

## Proyecciones Macroeconómicas – UAF – Marzo 2012

**Mundo:** En los últimos meses **mejoró el panorama económico mundial y todo parece indicar que lo peor (recesión global y default de deuda pública de varios países de Europa) finalmente no va a ocurrir.** Se espera que el PBI global se expanda 3.4% en 2012, moderando el ritmo de crecimiento de los últimos dos años en los que creció a un promedio de 4.1% a/a. **EE.UU.** aceleró el ritmo de crecimiento en el segundo semestre de 2011 y los primeros datos de este año muestran que la economía crece a ritmo moderado con mejora sustantiva en el mercado laboral en un contexto en el que la inflación permanece en niveles “aceptables” para la FED. En la **Eurozona**, la fuerte inyección de liquidez que realizó el Banco Central Europeo y el exitoso canje de la deuda de Grecia, redujo las chances de una crisis sistémica. A pesar de esta mejora, la región atravesaría este año una leve recesión producto del menor nivel de actividad en los denominados PIIGS<sup>1</sup>, destacándose la caída del PBI de Italia y España. Por el lado de **China**, finalizó el año creciendo por encima de lo esperado, siendo lo más destacado que el motor del crecimiento fue la demanda doméstica en lugar de las exportaciones. Si bien el gobierno recortó las previsiones de crecimiento para este año a sólo 7.5% (sería el crecimiento más bajo desde 1990), el consenso estima que el PBI se expandirá 8.5% a/a, levemente por debajo del alza del año pasado. En cuanto a **Brasil**, si bien en 2011 el PBI tuvo una importante desaceleración, incluso con una leve caída en el 3° trimestre, los últimos indicadores parecen mostrar que se habría alcanzado un piso y comienza a repuntar levemente.

**Commodities:** con la mejora en el panorama económico, la recuperación de los mercados y algunos factores exógenos, como los conflictos políticos con Irán y los efectos sobre la producción agrícola que produjo el fenómeno de la niña, **los commodities han mostrado una tendencia alcista**, subiendo desde diciembre 7% en promedio. El índice de precios de materias primas de Argentina (IPMP<sup>2</sup>) subió 8% en los primeros dos meses del año aunque aún permanece 8% por debajo del nivel que registraba hace un año.

**Monedas:** el buen contexto macroeconómico de EE.UU. redujo las expectativas de que la FED volvería a aplicar un programa de estímulo monetario. Al mismo tiempo, varios bancos centrales han relajado su política monetaria, especialmente el de Brasil que redujo recientemente la tasa de referencia en 75 pbs. a 9.75%. Todo este entorno derivó en un fortalecimiento de la cotización del dólar a nivel global que parece iniciar un ciclo alcista de mediano plazo. Con esta dinámica, el **Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) de Argentina continúa** cayendo ubicándose en 1.54<sup>3</sup>, 2.3% más bajo que a fin de 2011 y 12.3% más bajo que un año atrás, acumulando desde 2007 un 27% de apreciación.

**Dinámica Reciente de la Economía Argentina:** a pesar del mejor entorno global y climático, **las perspectivas para la economía Argentina se han deteriorado.** Si bien el gobierno logró estabilizar el mercado de cambios y con ello bajar las tasas de interés, los principales indicadores muestran que la economía redujo su ritmo de crecimiento a partir del segundo semestre de 2011. De acuerdo con el INDEC, el nivel de actividad finalizó el año con un alza del 5.5% a/a, tras crecer en el primer semestre al 9.5% a/a. En los primeros dos meses del año estimamos que la actividad estaría creciendo al 3.0% a/a. Si bien las lluvias registradas en febrero y el repunte de los precios agrícolas redujeron las pérdidas por la sequía, el valor de la cosecha de este año sería inferior al del año pasado, reduciendo el saldo exportable y los ingresos por retenciones (recordemos que la cosecha de soja del año pasado se vendió a un precio promedio de US\$556 la tonelada y hoy cotiza a US\$512, en tanto que la producción de la campaña pasada fue de 48.5 MTn y la de este año, con toda la

<sup>1</sup> PIIGS: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

<sup>2</sup> Es un índice de precios, elaborado por el BCRA, ponderado por la participación de los commodities en las exportaciones Argentinas. Estos productos representan alrededor del 40% de las exportaciones totales.

<sup>3</sup> Diciembre 2001=1. Fuente Elaboración propia. Una baja implica apreciación (pérdida de competitividad).

mejora reciente, se estima en 46.0 Mtn). Al mismo tiempo, la inflación minorista no baja, incluso muestra una tendencia alcista sin que aún se hayan ajustado las tarifas de varios servicios públicos.

El mayor control recientemente implementado en el mercado cambiario contribuyó a que vuelva el excedente de divisas y con ello el BCRA dejó de perder y recuperó Reservas Internacionales. Estos controles, a su vez, contribuyeron a un fuerte aumento de los depósitos a plazo fijo y a la reducción de las tasas de interés. El dato negativo es la consolidación de un spread no menor al 10% (y con tendencia alcista) entre la cotización oficial y el denominado “contado con liqui”<sup>4</sup>. El férreo control de las importaciones está permitiendo mantener un importante excedente comercial, la mala noticia es que ya está atentando contra la actividad de varias industrias (recordemos que más del 75% de las compras externas corresponden a bienes de capital e insumos industriales). En un contexto en el que las exportaciones tendrán un leve retroceso (debido a la menor cosecha y menor envío de autos a Brasil) para lograr un excedente comercial similar al de 2011, debería darse una fuerte desaceleración del PBI. Al mismo tiempo, aún no se observan medidas del gobierno para aumentar la oferta de divisas, dado que las restricciones a la distribución de utilidades y el aumento del riesgo argentino no contribuyen al mayor ingreso de capitales al país.

En el plano fiscal, en enero el gasto público volvió a crecer muy por encima de los ingresos revirtiendo la mejora de los meses anteriores y deteriorando las perspectivas fiscales para este año. A esto se suma que el Congreso se encamina a modificar la Carta Orgánica del BCRA, la cual le amplía enormemente la capacidad de financiamiento al Tesoro Nacional a través de mayor emisión monetaria. Todo este entorno aumentó la incertidumbre y deterioró las expectativas de los agentes.

#### **Perspectivas para 2012:**

En los próximos meses el mercado cambiario continuaría con resultado positivo dado que ingresamos en los meses de mayor liquidación de divisas. Sin embargo, ya para el segundo semestre del año, con menores exportaciones e importaciones que difícilmente puedan caer (esto porque debido a la caída que viene registrando la producción de energía, las importaciones de gas y otros hidrocarburos serán cada vez mayores) el saldo comercial se achicará. Con esto estimamos que el mercado cambiario comenzará a “tensarse” en la segunda mitad del año, lo cual obligaría al gobierno a aumentar los controles lo que presionaría aún más la cotización del “contado con liqui”. En este contexto, estimamos que el BCRA aumentará el ritmo de devaluación del **tipo de cambio que finalizaría el año por encima de \$4.90**, lo que presionaría al alza a las tasas de interés, proyectando una **tasa Badlar Bancos Privados del 18% hacia fin de 2012**. En tanto, las Reservas Internacionales –sin operaciones de pases con el BIS– finalizarían el año en US\$40.000 MM.

**En nuestro escenario base**, estimamos que el **PBI crecerá no más del 2.0%** dado que a medida que las empresas agoten sus stocks de insumos importados y no obtengan el permiso para importar, la actividad industrial se irá enfriando.

Es importante aclarar, que con la aprobación de la nueva Carta Orgánica, **este escenario podría variar hacia uno de mayor estímulo fiscal financiado con mayor emisión monetaria, lo que llevaría a mayor crecimiento nominal de los depósitos y préstamos, aunque con inflación más alta y mayor deterioro en los *fundamentals* de la economía.**

---

<sup>4</sup> Cotización implícita que surge de comparar el precio de un activo contra pesos vs. el precio de ese mismo activo contra dólares.

**Cuadro 1: Evolución reciente de los principales Indicadores Económicos de Argentina**

| Indicador                                             | 2010   | 2011   | 1Trim 11 | 2Trim 11 | 3Trim 11 | 4Trim 11 | dic-11 | ene-12 | feb-12 |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|--------|
| <b>Indicadores de Actividad</b>                       |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| EMAE                                                  | 9,2%   | 8,8%   | 9,9%     | 9,1%     | 9,3%     | 7,0%     | 5,5%   |        |        |
| Var q/q (m/m) desest                                  |        |        | 2,8%     | 2,7%     | 0,8%     | 0,9%     | -0,2%  |        |        |
| Anualizado                                            |        |        | 11,6%    | 11,3%    | 3,3%     | 3,7%     |        |        |        |
| Indice Gral. Actividad (IGA- OJF) Var a/a             | 8,2%   | 5,7%   | 7,6%     | 5,3%     | 6,2%     | 3,9%     | 3,0%   | 3,1%   |        |
| Var q/q (m/m) desest                                  |        |        | 1,6%     | 1,8%     | 1,4%     | -0,3%    | 0,6%   | 0,5%   |        |
| Anualizado                                            |        |        | 6,5%     | 7,2%     | 5,5%     | -1,2%    |        |        |        |
| Venta de autos O Km                                   | 43,4%  | 26,5%  | 20,0%    | 34,1%    | 32,1%    | 20,3%    | 19,3%  | 8,6%   | 13,1%  |
| Producción Industrial Var a/a (OJF)                   | 10,7%  | 4,8%   | 9,2%     | 5,2%     | 4,5%     | 1,3%     | -1,3%  | 0,6%   |        |
| Producción Industrial Var a/a (FIEL)                  | 8,6%   | 4,2%   | 4,4%     | 5,8%     | 4,5%     | 2,1%     | -1,7%  | -0,9%  |        |
| Producción Industrial Var a/a (EMI -INDEC)            | 9,8%   | 6,6%   | 9,2%     | 8,5%     | 8,5%     | 3,4%     | 2,3%   | 2,2%   |        |
| EMI exl. Ind. Automotriz (INDEC)                      | 4,8%   | 5,1%   | 6,9%     | 5,1%     | 5,1%     | 4,8%     | 7,0%   | 3,7%   |        |
| Producción Automotriz Var a/a (ADEFA)                 | 39,7%  | 15,7%  | 28,2%    | 27,8%    | 16,1%    | -3,0%    | -20,5% | -10,5% | 28,8%  |
| Producción Siderúrgica Var a/a (CIS)                  | 32,8%  | 7,6%   | 13,0%    | 4,2%     | 4,3%     | 9,5%     | 16,4%  | -4,6%  |        |
| ISAC Var a/a (INDEC)                                  | 11,0%  | 8,9%   | 9,8%     | 11,2%    | 10,4%    | 4,1%     | 2,5%   | 5,2%   |        |
| Construcción Var a/a (Grupo Construya)                | 13,5%  | 9,4%   | 9,9%     | 10,2%    | 11,5%    | 5,8%     | 0,7%   | 0,4%   | -7,5%  |
| Despachos de Cemento Var a/a (AFCP)                   | 10,7%  | 11,5%  | 10,9%    | 17,2%    | 13,0%    | 4,6%     | 1,4%   | 3,5%   | -6,2%  |
| Inversión bruta Interna (IBIM-OJF)                    | 15,4%  | 13,1%  | 16,0%    | 19,1%    | 13,5%    | 5,1%     | 0,1%   | 13,9%  |        |
| Construcción                                          | 4,8%   | 8,4%   | 7,1%     | 9,8%     | 9,6%     | 7,0%     | 6,9%   | 9,1%   |        |
| Equipo Durable                                        | 32,6%  | 19,1%  | 29,2%    | 31,7%    | 18,4%    | 2,8%     | -6,8%  | 20,4%  |        |
| Nacional                                              | 26,6%  | 10,6%  | 14,8%    | 16,3%    | 15,9%    | -2,8%    | -9,1%  | 7,9%   |        |
| Importado                                             | 35,7%  | 23,3%  | 36,1%    | 40,0%    | 19,5%    | 5,4%     | -5,8%  | 25,4%  |        |
| <b>Indicadores del Sector Externo</b>                 |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| <b>Comercio Exterior (DEVENGADO)</b>                  |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| Exportaciones en USD                                  | 68.133 | 84.270 | 17.104   | 22.918   | 23.531   | 20.717   | 6.269  | 5.909  |        |
| Var a/a (valor)                                       | 22,4%  | 23,7%  | 31,1%    | 20,2%    | 25,7%    | 19,8%    | 13,9%  | 9,6%   |        |
| Var a/a (Cantidad)                                    | 15,9%  | 6,0%   | 11,1%    | -0,8%    | 5,1%     | 10,4%    | 7,4%   | 10,7%  |        |
| Importaciones en USD                                  | 56.503 | 73.923 | 15.316   | 18.920   | 21.156   | 18.531   | 5.989  | 5.358  |        |
| Var a/a (valor)                                       | 45,7%  | 30,8%  | 38,4%    | 37,8%    | 34,0%    | 16,4%    | 11,1%  | 9,8%   |        |
| Var a/a (Cantidad)                                    | 38,2%  | 18,9%  | 25,2%    | 28,1%    | 17,2%    | 9,1%     | 2,9%   | 8,7%   |        |
| Saldo Comercial en USD                                | 11.630 | 10.347 | 1.788    | 3.998    | 2.375    | 2.186    | 280    | 551    |        |
| Var a/a (valor)                                       |        |        | -9,6%    | -25,1%   | -19,0%   | 58,3%    | 139,3% | 0,0%   |        |
| Var Términos de Intercambio                           | 0,2%   | 6,1%   | 6,7%     | 12,6%    | 4,6%     | 1,7%     | -1,9%  | -2,0%  |        |
| Indice de Precios de las materias primas (dic 95=100) | 156,8  | 195,8  | 196,4    | 193,9    | 190,7    | 172,9    | 168,9  | 176,8  | 182,8  |
| Var m/m                                               |        |        | 9,0%     | -1,3%    | -1,7%    | -9,3%    | -2,6%  | 4,7%   | 3,4%   |
| Var a/a                                               |        |        | 32,4%    | 35,4%    | 22,7%    | 22,7%    | -10,0% | -9,9%  | -8,0%  |
| Soja (Amarillo N°2 Futuro Chicago)                    | 384,9  | 484,3  | 507,3    | 500,1    | 498,1    | 479,5    | 420,1  | 441,7  | 461,6  |
| Petróleo (promedio Brent + WTI)                       | 79,5   | 103,0  | 99,7     | 109,8    | 101,1    | 98,1     | 103,2  | 105,7  | 111,0  |
| Tipo de Cambio Nominal (fdp)                          | 3,976  | 4,305  | 4,052    | 4,120    | 4,205    | 4,305    | 4,305  | 4,335  | 4,357  |
| Var m/m                                               |        |        | 1,9%     | 1,7%     | 2,1%     | 2,4%     | 0,6%   | 0,7%   | 0,5%   |
| Var a/a                                               | 4,7%   | 8,3%   | 4,5%     | 4,8%     | 6,2%     | 8,3%     | 8,3%   | 8,3%   | 8,1%   |
| Tipo de Cambio Real (dic 01=1)                        |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| vs USA                                                | 1,145  | 1,053  | 1,122    | 1,099    | 1,073    | 1,053    | 1,053  | 1,035  | 1,029  |
| vs Brasil                                             | 2,278  | 1,995  | 2,288    | 2,352    | 2,097    | 1,995    | 1,995  | 2,022  | 2,102  |
| TCRM                                                  | 1,755  | 1,575  | 1,759    | 1,776    | 1,645    | 1,575    | 1,575  | 1,567  | 1,605  |
| Var m/m                                               |        |        | 0,3%     | 0,9%     | -7,3%    | -4,3%    | -2,4%  | -0,5%  | 2,4%   |
| <b>Inflación Minorista</b>                            |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| Var a/a                                               | 22,0%  | 21,4%  | 20,5%    | 21,6%    | 21,9%    | 20,7%    | 21,2%  | 20,7%  | 21,4%  |
| Var m/m                                               | 1,7%   | 1,6%   | 1,9%     | 1,5%     | 1,7%     | 1,4%     | 1,6%   | 1,6%   | 1,8%   |
| Var m/m anualizado                                    | 23,0%  | 21,2%  | 24,6%    | 19,8%    | 21,8%    | 18,7%    | 20,4%  | 20,9%  | 23,5%  |
| <b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>               |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| Mediana                                               | 26,3   | 25,4   | 26,7     | 25,0     | 25,0     | 25,0     | 25,0   | 25,0   | 25,0   |
| Media                                                 | 32,4   | 30,8   | 32,3     | 30,8     | 28,9     | 31,5     | 34,4   | 28,9   | 30,7   |
| <b>Confianza del Consumidor (ICC UTDT)</b>            |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| índice                                                | 48,0   | 56,3   | 55,7     | 55,2     | 58,3     | 55,6     | 52,6   | 57,4   | 52,6   |
| Var m/m                                               | 21%    | 0%     | 5,3%     | -0,8%    | 5,5%     | -4,5%    | -7,3%  | 9,1%   | -8,2%  |
| <b>Indicadores Fiscales</b>                           |        |        |          |          |          |          |        |        |        |
| Recaudación Total                                     | 34,8%  | 13,3%  | 36,9%    | 35,4%    | 30,2%    | 32,3%    | 28,2%  | 29,6%  | 28,7%  |
| IVA                                                   | 28,0%  | 8,9%   | 40,3%    | 36,6%    | 33,1%    | 31,8%    | 18,8%  | 27,8%  | 28,5%  |
| Gasto Primario                                        | 33,9%  | 32,2%  | 31,3%    | 35,0%    | 38,7%    | 25,1%    | 23,7%  | 34,3%  |        |

**Cuadro 2: Proyecciones de la economía mundial**

|                | Part. %<br>en el PBI<br>Global | PBI (var a/a) |      |      |      |      |      |      |      |             |             |             |             |             |  |
|----------------|--------------------------------|---------------|------|------|------|------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|                |                                | 2007          | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |      | 2013 | 4 Tim<br>11 | 1 Tim<br>12 | 2 Tim<br>12 | 3 Tim<br>12 | 4 Tim<br>12 |  |
| Mundo          |                                | 5,4           | 2,8  | -0,7 | 5,1  | 3,7  | 3,2  | 3,4  | 3,9  |             |             |             |             |             |  |
| Estados Unidos | 19,5                           | 1,9           | -0,3 | -3,5 | 3,0  | 1,7  | 2,2  | 2,2  | 2,5  | 1,6         | 2,1         | 2,3         | 2,4         | 2,3         |  |
| Eurozona       | 14,3                           | 2,9           | 0,3  | -4,2 | 1,9  | 1,4  | -0,5 | -0,4 | 0,9  | 0,7         | -0,3        | -0,7        | -0,6        | -0,1        |  |
| Alemania       | 3,9                            | 3,3           | 1,1  | -5,1 | 3,7  | 3,0  | 0,2  | 0,6  | 1,5  | 2,0         | 0,9         | 0,5         | 0,2         | 0,8         |  |
| Francia        | 2,8                            | 2,3           | -0,1 | -2,7 | 1,5  | 1,7  | 0,0  | 0,1  | 1,1  | 1,4         | 0,1         | 0,2         | 0,1         | 0,2         |  |
| Italia         | 2,3                            | 1,7           | -1,2 | -5,5 | 1,8  | 0,4  | -1,2 | -1,4 | 0,1  | -0,4        | -1,1        | -1,8        | -1,8        | -1,2        |  |
| España         | 1,8                            | 3,5           | 0,9  | -3,7 | -0,1 | 0,7  | -0,1 | -1,0 | 0,1  | 0,3         | -0,5        | -1,0        | -1,2        | -1,0        |  |
| Portugal       | 0,3                            | 2,4           | 0,0  | -2,9 | 1,4  | -1,5 | -3,5 | -3,3 | -1,0 |             |             |             |             |             |  |
| Irlanda        | 0,2                            | 5,2           | -2,9 | -7,0 | -0,4 | 1,9  | -0,8 | -0,1 | 1,5  |             |             |             |             |             |  |
| Grecia         | 0,4                            | 4,3           | 1,1  | -2,4 | -4,4 | -6,1 | -4,5 | -4,5 | -1,5 |             |             |             |             |             |  |
| Reino Unido    | 2,9                            | 3,5           | -1,1 | -4,4 | 2,1  | 0,9  | 0,5  | 0,5  | 1,6  | 0,7         | 0,4         | 0,5         | 0,4         | 0,8         |  |
| Japón          | 5,6                            | 2,2           | -1,0 | -5,5 | 4,5  | -0,8 | 1,6  | 1,6  | 1,5  | -0,6        | 1,6         | 2,5         | 1,2         | 1,8         |  |
| Brasil         | 2,3                            | 6,1           | 5,2  | -0,3 | 7,6  | 2,8  | 3,4  | 3,4  | 4,5  | 1,4         | 1,9         | 2,5         | 3,8         | 4,9         |  |
| Rusia          | 1,8                            | 8,5           | 5,2  | -7,8 | 4,3  | 4,3  | 3,5  | 3,5  | 3,7  | 4,4         | 3,7         | 3,9         | 3,5         | 3,4         |  |
| India          | 5,7                            | 9,7           | 7,5  | 7,7  | 8,5  | 7,6  | 7,0  | 7,0  | 7,3  | 6,1         |             |             |             |             |  |
| China          | 14,4                           | 14,2          | 9,6  | 9,2  | 10,4 | 9,2  | 8,5  | 8,5  | 8,4  | 8,9         | 8,0         | 8,3         | 8,5         | 8,8         |  |
| Chile          | 0,4                            | 4,8           | 3,3  | -1,5 | 5,1  | 6,3  | 4,0  | 4,0  | 5,1  | 4,1         | 3,5         | 3,6         | 4,1         | --          |  |
| México         | 2,1                            | 3,3           | 1,2  | -6,2 | 5,5  | 3,9  | 3,2  | 3,2  | 3,4  | 3,7         | 3,7         | 3,9         | 2,6         | 3,0         |  |
| Argentina      | 0,9                            | 8,6           | 6,8  | 0,9  | 9,1  | 8,3  | 2,8  | 3,1  | 3,5  | -           | -           | -           | -           | -           |  |

|                        | Tipo de Cambio |       |      |      |      |      |                          |      |      |             |             |             |             |             |
|------------------------|----------------|-------|------|------|------|------|--------------------------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                        | 2006           | 2007  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012<br>feb-12    mar-12 |      | 2013 | 4 Tim<br>11 | 1 Tim<br>12 | 2 Tim<br>12 | 3 Tim<br>12 | 4 Tim<br>12 |
| Eurozona (Eur/US\$)    | 1,32           | 1,46  | 1,40 | 1,43 | 1,34 | 1,30 | 1,30                     | 1,30 | 1,30 | 1,30        | 1,29        | 1,28        | 1,29        | 1,30        |
| Reino Unido (GBP/US\$) | 1,96           | 1,99  | 1,46 | 1,62 | 1,56 | 1,55 | 1,56                     | 1,57 | 1,58 | 1,55        | 1,55        | 1,55        | 1,56        | 1,57        |
| Japón                  | 119,1          | 111,8 | 90,6 | 93,0 | 81,1 | 76,9 | 80,0                     | 81,0 | 85,5 | 76,9        | 77,0        | 79,0        | 80,0        | 81,0        |
| Brasil                 | 2,14           | 1,78  | 2,31 | 1,74 | 1,66 | 1,87 | 1,70                     | 1,70 | 1,70 | 1,87        | 1,77        | 1,75        | 1,74        | 1,70        |
| Rusia                  | 26,3           | 24,6  | 29,4 | 30,0 | 30,5 | 32,1 | 31,3                     | 30,3 | 30,3 | 32,1        | 30,6        | 30,0        | 30,1        | 30,3        |
| India                  | 44,3           | 39,4  | 48,8 | 46,5 | 44,7 | 53,1 | 50,0                     | 48,7 | 47,0 | 53,1        | 50,0        | 49,5        | 49,5        | 48,7        |
| China                  | 7,8            | 7,3   | 6,8  | 6,8  | 6,6  | 6,3  | 6,1                      | 6,1  | 5,9  | 6,30        | 6,29        | 6,25        | 6,18        | 6,12        |
| Chile                  | 532            | 498   | 639  | 507  | 468  | 520  | 490                      | 485  | 480  | 520         | 500         | 487         | 488         | 485         |
| México                 | 10,8           | 10,9  | 13,7 | 13,1 | 12,3 | 13,9 | 12,7                     | 12,5 | 12,4 | 13,9        | 13,2        | 12,9        | 12,6        | 12,5        |
| Argentina              | 3,06           | 3,15  | 3,45 | 3,80 | 3,98 | 4,30 | 4,95                     | 4,95 | 5,65 | 4,30        | 4,42        | 4,56        | 4,69        | 4,95        |

|                        | Tasa de Interés de referencia |       |       |      |       |       |        |        |      |             |             |             |             |             |
|------------------------|-------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|--------|--------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                        | 2006                          | 2007  | 2008  | 2009 | 2010  | 2011  | 2012   |        | 2013 | 4 Tim<br>11 | 1 Tim<br>12 | 2 Tim<br>12 | 3 Tim<br>12 | 4 Tim<br>12 |
|                        |                               |       |       |      |       |       | feb-12 | mar-12 |      |             |             |             |             |             |
| Estados Unidos         | 5,25                          | 4,25  | 0,25  | 0,25 | 0,25  | 0,25  | 0,25   | 0,25   | 0,25 | 0,25        | 0,25        | 0,25        | 0,25        | 0,25        |
| Eurozona (Eur/US\$)    | 3,50                          | 4,00  | 2,50  | 1,00 | 1,00  | 1,00  | 0,75   | 0,88   | 0,88 | 1,00        | 1,00        | 0,88        | 0,88        | 0,88        |
| Reino Unido (GBP/US\$) | 5,00                          | 5,50  | 2,00  | 0,50 | 0,50  | 0,50  | 0,88   | 0,50   | 0,50 | 0,50        | 0,50        | 0,50        | 0,50        | 0,50        |
| Japón                  | 0,3                           | 0,5   | 0,1   | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 3,1    | 0,1    | 0,1  | 0,10        | 0,10        | 0,10        | 0,10        | 0,10        |
| Brasil                 | 13,25                         | 11,25 | 13,75 | 8,75 | 10,75 | 11,00 | 9,63   | 9,38   | -    | 11,00       | 9,88        | 9,38        | 9,38        | 9,38        |
| Rusia                  | 11,0                          | 10,0  | 13,0  | 8,8  | 7,8   | 8,0   | --     | 7,8    | -    | 8,00        | 7,13        | 7,63        | 7,63        | 7,75        |
| India                  | 6,0                           | 6,0   | 5,0   | 3,3  | 5,3   | 7,5   | --     | 6,5    | -    | 7,50        | 7,50        | 7,13        | 6,88        | 6,50        |
| China                  | 6,1                           | 7,5   | 5,3   | 5,3  | 5,8   | 6,6   | 6,5    | 6,5    | -    | 6,56        | 6,50        | 6,50        | 6,50        | 6,50        |
| Chile                  | 5,3                           | 6,0   | 8,3   | 0,5  | 3,3   | 5,3   | 4      | 4,3    | -    | 5,25        | 4,75        | 4,25        | 4,38        | 4,25        |
| México                 | 7,0                           | 7,6   | 8,3   | 4,7  | 4,6   | 4,5   | 4,6    | 4,5    | -    | 4,51        | 4,50        | 4,38        | 4,38        | 4,50        |

Fuente: Bloomberg

**Cuadro 3: Proyecciones UAF de las principales variables económicas**

|                                                     | 2010          | 2011           | 2012          | 4 Trim 11     | 1 Trim 12     | 2 Trim 12     | 3 Trim 12     | 4 Trim 12     |
|-----------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>PBI (est. Privada) (var a/a)</b>                 | <b>8,2%</b>   | <b>5,7%</b>    | <b>2,0%</b>   | <b>5,7%</b>   | <b>3,7%</b>   | <b>2,3%</b>   | <b>1,0%</b>   | <b>1,3%</b>   |
| <b>Inflación Minorista (var a/a, fdp)</b>           | <b>22,9%</b>  | <b>21,2%</b>   | <b>22,2%</b>  | <b>21,2%</b>  | <b>21,5%</b>  | <b>21,8%</b>  | <b>22,0%</b>  | <b>22,2%</b>  |
| <b>Tipo de Cambio Nominal (fdp)</b>                 | <b>3,98</b>   | <b>4,31</b>    | <b>4,90</b>   | <b>4,31</b>   | <b>4,38</b>   | <b>4,49</b>   | <b>4,69</b>   | <b>4,90</b>   |
| <b>TCR con EE.UU. (fdp)</b>                         | <b>1,14</b>   | <b>1,05</b>    | <b>1,01</b>   | <b>1,05</b>   | <b>1,01</b>   | <b>1,00</b>   | <b>1,00</b>   | <b>1,01</b>   |
| <b>TCR con Brasil (fdp)</b>                         | <b>2,28</b>   | <b>1,99</b>    | <b>2,14</b>   | <b>1,99</b>   | <b>1,98</b>   | <b>2,00</b>   | <b>2,04</b>   | <b>2,14</b>   |
| <b>TCRM (fdp)</b>                                   | <b>1,75</b>   | <b>1,57</b>    | <b>1,61</b>   | <b>1,57</b>   | <b>1,54</b>   | <b>1,53</b>   | <b>1,55</b>   | <b>1,61</b>   |
| <b>Saldo Comercial (en US\$ MM)</b>                 | <b>11.630</b> | <b>10.347</b>  | <b>4.315</b>  | <b>2.186</b>  | <b>1.886</b>  | <b>2.827</b>  | <b>756</b>    | <b>-1.154</b> |
| <b>Exportaciones (en US\$ MM)</b>                   | <b>68.133</b> | <b>84.270</b>  | <b>83.625</b> | <b>20.717</b> | <b>18.106</b> | <b>22.846</b> | <b>22.393</b> | <b>20.279</b> |
| <b>Importaciones (en US\$ MM)</b>                   | <b>56.503</b> | <b>73.923</b>  | <b>79.310</b> | <b>18.531</b> | <b>16.220</b> | <b>20.019</b> | <b>21.638</b> | <b>21.433</b> |
| <b>Otros Ingresos/ Egresos de capital (US\$ MM)</b> | <b>-7.408</b> | <b>-16.161</b> | <b>-9.908</b> | <b>-4.400</b> | <b>2.190</b>  | <b>-2.648</b> | <b>-3.910</b> | <b>-5.539</b> |
| <b>Variación Reservas Internacionales (US\$ MM)</b> | <b>4.222</b>  | <b>-5.814</b>  | <b>-5.593</b> | <b>-2.214</b> | <b>4.075</b>  | <b>178</b>    | <b>-3.154</b> | <b>-6.693</b> |
| <b>Stock de Reservas Internacionales (US\$ MM)</b>  | <b>52.190</b> | <b>46.376</b>  | <b>40.783</b> | <b>46.376</b> | <b>50.451</b> | <b>50.629</b> | <b>47.475</b> | <b>40.783</b> |
| <b>Depósitos Privados (var a/a, fdp)</b>            | <b>29,6%</b>  | <b>26,8%</b>   | <b>21,8%</b>  | <b>26,8%</b>  | <b>27,4%</b>  | <b>25,6%</b>  | <b>23,4%</b>  | <b>21,8%</b>  |
| <b>En pesos (var a/a, fdp)</b>                      | <b>31,7%</b>  | <b>30,0%</b>   | <b>27,1%</b>  | <b>30,0%</b>  | <b>32,0%</b>  | <b>30,2%</b>  | <b>28,4%</b>  | <b>27,1%</b>  |
| <b>En moneda Extranjera (var a/a, fdp)</b>          | <b>20,6%</b>  | <b>12,5%</b>   | <b>-1,4%</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>7,2%</b>   | <b>4,7%</b>   | <b>1,1%</b>   | <b>-1,4%</b>  |
| <b>Préstamos al Sector Privado (var a/a, fdp)</b>   | <b>37,8%</b>  | <b>46,8%</b>   | <b>26,7%</b>  | <b>48,0%</b>  | <b>43,1%</b>  | <b>36,6%</b>  | <b>26,7%</b>  | <b>26,7%</b>  |
| <b>En pesos (var a/a, fdp)</b>                      | <b>36,5%</b>  | <b>48,4%</b>   | <b>30,4%</b>  | <b>49,2%</b>  | <b>46,4%</b>  | <b>40,3%</b>  | <b>30,4%</b>  | <b>30,4%</b>  |
| <b>En moneda Extranjera (var a/a, fdp)</b>          | <b>45,8%</b>  | <b>37,6%</b>   | <b>6,6%</b>   | <b>41,5%</b>  | <b>25,7%</b>  | <b>17,1%</b>  | <b>6,6%</b>   | <b>6,6%</b>   |
| <b>Tasa Badlar (fdp)</b>                            | <b>11,1%</b>  | <b>18,8%</b>   | <b>18,8%</b>  | <b>18,8%</b>  | <b>13,0%</b>  | <b>14,5%</b>  | <b>16,2%</b>  | <b>18,0%</b>  |

Las estimaciones presentadas en este cuadro, corresponden a la Unidad de Análisis Financiero y no necesariamente coinciden con las estimaciones oficiales de Banco Supervielle

**Elaboración:**

**Walter Ramírez**  
[walter.ramirez@supervielle.com.ar](mailto:walter.ramirez@supervielle.com.ar)  
 (54-11) 4324-8619

**Martín Polo**  
[martin.polo@supervielle.com.ar](mailto:martin.polo@supervielle.com.ar)  
 (54-11) 4324-8612

Disclaimer: El informe que antecede contiene las opiniones de los analistas de la Unidad de Análisis Financiero de Banco Supervielle S.A. Las mismas no deben interpretarse como un asesoramiento para inversores ni como una oferta o invitación del Banco Supervielle S.A. para adquirir ningún producto en particular. Asimismo, el Banco deslinda toda responsabilidad sobre la exactitud de la información contenida en este informe, remitiéndose a las fuentes citadas, así como de la evolución de las inversiones que eventuales clientes puedan realizar basándose en los análisis de este informe.