

# PROYECCIONES

## 3<sup>er</sup> Trimestre de 2006. N°24

### Edición Especial:

## Seguimiento de “Argentina 2010; un sueño posible”

### Introducción

En julio del 2005, hicimos llegar a nuestros clientes el informe “Argentina 2010: un sueño posible”, uno de los trabajos más ambiciosos que haya encarado nuestro Estudio. Aquel reporte procuraba plasmar nuestra visión de largo plazo de la economía local. El principal objetivo de aquel ejercicio era identificar las fuerzas o factores que -a nuestro entender- incidirían de manera más determinante en el desempeño económico futuro. El seguimiento ulterior de la evolución de estas fortalezas y debilidades debía permitir la confirmación o revisión de las proyecciones planteadas. En otros términos, nuestra aspiración era trazar una suerte de hoja de ruta que permitiera monitorear las perspectivas de largo plazo de la economía argentina.

A través del presente informe, comenzamos a cumplir el compromiso que asumimos un año atrás. Nuestra intención en esta edición de *Proyecciones* es analizar la evolución de la economía en el último año y revisar las proyecciones a futuro a la luz del marco conceptual presentado en “Argentina 2010...”, identificando tanto los aciertos como los desvíos respecto a aquellas previsiones.

Comenzamos este recorrido refrescando los principales conceptos emitidos en el informe del año pasado, para luego internarnos en los nuevos matices que presenta nuestra visión de largo plazo de la economía local.

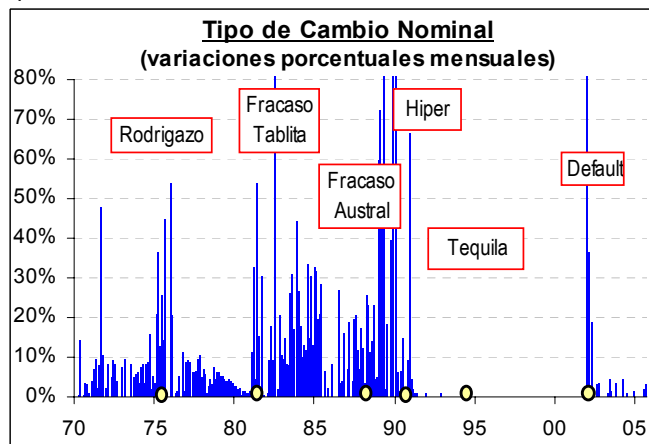
### Los conceptos salientes de “Argentina 2010...”

- Una coyuntura macroeconómica inédita...

La elaboración de pronósticos económicos de mediano y largo plazo siempre ha sido una tarea insalubre en la Argentina. Si hubo un rasgo que caracterizó la historia económica local del último cuarto del siglo XX ha sido la volatilidad, y por ende la imprevisibilidad. Con llamativa recurrencia, las fases expansivas eran abortadas abruptamente por crisis financieras. De hecho, en el período de referencia, podemos contabilizar seis episodios de quiebre y severas turbulencias para la economía local: el *Rodrigazo*, el fracaso de la tablita cambiaria de Martínez de Hoz, la caída del Plan Austral, las dos hiperinflaciones consecutivas en 1989 y 1990, el efecto Tequila y, finalmente, la crisis por antonomasia, el colapso tras la salida de la Convertibilidad. Lo normal, lo esperable en Argentina había pasado a ser -paradójicamente- la inexorabilidad de las crisis.

¿A que atribuir semejante volatilidad? Especulábamos por entonces que semejante propensión a caer recurrentemente en crisis financieras no era un mero capricho del destino. Por el contrario, cuando se rastrea en la raíz de cada una de estos episodios traumáticos, se encuentra como rasgo común y recurrente la presencia de desequilibrios macroeconómicos muy agudos. En la gestación de cada una de estas crisis puede encontrarse alternativa o simultáneamente un déficit fiscal que crecía hasta hacerse inefinanciable, la aparición de la res-

tricción externa (i.e., escasez de divisas) o un plan de estabilización de los precios inconsistente que cargaba con el germen de su propio estallido. En definitiva, en cada una de las crisis podía identificarse el impacto corrosivo de nuestra indisciplina macroeconómica secular.



Sin embargo, las cosas parecían haber cambiado tras la implosión de la Convertibilidad. El punto es que a mediados de 2005 reconocíamos en la economía local una especificidad nunca vista en las seis décadas previas; especificidad que, precisamente, daba sentido a la tarea de imaginar el largo plazo. Por entonces, la economía argentina presentaba lo que dimos en llamar un *escenario de consistencia macroeconómica*; escenario caracterizado por la presencia conjunta absolutamente inédita de tres situaciones:

- Estabilidad de precios alcanzada bajo un régimen de tipo de cambio flotante (es decir, sin recurrir al ancla cambiaria);
- Superávit de cuenta corriente en un contexto de apertura comercial;
- Superávit fiscal.

La coincidencia de estos tres factores suponía un cambio revolucionario en la economía local. La novedad que aportaba este escenario era que virtualmente nos inmunizaba por primera vez en más de seis décadas contra la gestación de una nueva crisis financiera. El respeto de los equilibrios macroeconómicos básicos se convertía entonces en un factor decisivo para superar décadas de inestabilidad y en punto de partida indispensable para la recuperación de previsibilidad.

- Macro sana que prometía perdurar...

La buena salud de la macroeconomía en 2005 era apenas un punto de partida muy auspicioso con vistas al futuro. Pero para extender la mirada e imaginar cómo podía evolucionar la economía hasta el 2010, debíamos evaluar qué suerte correrían estos equilibrios macroeconómicos básicos en los años subsi-

guintes hasta el final de la década. En tal sentido, también entendíamos que había margen para un cauto optimismo.

Comenzábamos analizando las perspectivas en la evolución de las cuentas públicas. La baja carga de intereses que había dejado la reestructuración de la deuda (un promedio de 2,2% del PBI anual hasta el 2010) era un punto muy importante a favor de la preservación de la holgura fiscal. De hecho, ello significaba que manteniendo un superávit primario de 2,7% del PBI, precisamente la cifra comprometida por el gobierno en el Presupuesto plurianual, se garantizaba la preservación de un excedente hasta el final de la década.

¿Era creíble este compromiso oficial? En principio, imaginábamos a este escenario como perfectamente plausible. En primer lugar, porque aquella coyuntura presentaba un superávit primario de casi 3,7% del PBI (más de un punto por encima del prometido a largo plazo), lo que otorgaba cierto colchón para asegurar el cumplimiento del compromiso.

Pero sobre todo, confiábamos en la perdurabilidad de la holgura fiscal a partir del reconocimiento de ciertos cambios que percibíamos en la valoración política y social del superávit. En especial, rescatábamos la lucidez del Presidente Kirchner de considerar al superávit fiscal un activo estratégico que resultaba clave para facilitar la gobernabilidad, y que por ende, se esforzaría por preservar.

En materia inflacionaria, también nos manifestábamos cautamente optimistas. Considerábamos natural que aparecieran presiones inflacionarias tras el virtual agotamiento de los recursos productivos ociosos por la persistencia de un vigoroso crecimiento. Pero confiábamos en la influencia de dos factores que nos hacían creer que la estabilidad de precios era una conquista perdurable:

- la cuña en la memoria inflacionaria que había introducido la Convertibilidad, y
- la disciplina fiscal como ancla anti-inflacionaria.

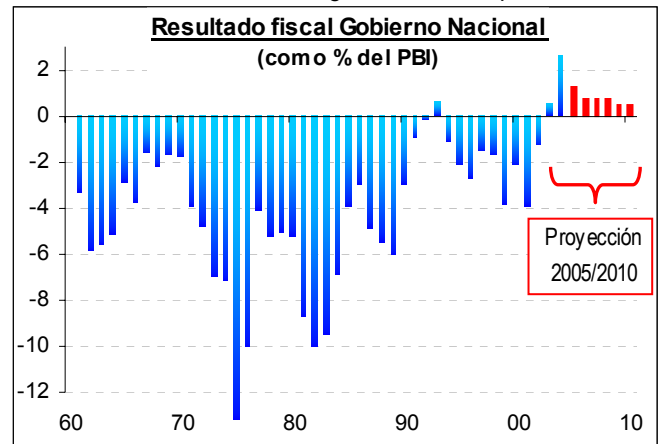
Advertíamos sin embargo (acaso de manera premonitoria) que sólo un flagrante incumplimiento por parte del BCRA de su misión como custodio del valor de la moneda podría hacernos retornar a un régimen de alta inflación.

Finalmente, nos manifestábamos algo más pesimistas en relación a las perspectivas de la holgura externa. Teníamos por entonces nuestras dudas respecto a la capacidad del país para protagonizar el salto exportador que otorgara sustentabilidad al superávit en cuenta corriente.

De todos modos, tampoco nos alarmábamos con el eventual déficit externo, pues entendíamos que tanto por su magnitud como por sus características, no se tornaría inabarcable. Además, el hecho de contar con un régimen de tipo de cambio flotante y un sistema financiero desdolarizado facilitaba los ajustes de eventuales desequilibrios en la cuenta corriente y minimizaba el riesgo de una explosión por la aparición de la restricción externa.

**En definitiva, en "Argentina 2010...", el informe escrito un año atrás, especulábamos con que habían buenas chances de que aquel escenario de consistencia macroeconómica se preservara hasta el Bicentenario. Por primera vez en la historia económica moderna de nuestro país, existía entonces la perspectiva de un horizonte libre de crisis financieras; por primera vez, estaban dadas ciertas condiciones básicas para la planificación a largo plazo. El país daba así un gran paso adelante hacia el objetivo de ingresar a un sendero de crecimiento sostenido.**

Cerrábamos esta primera sección, resaltando una vez más el rol central del superávit fiscal en la generación del escenario macroeconómico virtuoso. De hecho, nos animábamos a afirmar que la revolución que suponía imaginar la vigencia del superávit fiscal hasta el 2010 tras décadas de déficit crónicos era por sí sola una razón valedera para ser optimista de cara a la evolución de la economía argentina en este período.



- Las razones para el escepticismo

El entusiasta reconocimiento de la importancia crucial que adquiría la consistencia macroeconómica no nos impedía admitir la existencia de varios otros obstáculos que conspiraban contra la extensión a largo plazo del proceso de crecimiento. En ese sentido, ya advertíamos por lo que lucía como una pobre performance de la Inversión, la variable clave para expandir la capacidad productiva nacional. Al último dato disponible al momento de la redacción del informe (1T05), el ratio Inversión/PBI era de apenas 17,7%, un guarismo claramente insuficiente para dotar de sustentabilidad al proceso de crecimiento.

Una de las hipótesis que barajábamos para explicar el pobre desempeño de la Inversión era que el empresariado local no terminaba de asimilar el enorme valor que adquiría para la economía el hecho de contar con una macro sana. Por entonces, el consenso de los analistas económicos locales solía soslayar esta contingencia -a nuestro entender- fundamental. En consecuencia, era probable que este desconocimiento incidiera en el ánimo poco expansivo de los decisores de inversiones.

Pero más allá de esta hipótesis muy difícil de comprobar, identificábamos una serie de factores que, en mayor o menor medida, operaban con seguridad como disuasivos de la vocación inversora. Concretamente, apuntábamos a:

- ✓ Un liderazgo político, el kirchnerista, que despertaba desconfianza en buena parte de la comunidad de negocios.
- ✓ La incertidumbre respecto al abastecimiento energético.
- ✓ La sensación imperante de inseguridad jurídica, en un país demasiado acostumbrado a incurrir en rupturas masivas de contratos.
- ✓ La degradación del stock de capital humano, producto del deterioro de las condiciones sociales y de la calidad del sistema educativo.
- ✓ La aparentemente escasa vocación emprendedora del empresariado argentino.

- El balance y las proyecciones

Al cabo de una extensa exposición pretendidamente objetiva de todos los factores que, imaginábamos, operarían en los años subsiguientes en la economía local, intentábamos ofrecer a manera de síntesis una suerte de balance de estas fuerzas. Esta tarea entrañaba –a nuestro entender– una mayor dosis de subjetividad que la precedente. En última instancia, lo que estaba en juego era la ponderación de la incidencia que estos factores –los expansivos, por un lado, y los contractivos, por otro– tendrían en el devenir económico futuro.

Precisamente, como resultado de nuestra personal ponderación de las fortalezas y debilidades que presentaba la economía local, terminábamos sosteniendo una visión cautamente optimista del largo plazo. No negábamos entidad a los problemas que prometían entorpecer la marcha ascendente de la economía argentina. Pero preferíamos recostarnos en la novedad revolucionaria que suponía una macro sana; confiábamos en el shock favorable que suponía un panorama macroeconómico que, por primera vez en muchas décadas, despejaba el horizonte de crisis financieras. Precisamente, la confianza en la trascendencia extraordinaria de esta novedad era la que nos empujaba a la osadía de emprender un trabajo de proyecciones de largo plazo para la economía local.

### Nuestra visión de largo plazo, un año después

Debemos admitir que los casi catorce meses que nos separan de la confección de “Argentina 2010...”, han sido un período muy intenso y en el que tuvieron lugar un buen número de alternativas con gran ingerencia en la suerte de largo plazo de la economía. Esto ha hecho que nuestra visión prospectiva presente ahora nuevos matices respecto a las ideas esbozadas el año pasado.

En una primera instancia, podemos decir que, más allá de los cambios que han tenido lugar, en su esencia, la conclusión central de “Argentina 2010...” sigue vigente: la macro todavía (relativamente) sana invita a confiar en que seguimos estando inmunizados contra la crisis, y por ende sigue siendo la pieza clave de una visión constructiva de cara al futuro. También debemos admitir que la performance económica del último año ha sido mucho mejor que la que habíamos imaginado a priori.

De todos modos, debemos dejar en claro que los cambios con connotaciones negativas en nuestra lectura de la realidad no han sido menores. En muy resumidas cuentas, reconocemos un deterioro sensible en la calidad de la política económica tras la salida de Roberto Lavagna del gabinete, contingencia que –estimamos– debiera tener un impacto significativo sobre el desempeño económico futuro, aun cuando se logren preservar los equilibrios macro.

En resumen, podemos afirmar que, atento a estos cambios, nuestra visión de largo plazo para la economía local presenta ahora nuevos matices y acaso se tiña de un tono menos optimista que el de un año atrás. A continuación, nos internaremos en un repaso de las principales modificaciones en esta visión prospectiva hasta el 2010:

- La evaluación actual de la macroeconomía

Nuestros lectores más atentos habrán percibido que hace ya unos cuantos meses hemos dejado de aludir a la situación local como un escenario de “consistencia macroeconómica”.

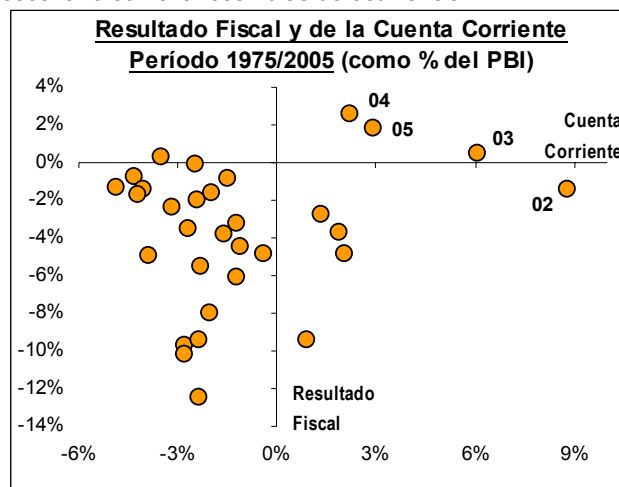
Esto obedece a que, con una inflación tenazmente instalada en dos dígitos desde hace un año, ya podemos afirmar que hemos perdido el activo de la estabilidad de precios, y por ende, uno de los ingredientes clave de este escenario.

El año pasado sosteníamos que sólo si el BCRA incumplía de manera flagrante su misión excluyente –el combate contra la inflación– perderíamos el activo de la estabilidad de precios. Lamentablemente, hoy debemos decir que ese temor se vio confirmado en la realidad. Bajo el comando de Martín Redrado, el Central continuó ejecutando una política monetaria fuertemente expansiva durante todo 2005, aún cuando las presiones inflacionarias ya se habían hecho muy evidentes. Las fuertes inyecciones de liquidez asociadas al sostenimiento del tipo de cambio y el mantenimiento de tasas de interés negativas en términos reales no podían tener otro resultado que el que terminó verificándose: una ágil escalada de los precios minoristas, que hacia fines del año pasado convirtió a la inflación en la principal preocupación del gobierno.

Para controlar esta amenaza, la administración Kirchner optó por dar un giro a la estrategia anti-inflacionaria oficial, que adquirió un cariz netamente heterodoxo. El eje de esta estrategia pasó a ser la política de control de precios capitaneada por el Secretario Guillermo Moreno. El nuevo método oficial está demostrando ser bastante más eficaz que lo imaginado a priori para bajar la tasa de inflación. Sin embargo entraña altos costos colaterales que el gobierno insiste en soslayar y de los cuales nos ocuparemos más adelante.

Más allá de la pérdida de la estabilidad de precios, puede afirmarse que la macro sigue gozando de relativamente buena salud, a partir de la continuidad de la vigencia plena de los denominados *superávit gemelos* (fiscal y externo). En efecto, en 2006 gozaremos por cuarto año consecutivo de superávit fiscal: el excedente primario nacional rondaría un 3,3% del PBI, de los cuales quedarían libres alrededor de 1,3% del producto tras el pago de intereses. También disfrutamos una situación de holgura externa. El superávit de Cuenta Corriente rondaría este año un 2,1% del PBI. En términos llanos, “sobran dólares” y es inimaginable una corrida especulativa contra el peso.

La vigencia simultánea de ambos superávit sigue siendo el dato distintivo más claro de la actual coyuntura respecto a cualquier otro momento en la historia económica nacional de la segunda mitad del siglo XX. En tanto y en cuanto esta situación se preserve, la gestación de una crisis financiera sigue siendo un escenario con chances nulas de ocurrencia.



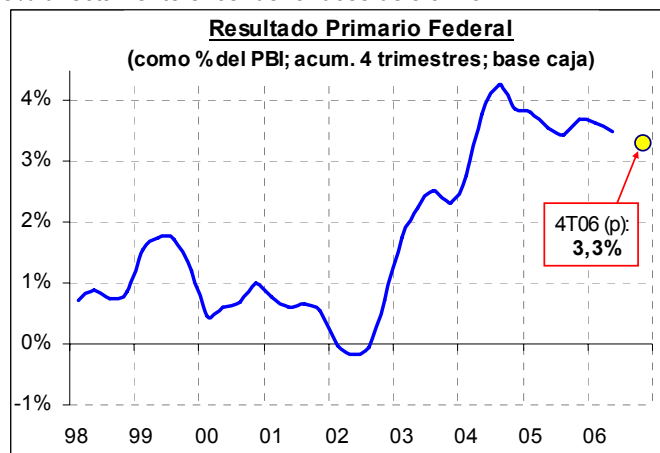
Cabe apuntar sin embargo que no todos los analistas coinciden con nuestra visión constructiva respecto a un futuro libre de crisis. Algunos colegas han hecho alusión al *Rodrigazo* para ilustrar la situación explosiva que -a su juicio- estaría engendrando el control de precios.

Sin negar la existencia de alguna dosis de inflación reprimida, y de ciertos desajustes microeconómicos, creemos que es una verdadera exageración (lindante con la deshonestidad intelectual) comparar la actual situación macroeconómica con aquellos tiempos de desequilibrios brutales y manifiestos. La actual coyuntura no parece ser asimilable a una "olla a presión"; en todo caso, existirán desajustes (probablemente severos) en ciertos mercados -el caso emblemático, el energético- que prometen generar cuellos de botella para el crecimiento futuro y cuya corrección seguramente planteará inconvenientes. Pero de ahí a considerar que estemos en la cercanía de una explosión, existe un trecho enorme...

En suma, más allá de la pérdida del activo de la estabilidad de precios y de los vicios manifiestos de la nueva estrategia anti-inflacionaria elegida por el gobierno, creemos que la actual situación macroeconómica, con los superávits gemelos como activo distintivo, sigue siendo un dato sumamente constructivo de cara al futuro.

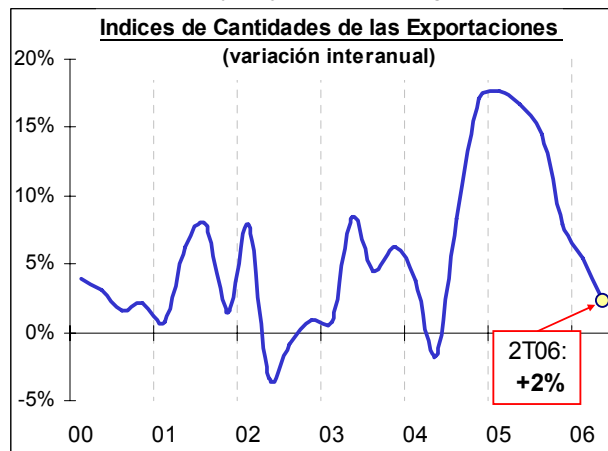
De todos modos, la probable evolución de la macro en los próximos años no está exenta de nubarrones. En particular, comienza a preocupar la marcha de las cuentas públicas ya que aparecen dudas respecto a las chances de preservación del superávit fiscal, pilar fundamental de la bonanza.

Por un lado, sigue siendo evidente que Kirchner considera al superávit fiscal un activo estratégico por el que está dispuesto a batallar para preservarlo. Pero en contrapartida, también es claro que el kirchnerismo no se priva de echar mano a *la caja* para consolidar su posición de poder. Esto ha llevado a aumentos muy significativos del gasto en obras públicas (para lograr la adhesión de gobernadores e intendentes a la causa kirchnerista), subsidios (para evitar el costo político de aumentar precios en rubros clave como energía y transporte público) e inclusive compromisos de aumentos de salarios estatales y jubilaciones. También hay que prestar atención al sensible deterioro de las finanzas públicas provinciales (su superávit primario sería nulo en el año en curso), pues los pedidos de salvataje podrían implicar mayores presiones a futuro en el gasto nacional. El superávit primario nacional al 2T06 representaba 3,5% del PBI y en descenso. El eventual cruce del umbral del 3% directamente encendería luces de alarma.



Por lo expuesto, habrá que seguir muy de cerca la evolución de las cuentas públicas para ver cómo se resuelve este conflicto entre la responsabilidad fiscal que profesa el kirchnerismo y la fuerte tendencia alcista que ha mostrado y promete seguir mostrando el gasto público, sobre todo, ante el inminente ingreso a la campaña electoral. Queda claro que la eventual pérdida del activo del superávit fiscal haría trizas todos los pronósticos optimistas que hemos venido sosteniendo.

En el frente externo, también se han registrado algunas novedades poco auspiciosas. El excedente comercial sigue siendo muy abultado (proyectado: US\$9.500 millones) y, consecuentemente, la cuenta corriente continúa luciendo muy desahogada (superávit proyectado de 2,1% del PBI). Pero el sostén excluyente de la holgura han pasado a ser los términos de intercambio favorables. Con el auspicio de China, los precios de nuestras principales exportaciones continúan en franco ascenso. Por el contrario, el *boom* exportador (en términos de volúmenes despachados) que se insinuara el año pasado parece haberse abortado prematuramente. El Índice de Cantidades Exportadas que el año pasado llegó a mostrar tasas de crecimiento interanual cercanas al 20%, en el 2T06 mostró un aumento de apenas 2%, y en julio volvió a registrar un descenso.



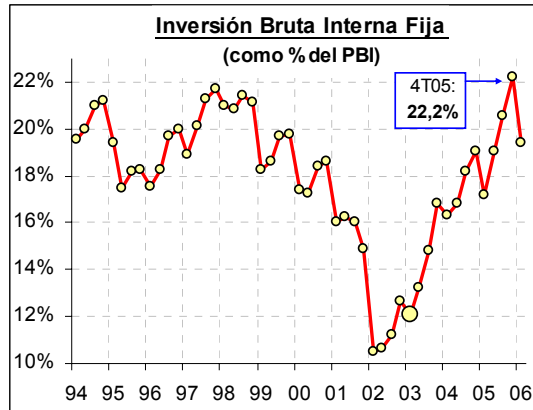
Esta frustrante evolución de las exportaciones no debiera sorprender, en vista del muy escaso empeño puesto por la Administración Kirchner en la promoción de las ventas externas. De hecho, el desdén inicial por esta tarea mutó este año en conspiración lisa y llana. La prohibición a las exportaciones de carne vacuna decidida en marzo del año en curso en el marco de la lucha contra la inflación constituye no sólo un golpe letal contra las perspectivas de expansión del sector, sino también una medida sumamente dañina contra la vocación inversora en cualquier otro sector orientado a la exportación.

En síntesis, hoy -a partir de la pérdida de la estabilidad de precios- hemos dejado de hablar del "escenario de consistencia macro". Aún así, merced a la persistencia de los superávits gemelos seguimos considerando a la macro actual como un dato muy constructivo y el principal factor de optimismo respecto al futuro. No obstante, vemos con preocupación la progresiva erosión de la holgura fiscal y el deterioro en los fundamentos del superávit de las cuentas externas; tendencias que, en caso de mantenerse, seguramente terminarían reintroduciendo la incertidumbre de origen macroeconómico, el karma con el que lidió la economía local durante toda la segunda mitad del siglo XX.

- El lastre de los factores que conspiran contra la extensión de la fase de bonanza

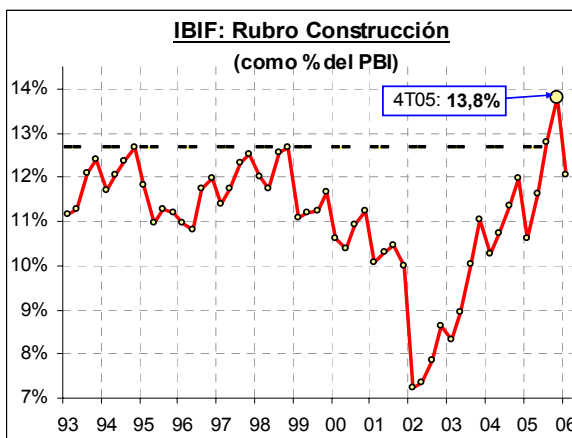
En "Argentina 2010..." ya llamábamos la atención sobre lo que considerábamos una *performance* frustrante de la Inversión, la variable clave para dotar de sustentabilidad al proceso de crecimiento. Esa situación nos llevaba a pensar que, más allá de las señales muy favorables que emitía la inédita bonanza del panorama macro, el impacto de los factores disuasores de la inversión era realmente determinante.

No obstante, se debe reconocer, que en el último año la formación de capital ha mostrado una evolución bastante más favorable. En efecto, el ratio Inversión Bruta/ PBI llegó a alcanzar a fines de 2005 su nivel máximo de los últimos quince años.

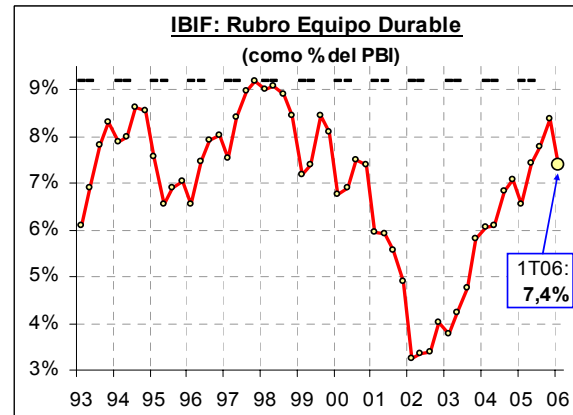


Sin embargo, *el diablo está en los detalles*. Si bien es cierto que la Inversión Bruta alcanzó niveles record, al evaluar la composición de la variable, comprobamos que su evolución sigue sin ser satisfactoria. En otros términos, la dinámica disímil de los dos rubros componentes de la Inversión Bruta -Construcción y Equipo Durable de Producción- da la pauta de que el ritmo de formación de capital reproductivo (el que verdaderamente permite la expansión de la capacidad productiva nacional) continúa siendo insuficiente.

Vemos, por un lado, que el ratio Construcción / PBI, llegó a fines del año pasado a superar holgadamente el techo de la década pasada. Las razones de este *boom* no son ningún misterio: los desarrolladores inmobiliarios disfrutaron una rentabilidad formidable, merced a precios de inmuebles que -medidos en dólares- ya son bien superiores a los de la Convertibilidad, y costos de construcción en alza, pero todavía sustancialmente menores en dólares a los de los '90.



En contrapartida, la Inversión en Equipo de Producción, la más relevante a la hora de evaluar a qué ritmo se incrementa la capacidad productiva nacional, presenta una dinámica bastante menos impresionante. En efecto, el ratio Inversión en Equipo/ PBI aparece casi dos puntos porcentuales por debajo de los niveles máximos alcanzados en la década pasada.



En resumidas cuentas, si bien la Inversión Bruta total marcó un record a fines del año pasado, la inversión reproductiva -la variable que a la larga determinará el ritmo de crecimiento de la economía nacional- continúa decepcionando. Lo llamativo es que su comportamiento resulta frustrante precisamente cuando en el país se están verificando un par de condiciones que -a priori- convertirían a la actual coyuntura en un momento muy propicio para la formación de capital reproductivo:

1. La ya comentada situación inédita de buena salud macro-económica; situación que eliminó la principal fuente de incertidumbre que afectó a la economía local por décadas y que invita a planificar sin el temor a la gestación de una crisis financiera que aborte los proyectos de largo aliento;
2. Tasas de rentabilidad corporativa elevadas: merced a la vigorosa recuperación económica y a un esquema de precios relativos favorable, la gran mayoría de las empresas locales (exceptuando los concesionarios de servicios públicos) han estado disfrutando de ganancias extraordinarias.

Esta paradoja (pobre inversión reproductiva en un contexto de macro sana y elevada rentabilidad) serviría como corroboración de que los factores disuasores de la inversión están operando con mucha fuerza. Es aquí donde, a nuestro entender, entran a tallar los vicios de la política económica kirchnerista.

**La paradoja no puede resolverse si no apelamos a esos conceptos etéreos e imprecisos que se escuchan tanto en estos días: el mal clima de negocios, la sensación imperante de inseguridad jurídica, la desconfianza entre empresariado y gobierno han sido factores que -indudablemente- espantaron un buen número de inversiones.**

El dato a tener en cuenta es que las cifras de inversión presentadas (la última corresponde al 1T06) son el resultado de decisiones empresariales que, se tomaron -como muy tarde- a fines de 2005. El punto es que desde esa fecha estos determinantes de la inversión lejos de repararse, parecen haber sufrido un deterioro mayor. Más concretamente, el giro en la política económica que se verificó tras la salida de Lavagna no ha hecho más que agudizar la sensación de inseguridad jurídica y desconfianza. Por citar un ejemplo concreto, la estrategia anti-inflacionaria capitaneada por Moreno se reveló muy

eficaz para contener las alzas de precios, pero difícilmente pueda ser considerada una vía de reparación del mal clima de negocios. Además, las muy elevadas tasas de rentabilidad que las empresas locales disfrutaron hasta ahora, no podrán sostenerse a futuro, en vista de los fuertes aumentos de costos que vienen soportando (especialmente, laborales y energéticos) y de la esperable desaceleración en el ritmo de aumento de las ventas ante el previsible final de las tasas chinas de crecimiento económico. Por todo ello, es muy improbable que en los próximos trimestres presenciemos un cambio para mejor en lo que -hasta ahora- ha sido el punto más flojo del desempeño económico: la evolución de la inversión reproductiva. Consecuentemente, las dudas que teníamos un año atrás respecto a la sustentabilidad a mediano plazo de las actuales tasas de crecimiento, no han hecho más que agudizarse.

- Las paradojas del “modelo Kirchner”

Desde hace tiempo, la mayoría de los economistas locales sostiene una mirada escéptica de la economía nacional. Algunos analistas son pesimistas prácticamente desde la propia llegada de Kirchner a la presidencia, espantados por la virulencia de su discurso anti-empresa. En nuestro caso, sin embargo, evitamos este pesimismo inicial a partir de la toma de conciencia de que en la Argentina post-Convertibilidad con superávit fiscal, tipo de cambio competitivo y una gran dotación de recursos productivos ociosos, había innumerables oportunidades de negocios cuyo aprovechamiento seguramente propiciaría un fuerte repunte de la economía; inclusive, “a pesar de Kirchner”. No obstante, desde hace algunos meses, también nosotros comenzamos a creer que un enfriamiento era inevitable como lógica consecuencia del progresivo agotamiento de los recursos ociosos y de que el déficit de inversión impedía la expansión de la frontera productiva. El escepticismo general se agudizó con la llegada de Guillermo Moreno al gabinete y su peculiar estrategia anti-inflacionaria. Hoy ya no sólo el discurso oficial despierta desconfianza, sino que el gobierno de hecho interviene fuerte en la actividad empresarial afectando discrecionalmente los resultados en los balances. En otros términos, en el 2006 existen razones mucho más atendibles que en los dos años previos para que se enfríe la vocación inversora.

Sin embargo, contrariando los malos augurios y las críticas al manejo oficial, la economía kirchnerista sigue mostrando un desempeño formidable. A pesar del mal clima de negocios, el nivel de actividad se resiste a abandonar las tasas chinas de crecimiento. Además, contra todos los pronósticos, Moreno logró revertir la tendencia alcista de la inflación sin que se vivieran situaciones de desabastecimiento.

Si nos dejamos llevar por estos resultados, el boletín económico de la gestión Kirchner no admitiría una nota distinta a “Sobresaliente”. En este contexto, el escepticismo dominante entre los economistas (inclusive, claro está, el nuestro) frente al “modelo económico K” parecería perder sustento y caer en la inconsistencia. ¿Será entonces que el grueso de las críticas de los analistas tiene que ver con diferencias ideológicas con el gobierno, pero carece de rigor técnico?

Cada quien debe hacerse cargo de sus propias explicaciones. Algunos de nuestros colegas, en un alarde de simplificación (y acaso de mala fe) no reconocen ningún mérito del gobierno y prefieren atribuir la notable bonanza que estamos disfrutando pura y exclusivamente al providencial *boom* de la soja.

Por nuestra parte, intentaremos dar una explicación más convincente y mejor fundada a la paradoja que plantea el contraste entre las críticas al “modelo K” y su desempeño notable.

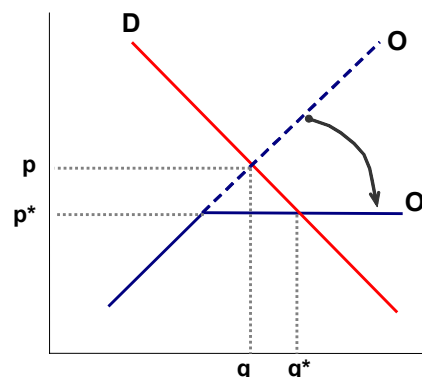
Comencemos diciendo que la pobre evolución de la inversión reproductiva no es un prejuicio ideológico ni nada que se le parezca, sino un dato objetivo y corroborable de la realidad. En efecto, en el apartado anterior, pusimos cifras a ese déficit. Entendemos además que en el futuro cercano –por culpa del deterioro reciente del clima de negocios- la performance de la inversión seguirá defraudando. Nuestra hipótesis –creemos que bastante razonable- es que necesariamente, en algún momento, este insuficiente ritmo de formación de capital reproductivo planteará límites al crecimiento económico.

Ahora bien, que estos límites todavía no se hayan hecho presentes y que la economía siga creciendo hoy como en los últimos tres años y medio a tasas asiáticas, no deja de ser un dato a priori sorprendente. ¿Cómo explicar este exitoso desafío de la economía kirchnerista a la teoría de los ciclos económicos, particularmente llamativo en los últimos meses, cuando la desaceleración ya parecía inevitable?

Aquí entra a tallar uno de los secretos del notable desempeño económico. La clave estriba en que, a partir de la salida de Lavagna, el gobierno ha decidido utilizar el enorme poder político que supo acumular para incrementar su capacidad de influencia en la evolución de la economía. Esta mayor ingerencia se logra básicamente por medio de presiones y amenazas sobre el empresariado. La notable efectividad que está mostrando el control de precios como estrategia anti-inflacionaria obedece en gran medida al reconocimiento empresarial de que las amenazas oficiales son creíbles y de que el gobierno tiene el poder y eventualmente la vocación para aplicar represalias a quienes no se atengan a las pautas oficiales.

Más sorprendente todavía es que los controles de precios no hayan derivado en situaciones de desabastecimiento. Nuevamente, el apalancamiento de la economía en el enorme poder político presidencial es la clave para resolver este dilema. La Microeconomía explica que ante la fijación en un mercado de un precio máximo inferior al de equilibrio (en eso consiste, en última instancia, el control), la demanda excederá a la oferta. Pero en la Argentina de hoy, bajo la recia vigilancia de Moreno, ninguna empresa quiere exponerse a represalias por dejar vacías las góndolas de los supermercados. La entidad de esta amenaza altera la curva de oferta del mercado en cuestión. En términos técnicos, la oferta pasa a ser perfectamente elástica (horizontal) al precio máximo estipulado.

**Representación esquemática del “efecto Moreno”  
en un mercado sometido a control de precios.**



El temor a Moreno altera la curva de oferta: de la original O a la nueva O', perfectamente elástica en el precio máximo,  $p^*$ .

Del control de precios resulta entonces una cantidad  $q^*$  mayor y un precio  $p^*$  menor a los de equilibrio sin control.

En consecuencia, los tenaces controles de precios que pergeñó Moreno no sólo lograron controlar la inflación, sino que además se convirtieron en una fuerza dinamizadora que indujo una expansión ulterior del producto (la producción resultante con el control de precios es mayor que la de equilibrio sin control).

Con una performance económica tan destacable, ¿por qué entonces el gobierno debiera prestar atención a los reparos de la ortodoxia? ¿Dónde está el flanco débil o cuestionable de este esquema?

A nuestro entender, el problema que presenta esta estrategia es que ofrece jugosos réditos en el corto plazo, pero tenemos muchas dudas de que constituya un esquema sostenible en el mediano y largo plazos.

**El motivo del escepticismo es, básicamente, que el enorme poder político y las amenazas de represalias a empresarios no pueden ser sustitutos de la inversión por tiempo indefinido. Entendemos que, en algún momento, la debilidad de la inversión reproductiva comenzará a repercutir en la marcha de la economía; tarde o temprano, por más que el gobierno amenace y presione y por más que el temor empresarial se agudice, la frontera de posibilidades de producción se hará evidente.**

- A propósito de la política, un vistazo a las elecciones de 2007...

No podemos culminar este reporte sin antes referirnos a un hito político de enorme importancia que se interpone en el camino al 2010: las elecciones presidenciales de 2007.

Ya en el informe del año pasado, habíamos intentado escrutar las perspectivas que se abrían para esos comicios. Especulábamos que, atento a la enorme popularidad que Kirchner había sabido acumular, cabía presagiar su muy probable reelección. Sin embargo, una serie de factores nos invitaban a no dar por asegurado ese resultado; a saber:

- ✓ La propia negativa de Kirchner a postularse, insinuada por él mismo en varias oportunidades;
- ✓ La posibilidad de una erosión en su popularidad por el esperable deterioro de la performance económica en la segunda mitad de su mandato (ni recesión, ni crisis; pero sí fin de las tasas chinas de crecimiento).
- ✓ El daño a su capital político que le pudieran infringir los muchos enemigos que Kirchner se ganó con su estrategia de construcción de poder basada en la confrontación.

Un año más tarde, las dudas respecto a la candidatura de Kirchner siguen firmes. En repetidas oportunidades, ha asegurado dentro y fuera del país, que no se presentaría en 2007. Por alguna razón, el Presidente parecería -en cambio- tentado a promover la candidatura de su esposa. Sin embargo, Cristina aparece en las encuestas con niveles de adhesión elevados, pero bastante inferiores a los de su marido. Por ende -hoy por hoy- no garantiza el triunfo del kirchnerismo en las próximas presidenciales. En consecuencia, la idea de la candidatura de Cristina ha ido quedando relegada, cuando no archivada.

En contrapartida, Kirchner luce en la actualidad prácticamente invulnerable. Tras una performance económica notable en la primera parte de su mandato (tasas de crecimiento chinas, fenomenal ritmo de creación de empleo y baja inflación), nuestra presunción era que el Presidente tendría que coexistir en el año y medio previo a las elecciones de 2007 con un desempe-

ño de la economía que sin ser directamente malo, sí resultaría bastante menos potente en términos políticos. Sin embargo, sorprendentemente, la economía continuó siendo en lo que va del año en curso una fuente inagotable de capital político. No sólo el nivel de actividad se resiste a moderar su ritmo de avance, sino que además el gobierno ha logrado sofocar el brote inflacionario merced a *los rebencazos de Moreno*. Por si esto fuera poco, el Presidente supo articular una red de poder territorial muy amplia y con muy pocos puntos frágiles. Utilizando al Ministro De Vido como ariete, el gobierno ha negociado directamente con gobernadores e intendentes del interior del país en base a la fórmula "obra pública por votos". Con este esquema, acaso reprochable desde un punto de vista ético pero sumamente efectivo a la hora de capturar adhesiones, el kirchnerismo se garantizó el respaldo de quienes ostentan el poder en la enorme mayoría de las jurisdicciones del país.

Por otra parte, la posibilidad de que Kirchner sufra la erosión de su capital político a partir del accionar de viejos adversarios ganados por el resentimiento hoy tampoco parece tener entidad. Aquellos que el Presidente defenestrara en su esfuerzo por construir poder (Duhalde, Corte menemista, acreedores) hoy están condenados al ostracismo y carecen de capacidad de pergeñar represalias. En rigor, con la posición de fortaleza que hoy ostenta el Presidente prácticamente nadie se anima a contrariarlo. Los únicos desafíos a su liderazgo se han verificado por vías indirectas y no a través de los referentes de la oposición, sino de líderes sociales de la periferia del sistema político como Blumberg o los activistas de Gualeguaychú.

Además, está claro que la ostensible degradación de la institucionalidad, la falta de transparencia en el manejo de los fondos públicos, y ni siquiera los vicios de política económica que comprometen las posibilidades de crecimiento futuro son -hoy por hoy- factores que quiten el sueño al electorado. Mientras la economía se siga comportando como la fenomenal generadora de bonanza que ha sido en los últimos tres años y medio, la sociedad seguirá *firmándole cheques en blanco* al Presidente. Y la verdad es que, a esta altura de los acontecimientos, cuesta imaginar para los próximos trimestres un enfriamiento de la economía de magnitud tal que erosione significativamente el capital político del gobierno. La única potencial amenaza que se nos ocurre puede alterar de manera abrupta el tablero político sería una hipotética crisis energética en el invierno de 2007. Si la Capital quedara a oscuras por varios días en algún momento del año entrante, Kirchner no dejaría de pagar un costo político significativo, aún cuando hiciera sus mejores esfuerzos por cargar la crisis sobre los hombros de las empresas eléctricas.

Más allá de la hipótesis recién comentada, la preeminencia de Kirchner en el tablero político nacional de cara al 2007 parece absoluta. En ese contexto, a todos nos cuesta creer que alguien que parece dedicar cada minuto de su vida a construir poder pueda desechar la posibilidad de permanecer otros cuatro años en la Rosada; posibilidad que, en un sentido estricto, dependería únicamente de su voluntad.

Por otro lado, en "Argentina 2010..." evaluábamos una eventual candidatura de Lavagna como la única alternativa posible de la oposición para enfrentar a Kirchner. Aquella hipótesis postulación, que por entonces era poco menos que una entelequia sin ningún asidero (de hecho, Lavagna seguía siendo ministro), hoy ya es casi un hecho. Su aparición en el tablero político generó una pequeña revolución. Huérfanos de referen-

tes de peso, la UCR y el PJ no kirchnerista se abrazaron a su figura de prestigio como tabla de salvación. Sin embargo, hoy tendemos a creer que el potencial de su candidatura es menor al que imaginamos alguna vez. Parece que le costará mucho estructurar un armado territorial con chances de hacerle frente a la muy aceitada maquinaria electoral que supo conformar el kirchnerismo. Además, si la economía continúa empujando algunos meses más con la fuerza que lo ha hecho hasta ahora, la popularidad de Kirchner se sostendrá inalterada y la brecha se hará irremontable. Aún así, Lavagna nos sigue pareciendo el único capaz de hacerle frente con alguna chance al oficialismo. De todos modos, está claro que, en el balance, las chances siguen siendo abrumadoramente mayoritarias a favor de la permanencia del kirchnerismo en el poder.

**Claro que esta cuasi-certeza, adquiere un significado distinto al que mostrara en "Argentina 2010...". La perspectiva de la prolongación de un liderazgo kirchnerista, tras el giro aplicado el año pasado en la política económica (que, a nuestro entender, supuso un deterioro en su calidad), constituye un dato central en el análisis de las perspectivas de largo plazo de la economía local. La expectativa de la vigencia de un liderazgo kirchnerista por lo menos hasta el 2011 se convierte, de hecho, en un dato que contribuye a morigerar el optimismo que habíamos postulado en el informe del año pasado.**

### Proyecciones

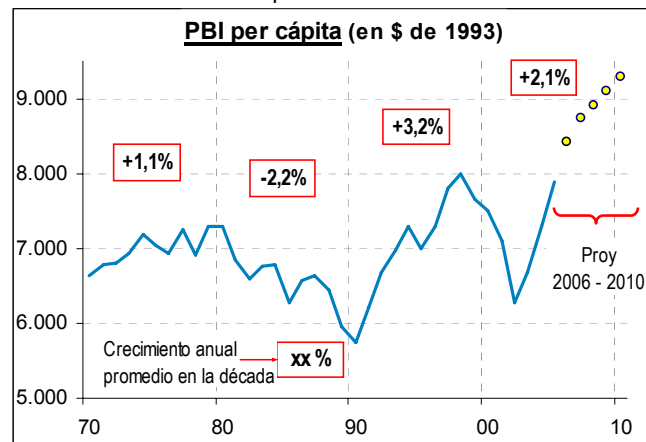
En "Argentina 2010..." habíamos advertido que ese informe no estaba particularmente preocupado por ofrecer pronósticos de largo plazo con pretensiones de precisión para los principales indicadores económicos. Por el contrario, nuestro principal aporte pretendía ser una suerte de hoja de ruta para el seguimiento de las variables clave que permitiera prever los cambios de tendencia en la evolución futura de la economía local.

No obstante, y teniendo en cuenta esta salvedad, debemos admitir que nuestras proyecciones de crecimiento económico quedaron a una distancia muy considerable de la realidad. Aún siendo militantes activos y entusiastas del optimismo, los escenarios que habíamos planteado el año pasado resultaron mucho peores que los desempeños económicos reales de 2005 y del 2006. Nuestras proyecciones de crecimiento del PBI se quedaron cortas en nada menos que 2,5 puntos porcentuales tanto en relación al dato ya confirmado de 2005 (+9,2%) como con respecto al resultado que hoy parece más probable para el año en curso (+7,6%). Inclusive, para el 2007 también tenemos que revisar al alza el pronóstico (de 4,0% a 5,0%).

De todos modos, al extender la mirada al largo plazo, debemos plasmar el poco entusiasmo que nos despierta el giro reciente de la política económica kirchnerista y la perspectiva de que esta gestión se prolongue hasta el 2011. Atentos a ello, redujimos marginalmente la tasa tendencial de crecimiento económico esperada para los últimos años de la década; concretamente, el ritmo de expansión anual proyectado entre 2008 y 2010 pasaría de 3,5% a 3,0% anual.

Como resultado de todas estas revisiones, debemos decir que -vista en perspectiva- la performance de esta década terminaría siendo más que aceptable. Aún a pesar del lastre de dos años netamente desfavorables como 2001 y 2002, la muy vigorosa recuperación posterior, permitiría al PBI per cápita mostrar un avance promedio anual de 2,1% en la década. Ese

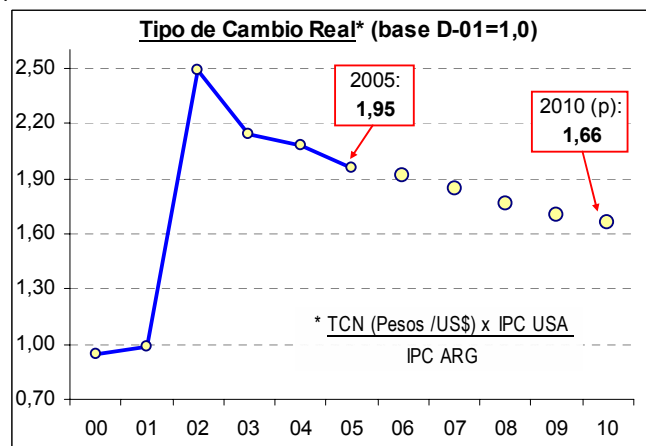
guarismo quedaría bien por encima de las variaciones anuales promedio de los '70 (+1,1%) y los funestos '80 (-2,2%), y algo por debajo del +3,2% anual promedio de los '90. Sin embargo, en este último caso, ese desempeño económico tenía inoculado el germen de su propia destrucción (los brutales desequilibrios macro vigentes durante la Convertibilidad) por lo que los méritos de ese resultado quedan diluidos.



En lo que concierne a las perspectivas para tipo de cambio e inflación, también debemos hacer algunas revisiones. Ahora creemos que la cotización del dólar aumentará progresivamente (proyección de \$3,12 para fin de este año y \$3,20 para diciembre de 2007), cuando en "Argentina 2010..." presagiábamos un tipo de cambio nominal prácticamente estable a largo plazo en las cercanías de los \$3,00 (y un BCRA mucho más comprometido con la defensa de la estabilidad de precios).

Sin embargo, los esfuerzos de las autoridades por mantener un dólar competitivo tienen como lógico correlato la exacerbación de las presiones inflacionarias. Por ello, ahora prevemos, una inflación en valores más elevados, con aumentos cercanos al 10% tanto en el año en curso como en el entrante.

En cualquier caso, la evolución del Tipo de Cambio Real (i.e.; el poder de compra real del dólar en el país) no difiere demasiado de la proyectada el año pasado. Seguimos creyendo que nuestra moneda está claramente subvaluada y que, con el paso del tiempo, se irá apreciando en términos reales (i.e, el tipo de cambio real irá cayendo). Para el 2010, prevemos un TCR de 1,66 (base Dic-01 = 1,0); vale decir, un nivel 14% más bajo que en la actualidad, pero todavía 66% más competitivo que en los finales de la Convertibilidad.





## Epílogo

Tras este extenso recorrido por las perspectivas de largo plazo para la economía local, dedicaremos las líneas finales al refuerzo de algunos conceptos fundamentales.

Una vez más, creemos oportuno destacar la importancia crucial que adquiere la especificidad inédita que presenta la actual coyuntura: la buena salud de *la macro*, merced a la vigencia de los superávit gemelos (fiscal y externo) y a una inflación moderada bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Esta situación pone un piso relativamente elevado al desempeño de la economía en los próximos años. Lo peor que nos puede pasar mientras se preserven estos equilibrios macroeconómicos básicos es la mediocridad de un bajo ritmo de crecimiento. La macro sana nos mantendría a salvo de las demoleadoras crisis financieras que solíamos padecer en las tres décadas previas. Este logro, por sí solo, constituye un avance realmente significativo. Podemos discutir luego si la buena salud macro (especialmente la holgura fiscal) se sostendría si nos tocan varios años de bajo crecimiento. Pero, en todo caso, esa es una discusión contingente que hoy no puede estar en el foco de los debates.

Por el contrario, el eje del debate debe ser si estamos en condiciones de aprovechar esta oportunidad histórica para el despegue definitivo de la economía local. La pregunta, en otros términos, es si estamos en el buen camino para prolongar por varios años más la formidable performance económica que hemos disfrutado en los últimos tres años y medio.

Es en este punto donde nuestro optimismo se ha visto moderado sensiblemente. Tenemos la sensación de que esta oportunidad preciosa que se nos abre para consolidar el "milagro argentino" y sostener en los próximos años una tasa de crecimiento de -digamos- el 6% anual está en vías de ser dilapidada. Como explicamos anteriormente, la variable clave para definir el ritmo de crecimiento futuro es la tasa de inversión reproductiva; variable que hasta ahora, ha sido el punto más débil o cuestionable de la evolución reciente de la economía. Lo llamativo del bajo ritmo de formación de capital en los últimos tiempos fue que esta situación se verificó a pesar de la existencia de condiciones muy propicias para el desarrollo de la variable; concretamente, la comentada buena salud de la macro -que disipó la principal fuente de incertidumbre de las últimas décadas- y las muy elevadas tasas de rentabilidad corporativa. Esta paradoja daría la pauta de que el mal clima de negocios que supo generar la administración Kirchner operó como un factor *espanta-inversiones* de mucho peso. La preocupación se acentúa porque algunos de los determinantes de la inversión reproductiva aparecen en franco proceso de deterioro: las tasas de rentabilidad estarían condenadas a caer y el clima de negocios ha sufrido un deterioro ostensible ulterior tras el giro de política económica protagonizado luego de la salida de Lavagna del gabinete.

Cabe acotar de todos modos, que el gobierno no deja de ser consciente de la necesidad de dinamizar la inversión para prolongar la bonanza. De hecho, el tema ya ha ganado un lugar de privilegio en la agenda de sus funcionarios más empujados. Lo curioso es que -nuevamente- en este punto, el gobierno se aparta de las recetas habitualmente recomendadas. El "manual" para la seducción de inversores (sean locales o foráneos) contempla la promoción de ciertas garantías de previsibilidad y certidumbre a partir de la fijación de reglas de juego cla-

ras, estables y transparentes y de la reducción del margen para la discrecionalidad estatal.

El gobierno, por el contrario, confía en un enfoque con un fuerte sesgo intervencionista y en el que se privilegia la discreción antes que las reglas. La aspiración oficial parece ser la de recrear una nueva burguesía nacional, capaz de desarrollar negocios en el país bajo las pautas y condiciones (no necesariamente lógicas o racionales) que estipule el gobierno. En ese contexto parece dispuesto a negociar concesiones *ad hoc* a quienes demuestren interés por hundir capital en el país. Pero para ello, deben tolerar ingerencias y arbitrariedades gubernamentales y, llegado el caso, la participación del Estado como socio.

Por otra parte, como vía alternativa para dinamizar la inversión, el gobierno también parece evaluar la eventual utilización de los métodos que tan buenos réditos le han dado recientemente con la inflación y la oferta: la presión, la amenaza, y la coacción sobre los empresarios. En efecto, en un discurso reciente en un foro empresarial, el Ministro De Vido prácticamente conminó a los hombres de negocios a que aceleren el ritmo de sus inversiones.

La pregunta que cabe hacerse es: ¿logrará esta peculiar estrategia oficial arrancar a la tasa de inversión de su letargo? Atentos a los sorprendentes éxitos económicos que ha venido logrando, daremos al gobierno y sus métodos heterodoxos el beneficio de la duda. Pero tenemos la firme sospecha de que el camino elegido no es el apropiado para lograr el objetivo...

Habrà seguramente, empresarios cercanos al poder que tengan (o crean tener) garantías de rentabilidad y que estén dispuestos a arriesgar capital en este contexto. Pero una gran mayoría de los potenciales inversores, que reclaman reglas de juego estables y menor discrecionalidad estatal, difícilmente se vean atraídos por el esquema. Y si lo hacen, será en proyectos de altísima rentabilidad y muy rápido recupero, como la gran mayoría de los ejecutados hasta el momento. El "capitalismo de amigos" puede funcionar en Rusia o Corea. Sin embargo, dudamos que aquí sea capaz de movilizar la masa crítica de capitales necesaria para sostener un ágil ritmo de crecimiento.

Por otra parte, el temor (terror en algunos casos) entre los empresarios ha demostrado ser una vía llamativamente eficaz para disuadir remarcaciones de precios y aún para inducir en el corto plazo aumentos en la oferta. Pero estamos convencidos de que no resultará una estrategia efectiva para inducir a las empresas locales a hundir capital a largo plazo.

En definitiva, nuestra presunción, es que -más allá de su novedosa preocupación por el tema- la Administración Kirchner seguirá teniendo problemas para dinamizar la inversión reproductiva. De allí, nuestro mayor escepticismo cuando dirigimos la mirada hacia el mediano y largo plazos. Muy probablemente el "milagro argentino" se vaya desinflando y el Bicentenario nos encuentre con una economía avanzando a un ritmo no sólo bastante menos impetuoso que el que disfrutamos en los últimos años (algo totalmente lógico), sino también muy por debajo de su potencial si la política económica recuperara racionalidad.

**Proyecciones Macroeconómicas: Argentina**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (p)	2007 (p)
<b>Cuentas Nacionales</b>							
<i>En pesos, a precios constantes de 1993</i>							
<b>PBI real</b> (variación interanual)	-4,4%	-10,9%	8,8%	9,0%	9,2%	7,6%	5,0%
<b>Importaciones</b> (variación interanual)	-13,9%	-50,1%	37,6%	40,1%	20,3%	17,0%	10,0%
<b>Exportaciones</b> (variación interanual)	2,7%	3,1%	6,0%	8,1%	13,8%	3,5%	3,0%
<b>Inversión Bruta</b> (variación interanual)	-15,7%	-36,4%	38,2%	34,4%	22,7%	14,3%	6,0%
<b>Consumo Público</b> (variación interanual)	-2,1%	-5,1%	1,5%	2,7%	6,2%	5,5%	6,0%
<b>Consumo Privado</b> (variación interanual)	-5,7%	-14,4%	8,2%	9,5%	8,9%	7,3%	5,5%
<i>En pesos, a precios corrientes</i>							
<b>PBI nominal</b> (en \$ miles de millones)	268,7	312,6	375,9	447,6	532,3	640,7	740,3
<b>PBI nominal</b> (variación interanual)	-5,5%	16,3%	20,3%	19,1%	18,9%	20,5%	15,5%
<i>En dólares corrientes</i>							
<b>PBI nominal</b> (en US\$ miles de millones)	268,7	98,8	126,4	151,6	181,5	207,1	235,2
<b>PBI per cápita</b> (en US\$)	7.232	2.634	3.338	3.967	4.704	5.314	5.976
<b>Empleo</b>							
<b>Tasa de Desempleo</b> (en % de la PEA; 4T)	0,0%	20,8%	14,5%	12,1%	10,1%	9,1%	8,8%
<b>Creación de puestos de trabajo</b> (anual; en miles)	-456	414	1079	514	462	353	261
<b>Sector Externo</b>							
<b>Exportaciones</b> (en US\$ miles de millones)	26,5	25,7	29,9	34,6	40,0	43,6	45,4
<b>Importaciones</b> (en US\$ miles de millones)	20,3	9,0	13,9	22,4	28,7	34,1	37,6
<b>Balanza Comercial</b> (en US\$ miles de millones)	6,2	16,7	16,1	12,1	11,3	9,5	7,8
<b>Cuenta Corriente</b> (base Caja; en US\$ miles de millones)	-4,5	12,7	7,9	8,5	6,9	4,3	3,3
<b>Cuenta Corriente</b> (base Caja; como % del PBI)	-1,7%	12,9%	6,3%	5,6%	3,8%	2,1%	1,4%
<b>Sector Público</b>							
<b>Ingresos Tributarios</b> (en \$ miles de millones)	46,8	49,7	72,4	98,2	120,6	147,4	170,3
<b>Gasto Primario</b> (en \$ miles de millones)	49,0	52,8	68,5	87,7	106,8	131,8	154,2
<b>Resultado Primario Federal</b> (en \$ miles de millones)	1,3	2,2	8,7	17,3	19,6	21,4	22,4
<b>Resultado Global Federal</b> (en \$ miles de millones)	-8,7	-4,5	1,8	11,7	9,4	9,6	10,4
<b>Resultado Primario Federal</b> (como % del PBI)	0,5%	0,7%	2,3%	3,9%	3,7%	3,3%	3,0%
<b>Deuda Pública Federal*</b> (en US\$ miles de millones)	144,5	153,0	178,8	191,2	128,6	129,1	130,6
<b>Deuda Pública Federal*</b> (como % del PBI)	54%	155%	141%	126%	71%	62%	56%
<b>Tipo de Cambio</b>							
<b>Pesos por Dólar</b> (diciembre)	1,00	3,52	2,97	2,98	3,02	3,12	3,20
<b>Pesos por Dólar</b> (promedio anual)	1,00	3,16	2,97	2,95	2,93	3,09	3,15
<b>Tipo de Cambio Real</b> (promedio anual; Dic-01=1,0)	0,99	2,49	2,14	2,08	1,95	1,91	1,84
<b>Precios</b>							
<b>Inflación minorista</b> (variación Dic. Vs. Dic.)	-1,5%	41,0%	3,7%	6,1%	12,3%	9,6%	10,5%
<b>Inflación minorista</b> (variación interanual promedio)	-1,1%	25,9%	13,4%	4,4%	9,6%	10,9%	10,1%
<b>Inflación mayorista</b> (variación Dic. Vs. Dic.)	-5,4%	118,2%	1,8%	7,9%	10,7%	10,8%	11,4%
<b>Indicadores Financieros</b>							
<b>Depósitos Totales</b> (en \$ miles de millones; diciembre)	67,4	70,6	89,7	115,0	133,7	162,0	188,0
<b>Reservas del BCRA</b> (en US\$ miles de millones; diciembre)	-	10,5	14,1	19,6	28,1	30,5	34,0
<b>Tasa de Interés BADLAR</b> (b. privados; en %; diciembre)	-	24,9%	2,7%	4,0%	7,4%	10,0%	11,0%
<b>Tasa de Pases Pasivos BCRA</b> (7 días)	-	-	-	5,9%	5,0%	6,0%	7,0%

Deuda Pública Bruta, excluye títulos no ingresados al canje (US\$ 23,4 MM)

**Proyecciones Largo Plazo: Argentina**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>PBI Real</b> (variación interanual)	-4,4%	-11%	8,8%	9,0%	9,2%	7,6%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>PBI nominal</b> (en \$ miles de millones)	269	313	376	448	532	641	740	816	891	963
<b>PBI nominal</b> (en US\$ miles de millones)	269	99	126	152	181	207	235	259	283	306
<b>PBI per cápita</b> (en US\$)	7.493	2.726	3.451	3.967	4.701	5.314	5.976	6.522	7.051	7.554
<b>Pesos por Dólar</b> (promedio anual)	1,00	3,16	2,97	2,95	2,93	3,09	3,15	3,15	3,15	3,15
<b>Inflación minorista</b> (variación Dic. vs. Dic.)	-1,5%	41%	3,7%	6,1%	12,3%	9,6%	10,5%	7,0%	6,0%	5,0%
<b>Tipo de Cambio Real</b> (prom. anual; Dic-01=1,0)	0,99	2,49	2,14	2,08	1,95	1,91	1,84	1,76	1,71	1,66