



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

**“2012:
*Frente a la
Restricción
Externa*”**

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Diciembre
2011**

41 1970 - 2011
*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 IV Trim 2011: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“2012: FRENTE A LA RESTRICCIÓN EXTERNA”

Por Ramiro Castiñeira¹

Hacia fines del 2011 el contexto internacional se deterioró nuevamente ante el temor que genera la crisis de Europa, en descontada recesión y sin saber como salir de la crisis del Euro. El menor crecimiento mundial, con menor precio de los commodities con que arranca el 2012, llega a una economía local mucho más vulnerable para afrontar una nueva crisis externa.

En efecto, ya no se dispone ni de superávit fiscal, ni externo, ni colchón cambiario, ni energético, como tampoco se dispone de acceso a los mercados financieros internacionales, pese a los grandes avances con los canjes de deuda de 2005 y 2010. Sólo se dispone de las reservas del BCRA y cierta capacidad para colocar deuda en el mercado local, pero a tasas que actualmente convalidan un riesgo país de 900 puntos.

En retrospectiva, la situación energética tuvo decidida incidencia en la pérdida de los superávit gemelos. El creciente gasto público para sostener tarifas, importar energía y hacerse cargo de las inversiones, comprometió las cuentas públicas a punto tal que explica casi todo el deterioro fiscal de los últimos años.

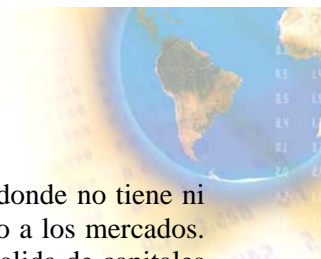
La pérdida del superávit fiscal en manos del cuadro energético, terminó por reconfigurar los objetivos del BCRA. Pasó de una pelea constante por evitar/demorar/dilatar la apreciación cambiaria y así sostener el crecimiento, el empleo y el saldo comercial, a abandonar la tarea y subordinarse pasivamente a las necesidades de la política fiscal. Dicho de otra manera, el BCRA dejó de defender el tipo de cambio, para hacerse cargo de cubrir el bache fiscal del periodo, además de los pagos de la deuda pública del Gobierno. Se pasó de la virtuosa dominancia cambiaria, a la viciosa dominancia fiscal.

La pérdida del superávit fiscal llevó a la pérdida del tipo de cambio competitivo, que con tiempo condujo la macro a agotar el superávit en la cuenta corriente del balance de pagos. Argentina cierra el 2011 con un notable deterioro en la posición fiscal (-0,9% del PBI primario y -2,1% PBI financiero) y agotado por completo el superávit externo (-0,1% del PBI). La foto advierte que la macro llega al 2012 sin los pilares del modelo que vio nacer la post convertibilidad.

Varios países de América Latina hace años que están inmersos en el terreno donde ingresa, o vuelve, Argentina. Sin ir más lejos, Brasil convive con déficit fiscal, externo y atraso cambiario de mayores magnitudes a los que exhibe Argentina, no obstante el mundo lo aplaude, o mejor dicho, lo financia. Si bien hay margen para preguntarse si el modelo de Brasil es sostenible, Argentina no tiene acceso a los mercados financieros internacionales, por lo que difícilmente pueda arrancar siquiera un ciclo económico similar.

El contexto internacional agrega una cuota importante de incertidumbre. Descontamos que la crisis del euro estará presente en todo el próximo mandato, empezando con una recesión europea en 2012. Mientras sólo sea recesión y no colapso del euro, bajo ese escenario suponemos que igualmente la economía mundial podrá crecer en 2012, aunque sea a menor ritmo, motorizada por EE.UU. y los países asiáticos. Bajo este escenario América Latina crece y también la Argentina, aunque desacelera rápidamente su nivel de actividad, principalmente por la imposibilidad de financiar sus desequilibrios sólo con reservas del BCRA.

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



En este informe nos centramos específicamente en la restricción externa con que arranca el 2012. La economía dejó de generar dólares y el 2011 ya mostró que las reservas del BCRA difícilmente puedan financiar el déficit en cuenta corriente, el pago de la deuda y la salida de capitales privados, todo en forma indefinida y menos en un mercado deterioro del contexto externo. No sería la primera vez que el estrangulamiento externo condiciona el nivel de actividad económica y el valor del tipo de cambio. En síntesis: se está en la puerta de un nuevo “*stop and go*”.

1) En 2011 el BCRA perdió u\$s 12.300 millones de sus reservas.

Entre 2003 y 2010 el salto exportador combinado con un tipo de cambio competitivo que actuaba como muralla para las importaciones, permitió registrar un elevado saldo comercial. Este ingreso permitió financiar el pago de intereses de la deuda y transferencia de utilidades, y aún así dejar margen para que el Gobierno cancele deuda externa y el BCRA acumule reservas. Es decir, superávit en cuenta corriente en el balance de pagos.

Con la pérdida del tipo de cambio competitivo no tardó en reaparecer el déficit externo. La contracción del superávit comercial ante el avance de las importaciones a mayor ritmo que las exportaciones ya no permitió afrontar todos los pagos externos, dejando un déficit de u\$s500 millones en la cuenta corriente del balance de pagos, financiado con reservas del BCRA (ver cuadro adjunto).

Si bien el déficit externo es insignificante, más recordando que es el primero en la post convertibilidad y el más chico de la región, no deja de ser cierto que se pasó de un superávit en cuenta corriente de 2,1% del PBI en 2008 a un déficit de -0,1% del PBI en 2011. Si Argentina mostraba independencia de los mercados financieros, era justamente que porque disponía de un abultado superávit en cuenta corriente. Hoy

se encuentra en un *limbo* donde no tiene ni superávit externo ni acceso a los mercados. Indefinición que nutre la salida de capitales hasta que no se despeje el escenario de cómo va a financiarse.

Si fuera sólo por el déficit de cuenta corriente, las reservas del BCRA solo habrían bajado en igual magnitud. No obstante, el pago de los vencimientos de la deuda externa y principalmente la salida de capitales privados explica casi toda la pérdida de reservas del BCRA en 2011.

- El servicio de la deuda pública en dólares sumó u\$s 6.500 millones en 2011, de los cuales u\$s3.500 millones corresponde al pago de intereses y el cupón PBI, ya incluidos en el déficit en cuenta corriente. Respecto a los u\$s3.000 millones de vencimientos de capital, el mismo se financió con la emisión de deuda externa por u\$s1.500 millones que hicieron las provincias en el exterior (Ciudad y Provincia de Buenos Aires), y el resto con reservas del BCRA. Ergo, la cancelación neta de deuda fue de u\$s1.500 millones por parte del Sector Público no Financiero.
- Por el lado del Sector Privado, la salida de capitales lo estimamos en u\$s 24.800 millones en el año. De ellos, 22.000 millones se fugaron hasta Octubre, y u\$s2.800 millones adicionales entre Noviembre y Diciembre luego de las restricciones en el mercado de cambios. Pero así como hay salida de capitales privados, también hay entrada. Estimamos que entre reinversión de utilidades (4.000 millones), pre-financiación de importaciones (5.500 millones) y repatriación de capitales de las aseguradoras en diciembre, entre otros conceptos, el sector privado generó ingresos de capitales por u\$s14.500 millones en la economía. En el neto, el sector privado fugó capitales u\$s10.300 millones en 2011, magnitud que supera el récord de u\$s8.100 millones que fugó en la crisis del 2008.



Recapitulando, la suma del déficit en cuenta corriente (-0,5), más los pagos netos de la deuda pública (-1,5), y principalmente la fuga neta de capitales privados (-10,3), llegó a u\$s12.300 millones, los cuales se financió por completo con las reservas del BCRA.

Por supuesto, el BCRA atenuó el impacto sobre las reservas tomando deuda con el BIS y otros bancos centrales por u\$s5.000 millones en el año. Por ello las reservas brutas del BCRA solo reflejarán una baja de 7.300 millones en el año, aunque neta de la nueva deuda, baja en u\$s12.300 millones a un total de u\$s39.800 millones.

En suma, el análisis de la evolución del balance de pagos de 2011, permite advertir la imposibilidad que observaba la economía de continuar esta dinámica también 2012. Simplemente la economía dejó de generar dólares y financiar nuevamente el déficit en cuenta corriente, el pago de la deuda y principalmente la salida de capitales, sólo con reservas del BCRA se tornaba insostenible, lo que llevó al Gobierno a imponer las nuevas restricciones en el mercado de cambios.

2) En 2012 la salida de capitales no llegará a las reservas del BCRA.

A la luz del deterioro macroeconómico el sector privado comenzó a juzgar que el tipo de cambio comenzó a quedar atrasado, y más para afrontar la crisis externa, lo que llevó a incrementar el ritmo de dolarización de cartera. En dicho contexto, el BCRA perdió u\$s5.000 millones de sus reservas entre Agosto y Octubre ante la aceleración de la salida de capitales y la decisión de mantener estable el tipo de cambio. Advertido que la estrategia agotaría rápidamente las reservas (en tres meses exigió el 10% del total), por no devaluar el Gobierno termina imponiendo restricciones en el mercado de cambios que limita la compra de dólares al sector privado.

La medida cumplió su objetivo de cortar la pérdida de reservas que le generaba la fuga

de capitales, pero al costo de desdoblar el tipo de cambio, generar desconfianza y aumentar el anhelo de dolarización de privados, por ahora compensado con mayores tasas de interés.

Cualquier control de precios funciona en el corto plazo y esta no fue la excepción, pero el costo de sostenerlo se incrementa a medida que se acumula la distorsión y que se refleja en la diferencia entre el precio oficial y el precio de mercado.

Al corto plazo solo se observan los beneficios: las nuevas restricciones anuló la pérdida de reservas por fuga de capitales, e incluso estira nuevamente los tiempos con que la economía pueda vivir solamente de las reservas del BCRA. En efecto, vedado su uso para la fuga de capitales, ahora las reservas se limitan casi exclusivamente para al pago de la deuda externa y al financiamiento del déficit en cuenta corriente del balance de pagos, lo que termina demorando la llegada de la restricción externa sobre el nivel de actividad.

La determinación de no financiar más la salida de capitales con reservas del BCRA vino para quedarse, por lo que todo aumento en el anhelo por dolarizar la cartera en privados, ya no se traducirá en una pérdida de reservas sino más bien en un incremento del dólar paralelo, o subas en la tasa de interés que busque contenerlo.

3) Proceso de ajuste en marcha desacelera la economía al 2% en 2012.

La pérdida de los superávit gemelos, la falta de acceso a los mercados internacionales y el reducido margen para colocar deuda en el mercado local, por si sólo ya encausaba la economía a un ajuste del nivel de actividad y de tipo de cambio para 2012. El deterioro del contexto internacional no hizo más que acelerar los tiempos. Sobre ello se suma una política monetaria y fiscal contractiva



para 2012, con suba de tasas y quita de subsidios, que también actúan en igual sentido. En suma todos los factores se conjugan para desacelerar rápidamente el nivel de actividad en 2012.

En lo que sigue, suponemos que el impacto de todo ello será que la economía crezca solamente un 2% el año entrante y principalmente por efecto arrastre. Estimamos que la desaceleración económica se sentirá primero en las exportaciones y en la inversión y no así en el consumo, que recién se comenzaría a estancar en el segundo semestre del año. Lo que sigue es un análisis de los principales rubros del balance de pagos de 2012 ante el deterioro internacional y el menor crecimiento de la economía local.

3.1) 2012: Saldo comercial de u\$s8.000 millones

Para 2012 se espera una cosecha levemente superior a la última campaña récord de 100 millones de toneladas, de los cuales la mitad fue soja. A la mejor cosecha esperada, se le suma un mayor saldo exportador, ante silos que arrancan la campaña llenos, luego de las dos excelentes campañas previas.

Pero el mayor saldo exportable esperado no compararía en su totalidad el menor precio de la soja. Suponemos un precio promedio de u\$s430 la tonelada de soja para 2012, magnitud equivalente a una merma del 12% respecto al promedio de 2011 (u\$s490) y por arriba del precio actual (u\$s410 la tn.). La combinación lleva a esperar un ingreso de dólares igual o levemente más bajo a los u\$s30.000 millones que generó la exportación de la cosecha en 2011.

Por el lado de las exportaciones industriales, Brasil compra el 40% del total, que se compone principalmente del sector automotriz. Se espera que Brasil crezca menos en 2012 (2,8%) y devalúe más su moneda (a R\$ 2,0) ante mayores recortes en la tasa de interés. Este escenario haría crecer

marginalmente las exportaciones industriales en 2012.

Todo ello permite anticipar un brusco freno en las exportaciones en 2012. Luego de crecer un 26% en 2011, en 2012 sólo crecerían marginalmente un 3%, y principalmente por efecto arrastre. Este freno en las exportaciones, se trasladará directamente al crecimiento económico, que también quitará dinámica a las importaciones.

En efecto, el menor crecimiento económico, un mayor ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial a \$5,00 para fin de 2012 (15%), y mayores restricciones a importaciones sobre bienes finales, impulsarían las importaciones solo un 8% el año entrante, donde también predominará el efecto arrastre, luego de crecer al 33% en 2011. Sólo estimamos mayores cantidades de importación de energía, no por mayor nivel de actividad, sino por menor nivel de producción interna y mayores precios internacionales. Esta combinación nos lleva a esperar que el déficit comercial energético se profundizaría de u\$s3.200 millones este año, a u\$s5.200 millones en 2012.

Exportaciones creciendo al 3% e importaciones al 8%, reducen el saldo comercial de u\$s11.000 millones este año, a u\$s 8.000 millones en 2012. El deterioro en el saldo comercial no es mayor producto del freno en el nivel de actividad económica que estimamos será evidente para el segundo semestre del año cuando afecte el nivel de consumo. De hecho, no descartamos que el freno sea mayor al proyectado y por lo tanto que el saldo comercial se deteriore aún menos.

En este sentido, vale recordar la experiencia de 2009. Pese al impacto de la crisis subprime, de la sequía y una soja que descendió a un piso de u\$s350 la tonelada, no obstante el saldo comercial marcó un nuevo récord de u\$s16.900 millones. Por supuesto, en ese caso la economía descendió un -2,5%, mientras que ahora



solo proyectamos una pronunciada desaceleración.

En suma, el escenario de u\$s8.000 millones de saldo comercial de 2012 no hay que tomarlo como máximo, sino como un mínimo. Proyecciones de menor nivel de actividad, terminarán empujando el saldo comercial para arriba vía menor cantidad de importaciones. Descartamos escenarios con mayor nivel de actividad dado que conllevaría menor saldo comercial y ya advertimos la imposibilidad de afrontar todo con reservas ante la inexistencia de financiamiento. Como advertíamos a principios del informe, la restricción externa condiciona el nivel de actividad y no al revés.

3.2) Pago de la Deuda Pública en dólares en 2012: u\$s 6.200 millones.

El proceso de reestructuración de la deuda, sumado a la estatización de las AFJP y el pago con reservas los últimos años, llevaron deuda pública en manos privadas y organismos a sólo el 18% del PBI a fin de 2011, donde 1/3 es en moneda local. La baja magnitud de deuda explica el porqué los bonos argentinos no tienen riesgo de default en el corto plazo, aunque se incrementa en el largo (de hecho, el riesgo país está en 900 puntos), por la incertidumbre que genera la actual situación macroeconómica de proponerse vivir sin superávit ni acceso a los mercados.

En 2012 el servicio de la deuda pública en moneda extranjera en manos de privados y Organismos internacionales suma u\$s6.200 millones, monto similar a 2011 aunque con mayor participación en el pago de intereses (por un mayor pago del Bono PBI), y menor participación de pagos de capital (dado que en 2011 se pagó el Bonar 11). Los intereses pasan de u\$s3.500 millones a u\$s4.500 millones. Ergo, los pagos de capital sólo sumarían menos de u\$s2.000 millones en todo el año. Para su pago se utilizarán las

reservas del BCRA, tal como lo establece el proyecto de ley de presupuesto 2012.

Vale advertir que el ANSES no puede financiar al Tesoro para el pago de la deuda en dólares. En efecto, si se propusiera vender de su cartera bonos en dólares en el mercado local, igualmente no se hace de dólares sino de pesos, dado que todas las transacciones en el mercado secundario local se realizan en moneda nacional, independiente si el bono es en pesos o en divisas. Aún si con esos pesos sale a comprar dólares, las reservas del BCRA bajarían por ser el único oferente neto actualmente en el mercado. Ergo, no evita la baja en las reservas.

La única manera que tiene el ANSES para conseguir dólares “frescos” es vendiendo su cartera en plaza internacional (NY), algo que por ahora no estuvo sucediendo dado el poco apetito por títulos argentinos en el exterior. Más aún, para contener el “*contado con liqui*” el ANSES tiene que ponerse como comprador de títulos Argentinos en NY, no vendedor. Los únicos dólares frescos que consiguió el ANSES en el pasado fue porque las AFJP disponían de inversiones en el exterior y tras la estatización el Gobierno optó por repatriarlos. Este canal se agotó en 2010.

En suma, dado que el Gobierno no tiene acceso a los mercados internacionales, como tampoco el ANSES puede ayudar en la tarea de traer dólares “frescos”, el único canal que tiene disponible sería realizar colocaciones de deuda pública en dólares, pero en el mercado local. Si bien existe un limitado espacio para ello, igualmente conllevaría convalidar un riesgo país de 900 puntos actualmente, lo que política y financieramente está lejos de ser un negocio. Sólo queda abierta la posibilidad que el BCRA continúe caucionando reservas en busca de mitigar contablemente la baja que genera el financiamiento al Gobierno Nacional.



4) Consideraciones finales:

Desde 2003 al 2011 la economía creció por encima de Latinoamérica, dinamizó el desempleo y redujo a más de la mitad la pobreza. Alcanzó récord en inversiones, de producción industrial, de cosecha, de exportaciones y se incrementaron las reservas del BCRA, actualmente en magnitud mayor a cualquier momento de la convertibilidad. Se renegoció la deuda pública en forma exitosa y se desendeudó al Estado a punto tal que debe menos de 18% del PBI a privados y organismos, y un 1/3 de ello en moneda local.

Se crearon 5 millones de puestos de trabajo registrados, se incorporaron 2,5 millones de nuevos jubilados con el doble de mínima y se creó un plan que otorga asistencia a 3,5 millones de chicos menores de edad, en abrumadora mayoría en hogares bajo la línea de pobreza. La suma de los nuevos empleos, la moratoria previsional y la asignación universal, advierte que en los últimos años se reincorporó al 27% de la población que habían quedado excluida del sistema entre la última dictadura y la convertibilidad.

Ahora bien, desde 2008 al 2011 el Gobierno perdió toda la fortaleza macroeconómica que exhibía y que permitió tantos logros en tan poco tiempo, en buena medida por el cuadro energético que se llevó puesto los pilares del modelo. Los tres puntos de superávit fiscal que se observó hasta 2008 el Gobierno los perdió en subsidios, importar energía y sustituir la falta de inversión privada.

El superávit fiscal no solo otorgaba una real independencia financiera al disponer de ingresos para comprar dólares y pagar la deuda externa, sino que al mismo tiempo permitía mantener el tipo de cambio en niveles elevados como principal defensa del crecimiento, el empleo y el saldo externo, todo sin emitir ni endeudar al BCRA.

La salida de capitales responde a lo expuesta que quedó la economía a una nueva crisis internacional. A medida que fueron descendiendo los superávits gemelos, fue en

aumento la dolarización de privados ante el agotamiento del único canal de financiamiento y la imposibilidad de que las reservas lo reemplace en forma indefinida. En 2011 el BCRA perdió u\$s 12.300 millones, magnitud que desencadenó en las restricciones en el mercado de cambios.

Con las restricciones el BCRA anula la pérdida de reservas por financiamiento de la salida de capitales, al costo de desdoblarse el tipo de cambio. A partir de ahora, el mayor anhelo de dolarización por parte de privados impactará más en un incremento del dólar paralelo o suba de tasas para contenerlo, que en pérdida de reservas por salida de capitales.

Dado que las restricciones vinieron para quedarse, descontamos que la diferencia entre dólar oficial y paralelo comience a incrementarse a medida que el mercado advierte que se acentúa el atraso cambiario y más si el contexto externo empeora y el Gobierno no reacciona.

Si bien las nuevas restricciones en el mercado de cambio estira los tiempos con que la economía puede vivir sólo de reservas del BCRA, vale advertir que no modifica la realidad que la economía dejó de generar dólares y que tampoco dispone de financiamiento. Si no hay superávit externo, ni financiamiento disponible, las expectativas se encausan a esperar el ajuste por una combinación de menor nivel de actividad y devaluación (“stop and go”), que motiva la salida de capitales.

El 2012 arranca con la restricción externa en marcha, acentuada por la crisis europea. La economía local ajustará en magnitud suficiente buscando reestablecer el equilibrio externo, con o sin ayuda del Gobierno. En este escenario, la economía crecerá cerca del 2% el año entrante, aunque principalmente por efecto arrastre. Con estancamiento en las exportaciones y leve alza en las importaciones ante un mayor déficit energético, el saldo comercial pasará de u\$s11.000 millones de 2011 a



u\$s8.000 millones en 2012. El deterioro no es mayor por el freno en el nivel de actividad.

Este saldo comercial no alcanza para pagar los intereses de la deuda externa y utilidades de multinacionales (aún en descenso), ampliando el déficit en cuenta corriente. Sobre ello se suma los pagos de capital de la deuda externa. Solo ello conduce a esperar una merma de las reservas del BCRA de otros u\$s7.000 millones en 2012.

No se puede crecer con la restricción externa operando y reservas en franco descenso. En los noventa, Argentina eludió la restricción externa en base a deuda y privatizaciones. Tras su colapso, la eludió gracias a los dólares comerciales que permitía el tipo de cambio competitivo. Agotado también ese camino, en 2011 se eludió la restricción externa gracias a las reservas acumuladas. Demás está decir que estrategia nos llevó al colapso, cual fue la exitosa, y cual se agota rápidamente.

Las restricciones cambiarias estiran la estrategia de vivir de las reservas del BCRA por lo menos un año más. Dado que ahora no serán afectadas por la salida de capitales y se reservan exclusivamente al pago de la deuda y el resto de las operaciones corrientes de la economía. Igualmente la economía empieza a frenarse dado que dejó de generar dólares por lo que la restricción externa igualmente opera, con o sin restricciones en el mercado cambiario.

En suma, si se quiere que el modelo continúe otorgando resultados, más vale dotarlo nuevamente de herramientas.

Evolución del Balance de Pagos

en miles de millones de dólares

	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Cuenta corriente	7,8	7,4	6,9	11,1	3,0	-0,5
en % del PBI	3,6%	2,8%	2,1%	3,6%	0,8%	-0,1%
a) Saldo Comercial	12,4	9,8	12,6	16,9	12,0	11,0
Exportaciones FOB	46,5	56,0	70,0	55,7	68,4	86,0
Importaciones CIF	34,2	46,2	57,5	38,8	56,4	75,0
b) Saldo Servicios (sin CIF)	0,9	3,0	1,6	0,4	1,2	-0,7
Exportaciones	8,0	10,4	12,0	11,0	13,1	14,4
Importaciones (sin cif)	7,1	7,3	10,4	10,6	11,9	15,1
c) Rentas de la Inversión	-6,0	-5,8	-7,4	-8,9	-9,8	-10,5
Intereses	-1,2	-0,6	-1,4	-2,3	-2,7	-3,7
Ganados	4,0	5,1	4,2	2,1	1,7	1,7
Pagados	5,1	5,7	5,6	4,5	4,4	5,4
Utilidades y Dividendos	-4,9	-5,2	-6,0	-6,6	-7,1	-6,8
Ganados	1,6	1,5	1,3	1,3	0,9	1,2
Pagados + otras rentas	6,5	6,7	7,4	7,9	8,0	8,0
d) Transferencias corrientes	0,5	0,4	0,1	2,7	-0,3	-0,3
Cuenta Capital y Financiera	-4,2	5,7	-6,8	-9,8	0,6	-6,8
en % del PBI	-2,0%	2,2%	-2,1%	-3,2%	0,2%	-1,5%
a) Sector Público	-7,4	3,9	1,3	-2,1	-0,6	3,5
BCRA	-10,4	1,5	1,8	-1,4	-2,9	5,0
Gobiernos	3,0	2,4	-0,5	-0,7	2,3	-1,5
Nacional + emp. Púb.	2,6	2,0	-0,4	-0,7	0,5	-3,0
Provincial	0,4	0,4	-0,1	-0,1	1,8	1,5
b) Sector Privado	3,1	1,8	-8,1	-7,6	1,2	-10,3
Salida de Capitales	-2,9	-8,9	-23,1	-14,1	-11,4	-24,8
Entrada de Capitales	6,1	10,7	15,0	6,5	12,6	14,5
Reinversión Utilidades	5,0	4,8	3,8	4,7	3,9	4,0
Prefinanciación Importaciones	0,7	3,9	5,5	-5,8	5,0	5,5
Otros	0,4	2,0	5,7	7,6	3,8	5,0
Variación de Reservas	3,5	13,1	0,0	1,3	3,6	-7,3
Reservas a fin de Año	32,0	46,2	46,4	48,0	52,1	44,8
Stock en % del PBI	15,1%	17,7%	14,2%	15,6%	14,1%	10,1%

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC

* Estimación Econométrica S.A

Proyecciones Macroeconómicas 2008 - 2012

Variable	Unidad	2008	2009	2010	2011*	2012*
Producto, precios y Tipo de Cambio						
PBI	Var. %	5,8	-2,5	8,5	7,0	2,0
Precios Impl. (prom. anual)	Var. %	20,1	13,8	16,1	19,3	18,6
PBI en pesos corrientes	M.M. \$	1.033	1.145	1.443	1.841	2.228
PBI en dólares	M. M. Dólares	326,6	307,2	368,7	445,5	484,3
PBI per Cápita	en dólares	8.217	7.653	9.100	10.893	11.754
IPC (BA CITY)						
IPC (BA CITY)	Dic/Dic	23,0%	14,8%	25,2%	22,2%	20,5%
Tipo de Cambio						
Tipo de cambio (prom. Anual.)	\$ / US\$	3,16	3,73	3,91	4,13	4,60
	Var. %	1,5%	17,9%	4,9%	5,6%	11,3%
Tipo de cambio (prom. Dic.)	\$ / US\$	3,42	3,81	3,98	4,33	5,00
	Var. %	9,0%	11,2%	4,5%	8,9%	15,5%
TCRM (deflac. por BA City) (Prom. Dic.)	Dic 01=1,00	1,75	2,02	1,77	1,60	1,46
	Var. %	-20,1%	15,7%	-12,4%	-9,9%	-8,3%
Situación Fiscal (neto ANSES; BCRA y DEG's) y Deuda Pública						
Superávit Primario Consolidado	en % PBI	2,5%	-1,0%	-0,2%	-1,1%	-1,3%
Nación	en % PBI	2,6%	-0,4%	-0,3%	-0,9%	-1,0%
Provincias	en % PBI	-0,1%	-0,6%	0,1%	-0,2%	-0,3%
Deuda Pública Nacional Bruta						
Deuda Pública Nacional Bruta	% PBI	44,1%	46,3%	45,8%	36,7%	34,0%
Neta (Privados y org.)	% PBI	30,2%	24,2%	24,4%	18,2%	17,0%
Sector Externo						
Exportaciones	M. M. Dólares	70,0	55,7	68,4	86,0	88,8
	Var. %	25%	-20%	23%	26%	3%
Importaciones	M. M. Dólares	57,5	38,8	56,4	75,0	80,7
	Var. %	24%	-33%	46%	33%	8%
Saldo Comercial	M. M. Dólares	12,6	16,9	12,0	11,0	8,0
	% PBI	3,8%	5,5%	3,3%	2,5%	1,7%
Cuenta Corriente BdP						
Cuenta Corriente BdP	M. M. Dólares	6,9	11,1	3,0	-0,5	-2,0
	% PBI	2,1%	3,6%	0,8%	-0,1%	-0,4%
Deuda Externa (Pública + Priv)						
Deuda Externa (Pública + Priv)	% PBI	38,3%	37,9%	34,9%	32,1%	31,6%
Empleo y Pobreza (Promedio Anual)						
Tasa de Desempleo	En % PEA	7,9	8,7	7,8	7,3	7,4
Trabajo no Registrado	en % Empleo	37,0	36,2	35,2	34,9	34,7
Salario Privado Registrado	Var. % Dic/Dic	18,6	17,3	29,3	30,0	21,0
Pobreza (SEL Consultores)	En % Población	24,9	23,5			
Indigencia (SEL Consultores)	En % Población	7,5	6,9			
Reservas Internacionales, Tasa de Interés y Agregados Monetarios						
Reservas Int. (fin de año)	en M. M. Dólares	46,4	48,0	52,1	44,8	38,8
Badlar en pesos (Bcos. Priv.)	en % Fin de año	19,1	9,8	11,1	19,0	17,0
Riesgo País (JP Morgan)	p.p. Prom. Dic	1.820	708	501	905	
Depósitos Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	13,2	13,9	14,5	14,8	14,8
Crédito Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	10,6	10,6	11,5	13,1	13,0
M2 Privado (pesos)	Var. % int. dic.	8,0	15,8	33,1	28,0	22,0

* Estimado Econométrica

Fuente: Econométrica en base a Indec y Mecon