

# FIDE

FUNDACION DE INVESTIGACIONES PARA EL DESARROLLO

## ARGENTINA: Situación económica y perspectivas

I. PANORAMA GENERAL

II. INDICADORES BASICOS

III. INDICADORES MACROECONOMICOS

*Buenos Aires, marzo de 2010*

## I.- PANORAMA GENERAL

### . Un mensaje para recordar

En su alocución del 01/03/10 -apertura de sesiones del Congreso Nacional-, la Presidenta Fernández tomó de sorpresa a la oposición anunciando los pasos que dará para acceder a las reservas internacionales en poder del BCRA con el objeto de honrar los pagos por la deuda externa. Derogó el viejo DNU 2010 que fuera bloqueado en la Justicia; en segundo lugar, apoyándose en la normativa que en diciembre de 2005 permitió el desendeudamiento con el FMI, dispuso el empleo de 2.181 millones de dólares -por resolución del BCRA- para atender servicios con organismos multilaterales de crédito (estas sumas, como es de práctica y si la Argentina lo solicita, retornarán en términos de nuevos préstamos que pueden alcanzar aún cifras mayores); y emitió un Decreto simple, el 298, disponiendo de los restantes 4.382 millones necesarios para efectivizar los pagos a los acreedores externos; se establece asimismo una comisión bicameral que supervise estos últimos pagos. Nuestra posición es favorable a esta opción estratégica. Lejos de voltear al tablero, busca ordenar mejor una decisión que se considera imprescindible para aprovechar las señales favorables que muestra la economía y encontró el respaldo de quienes operan en las finanzas mundiales.

Como se recordará, la obstrucción del ex presidente del BCRA, a principios del año, le dio tiempo a la oposición para frenar judicialmente al DNU original. La inmediata respuesta de los mercados fue una sensible baja en los bonos argentinos y una suba de 660 a 826 puntos en el riesgo país. Con el nuevo conjunto decisorio, el Poder Ejecutivo dobla la apuesta y lo hace en el contexto de encontrarse en una situación minoritaria en ambas cámaras. El buen eco que logró en el exterior resulta entonces de gran valor. Cuenta a su favor, pese a todo, con algunos elementos importantes: primero, la oposición -un heterogéneo mosaico que viene siendo empujado los representantes del Pro y del ex ARI, situación que es difícil perdure indefinidamente- muestra limitados conocimientos de las prácticas parlamentarias.

Ese fue el caso del flamante presidente de la Comisión de Finanzas, que decidió, per se, la convocatoria a la presidenta del Banco Central ignorando que ello sólo puede resultar de una decisión conjunta con el plenario de la Comisión de Presupuesto.

En segundo término, la medida que tomó el Gobierno provocó una reacción muy positiva en los mercados financieros globalizados -a la que ya hicimos referencia- donde en apenas dos días el riesgo país bajó 37 puntos, Entre los grandes compradores de papeles argentinos se encuentra el J. P. Morgan Chase, donde se desempeñara por largos años el actual diputado Prat Gay, con el cargo de Jefe de la División Compra de Moneda Extranjera. A medida que las aguas se aquieten y aún en el caso que la posición logre bloquear el Decreto 298, al Dr. Prat Gay -hombre de negocios al fin- le costará explicar el motivo existente para mantener los 4.328 millones de dólares en Basilea, recibiendo a cambio una remuneración del 0,5% anual (notablemente inferior a lo que percibiría el BCRA por el bono que le entregaría el Gobierno en el marco del decreto 298) mientras deja a la economía interna dos opciones, una peor que la otra: forzar un mayor superávit fiscal de la Argentina (en el mundo lo que predomina son los grandes desequilibrios), para con en el mismo comprar esos mismos dólares, o resignarse a tomar deuda en el mercado internacional al 15% anual, en dólares.

En tercer lugar, y en el mejor de los casos, la oposición podrá bloquear los dólares liberados por el decreto 298 que resultarán inmovilizados. Para entonces algunos pagos ya habrían tenido lugar. Esta "victoria a lo Pirro" no significa beneficio alguno para el país real, donde deberán postergarse proyectos adicionales en materia de obras públicas y nuevos proyectos de acción social para, con esos pesos, pagarle a los dueños de los dólares, para luego girarlos a los acreedores privados. Resta la opción del default, pero ella es impensable en un país que debe pagar 4.328 millones, gran parte en la

segunda parte del año, y dispone de reservas totales por casi doce veces ese valor.

Por el contrario, si el Gobierno logra ganar tiempo para, primero, explicar mejor sus decisiones tácticas, y consigue avanzar en los pagos programados, irá contando con más grados de libertad para seguir adelante, paralelamente, en el canje de la deuda con los tenedores de bonos en default y el Club del París, ello provocaría nuevas caídas que se vayan acumulando en el riesgo país y el despuntar de algunas inversiones en el campo real, sumado al esperado buen desempeño macroeconómico para el corriente año. En ese caso, es previsible que el actual alboroto en torno a la disponibilidad de las divisas depositadas en el BCRA termine perdiendo protagonismo. Pero esto último es siempre relativo, ya que supone desechar que la oposición pueda encontrar otras cuestiones de las cuales tomarse para impedir avanzar en los cambios estructurales que el país requiere.

## . Sumario

La recuperación de la economía, que arrancó en el último trimestre de 2009, se mantuvo como tendencia predominante durante los dos primeros meses de 2010. Es indudable el impacto positivo del aplacamiento en la crisis internacional, si bien su destino todavía permanece incierto; pero en la Argentina ese "viento de cola" favorable fue potenciado por el activismo del gasto público, que mantuvo el dinamismo del mercado interno. Ello permitió lograr una tasa ligeramente positiva (0,9%) en la expansión del PIB y contener el desempleo en el 8,4% de la Población Económicamente Activa. Durante el primer bimestre de 2010, las estimaciones preliminares calculan que la economía está evolucionando a una tasa promedio anual del 4 ó 5%. El estímulo al gasto privado y público (este último fue un 25% superior al de igual mes del año anterior) sigue empujando al crecimiento global. Pero tampoco es desdeñable el aporte del sector externo, cuyo excedente llegó a los 16.900 millones de dólares en 2009 y aportó otros 1.620 millones en el pasado enero. Para todo el año se calcula que puede superar el piso de los 15.000 millones.

Una estrategia de este tipo, inevitablemente, supone la aparición de dos problemas: el

agotamiento del superávit fiscal (ya que el ritmo al que suben los ingresos es poco más de la mitad respecto al que se expanden los gastos) y la reaparición de presiones alcistas en materia de precios. Decisiones oficiales de carácter redistributivo (asignación universal por hijo, aumentos en las jubilaciones) y la evidencia de excedentes en los ingresos de las capas medias terminan convalidando los aumentos de precios en una economía caracterizada por las imperfecciones por el lado de la oferta, circunstancia que ahora se agrava debido a la fase que atraviesa el ciclo ganadero. Otra consecuencia no deseada está constituida por el peligro de que el precio del dólar se atrase en términos relativos a los restantes de la economía.

El Gobierno no está dispuesto a enfriar la economía sino, por el contrario, a maximizar su crecimiento potencial, no inferior al 5% este año (también existen pronósticos que hablan del 7%). En consecuencia, optó por una alternativa desafiante al intentar, por un Decreto de Necesidad y Urgencia, tomar de las reservas en poder del BCRA los 6.600 millones de dólares necesarios para garantizar el pago de los servicios por la deuda externa en moneda extranjera. Esa decisión -inicialmente bloqueada en la Justicia y que encontró una férrea resistencia en la oposición, muy deseosa de probar sus fuerzas en la nueva correlación parlamentaria- responde al doble objetivo de mejorar las expectativas sobre la Argentina y lograr bajar el costo del crédito internacional y, en segundo término, disponer de los 26.000 millones de pesos presupuestados para el pago de la deuda, reorientándolos al aumento del gasto público y continuar cebando así el crecimiento.

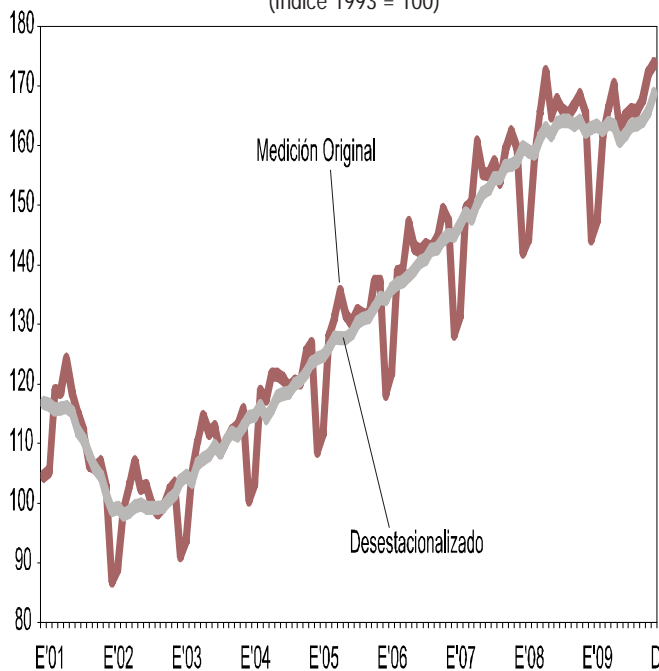
Al cierre del presente informe, el conflicto en torno al uso de las reservas se encontraba en su punto más alto. Vale decir que se trata de una cuestión con final abierto, donde la incertidumbre se agudiza debido a la ausencia de propuestas alternativas a la del Gobierno que garanticen la continuidad en la recuperación económica, evitando que la actual fase alcista se frustre durante la segunda parte del año.

## . Aspiraciones y realidades

Durante los dos primeros meses del año se

## Estimador mensual de la actividad económica

(índice 1993 = 100)



## Estimador mensual de la actividad económica

(variación porcentual)

Período	Respecto al mes anterior (desestacionalizado)	Respecto a igual mes del año anterior	Acumulado del año respecto al igual período del año anterior
<b>2008</b>			
Enero	1,4	10,8	10,8
Febrero	-0,4	9,8	10,3
Marzo	0,3	5,4	8,5
Abril	1,6	9,9	8,9
Mayo	1,0	7,4	8,6
Junio	-0,8	6,3	8,1
Julio	1,2	8,0	8,1
Agosto	0,2	5,5	7,8
Setiembre	0,0	7,3	7,7
Octubre	-0,4	4,6	7,4
Noviembre	0,4	3,9	7,1
Diciembre	-1,1	3,7	6,8
<b>2009</b>			
Enero	0,3	1,6	6,1
Febrero	0,3	2,1	5,6
Marzo	-0,4	2,4	5,2
Abril	0,7	0,5	4,5
Mayo	-0,3	-1,2	3,7
Juio	-1,6	-1,5	3,0
Julio	0,7	-1,5	2,2
Agosto	0,9	0,0	1,7
Setiembre	0,1	0,4	1,2
Octubre	0,4	0,6	0,9
Noviembre	0,9	2,2	0,8
Diciembre	1,8	5,0	0,9

FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Economía.

mantuvo la recuperación en los niveles de actividad y empleo, tendencia con que concluyó 2009. De acuerdo al INDEC, gracias al auge del IV trimestre el PIB del año pasado habría terminado arrojando un crecimiento del 0,9% y la tasa del desempleo abierto se contuvo en el 8,4% de la Población Económicamente Activa. Existen datos privados que, por el contrario, hablan de una caída del 3% a lo largo de ese período, pero sin precisar la metodología que emplean en sus cálculos. De todos modos, es indudable que, en mayor o menor proporción, el Producto per cápita tuvo un inocultable signo negativo, caída de la cual ahora parece recuperarse. Acerca de esta última circunstancia existe consenso, dentro y fuera del Gobierno.

Durante el verano tanto el gasto privado como el público continúan cebando la demanda y, por el lado de la oferta, la información disponible -correspondiente a enero- ratifica el crecimiento que tuvo la industria, que llegó al 5,4% respecto a igual mes del año anterior. Otro tanto ocurre con la sensible recuperación evidenciada en los volúmenes que arroja la cosecha 2009/2010. Cabe recordar que los precios internacionales de los alimentos han experimentado una mejora del 11% en los últimos doce meses y, en particular, la soja se mantiene por encima de los 355 dólares la tonelada (252 dólares en el Mercado de Rosario).

Si se cumplen los pronósticos, solamente la entrada de divisas originada en la exportación de oleaginosas y sus manufacturas aportaría este año más de 18.000 millones de dólares al balance comercial, e ingresos fiscales por retenciones en torno a 6.300 millones de la misma moneda. Los datos de enero arrojaron un superávit fiscal primario de 1.033 millones de pesos que, deducidos los pagos por servicios de la deuda pública, determinan un superávit financiero de 433,8 millones de pesos. La estrategia de activismo estatal se refleja en los componentes principales de las cuentas públicas: mientras los ingresos durante enero crecieron un 17% (empujados por la mayor recaudación de IVA, sostenida por el alza en los niveles de producción y comercio), las erogaciones aumentaron un 25%, siempre medidas en relación a igual mes de 2009.

El Gobierno ha ratificado que no piensa enfriar

la economía, lo cual supone entre otras cosas seguir cebando el motor del gasto público. Paralelamente existe el propósito de atender puntualmente los compromisos externos. Y la ratificación de ambas decisiones tácticas, dados los límites objetivos que existen en materia recaudatoria, impone la necesidad -práctica e ideológica- de modificar las reglas del juego vigentes para distintas instituciones: el Banco Central y el uso de las reservas internacionales en primer lugar. Más adelante volveremos sobre el tema. No cabe descartar tampoco que, en lo inmediato, se verifiquen avances en otros temas con el dictado de normas que orienten la capacidad prestable que acumula la banca privada hacia la inversión real.

### **. ¿Cómo hacerse de los dólares y no morir en el intento?**

El superávit comercial, que terminó 2009 aportando 16.980 millones de dólares, volvió a ser positivo en enero pasado. Crecieron tanto las exportaciones como las importaciones y mejoraron los términos del intercambio. El excedente alcanzó a 1.216 millones de dólares, lo cual supone un incremento interanual del 25,2%, y con el rasgo alentador de que la colocación de manufacturas aumentó el 42% y la importación de bienes de capital creció el 13%.

Mirado en la perspectiva de los próximos meses, las cuentas externas se muestran alentadoras. Si se toma en cuenta la tendencia expansiva que se verifica en los principales clientes de la Argentina -particularmente Brasil y China- y la ya señalada recuperación en precios y cantidades potenciales de las exportaciones originadas en el sector agropecuario local, más el buen desempeño esperado para las manufacturas, no debería sorprender que los excedentes comerciales de 2010 puedan ser similares o aún superiores a los de 2009. Las negociaciones con Brasil para destrabar las mutuas restricciones al comercio han ido progresando, y ambos gobiernos muestran una inédita predisposición positiva.

Se pronostica asimismo que no se repetirá la fuga de capitales ocurrida en 2008/09, ya sea debido a los cambios en las finanzas globales, o a consecuencia de una mayor intervención del Banco Central en el control de esos movimientos,

por ejemplo limitando los montos de dólares que pueden ser comprados sin restricción alguna por las personas. Por ahora, la autoridad monetaria -que juzga al actual precio como el adecuado para sustituir importaciones y estimular exportaciones- ha optado, en consecuencia, por actuar sobre el mercado futuro de esa moneda, con el propósito de reducir el margen de expectativas acerca de su cotización.

Si tiene éxito en ese objetivo, superará el doble desafío de evitar una apreciación no deseada del peso en los próximos meses, como el siempre latente riesgo de una corrida devaluatoria originada en la aparición de presiones inflacionarias, la ocurrencia de fenómenos exógenos o la existencia de tensiones políticas internas. El propósito implícito, por ahora, es el de operar con un dólar cuyo valor promedio del año oscile en torno a los cuatro pesos por unidad.

La actual disponibilidad de recursos en divisas no es incompatible con los pagos en concepto de servicios por la deuda externa. En el corriente año la Argentina enfrenta vencimientos por su deuda pública -capital e intereses- por el equivalente a 18.800 millones de dólares. Una parte significativa de los mismos (10.374 millones) están integrados por préstamos de organismos multilaterales, entidades oficiales y adelantos transitorios del BCRA: vale decir que son fácilmente refinanciables. Los restantes 8.421 millones se encuentran en manos de inversores institucionales. Deducidos algunos acuerdos de refinanciación que se encuentran en curso, se llega a los 6.500 millones que integraban el Fondo del Bicentenario. Y, aún fracasando esta iniciativa, el Gobierno cuenta con arbitrios para atender esos compromisos: utilizar las ganancias del BCRA, lograr préstamos de organismos descentralizados y tomar unos 2.500 millones de dólares de las reservas para pagos al Banco Mundial y el BID.

La cuestión pasa por definir si el Gobierno está dispuesto a forzar la generación del superávit fiscal necesario para que el Tesoro compre los dólares necesarios al BCRA, o encuentra un mecanismo para hacerse de ese dinero sin resignar los objetivos de crecimiento a los cuales ya hicimos referencia y, aún, pueda doblar la apuesta en ese sentido.

## . Cuestiones de política económica

Señalemos, antes de seguir adelante, que una combinación ideal a la hora de seleccionar objetivos e instrumentos debe lograr que se acople la resolución de los problemas pendientes con los acreedores y la atención de los servicios que caen en 2010, con el logro de una fuerte recuperación económica interna. Y que, además de sus beneficios políticos para el Gobierno, ello le permitiría ejercer un impacto favorable sobre la creación de empleo -bajando el índice de desocupación abierta al 8%-, reducir las presiones inflacionarias y mejorar las expectativas de crecimiento a mediano plazo. ¿Es posible? Recordemos que el Gobierno no se encuentra pasando uno de sus mejores momentos en materia de expectativas, pero todavía cuenta con márgenes de tiempo para revertir ese escenario.

A partir del éxito obtenido con el canje de 2005 y con la fuerte recuperación de las reservas en poder del BCRA, la Argentina siempre ha comprado parte de las mismas para atender los servicios de la deuda. Para ello utilizó recursos originados en el superávit fiscal y/o colocando títulos en el mercado interno -por ejemplo, al ANSeS-, siempre a tasas que superaban largamente las vigentes en los mercados internacionales (adicionalmente, colocó algunos bonos en Venezuela pagando tasas extravagantes). No cabe duda entonces de que la idea del Fondo del Bicentenario, por la cual se toma una tajada de las reservas para pago de la deuda a cambio de un bono con vencimiento en 2019, se asemeja a lo ocurrido en los últimos años, pero la situación fiscal es diferente y el esfuerzo que debe hacer el Estado para sostener el crecimiento también lo es.

Ello impone un cambio cualitativo no desdeñable en materia estratégica: 1) se parte de una definición que descarta la hipótesis del ajuste para garantizar el superávit fiscal; como vimos, dobla la apuesta en ese sentido; 2) implica un avance -casi sin posibilidad de retroceso- en el abandono de la ley de la convertibilidad, todavía parcialmente vigente; 3) también "quema las naves" respecto al rol del Banco Central, incorporándolo como un agente activo de la política oficial; 4) supone una arriesgada apuesta a que no serán embargados los depósitos en el exterior a solicitud de los "fondos buitres". Esto último hace pensar que la conducción económica

cuenta con información suficiente como para dar por descontado que tendrá un rápido éxito en el canje de la deuda en default que desenvuelve de forma paralela.

## . Las razones del Gobierno

Teniendo a la vista señales tan auspiciosas como las actuales para la macroeconomía y las cuentas externas, el Gobierno juzgó que podía seleccionar un conjunto de políticas que convirtieran al "viento de cola" que, ayudado por el activismo del gasto público, empuja a la recuperación de la economía, en el punto de partida de un curso de crecimiento sustentable a mediano plazo. La meta, no escrita, era lograr que la economía volviera a crecer aún por encima del 5% anual, registrar un aumento en los índices de precios que no fuera superior al 15% medido entre puntas y sostener el valor promedio anual para el dólar en 4 pesos y con tasas activas de interés en baja. Esta no es una combinación de objetivos fáciles de congeniar. Se asume, ya lo señalamos, la necesidad de ejecutar elevados niveles de gasto público, lo cual podría llevar a la desaparición del superávit primario y al registro de un signo negativo para el financiero.

Sin duda, la Argentina no está en condiciones de repetir la performance que tuvieron sus cuentas públicas en el ciclo 2003/2008; resulta imposible entonces que el Estado pueda comprar todos los dólares que necesita para pagar la deuda con los pesos del superávit. Pero, hoy por hoy, nos encontramos en un contexto internacional donde abundan los casos en que los desequilibrios fiscales superan al 10% del PIB en las naciones más importantes del planeta. Por ende, el 1,2% que, según *"The Economist"*, alcanzó el déficit financiero de la Argentina durante 2009 supone un comportamiento notablemente mejor que el promedio, habida cuenta del contexto turbulento que predomina en la economía mundial. El caso argentino equivale a menos de la mitad del 3% permitido en los acuerdos establecidos en Maastricht, cuando en la realidad el déficit en la Unión Europea llega, actualmente, al 6,3% para el promedio de los países que la integran.

Superar las trabas, políticas y jurídicas, al uso de las reservas permitirá que el Banco Central

le preste al Tesoro Nacional 6.500 millones de dólares sin necesidad de que éste le entregue su equivalente en pesos. El proyecto encontró la dura resistencia en la oposición política que era previsible. Cabe preguntarse porqué el Gobierno no aprovechó la mayoría parlamentaria con que contaba hasta fines del año pasado para tramitar esta iniciativa como una ley del Congreso. Esos recursos en moneda dura se utilizarán para cancelar vencimientos por la deuda externa, a cuyo monto ya hicimos referencia. Tal certeza ejercería una inmediata consecuencia positiva, se espera, sobre la totalidad de los bonos argentinos y la tasa de interés para refinanciar las deudas en los próximos años.

El dinero destinado a tales fines (26.000 millones de pesos) ya está previsto en el Presupuesto Nacional 2010 y, como vimos, aún sin apelar a las reservas el Gobierno se las puede ingeniar para acceder a los recursos que precisa -especialmente en la segunda parte del año- para atender la parte substancial de sus deudas. Pero quedarían liberados esos 26.000 millones de pesos, cuyo destino sería ampliar las erogaciones del Gobierno en planes sociales y/u obra pública. No se conocen más precisiones, ni las medidas adoptadas para evitar los efectos no deseados de esa liquidez adicional que se volcaría al mercado interno.

Se trata, por cierto, de una apuesta muy fuerte, cuyas connotaciones políticas fueron rápidamente advertidas por los partidos de la oposición, ansiosa de poner a prueba la nueva correlación de fuerzas que se ha conformado luego de la derrota oficialista del 28 de junio del año pasado. Desde este punto de vista, resulta ingenuo suponer que la resistencia que ha despertado el Fondo se debe exclusivamente a la legitimidad institucional que tiene el mecanismo elegido por el Gobierno para lanzarlo: un Decreto de Necesidad y Urgencia.

Desde nuestro punto de vista, y dadas las opciones estratégicas que seleccionó el Gobierno, el fracaso del Fondo del Bicentenario y de su continuador, el Fondea, por prolija e institucional que sea la envoltura que se utilice para derrumbarlo, obligaría a realizar un ajuste fiscal cuyos efectos no sólo terminarían con las aspiraciones políticas del oficialismo, sino que, en los próximos meses, convertiría en algo menos que una suave brisa en tren de apagarse

al viento de cola que prevalece en lo que va del año. Deberán entonces revisarse a la baja las proyecciones en materia de crecimiento, global, empleo y distribución del ingreso.

## . Objetivos múltiples

La parte substancial de los vencimientos por la deuda externa tendrá lugar durante la segunda mitad del año; en función de ese dato, el Gobierno diseñó una estrategia que intenta "desmalezar" el sendero a lo largo de los primeros seis meses -Fondo del Bicentenario y canje de la deuda en default mediante- para a llegar en la mejores condiciones posibles al momento de atender aquellos servicios, gozando además de una sensible recuperación en el proceso inversor. El ministro de Economía espera recuperar -al generar mayor confianza- el acceso a los mercados voluntarios de crédito para refinanciar una parte de los compromisos futuros a tasas de interés cercanas a las internacionales. Ahora bien, paralelamente, el Gobierno precisa sostener la expansión del mercado interno. Ello requiere que medidas como los incrementos en salarios y jubilaciones y la asignación universal por hijo no sean licuadas por la inflación. En esta materia, como es sabido, ya existen algunas señales de alarma.

Ya señalamos que, con el objeto de conciliar la continuidad en la vigencia de un gasto público expansivo con la necesidad de atender los servicios de la deuda, la conducción económica optó por una estrategia que se apoya en tomar recursos de las reservas internacionales. Ciertamente, resulta contradictorio que la Argentina perciba una remuneración del 1% promedio anual por la colocación de sus divisas, mientras que no puede conseguir crédito internacional a menos del 11% para refinanciar su deuda. Ello es tan insólito como los augurios del default inminente cuando las reservas llegan a 48.000 millones de dólares y los superávits anuales del comercio exterior superan los 15.000 millones de dólares.

Por lo que hace al otro objetivo, el de redistribuir mejor el ingreso, las subas de precios verificadas durante el verano y motorizadas por el aumento en los productos cárnicos licuaron parte del mismo. Para que ese costo inflacionario sea de corto plazo y soportable, es necesaria una masiva recuperación de la inversión privada.

Ello requiere, a su vez, una baja en el costo de su financiamiento y una mejora en las expectativas sobre la Argentina en el mediano plazo.

Dada la situación de liquidez predominante en los mercados internacionales, se considera factible, ahora, alcanzar un canje de los viejos títulos en poder de los acreedores privados por nuevos bonos a largo plazo con una quita estimada en el 60%. No parece tan sencilla la cuestión con el Club de París, espacio donde se ha reiterado la necesidad de contar con el aval previo emitido por los auditores del FMI, imposición acerca de la cual el Gobierno argentino se ha manifestado intransigente. Ello obligaría una vez más a volver sobre las fuentes internas de recursos para atender los compromisos externos y alimentar la formación de capital.

Con este último propósito, el Gobierno, por intermedio del BCRA, busca lograr una baja sustancial en las tasas de interés para los préstamos a los sectores productivos. Por otra parte, el Gobierno ha mostrado que, ideológicamente, descarta que se pueda contener la inflación subiendo las tasas de interés. Esta combinación de factores, a su turno, implica que ocurran bajas en las tasas pasivas pagadas por los bancos; se trata de una circunstancia que habitualmente induce a un desplazamiento de los ahorristas que provoca

subas en la cotización de dólar. Por ahora esta última movida, en lo que va del año, sólo ha sido marginal, ya que no se registran caídas importantes en los depósitos a plazo. ¿Puede concluirse que la vieja tentación nacional de comprar dólares actualmente ya no es lo que era en sus mejores tiempos? Es más, cuando en marzo comience el ingreso de divisas por la liquidación de las cosechas, particularmente soja y maíz, el tipo de cambio podría volver a estar sobreofertado, obligando a que el BCRA salga a comprar.

La conducta de los particulares con capacidad de ahorro, que durante el verano provocaron records de gasto turístico, previsiblemente se orientará mayoritariamente hacia la compra de bienes duraderos, automóviles e inmuebles. Dado que no han ocurrido grandes aumentos en las capacidades instaladas (incluyendo en esa categoría a la producción ganadera), todo este circuito económico puede llevar a que convivan mayores subas en los niveles de demanda y producto interno, pero también a la aparición de mayores presiones inflacionarias.

A partir de este escenario, es conveniente entonces, para el cálculo económico, esperar que la suba anualizada de precios se encuentre este año más cerca del 20% que del 15% que habíamos proyectado a principios del ejercicio.

## II.- INDICADORES BASICOS

### ARGENTINA

#### Datos básicos de la economía argentina

RUBRO			2009				2010	
	2007	2008	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Enero	Febrero
P.I.B Total(variación igual período del año anterior)	8,7	6,8	2,0	-0,8	-0,3	2,6	s/i	s/i
P.I.B Total per cápita	7,6	5,7	1,0	-1,8	-1,3	1,6	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(variación igual período del año anterior)	10,3	-2,7	-14,1	-27,1	-7,3	s/i	s/i	s/i
P.I.B Industria(variación igual período del año anterior)	7,6	4,5	-1,2	-1,0	-3,1	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	812456	1032758	992962	1195372	1168795	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal(en pesos promedio del período)	3,1369	3,1868	3,5589	3,7467	3,8360	3,8274	3,8300	3,8500
Exportaciones(millones de dólares)	55780	70589	11863	15387	13877	14625	4423	s/i
Importaciones(millones de dólares)	44707	57413	8307	9082	10481	10901	3206	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	11073	13176	3556	6305	3396	3724	1217	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	7412	7089	1488	4638	1135	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	131356	137976	140520	137443	138343	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(1993=100)	126,5	142,3	132,5	138,1	129,9	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	45710	46198	46934	46385	45193	47717	48116	48037
Base monetaria(en millones de pesos)	96358	106439	101348	103652	106268	118661	121668	122210
M1(en millones de pesos)	110160	135846	130742	136394	139483	153533	159955	159866
M2(en millones de pesos)	145679	173204	167432	175203	178677	196888	204203	204017
M3(en millones de pesos)	241005	268178	266739	271576	279623	298413	306184	308422
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	11,5	21,1	25,2	22,0	16,5	11,7	10,9	10,3
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	8,3	12,8	14,4	13,6	12,6	10,6	9,4	8,7
Resultado fiscal primario(en millones de pesos)	25718,6	32528,7	4502,8	2668,7	1530,6	8583,2	1039,1	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	16422,5	17873,9	3551,1	5355,0	4525,0	10985,6	599,8	s/i
Resultado fiscal global(en millones de pesos)	9296,1	14654,8	951,7	-2686,3	-2994,4	-2402,4	439,3	s/i
Precios al consumidor(variación acumulada)	8,5	7,2	1,6	1,1	2,2	2,6	1,0	s/i
Precios al por mayor(variación acumulada)	14,6	8,8	1,2	2,1	3,3	3,1	1,0	s/i
Tasa de desempleo(%) <sup>(1)</sup> (promedio)	8,5	7,9	8,4	8,8	9,1	8,4	-	-

s/i: Sin información.

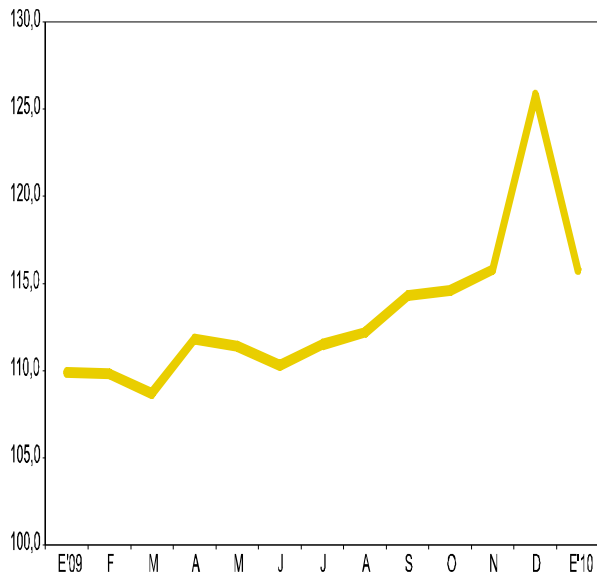
(1) En porcentaje de la población económicamente activa.

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

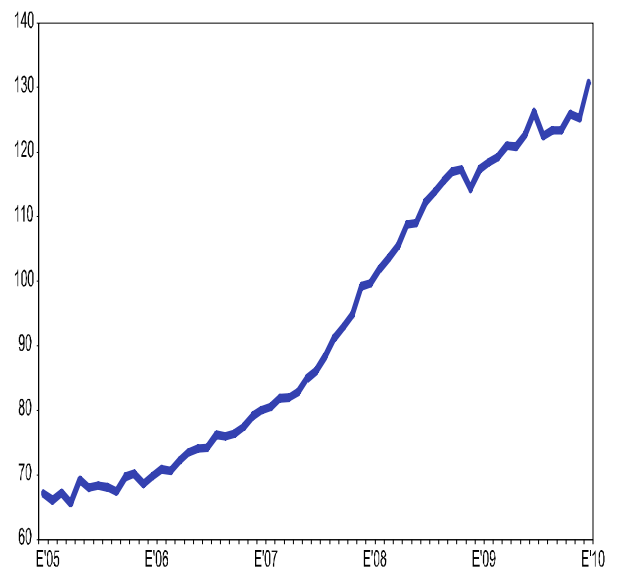
### III.- INDICADORES MACROECONOMICOS

#### Argentina: Indices del nivel de actividad

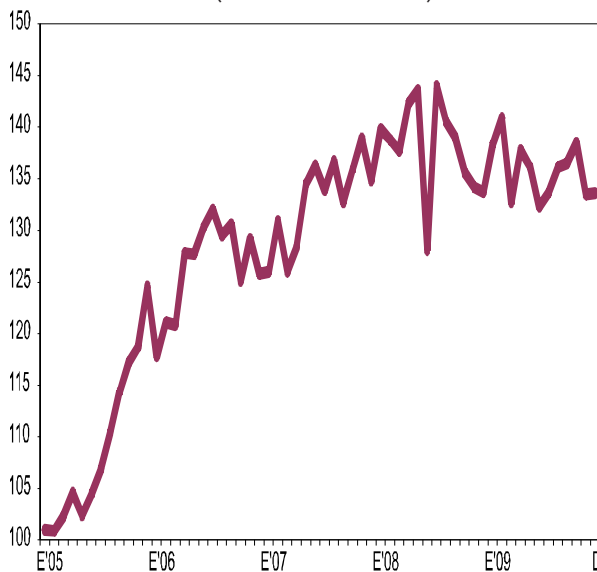
Actividad industrial  
EMI desestacionalizado  
(índice base 2006 = 100)



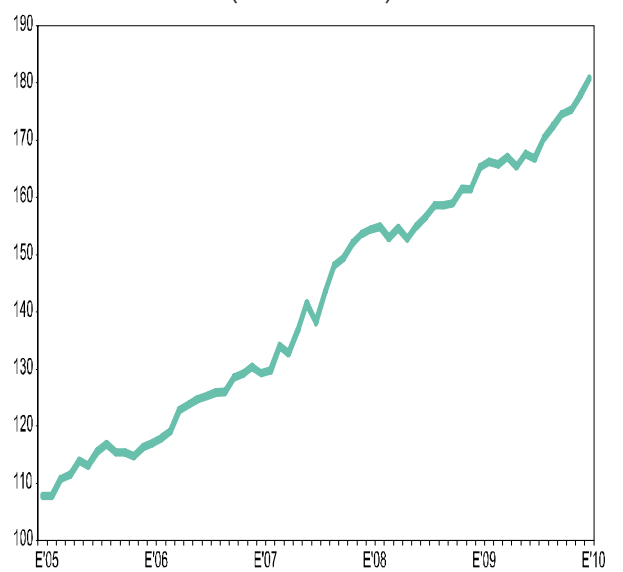
Ventas en supermercados  
A precios constantes  
(índice desestacionalizado base abril 2008 = 100)



Indicador de la actividad  
de la construcción  
Desestacionalizado  
(base enero 2005 = 100)



Indicador sintético  
de servicios públicos  
Desestacionalizado  
(base 2004 = 100)

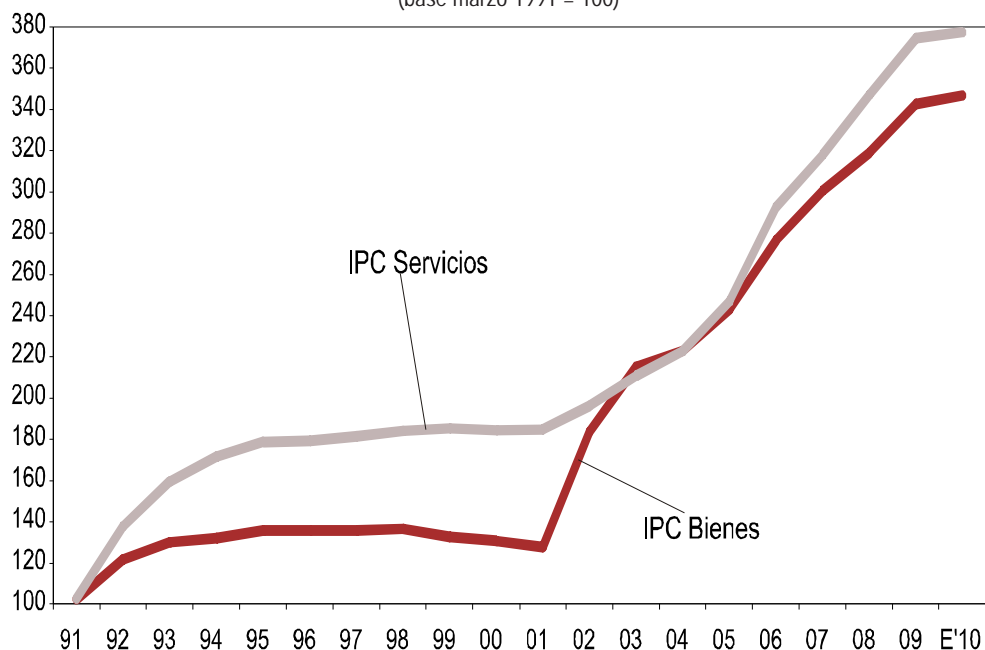


FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

## Argentina: Precios de la economía

### Evolución de los precios relativos en perspectiva Crecimiento acumulado de bienes y servicios

(base marzo 1991 = 100)

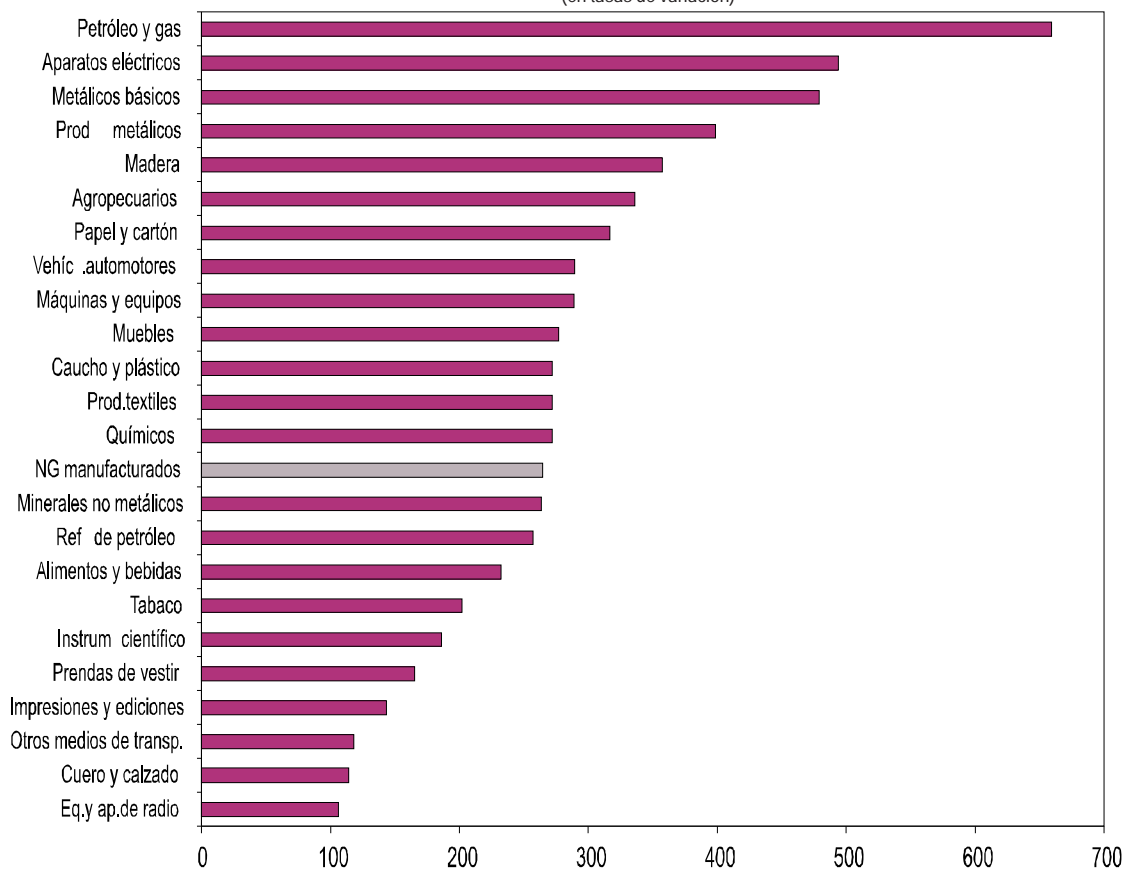


FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

### Inflación mayorista post-devaluación

#### Evolución sectorial enero 2010 - diciembre 2001

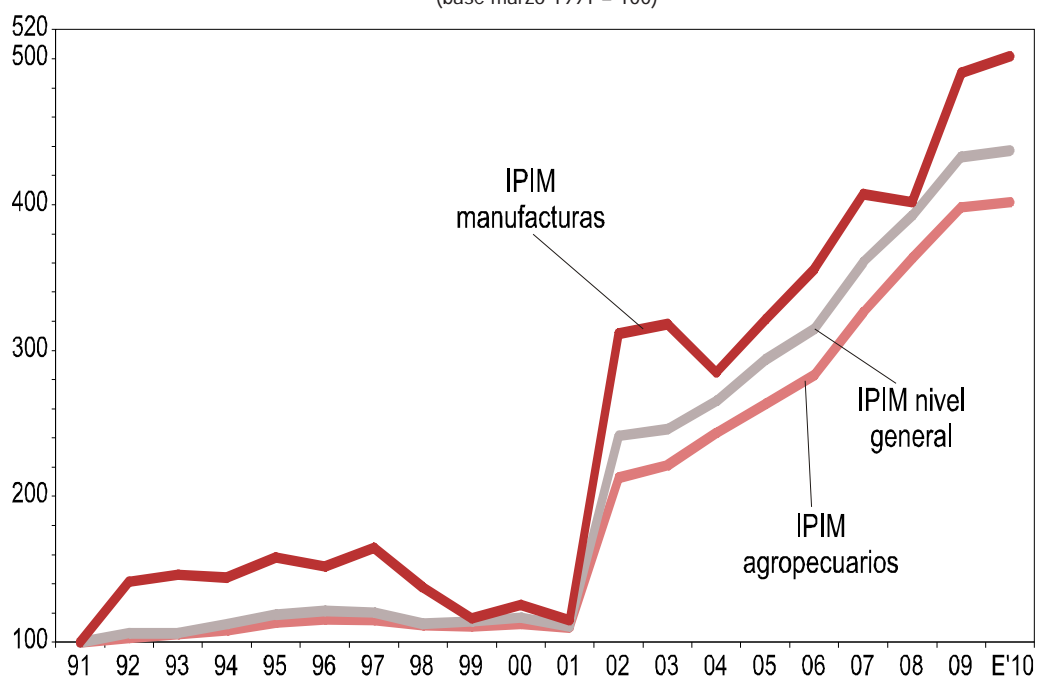
(en tasas de variación)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

## Evolución de los precios mayoristas Industriales, agropecuarios y nivel general

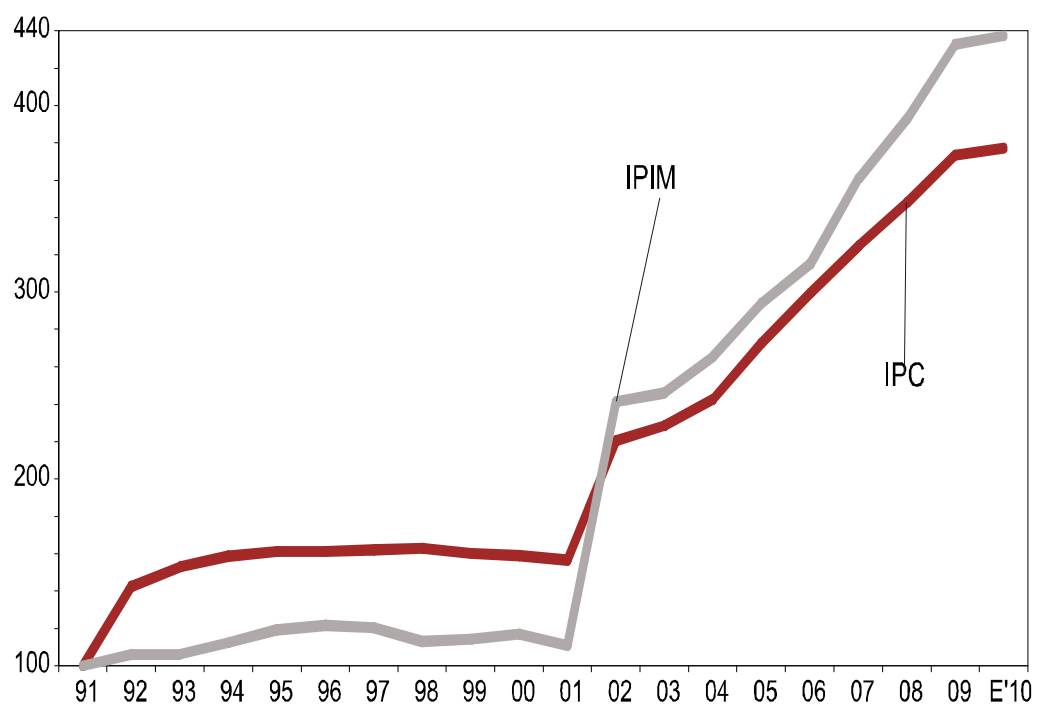
(base marzo 1991 = 100)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

## Precios al consumidor y mayoristas 1991-2010

(base marzo 1991 = 100)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

## Argentina: Indicadores del sector público

### Recaudación tributaria

#### Principales ingresos

(en millones de pesos y en variación)

	Enero'10		
	Valor	Variación nominal(*)	Variación real
<b>Recaudación total</b>	<b>29025,1</b>	<b>20,4</b>	<b>19,2</b>
Ganancias	4967,4	25,8	24,5
IVA total	8255,3	23,1	21,8
IVA DGI	6132,0	18,6	17,3
Devoluciones(-)	417,0	-24,2	-25,0
IVA DGA	2540,4	21,9	20,7
Comercio exterior	3018,2	1,6	0,6
Créditos y débitos en cta.cte.	1944,9	14,8	13,6
Aportes personales	3500,7	24,6	23,4
Contrib.patronales	5094,8	29,6	28,2
Resto	2243,8	9,6	8,5

(\*) Respecto a igual período del año anterior.

FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Economía.

### Sector público nacional no financiero

#### Resultado global total

(en millones de pesos corrientes)

Concepto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 Enero
Ingresos	55824,3	77764,2	105106,0	126426,3	158521,1	164073,9	219134,4	260214,3	22743,8
Egresos	60373,6	75958,9	93448,2	117008,2	146898,1	154777,8	204479,6	267345,3	22304,5
Res.global s/privatiz.	-4553,8	1794,1	11629,7	9379,5	11616,1	9247,6	14654,8	-7138,8	433,8
Privatizaciones	4,5	11,2	28,1	38,6	6,9	48,5	0,0	7,7	5,5
Resultado global	-4549,3	1805,3	11657,8	9418,1	11623,0	9296,1	14654,8	-7131,1	439,3

FUENTE: FIDE, con datos de la Secretaría de Programación Económica, Ministerio de Economía.

## Argentina: comportamiento del tipo de cambio

### Tipo de cambio real multilateral

(índice base enero 1999=100)

		Índice de tipo de cambio real(1)
2006	Agosto	148,5
	Setiembre	148,6
	Octubre	148,1
	Noviembre	148,7
	Diciembre	149,5
2007	Enero	149,7
	Febrero	151,8
	Marzo	152,0
	Abril	153,3
	Mayo	154,5
	Junio	155,4
	Julio	159,6
	Agosto	158,6
	Setiembre	160,6
	Octubre	165,3
	Noviembre	165,8
	Diciembre	164,7
2008	Enero	165,4
	Febrero	168,4
	Marzo	170,9
	Abril	172,5
	Mayo	172,0
	Junio	167,9
	Julio	168,5
	Agosto	165,1
	Setiembre	158,6
	Octubre	149,7
	Noviembre	148,0
	Diciembre	150,8
2009	Enero	153,1
	Febrero	153,2
	Marzo	159,4
	Abril	165,1
	Mayo	173,3
	Junio	179,9
	Julio	182,4
	Agosto	186,6
	Setiembre	187,8
	Octubre	190,0
	Noviembre	189,8
	Diciembre	187,0
2010	Enero	183,7

(\*) Estimado.(1) Ponderado por nivel de exportaciones.

FUENTE: FIDE, con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis y FMI.

### Tipo de cambio real bilateral

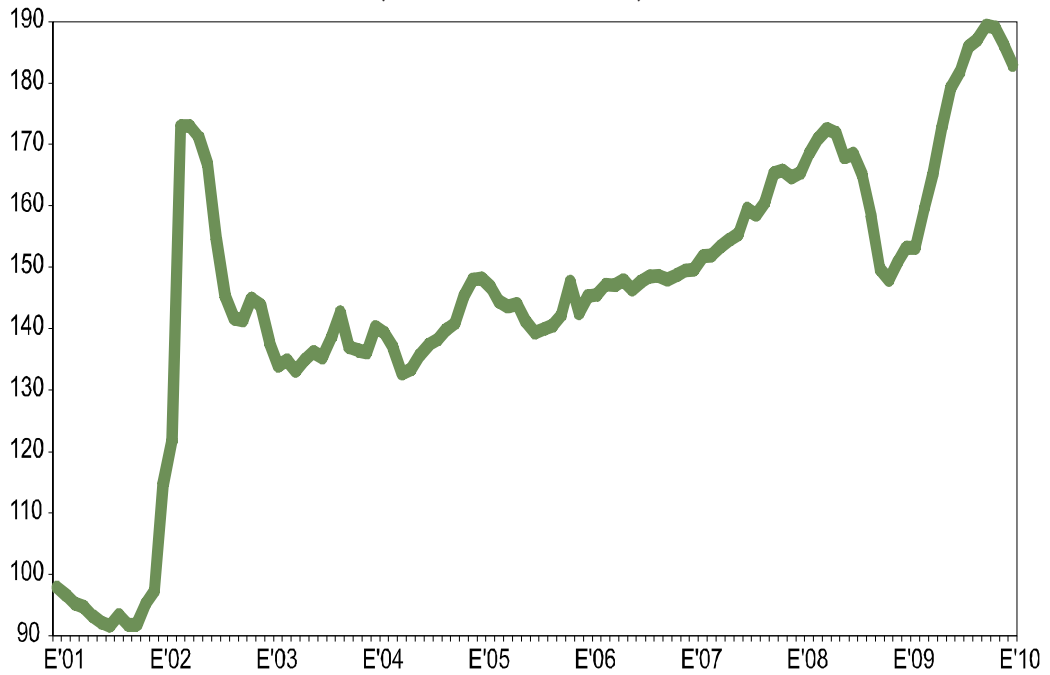
Brasil, EEUU y Europa

Calculado por precios mayoristas (IPM)  
(índice base enero 1999=100)

		Brasil	EE.UU.	Europa
2006	Agosto	132,7	143,4	150,9
	Setiembre	133,8	143,1	150,3
	Octubre	136,1	140,4	147,7
	Noviembre	135,4	141,5	149,8
	Diciembre	135,0	141,2	152,4
2007	Enero	134,0	140,8	151,3
	Febrero	136,5	142,8	152,3
	Marzo	138,4	143,2	154,3
	Abril	136,4	141,5	155,2
	Mayo	137,8	139,7	153,0
	Junio	138,5	136,9	149,2
	Julio	141,1	136,1	151,3
	Agosto	148,9	136,1	151,7
	Setiembre	142,6	135,1	153,4
	Octubre	148,3	134,7	157,2
	Noviembre	158,4	135,6	160,2
	Diciembre	158,7	134,1	159,0
2008	Enero	161,3	135,0	161,7
	Febrero	164,8	134,7	162,0
	Marzo	166,1	134,4	170,2
	Abril	169,1	133,9	172,6
	Mayo	173,7	134,0	170,9
	Junio	173,9	129,6	164,2
	Julio	176,5	129,1	166,7
	Agosto	171,9	127,6	156,2
	Setiembre	155,9	128,8	150,4
	Octubre	136,9	131,1	143,8
	Noviembre	136,2	133,1	139,8
	Diciembre	131,2	133,2	147,3
2009	Enero	136,1	135,9	147,2
	Febrero	137,4	137,5	143,9
	Marzo	139,3	140,4	150,4
	Abril	146,7	142,1	152,5
	Mayo	157,2	142,5	158,5
	Junio	164,6	145,2	163,7
	Julio	164,6	143,0	163,7
	Agosto	171,5	144,9	166,3
	Setiembre	173,3	142,9	167,5
	Octubre	178,8	141,6	168,0
	Noviembre	177,0	141,6	166,5
	Diciembre	172,6	140,7	161,6
2010	Enero	170,0	141,6	158,2

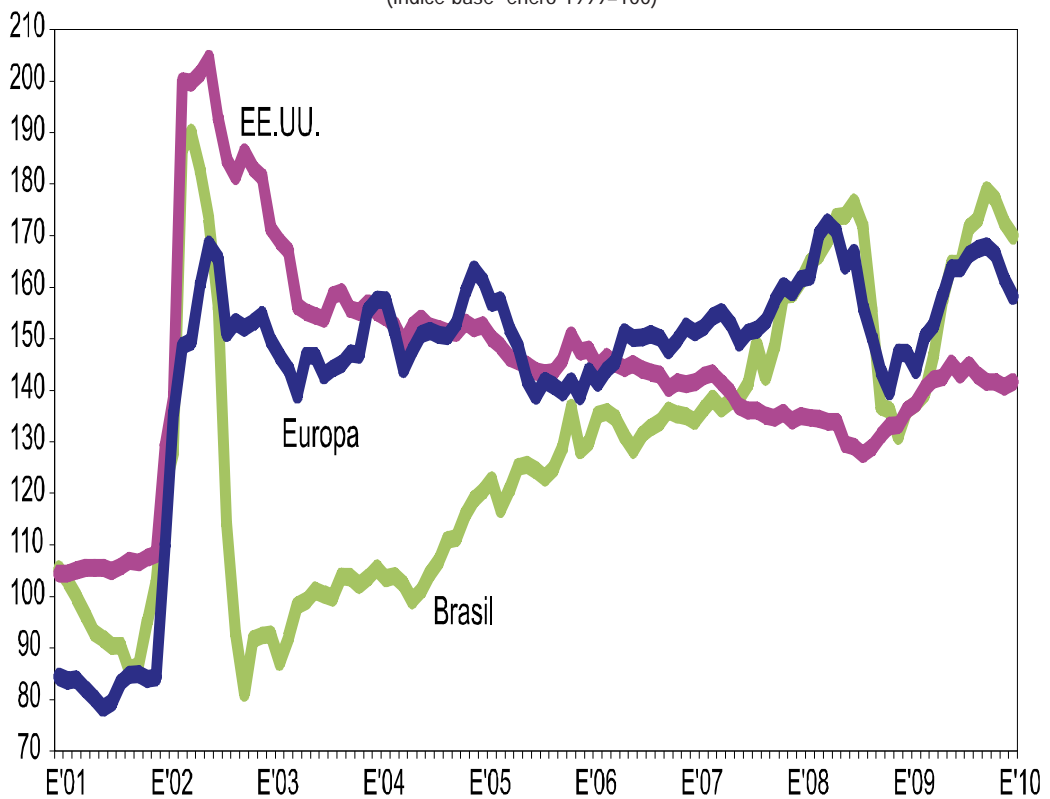
FUENTE: FIDE, con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis y FMI..

Tipo de cambio real multilateral <sup>(1)</sup>  
 Calculado por precios mayoristas(IPM)  
 (índice base enero 1999=100)



(\*) Estimado. (1) Ponderado según nivel de exportaciones

Tipo de cambio real bilateral  
 Brasil, EEUU y Europa  
 Calculado por precios mayoristas (IPM)  
 (índice base enero 1999=100)



## Mediciones alternativas del tipo de cambio

Comparaciones con los distintos agregados monetarios,  
con los precios mayoristas y el valor de mercado

	Valor teórico del tipo de cambio en relación a:				Ajustado por precios mayoristas (base enero'02=1.40)	Realidad
	Base monetaria/ Reservas	M1/ Reservas	M2/ Reservas	M3/ Reservas		
2007						
Enero	2,26	2,90	3,74	6,06	3,20	3,10
Febrero	2,22	2,79	3,63	5,95	3,19	3,12
Marzo	2,17	2,65	3,48	5,73	3,18	3,12
Abril	2,06	2,66	3,41	5,60	3,22	3,11
Mayo	2,04	2,60	3,35	5,50	3,25	3,10
Junio	1,99	2,47	3,20	5,27	3,31	3,10
Julio	2,00	2,44	3,20	5,18	3,36	3,13
Agosto	2,02	2,44	3,19	5,26	3,42	3,18
Setiembre	2,05	2,42	3,19	5,40	3,44	3,18
Octubre	2,06	2,47	3,24	5,43	3,45	3,18
Noviembre	2,04	2,42	3,19	5,33	3,40	3,16
Diciembre	2,11	2,41	3,19	5,27	3,44	3,16
2008						
Enero	2,08	2,51	3,29	5,31	3,42	3,16
Febrero	1,97	2,37	3,14	5,22	3,44	3,17
Marzo	1,96	2,26	2,99	5,10	3,45	3,17
Abril	1,95	2,30	3,03	5,12	3,48	3,19
Mayo	2,00	2,40	3,13	5,23	3,47	3,18
Junio	2,10	2,52	3,26	5,39	3,47	3,07
Julio	2,12	2,60	3,39	5,55	3,45	3,05
Agosto	2,13	2,56	3,33	5,65	3,49	3,05
Setiembre	2,16	2,69	3,46	5,77	3,52	3,10
Octubre	2,20	2,70	3,48	5,82	3,63	3,26
Noviembre	2,22	2,71	3,49	5,87	3,72	3,39
Diciembre	2,30	2,94	3,75	5,80	3,78	3,44
2009						
Enero	2,25	3,00	3,81	5,80	3,73	3,48
Febrero	2,18	2,85	3,65	5,74	3,75	3,53
Marzo	2,16	2,79	3,57	5,68	3,82	3,67
Abril	2,16	2,79	3,59	5,71	3,82	3,71
Mayo	2,16	2,82	3,63	5,76	3,83	3,74
Junio	2,23	2,94	3,78	5,86	3,81	3,78
Julio	2,30	2,95	3,83	5,91	3,90	3,82
Agosto	2,35	3,04	3,90	6,12	3,89	3,85
Setiembre	2,35	3,09	3,95	6,19	3,94	3,85
Octubre	2,35	3,05	3,92	6,18	3,97	3,84
Noviembre	2,34	3,01	3,10	5,36	3,95	3,82
Diciembre(*)	2,49	3,22	4,13	6,25	3,98	3,82
2010						
Enero	2,53	3,32	4,24	6,36	3,97	3,83
Febrero	2,54	3,33	4,25	6,42	-	3,85

(\*) Datos al 12/02/2010

Nota:

M1= Circulación en poder del público + depósitos en cuenta corriente.

M2= M1 + depósitos en caja de ahorro.

M3= M2 + depósitos a plazo fijo.

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

## Argentina: Precios de exportación Principales agregados y sectores seleccionados (base 1993=100)

Período	General	Productos primarios	Manufacturas de origen agropecuario	Manufacturas de origen industrial	Combustibles
2001					
I	98,6	94,7	82,6	96,5	151,0
II	93,8	83,3	81,5	98,1	144,2
III	95,7	90,5	86,2	93,5	134,7
IV	91,1	88,7	85,5	88,9	111,1
2002					
I	88,4	87,2	81,2	88,2	105,1
II	87,8	81,4	76,6	91,3	130,9
III	92,4	89,1	80,2	92,6	142,3
IV	95,8	99,5	82,6	91,1	137,8
2003					
I	101,0	101,3	86,4	90,6	171,2
II	96,7	96,4	87,7	88,9	148,4
III	98,9	103,0	88,3	88,4	149,5
IV	102,9	111,3	95,4	88,4	157,1
2004					
I	109,1	110,5	104,5	90,7	171,8
II	113,7	115,7	107,4	94,8	192,2
III	108,3	106,7	92,7	97,1	213,5
IV	105,5	95,6	87,3	99,4	225,6
2005					
I	105,8	90,8	87,9	107,9	222,7
II	110,6	99,8	92,9	109,5	248,3
III	114,6	103,6	93,7	107,2	305,6
IV	112,5	101,1	90,5	106,0	311,2
2006					
I	116,5	103,2	93,4	113,5	308,5
II	121,0	105,1	98,3	118,9	343,6
III	122,3	112,9	100,3	116,5	353,9
IV	121,7	121,5	101,6	112,2	306,8
2007					
I	125,7	124,8	107,7	114,1	295,3
II	129,8	122,9	114,7	121,0	348,0
III	133,5	130,3	124,4	121,1	375,5
IV	147,2	160,5	139,2	117,3	452,8
2008					
I	165,4	191,5	158,1	120,7	489,5
II	172,6	178,7	180,9	130,0	549,8
III	176,8	196,0	182,4	129,5	588,9
IV	156,1	181,9	154,0	131,7	308,9
2009					
I	140,8	147,8	138,8	122,8	220,2
II	142,4	155,8	153,9	106,3	296,7
III	136,7	164,0	148,4	103,7	359,3

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.