgos de incumplimiento de las obligaciones financieras del Gobierno contribuyen a la fuga de capitales.

Por ello, es clave que el Gobierno junto con medidas fiscales, monetarias y cambiarias consistentes, incluyendo la eliminación de controles distorsivos que desalientan la inversión privada en sectores claves de la economía orientados a la exportación, tome decisiones que faciliten el acceso al financiamiento hoy disponible.

Acuerdos con el FMI, con los hold outs y con el Club de París serían señales que frenarán la compra de dólares. Despejarían los riesgos de incumplimiento en los pagos de la deuda de los próximos años y las expectativas de devaluación. Claro que ello implica cambios en las posiciones que tuvo el Gobierno hasta ahora respecto de las negociaciones con el FMI y también decisiones que permitan llegar a un acuerdo en las negociaciones con los hold outs. No parecen ser éstas decisiones fáciles para el Gobierno porque seguramente entrarán en las negociaciones temas de política

“Las Decisiones que Enfrenta el Gobierno”
Por Juan Sommer

económica incluyendo la política cambiaria y fiscal, las negociaciones inconclusas con acreedores externos hasta la metodología y la transparencia de la información estadística.

Pero no tomar estas medidas apostando a que vuelva “*el viento de cola*”, es una jugada arriesgada que no asegura superar el actual desfinanciamiento al sector público, la salida de capitales y el reinicio del proceso de expansión de la economía.



Cuadro 1

Evolución de la Balanza Comercial 2007 -2009

en millones de dólares

Var. % Interanual

	2007	2008	2009*	2007	2008	2009*
Exportaciones	55,7	70,5	52,2	20	27	-26
Productos Primarios	12,3	16,4	11,1	43	34	-33
Manuf. de orig. agropecuario (MOA)	19,2	24,2	19,7	26	26	-18
Manuf. de orig. Industrial (MOI)	17,3	22,3	16,2	17	29	-28
Combust. Y energía	6,9	7,6	5,2	-11	10	-31
Importaciones	44,7	57,4	40,9	31	28	-29
Bienes de capital	10,5	12,6	8,6	28	21	-32
Bienes intermedios	15,4	20,2	14,1	29	31	-30
Combustibles	2,8	4,3	2,9	64	51	-33
Piezas y acc. para B. de capital	8,0	10,0	7,0	29	25	-29
Bienes de Consumo	5,2	6,3	5,6	32	21	-11
Automotores de pasajeros	2,7	3,9	2,5	33	43	-35
Resto	0,1	0,1	0,1	-2	-11	-13
Saldo Comercial	11,0	13,2	11,3	-10,7	19,9	-14,0
en % del PBI	4,2	4,0	3,8			

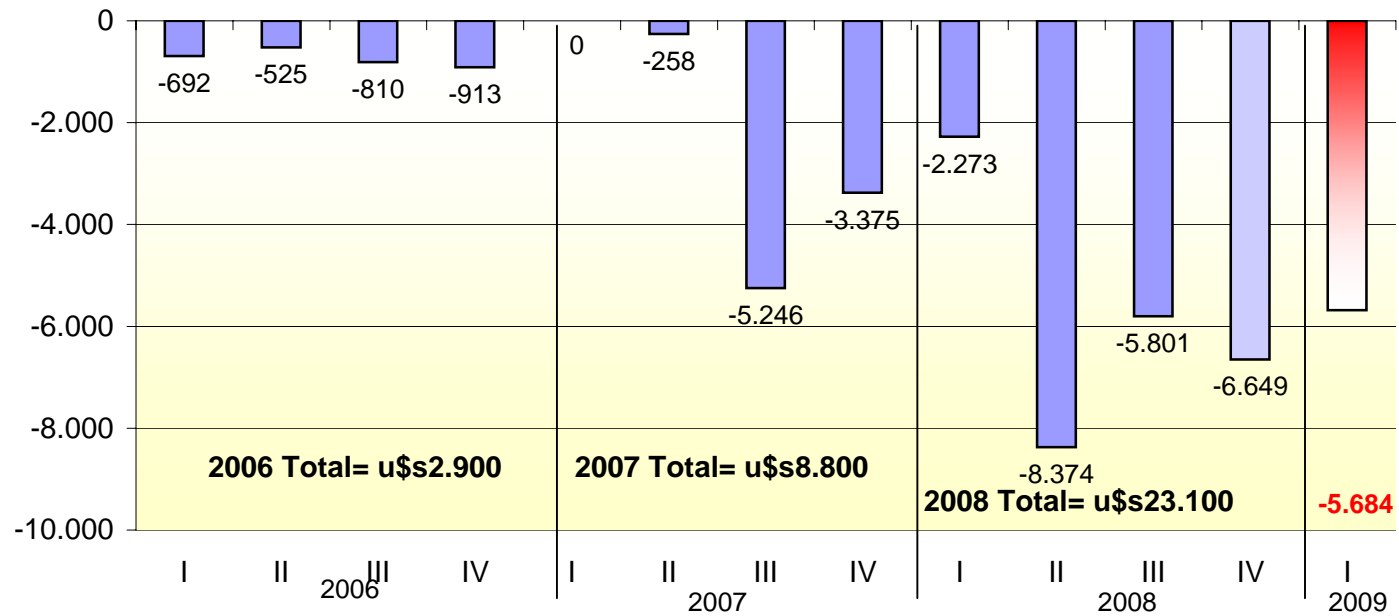
Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC

*Proyección de Econométrica S.A

Cuadro 2

Salida de Capitales privados 2006 -2009

en millones de u\$s



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro 3

Ingresos Tributarios del Gobierno Nacional

en millones de pesos

	ene - abril		Dif	
	2009	2008	en \$	en %
Ganancias	14.193	13.817	375	3%
Ganancias DGI	13.504	12.924	580	4%
Ganancias DGA	688	893	-205	-23%
IVA	26.883	23.907	2.976	12%
IVA DGI	19.669	15.951	3.718	23%
Devoluciones (-)	885	1.750	-865	-49%
IVA DGA	8.298	10.780	-2.482	-23%
Reintegros (-)	200	1.075	-875	-81%
Internos Coparticipados	2.094	1.824	270	15%
Otros Coparticipados	166	180	-14	-8%
Ganancia Mínima Presunta	539	394	145	37%
Combustibles	3.283	3.021	262	9%
Bienes Personales	537	422	114	27%
Creditos y Débitos en Cta. Cte.	6.314	5.964	350	6%
Otros Impuestos	1.264	822	442	54%
Comercio Exterior	12.205	13.804	-1.599	-12%
Derecho de Exportación	9.910	10.938	-1.029	-9%
Derecho de Imp. y Otros	2.295	2.865	-570	-20%
Seguridad Social	24.222	15.108	9.114	60%
Aportes Personales	9.176	6.784	2.393	35%
Contribuciones Patronales	12.989	10.116	2.873	28%
Otros Ing. Seg. Social	2.215	2.005	210	10%
Sistema de Capitalización (-)	0	3.612	-3.612	-100%
Rezagos y otros SIJP (-)	159	184	-26	-14%
Total Recaudación	91.698	79.263	12.434	16%

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro N 4

Sector Público Nacional - Base Caja

en miles de millones

Var. % Interanual

	2007	2008	2009*	2007	2008	2009*
Ingresos	156,2	218,1	239,8	31,2	39,6	10,0
Tributarios	109,4	148,6	148,1	29,0	35,8	-0,3
Seguridad Social (sin AFJP)	36,9	53,6	74,7	44,1	45,3	39,2
Renta de la Propiedad	4,3	8,3	8,5	31,3	94,0	2,7
Resto (sin priv.)	5,7	7,6	8,5	4,4	34,0	12,2
Gasto Primario	138,4	186,6	218,5	44,3	34,9	17,1
Remuneraciones	18,6	24,7	32,5	30,0	32,6	31,7
Bienes y Servicios	6,5	8,1	9,5	32,9	25,0	17,2
Seguridad Social	50,5	64,6	78,1	56,8	27,9	21,1
Tranf. al Sec. Privado	28,3	45,3	49,6	60,6	60,1	9,5
Tranf. a Provincias	7,5	8,6	8,4	12,7	14,8	-2,9
Universidades	5,2	7,3	9,1	33,7	40,0	24,2
Otros Gastos	1,9	4,5	4,6	99,6	137,6	2,7
Gasto Capital	19,9	23,6	26,8	29,3	18,5	13,5
Inversiones	7,5	10,6	14,5	38,5	42,1	37,1
Tranf. Capital a Provincias	9,7	11,2	11,7	12,3	15,8	4,2
Inversión Financiera	2,7	1,7	0,5	101,0	-36,7	-71,2
Resultado Primario	17,9	31,5	21,3	-22,9	76,3	-32,3
Intereses Deuda	16,4	17,9	20,6	42,3	8,8	15,1
Resultado Financiero	1,4	13,6	0,7	-87,7	849,2	-94,7

Fuente: Econométrica S.A en Mecon

* Proyección Econométrica S.A

Cuadro 5

Vencimientos de la Deuda Pública en 2009

Pagos Netos excluye intra sector Público y Supone Roll-Over de Org. Int. del 75%
en miles de millones de dólares

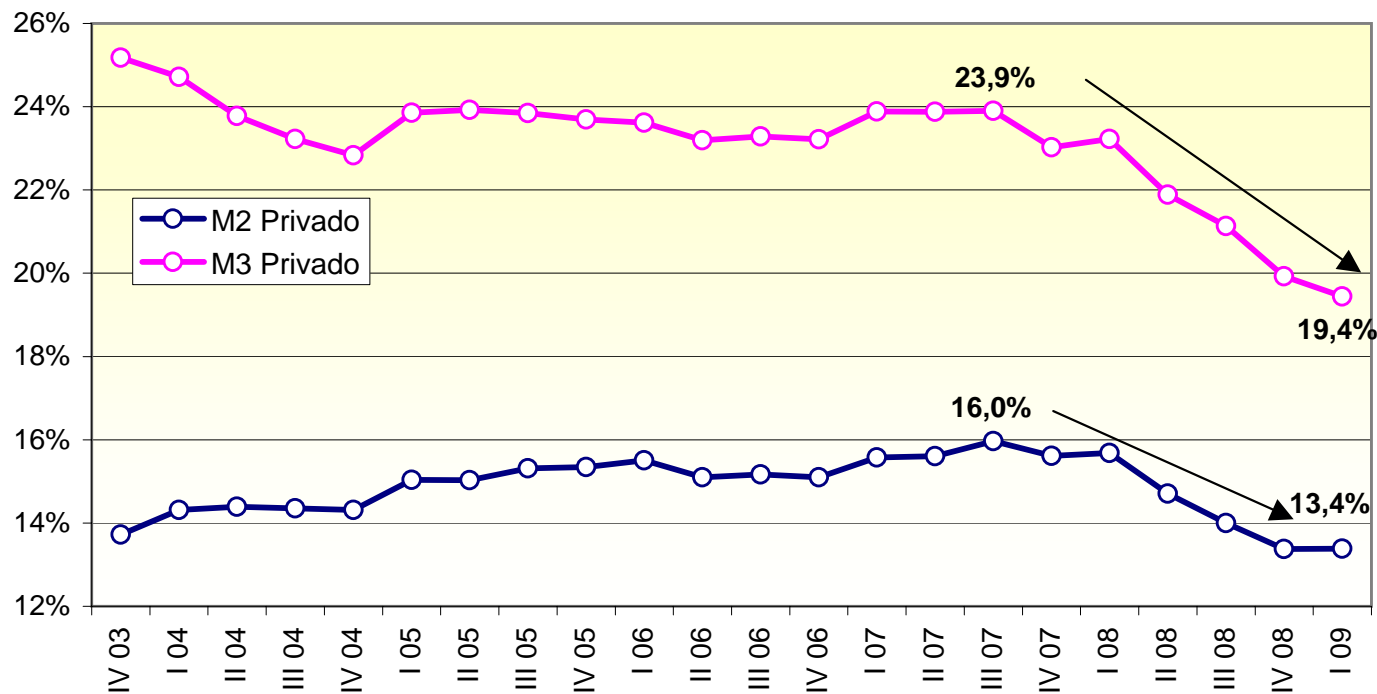
	Bruto	Neto*
Total Vencimientos	20,0	11,9
a. En pesos	12,1	5,9
Intereses	2,6	1,2
Capital	9,5	4,7
b. En dólares	7,9	6,0
Intereses	3,4	2,9
Capital	4,5	3,0

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro 6

Evolución de los Agregados Monetarios Privados

en % del PBI - 2003 -2009



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts