



ARGENTINA

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

April 29, 2015

RESUMEN GENERAL

La última consulta del Artículo IV con Argentina concluyó en julio de 2006. El presente informe ha sido preparado dentro del marco establecido por el FMI para encuadrar los retrasos excesivos en la realización de las consultas del Artículo IV. El Directorio debatió informalmente informes sobre Argentina el 29 de enero de 2013 y el 14 de marzo de 2014. Durante la misión técnica sobre las estadísticas del IPC y del PBI que visitó Buenos Aires del 23 al 27 de febrero, hubo sendas reuniones sobre la evolución económica reciente con el Banco Central de la República Argentina y con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, parte de una creciente interacción con las autoridades. Sin embargo, la falta de un diálogo regular con las autoridades argentinas sobre el desempeño de la economía y las políticas económicas continúa afectando al análisis del personal técnico y, por ende, las conclusiones de este informe son necesariamente de tenor provisional.

La actividad económica sufrió una fuerte desaceleración en el curso del último año, ya que una serie de shocks externos dejaron expuestas las incongruencias del marco de políticas nacionales. El debilitamiento de la demanda externa, la caída de los precios de las materias primas y la apreciación real del peso han lastrado las exportaciones, lo cual genera presión sobre la balanza de pagos. La aplicación de controles cambiarios más estrictos contribuyó a estabilizar el nivel de reservas internacionales brutas, pero a un precio considerable para la actividad económica. Se incrementó el gasto público para apuntalar la demanda interna, y el banco central pasó a ser la principal fuente de financiamiento del déficit fiscal. Las operaciones de esterilización han reducido el ritmo de crecimiento del dinero, pero están desplazando el crédito privado.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento será ligeramente negativo en 2015, y las perspectivas siguen exhibiendo vulnerabilidad. La actividad se ha estabilizado, pero la inversión y la exportación aún enfrentan un panorama sombrío. La debilidad de la demanda externa, el creciente retraso cambiario y la profundización del déficit fiscal podrían agudizar la presión sobre las reservas internacionales, sentando las bases para una futura depreciación.

Es probable que los desequilibrios sistémicos internos también generen dificultades. El programa de acción futuro probablemente incluirá el levantamiento del cepo cambiario y la unificación de los mercados de divisas, un ajuste fiscal creíble (centrado en la reducción de los subsidios energéticos distorsivos y la contención del gasto corriente), y el restablecimiento de la credibilidad de la política monetaria.

Aprobado por
Nigel Chalk

Preparado por Roberto Cardarelli (jefe), Luc Eyraud, Lusine Lusinyan, John McCoy, Diva Singh, Mariano Ortiz Villafañe (todos del Departamento del Hemisferio Occidental), y Karina Garcia (Departamento de Estrategias, Políticas y Evaluación)

CONTENIDO

CONTEXTO: DESEQUILIBRIOS E INTERVENCION	4
2014: UN AÑO DIFÍCIL	5
2015: DEBIL CRECIMIENTO, PROFUNDAS VULNERABILIDADES	15
DESPUÉS DE 2015: LOS TEMAS CRÍTICOS PENDIENTES	20
A. El Problema de las Distorsiones del Mercado Cambiario	21
B. El Problema de los Desequilibrios Fiscales y Monetarios	21
C. Un Escenario Ilustrativo	24
D. Otras Trayectorias	26
ULTIMAS OBSERVACIONES	27
RECUADROS	
1. Avance del Juicio con los holdouts por la Deuda Soberana	7
2. Controles Cambiarios 1/	9
3. Subsidios Energéticos en Argentina	12
4. Competitividad y Evaluación del Tipo de Cambio	17
5. Experiencia Internacional con la Trayectoria de la Inflación Alta a la Inflación Baja	22
GRAFICOS	
1. La Posición Externa se Debilitó en 2014	28
2. Tras la Fuerte Desaceleración de 2014, la Actividad Económica se Estabilizó Recientemente	29
3. La Situación Fiscal Federal Siguió Deteriorándose en 2014	30
4. Continuó el Financiamiento Monetario del Presupuesto Federal	31
CUADROS	
1. Indicadores Económicos y Financieros, 2009–15	32
2. Resumen de la Balanza de Pagos, 2007–15	33
3. Operaciones del Sector Público Consolidado, 2007–15	34
4. Operaciones del Gobierno Federal, 2007–15	35
5. Resumen de las Operaciones del Sistema Financiero, 2004–14	36
6. Deuda Externa, 2004–14	37
7. Deuda Pública, 2004–14	37

CONTEXTO: DESEQUILIBRIOS E INTERVENCION

1. El impresionante crecimiento que Argentina registró durante la última década se vio

acompañado de la acumulación de una serie de profundas vulnerabilidades.

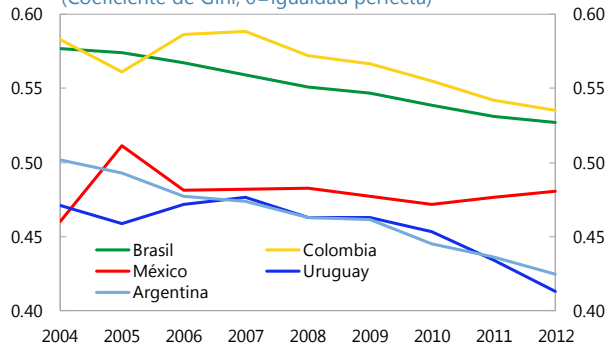
El aumento de los precios de las materias primas, el crecimiento vigoroso de socios comerciales clave, la expansión de la demanda interna y las políticas redistributivas facilitaron una rápida recuperación tras la crisis de 2002. El crecimiento del PBI promedió 6½ por ciento entre 2003 y 2013. La rapidez del crecimiento económico y una variedad de medidas de política han facilitado una disminución significativa de la pobreza y la desigualdad del ingreso. Sin embargo, la última década también se caracterizó por una profundización de las vulnerabilidades macroeconómicas.¹

- La economía argentina sigue siendo muy dependiente de las materias primas. En 2014, los productos agrícolas y la manufactura relacionada con la agricultura generaron alrededor de 60 por ciento del total de exportación. Los bienes de capital y los insumos intermedios representan aproximadamente 70 por ciento del total de importación; eso significa que la economía es sumamente dependiente de los ingresos en divisas generados por el sector de las materias primas.

- El crecimiento del producto logrado

Desigualdad del ingreso

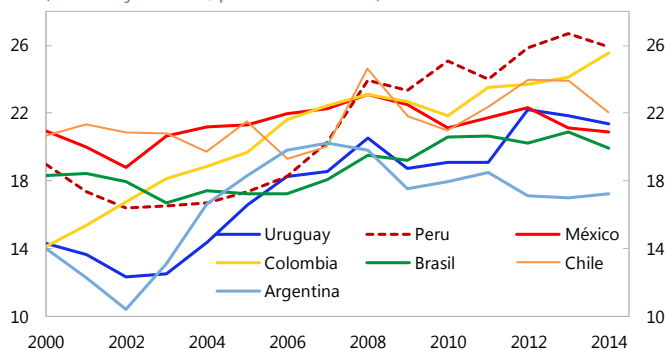
(Coeficiente de Gini, 0=igualdad perfecta)



Fuente: Banco Mundial, Grupo de Estudios para el Desarrollo.

Formación bruta de capital fijo

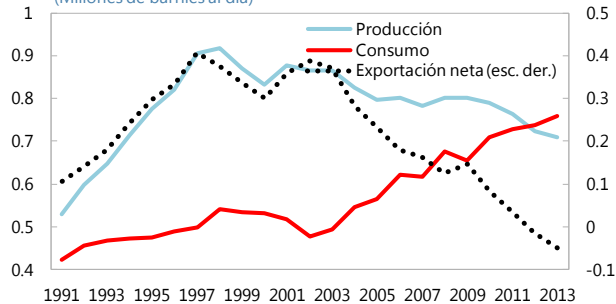
(Porcentaje del PBI, precios corrientes)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Petróleo crudo y derivados

(Millones de barriles al día)



Fuente: Administración de Información Energética de EE.UU.

¹ En este documento utilizamos los índices oficiales del PBI y del IPC. Aunque se ha avanzado en la mejora de la metodología empleada para elaborar las estadísticas sobre el índice de precios al consumidor y el PBI, aún se plantean cuestiones de calidad que atentan contra la exactitud de los datos.

durante la última década puede atribuirse en gran medida al vigoroso consumo privado. Sin embargo, la inversión fija bruta no ha aumentado como proporción del PBI desde 2004 y se encuentra a un nivel más bien bajo (17 por ciento) en comparación con otras economías latinoamericanas.

- La intervención del Estado en el sector energético ha conducido a una reducción drástica de la inversión y la producción de energía. Al mismo tiempo, la rápida expansión de los subsidios impulsó el consumo energético y Argentina pasó a ser un importador neto de energía en un momento en que los precios internacionales del petróleo eran elevados. El vuelco de la balanza comercial del sector energético contribuyó a debilitar la cuenta corriente (que pasó de un superávit de 2 por ciento del PBI en 2007 a un déficit de 1 por ciento del PBI en 2014), a la vez que el creciente volumen de los subsidios socavó la situación fiscal.
- El saldo primario del gobierno federal pasó de un superávit de 1¼ por ciento del PBI en 2010 a un déficit de casi 1 por ciento para 2014. El gasto corriente aumentó con rapidez a lo largo de este período, particularmente en las partidas sueldos, jubilaciones y subsidios. El financiamiento del déficit fiscal se alimentó cada vez más con transferencias monetarias del banco central, lo cual exacerbó las presiones inflacionarias. Los esfuerzos por contener la inflación llevaron al congelamiento de las tarifas de los servicios públicos y acuerdos con minoristas y productores sobre el aumento de los precios de una serie de productos.
- La disminución del superávit comercial y las salidas de capital generaron presiones sobre la balanza de pagos y se tradujeron en una serie de controles al comercio exterior y al mercado de cambios a partir de octubre de 2011, que produjeron una creciente brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo.

2014: UN AÑO DIFÍCIL

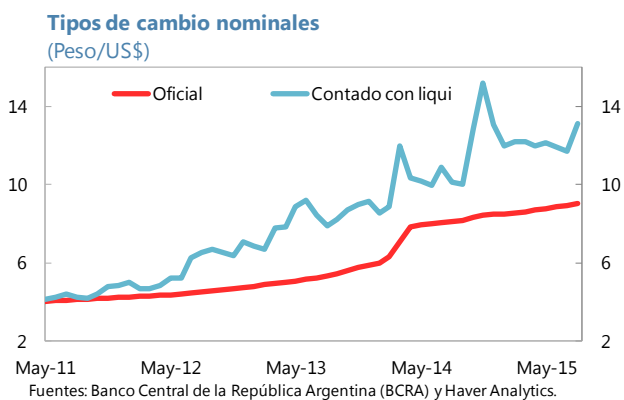
2. Las incongruencias de la política económica quedaron expuestas a comienzos de 2014, cuando la presión cada vez más fuerte a la que se encontraba sometida la balanza de pagos culminó en una marcada devaluación del peso. Para poner freno a la rápida caída de las reservas (que en enero de 2014 ascendían a US\$27.700 millones, en comparación con US\$30.600 millones a fines de 2013), el banco central devaluó la moneda 23 por ciento en enero, endureció algunas regulaciones cambiarias y subió las tasas de política monetaria.

3. Tras la devaluación, la desmejora de las condiciones externas agudizó los desequilibrios internos. El precio de la soja (los productos de la soja generan 30 por ciento del total de las exportaciones argentinas) retrocedió 30 por ciento desde comienzos de 2014, y otras importantes materias primas de exportación, como el maíz y el trigo, registraron disminuciones significativas de los precios (gráfico 1). Al mismo tiempo, se desaceleró el crecimiento de socios comerciales clave, especialmente Brasil y China (en 2014, la importación brasileña procedente de Argentina se contrajo 14 por ciento, viéndose especialmente afectada la industria automotriz).

Además, las exportaciones perdieron competitividad como consecuencia de la apreciación sostenida del tipo de cambio real, que revirtió completamente los efectos de la evaluación de enero. En el curso del último año, el tipo de cambio real de Argentina se apreció 20 por ciento debido al significativo diferencial de inflación respecto de los socios comerciales y al hecho de que, en la práctica, el tipo de cambio oficial estaba sujeto a un régimen con características de vínculo móvil.²

4. Al mismo tiempo, el conflicto con los holdouts continuó impidiéndole a Argentina tener acceso a los mercados internacionales de capital. En junio de 2014, la Corte Suprema de Estados Unidos desestimó la apelación presentada por Argentina y reafirmó el fallo definitivo de un tribunal neoyorquino que obligaba al país a pagar todas las sumas adeudadas a los holdouts que habían entablado juicio cuando se realizara el siguiente pago de los bonos reestructurados (recuadro 1). El fallo judicial sobre la cláusula *pari passu* y el fracaso de las tentativas de acuerdo con los holdouts le impidió a Argentina continuar normalizando las relaciones con los acreedores internacionales (en 2013 y comienzos de 2014, el gobierno había concertado acuerdos con el Club de París, Repsol y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones).

5. La combinación de debilidad de la demanda externa, rápida pérdida de competitividad y dificultades de acceso a los mercados internacionales de capital agudizó las presiones en la balanza de pagos en 2014. El creciente déficit en cuenta corriente, la disminución de las afluencias de IED ($\frac{3}{4}$ por ciento del PBI en diciembre de 2014, una tercera parte del nivel de fines de 2012) y los continuos pagos de la deuda pública denominada en moneda extranjera (que totalizaron US\$ 5.500 millones en 2014) mantuvieron las reservas internacionales bajo presión a lo largo de 2014. En septiembre de 2014, las reservas brutas cayeron a un mínimo de alrededor de US\$27.000 millones, y la brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo en el mercado paralelo (un importante indicador de la confianza en el peso argentino) se elevó a 90 por ciento.



² Aquí y en el resto de este documento se estima el TCER usando el índice general oficial de salarios de la economía, no el IPC.

Recuadro 1. Avance del Juicio con los *holdouts* por la Deuda Soberana

El 18 de junio de 2014, la negativa de la Corte Suprema de Estados Unidos a entender en la causa de Argentina dejó en firme el fallo de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York que obligaba a Argentina a pagar a los *holdouts* litigantes la totalidad de las sumas adeudadas (aproximadamente US\$1.500 millones) cuando saldara los intereses de los bonos reestructurados el día 30 de junio. En los días siguientes, el gobierno argentino se rehusó a ofrecer a los *holdouts* mejores condiciones que las incluidas en los canjes de deuda de 2005 y 2010. El hecho de que las negociaciones entre las partes interesadas no hubieran producido un acuerdo para el 30 de julio de 2014 (día en que vencía el período de gracia de los intereses pagaderos a fines de junio) activó la suspensión de pagos de todas las obligaciones correspondientes a los bonos reestructurados sujetos a legislación extranjera. Al reclamo de los *holdouts* amparados por la cláusula *pari passu* (US\$1.500 millones) se sumaron otros inversionistas que no había participado en los canjes originales (con derechos por un valor de US\$6.000–8.000 millones).

Los pagos de los bonos reestructurados sujetos a legislación extranjera seguían bloqueados en abril de 2015, y los pagos futuros de los bonos reestructurados que están denominados en moneda extranjera pero sometidos a la legislación argentina están rodeados de incertidumbre.

- Todos los pagos de intereses de los *bonos reestructurados sujetos a legislación extranjera* siguen bloqueados hasta que se efectúe un pago íntegro o se llegue a un arreglo con los *holdouts* litigantes. El gobierno se ha mantenido firme en su negativa a ofrecer a los *holdouts* mejores condiciones que las incluidas en los canjes de deuda anteriores. La Alta Corte de Justicia de Londres falló que los bonos denominados en euros estaban sujetos a la ley inglesa —y no a la neoyorquina— pero a pesar de ese fallo no se ha hecho ningún pago de los bonos denominados en euros.
- Los pagos futuros de los *bonos reestructurados sujetos a la legislación argentina* que están denominados en moneda extranjera pueden ser bloqueados por el tribunal de Nueva York. Este permitió el pago de los intereses de estos bonos que debía hacerse efectivo en Argentina a través de la oficina argentina de Citibank en tres ocasiones en el curso de 2014. Sin embargo, el 12 de marzo de 2015, el tribunal impidió a la oficina argentina de Citibank procesar el siguiente pago de intereses, programado para el 31 de marzo de 2015. El fallo fue revocado posteriormente y Citibank recibió autorización para procesar los pagos del 31 de marzo y del 30 de junio de 2015, pero no está claro qué ocurrirá con los pagos futuros.

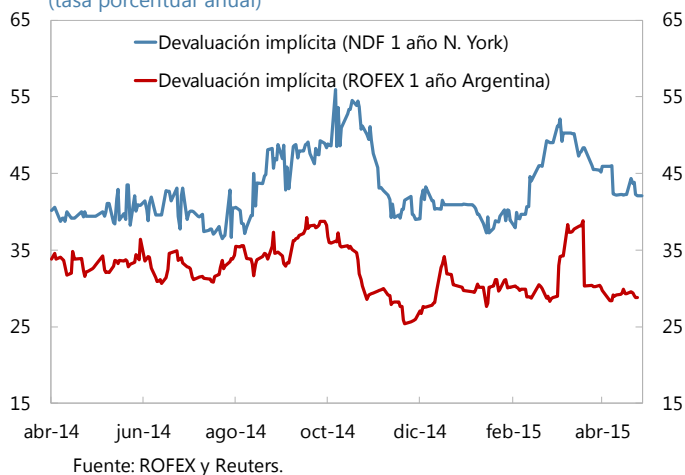
El gobierno y los *holdouts* se mantienen firmes en sus posturas, y no parece haber gran riesgo de que los tenedores de los bonos reestructurados soliciten una *aceleración* antes de las elecciones. Los tenedores de cualquier serie de bonos que controlen, como mínimo, 25% del monto pendiente de la serie tienen derecho a solicitar al agente fiduciario que acelere el pago, con lo cual se deben hacer efectivos de inmediato y en su totalidad tanto el principal como los intereses devengados. Argentina tendría 60 días para subsanar la aceleración (pagando los intereses adeudados de los bonos reestructurados, lo cual requeriría un acuerdo con los *holdouts*, u obteniendo el respaldo de los tenedores que, como mínimo, controlen 50% de los montos pendientes de la serie para revocar la aceleración). Si Argentina no lograra subsanar la aceleración, podría forzar otra reestructuración de la deuda, lo cual crearía a su vez nuevos *holdouts*. El consenso del mercado es que los bonistas quizás opten por esperar.

6. En el segundo semestre de 2014 se tomaron una serie de medidas para frenar la pérdida de reservas internacionales y evitar una depreciación más abrupta. En particular, el gobierno negoció y activó una línea de canje en renminbi con el Banco Popular de China, y para fines de abril de 2015 había girado un total de US\$4.600 millones. Asimismo, se acordó con los exportadores de granos y oleaginosas la liquidación de más stock y la cesión de un cierto volumen en dólares durante el último trimestre de 2014; se concertó también la venta de licencias de telecomunicaciones 4G a fines de 2014.³ Gracias a estas medidas, las reservas internacionales brutas se recuperaron poco a poco en el cuarto trimestre del año pasado: cerraron 2014 a un nivel de

US\$31.400 millones y se mantuvieron estables a ese nivel hasta que la emisión de un bono denominado en dólares de EE.UU. a fines de abril las elevó a US\$32.700 millones. Con todo, el saldo de reservas netas, estimado en US\$14.900 millones a fines de febrero de 2015, sigue siendo un nivel precariamente bajo. Además, para estabilizar las presiones en la balanza de pagos, las autoridades intensificaron el cepo cambiario (recuadro 2), entre otras cosas vigilando más de cerca la operatoria de bancos, corredores de bolsa y

casas de cambio en el mercado paralelo. La disminución de la presión queda en evidencia al observar que la brecha entre el tipo de cambio oficial y paralelo se redujo a 40 por ciento para fines de abril de 2015. Las expectativas de devaluación también se moderaron en los mercados de futuros.

Devaluación implícita en los mercados de futuros sobre divisas y tasa de interés
(tasa porcentual anual)



³ Además, alrededor de US\$1.200 millones que estaban destinados a ser desembolsados entre los tenedores de los bonos reestructurados desde junio de 2014 siguen bloqueados en una cuenta en el banco central.

Recuadro 2. Controles Cambiarios 1/

A continuación se describen, sin pretensión de exhaustividad, ciertas medidas cambiarias que el personal técnico estima vigentes según la información a disposición del público general. Algunos de estos controles no están explícitamente plasmados en regulaciones publicadas; se trata más bien de requisitos “informales” o de prácticas aplicadas por el banco central.

Importaciones

Desde 2014 las barreras a la importación se han hecho más estrictas y el acceso de los importadores a las divisas ha quedado más restringido. Los importadores están obligados a proporcionar información comercial detallada (sobre propietarios, empleados, planes de inversión, etc.) para poder operar. El abanico de operaciones que requieren aprobación previa del banco central se amplió en 2014; por ejemplo, el acceso a divisas para el pago anticipado de las importaciones, con la excepción de bienes de capital, se redujo de un año a 120 días. A fines de 2014, se asignaron a algunos de los sectores más afectados por estas medidas (p. ej., la industria automotriz y el ensamblado de productos electrónicos) cupos mensuales de dólares para pagar las importaciones. Sin embargo, en febrero de 2015, el banco central suspendió por completo las ventas de divisas a los importadores durante tres días consecutivos. Desde entonces, los bancos comerciales deben proporcionar información detallada sobre las operaciones y solicitar aprobación al banco central para emitir cartas de crédito a los importadores.

Giro de dividendos

Las empresas extranjeras siguen teniendo dificultades para girar dividendos. Desde fines de 2011, las empresas extranjeras han declarado dificultades para repatriar dividendos recurriendo al mercado de cambios oficial, si bien el único sector que enfrenta barreras oficiales al giro de dividendos es el financiero (los bancos comerciales que distribuyen utilidades están sujetos a requisitos de capitalización adicionales). El giro de dividendos retrocedió de un promedio trimestral de US\$1.000 millones en 2009–11 a apenas US\$250 millones en 2012–14, en tanto que las utilidades reinvertidas por las empresas extranjeras muestran un aumento drástico.

Particulares

El acceso de los particulares al mercado de cambios oficial sigue estrictamente controlado. Como la compra de divisas para el ahorro está limitada desde mediados de 2012, la demanda se ha trasladado a los mercados paralelos. El cepo cambiario se levantó en parte en enero de 2014, cuando se instituyó un sistema nuevo de ventas limitadas de divisas basadas en el ingreso individual (el acceso rige para los trabajadores que perciben más de dos salarios mínimos—actualmente, US\$505—y es de hasta 20 por ciento del ingreso mensual declarado, con un tope máximo de US\$2.000 por mes). Aunque las sumas autorizadas son bajas, implican un drenaje mensual de reservas de US\$500 millones desde octubre de 2014. Las compras de divisas para fines turísticos también están sujetas al cepo y requieren autorización de la Administración Federal de Ingresos Públicos (con un recargo de 35 por ciento desde fines de 2013 que también alcanza al uso de tarjetas de crédito y de débito en el extranjero). Desde enero de 2014, las compras en el exterior por Internet requieren autorización y están limitadas a dos operaciones de hasta \$25 por año. Las compras superiores a ese límite son objeto de un recargo de 50 por ciento (además del recargo de 35 por ciento aplicado a las compras con tarjetas de crédito y de débito).

Bancos

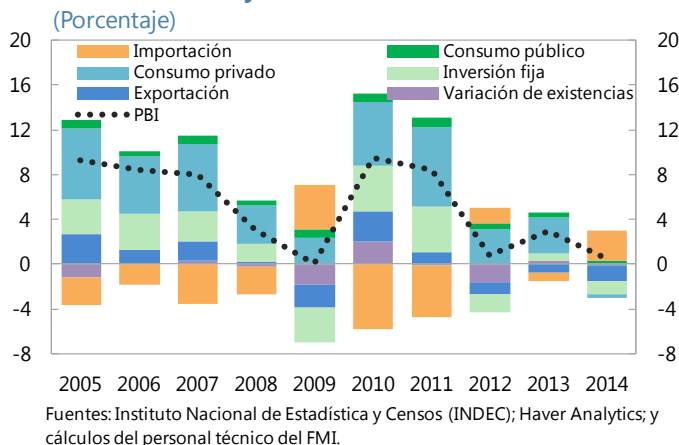
La posición neta en divisas de los bancos comerciales está sujeta a un tope, que bajó en 2014. El tope a la posición neta en divisas de los bancos, incluyendo tenencias de efectivo y bonos en dólares, y a la posición neta en futuros sobre divisas, está fijado en 20 por ciento del capital.

1/ El personal técnico mantiene bajo observación la evolución del sistema cambiario argentino. En base a la información de la que dispone, opina que podría haber restricciones cambiarias y prácticas de tipos de cambio múltiples sujetas a la jurisdicción del FMI en virtud del Artículo VIII, secciones 2(a) y 3. Entre los elementos que podrían dar origen a restricciones cambiarias y/o prácticas de tipos de cambio múltiples, cabe mencionar los siguientes: (i) las amplias limitaciones al acceso al mercado de cambio local (incluyendo la aprobación previa del banco central y los límites que impone) para efectuar pagos y transferencias destinadas a transacciones internacionales corrientes, así como el acceso limitado a las divisas para ciertas operaciones invisibles; (ii) la desviación entre el tipo de cambio oficial y el tipo del mercado paralelo que se traduce en un diferencial de más de 2 por ciento entre los tipos para las transacciones internacionales corrientes; y (iii) la imposición de un impuesto a ciertas operaciones en moneda extranjera.

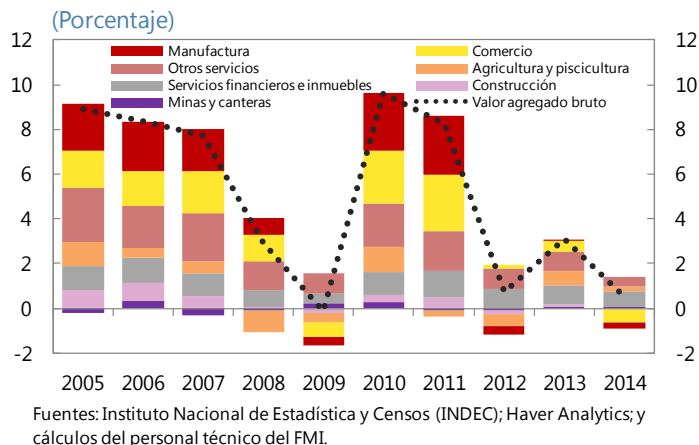
7. Sin embargo, las mismas medidas que se tomaron para contener las presiones sobre la balanza de pagos argentina contribuyeron a la pronunciada desaceleración del crecimiento del PBI.

La economía argentina creció apenas ½ por ciento en 2014. La demanda interna sufrió una contracción drástica que le restó 1¾ puntos porcentuales al crecimiento. La inversión de capital fijo retrocedió 5½ por ciento en términos anualizados, como consecuencia del shock en los términos de intercambio, la falta de financiamiento externo, el debilitamiento de la confianza de las empresas y el acotamiento del crédito interno. El consumo privado se vio perjudicado por el fuerte aumento de la inflación tras la devaluación de enero (que deprimió el ingreso disponible real) y las presiones en la balanza de pagos (que redujo la confianza de los consumidores).⁴ Las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento, ya que la desaceleración de su crecimiento se vio más que compensada por la compresión del crecimiento de las importaciones y el consumo público. Del lado de la producción, la desaceleración se evidenció en una contracción de la actividad manufacturera, que golpeó con especial dureza al sector de los automotores; por su parte, la actividad de la construcción cayó debido a la desaceleración de las obras viales y de infraestructura (aunque la construcción relacionada con el sector energético se intensificó mucho). El principal ímpetu del crecimiento del lado de la oferta fue la intermediación financiera y otros servicios, y en menor medida la agricultura.

PBI: Crecimiento y contribuciones



Contribución sectorial al crecimiento del PBI



⁴ Globalmente, el nivel general de crecimiento de 2014 puede atribuirse prácticamente en su totalidad a una discrepancia estadística positiva, ya que las contribuciones positivas de la exportación neta y el consumo público superaron en términos amplios el efecto de lastre generado por la inversión y el consumo privado.

8. La fuerte caída de la participación en la fuerza laboral y el aumento del empleo público amortiguaron el impacto en la tasa de desempleo.

Tanto la tasa de participación como la de empleo bajaron en 2014 y luego se recuperaron en parte para fines del año, cuando terminaron alrededor de ½ punto porcentual por debajo de los niveles de fines de 2013. La tasa de desempleo aumentó solo ½ punto porcentual desde fines de 2013, para ubicarse en 7 por ciento a fines de 2014; la gran mayoría de los nuevos puestos de trabajo se crearon en el sector público (según las estimaciones del personal técnico, la tasa de desempleo habría sido ½ punto porcentual más alta sin ese pico de aumento en el empleo del sector público).

9. Los indicadores hacen pensar que el ritmo de contracción de la actividad económica tocó fondo a fines de 2014, aunque la manufactura continúa resintiéndose (gráfico 2).

La actividad de la construcción se expandió 3,8 por ciento en los dos primeros meses de 2015, gracias en parte a un programa de crédito para la vivienda subsidiado por el gobierno (PROCREAR),⁵ y las ventas minoristas crecieron 2,2 por ciento en el primer trimestre de 2015. La estabilización de las presiones sobre la balanza de pagos y la expectativa de un cambio de las políticas con las elecciones presidenciales de fin de año afianzaron la confianza, gracias a lo cual los mercados de acciones y de bonos exhibieron un vigoroso desempeño.

10. El déficit fiscal del gobierno federal empeoró en 2014 (gráfico 3).

El déficit fiscal del gobierno federal aumentó de 1,9 por ciento en 2013 a 2½ por ciento del PBI en 2014, a pesar de un aumento significativo de la transferencia de utilidades del banco central (BCRA) y del sistema de seguridad social (ANSES). Si se excluye a ambos, el déficit global aumentó un porcentaje récord de 5,3 por ciento en 2014, comparado con 3,6 por ciento el año anterior. El gasto primario creció 40 por ciento, principalmente como consecuencia del aumento de las transferencias al sector privado (5½ por ciento del PBI), dos tercios de las cuales correspondieron a subsidios energéticos (recuadro 3). El gasto real en sueldos y prestaciones de la seguridad social también aumentó con rapidez debido a las elevadas alzas de los sueldos y las jubilaciones nominales y a la expansión del empleo en el sector público. El gasto primario no daba señales de moderarse a comienzos de 2015; el crecimiento interanual del gasto superó los ingresos y la inflación en los dos primeros meses del año.

⁵ Lanzado en junio de 2012, el programa de crédito PROCREAR incluye créditos hipotecarios subsidiados con vencimientos a 20–30 años y tasas de interés de 2–14 por ciento. Incluye préstamos para la construcción, ampliación y refacción de viviendas, así como para la promoción de urbanizaciones. Los préstamos se adjudican mediante sorteo. El objetivo es proporcionar 400.000 préstamos en cuatro años.

Recuadro 3. Subsidios Energéticos en Argentina

Los subsidios energéticos, que benefician más que nada a los consumidores de electricidad y gas natural, crecieron con rapidez durante la última década. En 2014, equivalieron a 3½ por ciento del PBI; es decir, el doble del tamaño de la inversión del gobierno federal. En 2006, eran el equivalente a ½ por ciento del PBI. Este aumento ha sido uno de los factores que más ha contribuido al empeoramiento de las finanzas públicas argentinas. Los subsidios energéticos de Argentina se ubicaron entre los más altos de América Latina y el Caribe en 2011–13, superados solo por los de Venezuela, Ecuador y Bolivia (documento WP/15/30 del FMI).

Subsidios Energéticos y Saldos Fiscales Federales
(Porcentaje del PBI)

	2012	2013	2014	2015 1/
Subsidios energéticos	2.0	2.4	3.7	3.5
Saldo primario	-0.2	-0.7	-0.9	-1.6
Saldo global	-2.0	-1.9	-2.5	-4.0

Fuentes: ASAP; Mecon; y proyecciones del personal técnico del FMI.
1/ Proyecciones del personal técnico del FMI.

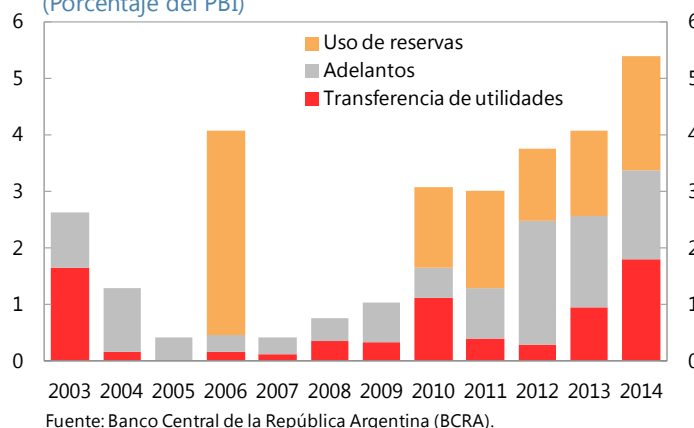
Aunque los subsidios energéticos se instituyeron originalmente para amortiguar el impacto en los consumidores tras la fuerte devaluación cambiaria de 2002, se han arraigado como programas de prestaciones sociales. Las tarifas de la electricidad y del gas natural se congelaron en 2002 y desde entonces se ajustaron en algunas ocasiones por razones excepcionales (en 2004, 2011 y 2014) pero no lo suficiente como para mantenerse a la par de la inflación ni de los crecientes costos de producción. En consecuencia, la brecha entre el precio internacional de la energía y los precios internos continuó ensanchándose. Se estima que en enero de 2015 los precios promedio del gas natural y de la electricidad en Argentina equivalían a 28 por ciento y 22 por ciento de los respectivos precios de referencia internacionales.

La depreciación del tipo de cambio (en particular la registrada en 2013–14) ha contribuido al aumento de los subsidios. Aproximadamente una cuarta parte del gas natural que se consume (incluyendo el que se utiliza para generar electricidad) ahora es importado, y existe una gran diferencia entre el precio de las importaciones en pesos y los precios minoristas. Por ejemplo, el precio de importación que le pagaba la empresa estatal ENARSA (Energía Argentina Sociedad Anónima) a Bolivia era de US\$10,1 por mBTU a fines de 2014, mientras que el precio interno promedio (incluyendo el que pagaban los consumidores industriales, comerciales y residenciales) era de US\$3,9 por mBTU (las tarifas residenciales son sustancialmente más bajas que este promedio). Las tarifas eléctricas residenciales de Argentina eran por lejos las más bajas de la región: las de Uruguay, Chile y Brasil eran 21, 11 y 9 veces más altas, respectivamente.

Los subsidios energéticos de Argentina son sumamente regresivos e imponen un elevado costo económico. Se estima que alrededor de 40 por ciento de los hogares más pobres no tiene acceso a la red de gas natural y debe comprar gas licuado de petróleo al doble o al triple del precio del gas natural. En 2008, el gobierno instituyó la garrafa social a un precio subsidiado más bajo, pero no es fácil conseguirla. Hace poco se puso en marcha el programa Hog.Ar, que brinda transferencias de efectivo directamente a hogares de bajo ingreso sin acceso a la red de gas natural para cubrir parte del costo de las garrafas de gas. Según los estudios, en promedio, el 20 por ciento más pobre de los hogares de los países de ingreso bajo y mediano recibe apenas 10 por ciento de los subsidios al gas natural y 9 por ciento de los subsidios eléctricos. Además de agudizar los desequilibrios fiscales y externos, los subsidios han llevado al déficit de inversión y a la escasez energética.

11. El déficit fiscal ha estado financiado principalmente por el banco central. Privado de acceso a los mercados internacionales de capital, el gobierno central ha recurrido primordialmente al balance del BCRA para financiar el creciente déficit. En 2014, casi dos tercios del déficit fiscal global se financió con préstamos del BCRA.⁶ El Tesoro pudo financiarse en los mercados financieros internos mediante US\$4.700 millones en bonos en 2014: en marzo, junio y septiembre emitió bonos en pesos, y en octubre y noviembre, bonos vinculados al dólar de EE.UU. (regidos por la legislación nacional y pagaderos en pesos). En abril de 2015 se movilizaron otros US\$1.400 millones en bonos denominados en dólares de EE.UU.

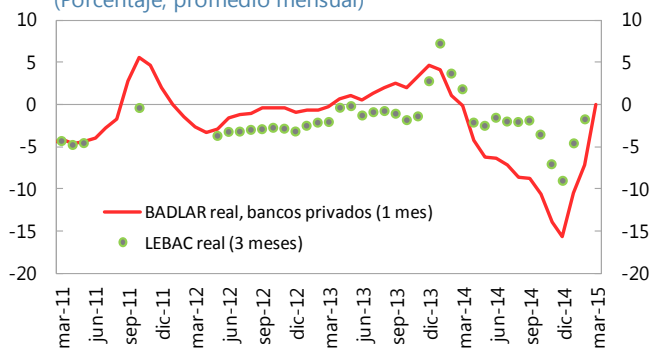
Asistencia del Banco Central al Tesoro
(Porcentaje del PBI)



12. El banco central esterilizó gran parte de las actividades de creación de dinero en 2014 (gráfico 4). La base monetaria creció a una tasa promedio mensual (interanual) de 20 por ciento en 2014—en comparación con un 30 por ciento en 2013—porque el BCRA esterilizó 75 por ciento del financiamiento del gobierno mediante letras a corto plazo (LEBAC) y operaciones de reporto con bancos locales. Sin embargo, el crecimiento de la base monetaria se ha acelerado últimamente y promedió un 28 por ciento (interanual) en febrero–marzo de 2015, debido a la creciente demanda fiscal que enfrenta el banco central y a una política de esterilización menos intensa.

13. El aumento de la inflación y las expectativas de depreciación redujeron la demanda de dinero en 2014. Para proteger la moneda tras la devaluación de enero de 2014, prácticamente se duplicó la tasa de interés de las LEBAC, de 16 por ciento a fines de 2013 a 29 por ciento a comienzos de febrero de 2014; la tasa se mantuvo estable en 27 por ciento el resto de 2014 y bajó a 26 por ciento a comienzos de 2015. Del lado

Tasas de interés reales
(Porcentaje, promedio mensual)



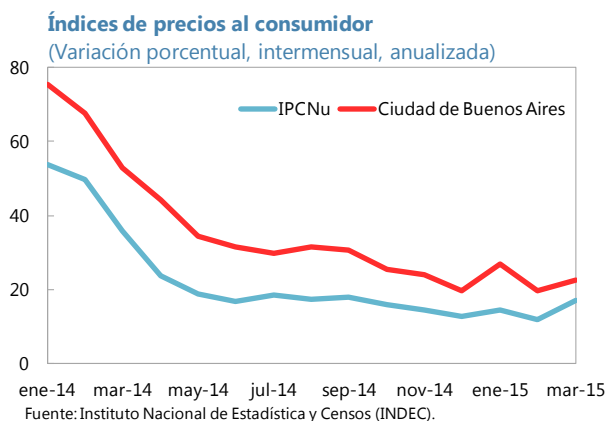
Fuentes: Banco Central de la República Argentina (BCRA); Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); y cálculos del personal técnico del FMI.

⁶ El BCRA le proporciona al Tesoro financiamiento por debajo de la línea a través de *adelantos transitorios*, sujetos a un límite que fija la Carta Orgánica del BCRA y que está basado en una fórmula en la cual se incluyen el nivel del ingreso federal total y la base monetaria. El banco central también otorga préstamos en moneda extranjera al Tesoro (*uso de reservas* en el gráfico del texto) para financiar el reembolso de deuda pública denominada en moneda extranjera.

de los depósitos, las tasas han ido retrocediendo durante el último año: la tasa BADLAR (sobre grandes depósitos a corto plazo) se ubicó en 21 por ciento en abril de 2015, frente a 26 por ciento 12 meses antes, y se mantiene negativa en términos reales. Esto ha producido un efecto negativo en la demanda de saldos de dinero, tal como lo sugiere el aumento de la velocidad del dinero observado en la mayor parte de 2014.

14. La expansión del financiamiento interno del gobierno federal ha producido una contracción de crédito al sector privado. La exposición del sistema bancario a la deuda del sector público, entre otras cosas mediante préstamos e instrumentos del BCRA, se incrementó significativamente en 2014, de 19 por ciento del total de activos a fines de 2013 a 26 por ciento a fines de 2014 (30 por ciento de la exposición total del sector bancario corresponde a bancos privados). Esto le ha dejado al sistema bancario escasos recursos para financiar al sector privado. El crédito privado bajó de 31 por ciento (interanual) a fines de 2013 a 19 por ciento para comienzos de 2015 (una contracción de 3 por ciento en términos reales). El banco central ha adoptado una serie de medidas en el curso del último año: impuso una tasa de interés mínima a los depósitos a plazo (vinculada a la tasa de interés de las LEBAC a 3 meses); fijó topes a las tasas de interés de los préstamos personales y las tarjetas de crédito; y exigió a los bancos prestar como mínimo 5½ por ciento de los depósitos a la pequeña empresa (implícitamente a tasas de interés subvencionadas). Sin embargo, estas medidas no han frenado la contracción del crédito. La elevada inflación y la depreciación del peso han reforzado la rentabilidad de los bancos argentinos en los últimos años (dada su posición neta positiva en divisas), pero la desaceleración del crecimiento del crédito y el debilitamiento de la actividad económica plantean riesgos para la rentabilidad bancaria de cara al futuro.

15. Después del fogonazo inflacionario que siguió a la devaluación de comienzos de 2014, la inflación se moderó pero se mantiene entre los niveles más altos del mundo. De acuerdo con la nueva estimación oficial de la inflación anual (IPCNu), 2014 cerró con 23,9 por ciento, en comparación con una tasa mensual anualizada de casi 40 por ciento en el primer trimestre de 2014.⁷ Los sueldos nominales subieron 33 por ciento en 2014 y mantuvieron un ritmo parecido a comienzos de 2015. La desfalleciente economía y la depreciación del tipo de cambio dispararon el impacto inflacionario de la devaluación de enero. La expansión del programa Precios Cuidados también contribuyó a suavizar las presiones inflacionarias.



⁷ Los índices comparativos, como el de la Ciudad de Buenos Aires, mostraban un nivel de inflación (interanual) más alto para diciembre de 2014, pero también disminuyeron durante el curso de 2014 y el primer trimestre de 2015.

2015: DEBIL CRECIMIENTO, PROFUNDAS VULNERABILIDADES

16. Es probable que la economía argentina continúe sufriendo dificultades en 2015, teniendo en cuenta lo difícil del ambiente externo y la persistencia de los desequilibrios internos:

- **Contracción del producto.** El respaldo que generan las políticas macroeconómicas de expansión y la caída de los precios del petróleo no bastará para compensar el impacto del empeoramiento de las condiciones externas. Las exportaciones se contraerán más a causa de la desaceleración de los principales socios comerciales, los términos de intercambio seguirían desmejorando y el persistente cepo cambiario continuará lastrando la actividad y deprimiendo la confianza de las empresas. El aumento del gasto público apuntalará el consumo de los hogares, pero no lo suficiente como para compensar la contracción de la inversión y la exportación. El PBI crecerá -0,3 por ciento en 2015, aunque según las proyecciones el crecimiento podría ser menor.

- **Creciente déficit fiscal.** Las estimaciones apuntan a que el abaratamiento de la energía reduzca los subsidios energéticos alrededor de ½ por ciento del PBI en 2015. Sin embargo, se prevé que la disminución de los impuestos a la exportación (debido al empeoramiento de los términos de intercambio), la debilidad de los aranceles de importación (debido al cepo cambiario y a la contracción de la actividad económica) y el creciente nivel del gasto en sueldos y jubilaciones profundicen el déficit primario federal hasta llevarlo a 1,6 por ciento del PBI (4,1 por ciento del PBI excluyendo las transferencias del BCRA y de la ANSES) este año

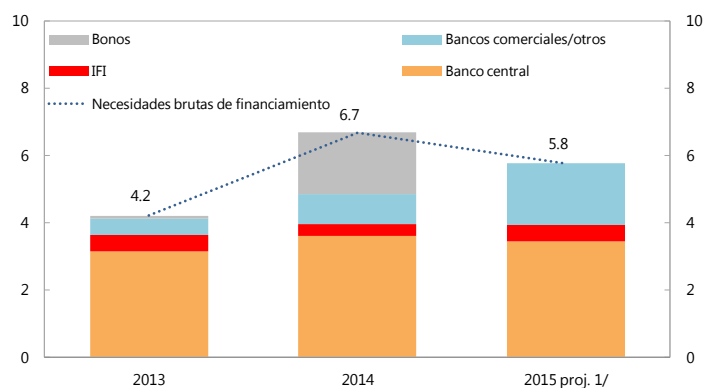
- **Expansión del financiamiento monetario.** Las necesidades brutas de endeudamiento del gobierno

Operaciones del gobierno federal
(Porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013	2014	2015 (Proy.)
Ingreso	24.6	26.0	27.5	29.7	29.6
Gasto primario	24.3	26.1	28.2	30.5	31.3
Efectivo de intereses	1.5	1.9	1.2	1.6	2.4
Saldo primario	0.2	-0.2	-0.7	-0.9	-1.6
Saldo primario, exc. transferencias 1/	-0.4	-1.3	-2.4	-3.6	-4.1
Saldo global	-1.3	-2.0	-1.9	-2.5	-4.0
Saldo global, exc. transferencias 1/	-2.0	-3.1	-3.6	-5.3	-6.5
Part. inf.: Deuda bruta del gobierno gen	35.8	37.3	40.2	48.6	48.4

Fuentes: Banco Central de la República Argentina (BCRA) y cálculos del personal técnico
1/ Excluye las transferencias de utilidades del BCRA y las transferencias de la ANSES.

Necesidades y fuentes de financiamiento del gobierno federal
(Porcentaje del PBI)



Fuentes: Banco Central de la República Argentina (BCRA); y estimaciones del personal técnico del FML
1/ El financiamiento proyectado con bancos comerciales/otros incluye la emisión de bonos.

están proyectadas en 5¾ por ciento del PBI en 2015. Dada la falta de acceso a los mercados internacionales de capital, estas necesidades se financiarán mediante préstamos del BCRA (3,4 por ciento del PBI), instituciones financieras internacionales (½ por ciento del PBI) y la emisión de bonos y otros préstamos de los bancos comerciales locales (2 por ciento del PBI). Esto desplazará aún más el crédito al sector privado.

- **Disminución de la inflación.** A pesar del mayor financiamiento monetario, la combinación de debilidad de la economía, depreciación gradual del tipo de cambio oficial frente al dólar de EE.UU., regulación de los precios de los servicios públicos y prolongación de los programas de acuerdo de precios llevará la inflación a 21 por ciento para fin de año.
- **Continuada apreciación en términos efectivos reales.** Se prevé que el significativo diferencial de inflación de Argentina respecto de sus socios comerciales continuará profundizando el retraso cambiario. De acuerdo con las proyecciones, para fin de año la moneda se habrá apreciado 13 por ciento en términos efectivos reales. Aunque es difícil emitir un juicio debido a las numerosas distorsiones de las políticas, las estimaciones del personal técnico apuntan a un retraso cambiario de hasta 40 por ciento en relación con el nivel que correspondería a los fundamentos económicos a mediano plazo (recuadro 4).
- **Contracción del superávit comercial.** Se prevé que el abaratamiento de la energía mejorará la balanza comercial alrededor de 0,4 por ciento del PBI en 2015. Sin embargo, según los pronósticos, los precios internacionales de las principales exportaciones argentinas retrocederán aún más en 2015 (20 por ciento en el caso de la soja y 31 por ciento en el del trigo), reduciendo los ingresos por exportaciones agrícolas casi 20 por ciento este año. La debilidad de la demanda externa (particularmente de Brasil y China) y la pérdida de competitividad también deprimirán las exportaciones. Al mismo tiempo, la persistencia de los controles administrativos y cambiarios, sumada a la fragilidad de la demanda interna, suprimirá las importaciones. Se proyecta que, en términos netos, el superávit comercial bajará US\$5.000 millones en 2015.
- **Agudización de las presiones sobre la balanza de pagos.** Como consecuencia de la falta de acceso al financiamiento externo en 2015 y del creciente déficit en cuenta corriente (que alcanzaría -1,7 por ciento en 2015), los desequilibrios en la cuenta corriente y la de capital llevarán al banco central a vender divisas. Teniendo en cuenta el acceso continuo a un financiamiento externo extraordinario (principalmente la línea de canje con China) y los fondos que se prevé recibir de instituciones financieras internacionales, las reservas internacionales brutas disminuirán a US\$21.000 millones para fin de año (menos de cuatro

Necesidades de Moneda Extranjera

(Miles de millones de dólares americanos)

	2014	2015 Proy.
Déficit en cuenta corriente externa	-5.1	-9.7
Cambio en reservas internacionales brutas	0.8	-10.0
<i>Memo: stock de reservas brutas a fin de año</i>	31.4	21.4
Repagos de deuda	6.7	16.3
Servicio de la deuda 1/	6.7	13.9
Operación "swap" con China		2.4

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y estimaciones del personal del FMI.

1/ Total del servicio de deuda denominada en moneda extranjera, excluyendo el correspondiente a la deuda del BCRA, letras del tesoro y ANSES.

meses de importaciones).⁸ Una proporción significativa de estas reservas corresponderá al encaje legal en divisas y los depósitos de bancos comerciales en el BCRA (que ascendían a US\$8.100 millones a fines de 2014).

Recuadro 4. Competitividad y Evaluación del Tipo de Cambio

La cuota de mercado mundial de Argentina ha sufrido una fuerte disminución desde 2012, lo cual es indicativo de una erosión gradual de la competitividad de las exportaciones. Empleando un análisis de cambios en la cuota de mercado, los aumentos o las disminuciones de las cuotas de los mercados de exportación pueden atribuirse a tres factores diferentes: (i) un

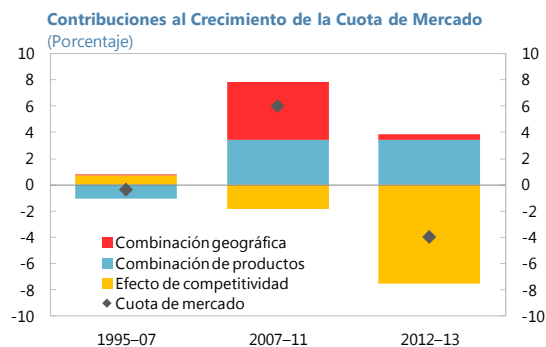
efecto de combinación de productos (que indica qué proporción del aumento se debe a la exportación de una combinación de productos más favorable que la de exportadores de una competitividad parecida); (ii) un efecto de combinación geográfica (qué proporción del aumento se debe a la exportación hacia un grupo más dinámico de países de destino); y (iii) un efecto de competitividad (el aumento residual que no puede atribuirse a efectos de los productos ni a efectos geográficos). Si se aplica este enfoque a las exportaciones argentinas se observa que en el período 2007–11, la marcada mejora del desempeño

de las exportaciones puede atribuirse a efectos favorables de combinación geográfica y de productos (gracias a la concentración de las exportaciones en productos cuyos precios aumentaron mucho, como las materias primas, y a economías de rápido crecimiento como Brasil y China). Sin embargo, desde 2012, la cuota argentina del mercado de exportación se redujo drásticamente debido a una pérdida significativa de competitividad.

La presencia de un mercado cambiario paralelo con una prima elevada y sostenida es otro indicio del retraso cambiario. Así lo confirma particularmente el hecho de que lo que dio origen a ese mercado paralelo fue la adopción del cepo cambiario (recuadro 2).

Las estimaciones cuantitativas del desalineamiento del TCER hacen pensar que el retraso cambiario del peso argentino es significativo. Las metodologías regulares de análisis del desalineamiento del tipo de cambio (p. ej., CGER, EBA) no se pueden aplicar con facilidad a Argentina y arrojan una banda relativamente amplia de sobrevaluación del peso, que va de 5 por ciento a 40 por ciento:

- La metodología EBA sugiere que el déficit en cuenta corriente es mayor que el nivel normal a mediano plazo, con una brecha de la cuenta corriente estimada en -1,6 por ciento del PBI. Estas estimaciones apuntan a una sobrevaluación del TCER de aproximadamente 12 por ciento.
- La metodología de la sostenibilidad externa. Teniendo en cuenta la incertidumbre que rodea al financiamiento externo futuro y a la liberalización de los controles de la cuenta de capital, es difícil seleccionar el nivel adecuado del coeficiente activos externos netos (AEN)/PBI que estabiliza la cuenta corriente. Utilizando una variedad de coeficientes AEN/PIB como metas de referencia, que van del último promedio regional de los países de ALC (-12,3 por ciento) al último valor observado de Argentina (3,5 por ciento a fines de 2013), el retraso cambiario iría de 5 por ciento a 40 por ciento.
- La metodología de la paridad de poder adquisitivo (PPA) a largo plazo mide el desalineamiento del TCER como la diferencia proporcional entre el último valor observado del TCER y la media. Tomando un TCER basado en los sueldos y el promedio en 20 años como referencia, esta metodología arroja un retraso cambiario de aproximadamente 40 por ciento en enero de 2015.



Fuentes: Tiffin (2013) y cálculos del personal técnico del FMI.

⁸ Se supone que las obligaciones con China se habrán saldado íntegramente en 2016: el crédito activado en 2014 (US\$2.400 millones) habría sido reembolsado para fines de 2015, y los nuevos préstamos de 2015 vencerán en 2016.

17. Dada la variedad de las distorsiones y la precaria situación de la balanza de pagos, los riesgos han evidentemente aumentado (véase el cuadro que contiene la matriz de evaluación del riesgo). La mayor parte de los riesgos externos existen también en otras economías de mercados emergentes, pero Argentina se encuentra más expuesta debido a los desequilibrios internos.

- La debilidad inesperadamente intensa de la actividad de los mercados emergentes sistémicos exacerbaría la contracción de las exportaciones argentinas, así como la caída de los términos de intercambio y la IED. Las presiones sobre las reservas se agudizarían, lo cual podría llevar a las autoridades a reforzar el cepo cambiario, con el correspondiente efecto negativo en la actividad.
- El fortalecimiento del dólar de EE.UU. y el debilitamiento del real brasileño dificultarían la tarea de mantener el lento ritmo de la depreciación nominal o profundizarían aún más el retraso cambiario. Esto generaría presión a favor de otra devaluación discreta del peso, lo cual a su vez redoblaría las presiones inflacionarias. Las inquietudes de los sindicatos en torno a la pérdida de poder adquisitivo podrían crear tensiones sociales.
- La intensidad imprevista del aumento del déficit fiscal incrementaría la demanda de financiamiento del banco central y dificultaría la esterilización de la expansión monetaria resultante. Esto precipitaría expectativas de depreciación del peso y provocaría un ataque especulativo contra la moneda.

18. Se presenta un escenario a la baja cuantificado provisional para ilustrar el impacto potencial de algunos de

estos riesgos. El escenario supone una profundización más rápida del déficit fiscal, de alrededor de 2 por ciento del PBI, financiada con una expansión de la base monetaria y una contracción aún más profunda del crédito privado. El traslado a la inflación provocaría una apreciación real más fuerte y agotaría las reservas internacionales. Las expectativas de depreciación del tipo de cambio y el aumento de la inflación se redoblarían, y se aceleraría la caída tanto de la inversión como del consumo privado, restándole crecimiento al PBI.

	Escenario de base e ilustrativo a la baja (Variación porcentual, salvo indicación en contrario)		
	2014	2015 (proy.)	
		De base	A la baja
PBI real	0.5	-0.3	-1.8
Consumo privado	-0.5	0.4	-1.9
Inversión	-5.6	-6.2	-7.6
Consumo público	2.8	4.4	4.6
Exportaciones netas, contribución al crecimiento	1.4	0.1	0.6
Exportación	-8.1	-10.0	-10.7
Importación	-12.6	-8.9	-11.8
Inflación IPC	23.9	21.1	30.2
Tipo de cambio, AR\$/US\$ (promedio)	8.1	9.0	9.0
TCER ("+" = apreciación)	-10.0	13.0	15.5
Reservas brutas, miles de millones de US\$	31.4	21.4	9.0
Gobierno federal, % del PBI			
Saldo primario	-0.9	-1.6	-3.6
Saldo global	-2.5	-4.0	-5.9
Financiamiento del déficit, miles de millones de AR\$			
Externo	0.0	0.0	0.0
Bancos comerciales nacionales	12.2	98.9	198.5
Base monetaria	22.6	26.3	34.2
Esterilización, porcentaje del financiamiento del sector público	75.0	30.0	10.0
Crédito al sector privado (real)	-2.1	-4.8	-9.5

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); Banco Central de la República Argentina (BCRA); y estimaciones del personal técnico del FMI.

Argentina: Matriz de Evaluación de Riesgo 1/

Fuente de los riesgos	Probabilidad relativa	Impacto previsto
Prolongado período de desaceleración del crecimiento de las economías emergentes	Mediana	Fuerte La retracción de la actividad de las economías emergentes podría golpear a Argentina principalmente a través de canales comerciales, entre otras cosas mediante el impacto negativo en los términos de intercambio atribuible a la caída de los precios de las materias primas. La inversión extranjera directa potencial en Argentina también se vería perjudicada. Se agudizaría la presión sobre las reservas en divisas.
	Alta	Fuerte El fortalecimiento del dólar de EE.UU. (a medida que mejoren las perspectivas de la economía estadounidense en relación con el resto del mundo) complicaría la política argentina de mantener un lento ritmo de devaluación. Esa política profundizaría el retraso cambiario y dañaría aún más la posición externa del país a medida que se debiliten las monedas de sus principales socios comerciales.
Fortaleza persistente del dólar de EE.UU.	Alta	Mediano La fuerte volatilidad de los precios del petróleo tendría un impacto negativo en la inversión en el sector energético y demoraría proyectos de petróleo y gas de esquisto. Análogamente, un retroceso persistente de los precios del petróleo desalentaría la inversión en el sector energético. Dados los generosos subsidios energéticos que el gobierno federal le proporciona al sector privado, los vaivenes de los precios del petróleo presentan también un importante riesgo fiscal.
	Alta	Fuerte El aumento del déficit fiscal financiado con una mayor creación de dinero (p. ej., mediante los adelantos del banco central y/o préstamos en divisas) haría subir la inflación o limitaría el crédito al sector privado, de mediar la esterilización. El estímulo fiscal sería contraproducente, y la demanda de moneda extranjera se incrementaría y haría presión sobre las reservas en divisas, cuya protección requeriría fortalecer el cepo. Las expectativas de una depreciación acelerada frente al dólar de EE.UU. podrían cumplirse.
Agudización de la volatilidad de los precios del petróleo	Mediana	Fuerte El aumento del déficit fiscal financiado con una mayor creación de dinero (p. ej., mediante los adelantos del banco central y/o préstamos en divisas) haría subir la inflación o limitaría el crédito al sector privado, de mediar la esterilización. El estímulo fiscal sería contraproducente, y la demanda de moneda extranjera se incrementaría y haría presión sobre las reservas en divisas, cuya protección requeriría fortalecer el cepo. Las expectativas de una depreciación acelerada frente al dólar de EE.UU. podrían cumplirse.

1/ La matriz de evaluación de riesgo (RAM, por sus siglas en inglés) muestra acontecimientos que pueden alterar de manera sustancial la trayectoria del escenario base (el escenario con más probabilidades de materializarse según la opinión del personal técnico del FMI). La probabilidad relativa de los riesgos enumerados es la evaluación subjetiva del personal técnico con respecto a los riesgos que afectan al escenario base ("baja" indica una probabilidad de menos del 10%, "media" una probabilidad de entre 10% y 30% y "alta" una probabilidad de entre 30% y 50%). La matriz refleja las opiniones del personal técnico sobre la fuente de los riesgos y el nivel general de preocupación al momento de la preparación del presente informe. Los riesgos que no son mutuamente excluyentes pueden interactuar y materializarse de forma conjunta.

DESPUÉS DE 2015: LOS TEMAS CRÍTICOS PENDIENTES⁹

19. En octubre de 2015 se celebrarán elecciones presidenciales. Al dialogar en público, los candidatos reconocen en términos generales la necesidad de aligerar el cepo, recuperar el acceso a los mercados internacionales de capital, restablecer la confianza de los inversionistas, bajar la inflación y poner en marcha un ajuste fiscal. Sin embargo, existen importantes diferencia de opinión en cuanto al ritmo, el grado y el orden de estos cambios.

20. La incongruencia de las políticas macroeconómicas constituye el meollo de los retos económicos de Argentina. Fijarse como meta una lenta depreciación del tipo de cambio oficial frente al dólar de EE.UU. es una política incongruente con la de mantener un tipo de cambio real competitivo de cara a una política fiscal expansiva financiada mediante la creación de dinero. Al mismo tiempo, la intervención continua en la economía y los controles cambiarios son difíciles de conciliar con un crecimiento sólido y sostenido. Probablemente se requiera cierto realineamiento de las políticas internas.

21. Un programa de políticas creíble y sostenido corregiría dos grandes distorsiones:

- **Déficit fiscal y monetización.** Los ámbitos en los que más se redoblaron las presiones fiscales en los últimos años son el de las transferencias al sector privado y las jubilaciones, que combinados aumentaron más de 6 por ciento del PBI en 2007–14. Esto ha generado crecientes desequilibrios fiscales, subsanados primordialmente con la creación de dinero.
- **Un cepo cambiario generalizado,** que ha distorsionado los precios relativos, perjudicado la competitividad y el crecimiento potencial de Argentina y hecho surgir un mercado cambiario paralelo. La dualidad del mercado de cambio distorsiona las decisiones sobre inversión y consumo, incentiva la subfacturación de las exportaciones y la sobrefacturación de las importaciones, y desalienta la IED.

22. Estas distorsiones están vinculadas y se autoreforzan. Una de las lecciones más importantes que ha dejado la experiencia de otros países es que la eliminación de los controles cambiarios y la unificación de los mercados de cambio deben ir acompañadas de un ajuste creíble de desequilibrios fundamentales y las incongruencias de base entre las políticas. Sin un ajuste tal, la liberalización del mercado cambiario puede producir grandes salidas de capital, una corrección excesiva del tipo de cambio y, posiblemente, una crisis de balanza de pagos. Análogamente, la decisión de mantener los precios internos (como las tarifas energéticas) controlados y eliminar a la vez el cepo cambiario podría empeorar rápidamente la situación fiscal y crear un círculo vicioso de depreciación e inflación.

⁹ Esta sección expone las reflexiones del personal técnico sobre los retos para la política que podrían plantearse después de 2015 y es inevitablemente tentativa, dada la ausencia de un diálogo a fondo con las autoridades.

A. El Problema de las Distorsiones del Mercado Cambiario

23. Toda eliminación de los controles cambiarios y unificación de los mercados de cambio produciría probablemente una depreciación significativa del peso. Se eliminaría así el exceso de demanda de divisas (al tipo de cambio oficial vigente) y se corregiría el desalineamiento del tipo de cambio real. Si hubiera confianza en el en el futuro marco de políticas, la depreciación también podría contribuir a crear incentivos para remonetizar la economía. Ghei, Kiguel y O'Connell (1997) examinaron casos de unificación del mercado de cambio en las décadas de 1980 y 1990, y determinaron que el nivel del tipo de cambio después de la unificación por lo general coincidió con el tipo paralelo o se le acercó, especialmente en los países con un racionamiento estricto de la moneda extranjera. Sin embargo, la incertidumbre abunda, y el tipo de cambio podría depreciarse por debajo del paralelo. A fines de abril de 2015, los futuros sobre divisas hacían pensar que los mercados esperaban una depreciación del 30–45 por ciento del tipo oficial a un año.

24. El fortalecimiento de la confianza de los inversionistas ayudaría a mitigar una corrección excesiva. Entre los factores que afianzarían la confianza de los inversionistas hay una amplia variedad de reformas de política que podrían contribuir a atraer entradas de capital y limitar la depreciación del tipo de cambio, con lo cual se restablecería más rápido la idoneidad de las reservas. Si bien el impacto neto de los flujos en la dinámica cambiaria es difícil de proyectar, las estimaciones del personal técnico hacen pensar que para que se impusiera la dinámica más positiva, se necesitaría un nivel relativamente elevado de entradas de capital. De esa manera, las reservas internacionales llegarían al nivel de idoneidad fijado por el FMI,¹⁰ cubrirían el pago de los pasivos adeudados a los holdouts y los intereses pendientes de pago de la deuda reestructurada anteriormente, y compensarían las salidas de capital que podrían producirse al levantarse el cepo.

B. El Problema de los Desequilibrios Fiscales y Monetarios

25. La depreciación del tipo de cambio tras el levantamiento del cepo probablemente produciría un pico inflacionario. La indexación de los sueldos, la falta de credibilidad de la política monetaria y la demora del ajuste fiscal podrían hacer que la inflación se disparara y se hiciera luego más persistente. De hecho, la experiencia de los países de América Latina muestra que la aceleración de la inflación tras la unificación de los mercados de cambio suele ser mayor en los países que ya venían enfrentando un problema de inflación (de la Torre e Ize, 2014). En Argentina, la depreciación de la moneda inflaría también los costos fiscales de los subsidios de no mediar una descompresión significativa de los precios de la energía.

26. La experiencia internacional plantea que la estrategia de desinflación podría dar resultado si se adopta un enfoque doble para eliminar tanto los desequilibrios fiscales como los monetarios. Para tener éxito, las transiciones de un nivel de inflación alto (más de 50 por ciento) a uno bajo (menos de 10 por ciento) suelen estar basados en el fortalecimiento de la disciplina fiscal

¹⁰ Véase "Assessing Reserve Adequacy" (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>).

y el endurecimiento de las condiciones monetarias (recuadro 5). Tras el pico inflacionario inicial producido por la unificación del mercado cambiario, habrá que restablecer la credibilidad de la política monetaria y fiscal para anclar las expectativas inflacionarias y bajar así rápidamente la tasa de inflación a un solo dígito.

Recuadro 5. Experiencia Internacional con la Trayectoria de la Inflación Alta a la Inflación Baja

La experiencia de los países que han reducido la inflación de un nivel alto a un nivel bajo puede ser útil para Argentina. El análisis multinacional presentado en este recuadro se basa en una nueva base de datos del IPC mensual de 173 países que abarca el período 1946–2014 (Eyraud y McCoy, 2015, de próxima publicación). La base de datos nos permite identificar transiciones satisfactorias de una inflación alta (50–75 por ciento) a una inflación más baja (menos de 10 por ciento). La metodología utilizada para identificar regímenes de inflación se basa en la elaborada por Cagan (1956) y Fischer, Sahay y Vegh (2002). Solo consideramos “transiciones satisfactorias”, lo cual implica el fin de un régimen de alta inflación y una disminución de la inflación a niveles de un solo dígito.

Los episodios exitosos de desinflación poseen ciertas características en común:

- Suelen ser prolongados; la duración mediana de las transiciones es de casi tres años. En comparación, el episodio mediano de inflación elevada dura menos de un año.
- Suelen exhibir una concentración inicial: dos tercios de la corrección se realiza en el primer año, y el resto de la desinflación ocurre más lentamente, en el curso de los dos años siguientes.
- No perjudican necesariamente el crecimiento: el PBI real mediano se acelera a lo largo del período de transición, especialmente el primer año, cuando se observa una mejora del crecimiento de 1 por ciento, lo que concuerda con la determinación de que los elevados niveles de inflación están relacionados con un desempeño macroeconómico desfavorable (Fischer, Sahay y Vegh, 2002).
- Se caracterizan por la consolidación fiscal: se produce un ajuste fiscal significativo en el primer año de la transición, cuando la deuda pública disminuye en promedio 10 puntos porcentuales del PBI (apenas un tercio del efecto es atribuible al mayor crecimiento del PBI).
- Se caracterizan por un endurecimiento de las condiciones monetarias: las tasas de interés nominales aumentan significativamente en los dos años previos a la transición. Primero suben los rendimientos a largo plazo, seguidos de las tasas a corto plazo (10 y 20 puntos porcentuales, respectivamente). El crecimiento

mediano del dinero también disminuye a lo largo del período de transición, alrededor de 10 puntos porcentuales (dos tercios de los episodios exhiben desaceleraciones del crecimiento del dinero el año anterior al comienzo del período de transición).

Episodios de Inflación Alta y Transiciones

Episodios de inflación alta	160
Número de países	65
Duración mediana del episodio (meses)	11.5
Transiciones de inflación alta a baja	75
Número de países	62
Duración mediana de la transición (meses)	34.5
Tasa de inflación en t , mediana de la muestra	46.6
12 meses después de t , mediana de la muestra	14.2

Fuentes: International Financial Statistics y Haver Analytics.

27. Para realinear la dinámica de la inflación habrá que reorientar la política monetaria. Si se pudiera eliminar el financiamiento de BCRA, se reduciría rápidamente a cero el crecimiento de la base monetaria y se recortaría la inflación. Sin embargo, toda eliminación de los fondos que proporciona el abriría una brecha en el financiamiento fiscal, que habría que cubrir ya sea con acceso a financiamiento externo o con una reducción del déficit fiscal.

28. A corto plazo, la falta de confianza y la incertidumbre de la situación con los holdouts podrían ser un obstáculo para encontrar otras fuentes de financiamiento deficitario. Una opción consistiría en racionalizar el gasto, eliminando progresivamente los subsidios energéticos generalizados que son generosos (3½ por ciento del PBI en 2015) y sumamente distorsivos. Sin embargo, toda eliminación de estos subsidios tendría que estar acompañada de un sistema bien focalizado de transferencias de efectivo para mitigar el impacto adverso en los segmentos más vulnerables de la población, aprovechando la actual infraestructura de transferencias condicionadas de efectivo.¹¹ La desindexación de los sueldos y jubilaciones también podría ser una vía de consolidación fiscal y contribuiría a contener la espiral precios-salarios.

29. La experiencia internacional muestra que la liberalización de los precios suele contribuir a un aumento aislado de los precios pero termina reduciendo la inflación, ya que promueve una asignación más eficiente de los recursos y reduce el déficit fiscal (p. ej., Coorey et al., 2007). En el caso de Argentina, las estimaciones del personal técnico hacen pensar que si se eliminaran los subsidios energéticos para igualar los precios nacionales e internacionales de referencia del gas natural, la electricidad y los combustibles, la inflación subiría 4½–5 por ciento a corto plazo. Sin embargo, como ya no se necesitaría tanto financiamiento monetario para el déficit fiscal, se produciría un impacto desinflacionario más o menos equivalente. A más largo plazo, el impacto neto sería claramente desinflacionario.

Impacto de la Eliminación de los Subsidios Energéticos
(Porcentaje)

	Costo de la energía	Inflación
Gas natural	257	1.6
Electricidad	355	3.0
Combustible (transporte público)	4	0.1
Total		4.6

Fuentes: Montamat y Asociados; Instituto de Estadística y Censos (INDEC); y estimaciones ilustrativas del personal técnico del FMI.

30. Probablemente sería necesario replantearse el marco de la política monetaria argentina para anclar con las credibilidad la inflación. Aunque probablemente se necesitaría cierto grado de ajuste del tipo de cambio y de los precios para corregir la sobrevaluación inicial, un ajuste excesivo de la moneda sería caótico y podría poner en marcha un círculo vicioso. La experiencia multinacional sugiere que el endurecimiento de la política monetaria podría ayudar a contener la depreciación a corto plazo del tipo de cambio. Además, para alcanzar y mantener tasas

¹¹ Para dar más credibilidad a la reforma y evitar que los subsidios reaparezcan si suben los precios internacionales de la energía, se podría adoptar una estrategia duradera de reforma que despolitice el mecanismo de fijación de precios de la energía en el país, estableciendo una fórmula de cálculo automática gestionada por un organismo ajeno al gobierno.

de inflación de un solo dígito, se necesitaría un marco institucional creíble que genere una ancla nominal clara. Las opciones son diversas. Sin embargo, en una situación de fuerte desalineamiento del tipo de cambio y escasez de reservas, lo probable es que el ancla cambiaria no resulte factible. Además, sería difícil adoptar un régimen de metas de inflación dadas las dudas en torno a la credibilidad del índice oficial de inflación. Una posibilidad sería adoptar durante un tiempo metas cuantitativas monetarias explícitas que coincidieran con la trayectoria de consolidación fiscal deseada.

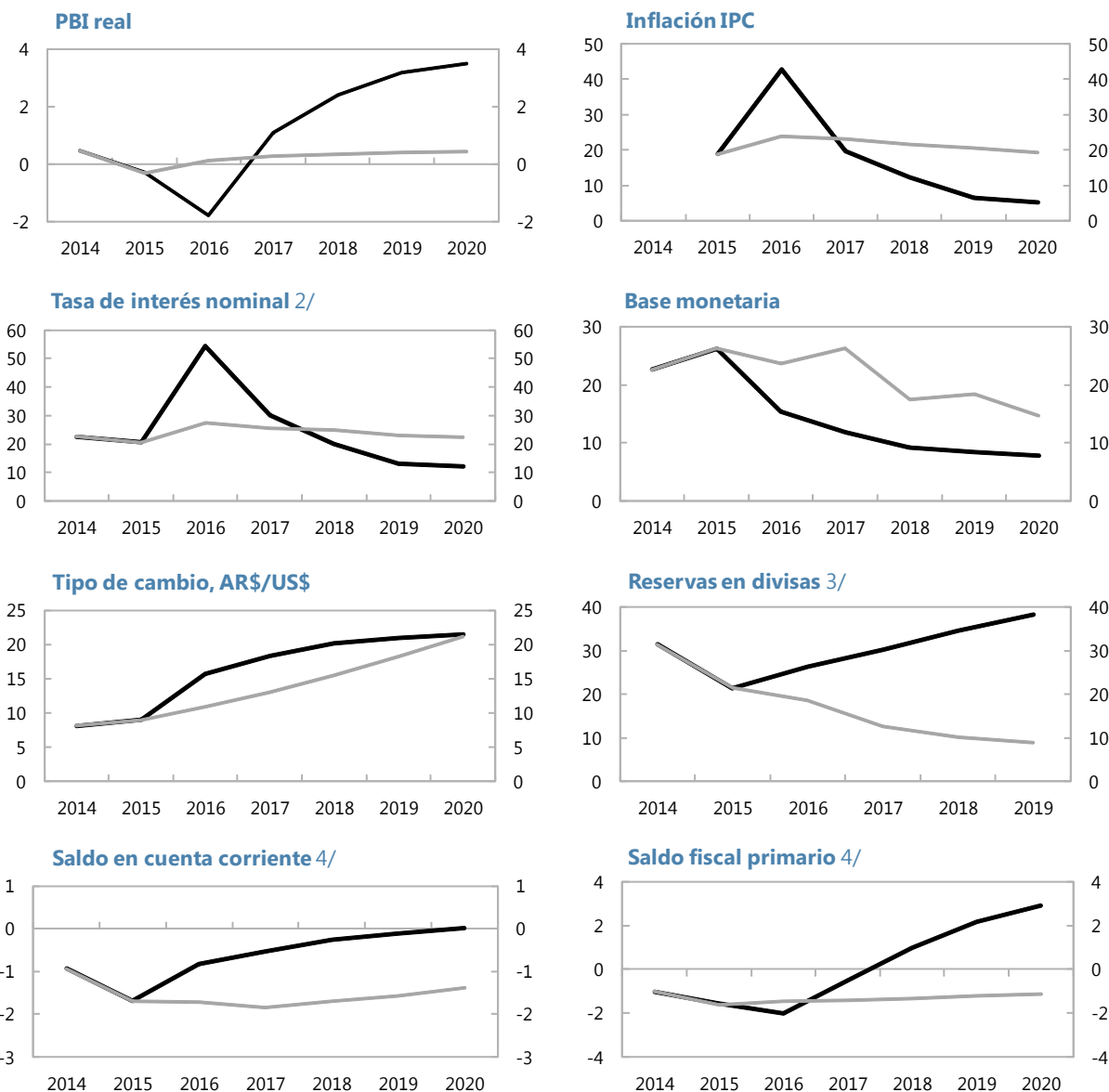
C. Un Escenario Ilustrativo

31. Se presenta un escenario en el que se unifica de entrada el mercado cambiario para ilustrar el impacto potencial de una trayectoria de ajuste posible (este escenario no pretende ser prescriptivo, dado que el equipo no ha tenido oportunidad de analizarlo con las autoridades argentinas). El escenario contempla lo siguiente:

- **Supuestos en cuanto a la unificación y el cepo.** El tipo de cambio efectivo real se deprecia alrededor de 20 por ciento en 2016, y alcanza el nivel de equilibrio para fines de año. En términos nominales, el tipo de cambio inmediatamente supera en 20 por ciento el nivel del tipo paralelo proyectado para fines de 2015 (manteniendo constante la prima de cambio). Pasado 2016, el tipo de cambio supuestamente se deprecia a la par de la inflación, y el tipo de cambio efectivo real no varía. Se presume que el cepo a las transacciones en cuenta corriente no tarda en levantarse, y el régimen produce una afluencia beneficiosa de IED.
- **Supuestos sobre políticas.** Se presume que el banco central deja de inmediato de financiar el presupuesto (alrededor de 2½ por ciento del PBI, en relación con el escenario de base contemplado en la edición de abril de 2015 del informe WEO) y que la consolidación fiscal se centra en racionalizar los subsidios energéticos (lo cual corresponde a un recorte promedio de los subsidios de 1¼ por ciento del PBI por año a mediano plazo, de modo que el total de transferencias cae de 5½ por ciento del PBI en 2015 a menos de 1 por ciento para 2020). La política monetaria reacciona con una alza abrupta de las tasas de interés (alrededor de 25 puntos porcentuales).
- **Resultados macroeconómicos.** El escenario produce una fuerte depreciación nominal (de más de 60 por ciento para fines de 2016), que se traduce en un pico inflacionario (más de 40 por ciento tras el endurecimiento de la política monetaria) y un crecimiento negativo en los salarios reales que comprimen el consumo (-2¾ por ciento). El crecimiento de las exportaciones se vuelve positivo (por primera vez desde 2011), pero las importaciones se contraen y la inversión no repunta hasta fines de 2016. En términos generales, el PBI real se contrae 1¾ por ciento en 2016, pero se acelera a mediano plazo, produciendo un aumento acumulativo a mediano plazo del PBI del orden de 7 puntos porcentuales en relación con el escenario de base.

Argentina: Escenarios Ilustrativos a Mediano Plazo

(Variación porcentual, salvo indicación en contrario; gris=escenario de base 1/, negro=ajuste)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ El escenario de base es el presentado en el informe WEO de abril de 2015.

2/ Porcentaje.

3/ Miles del millones de dólares de EE.UU.

4/ Porcentaje del PBI.

- Impacto en el sistema bancario.** A diferencia de la crisis de 2002, el sistema bancario no tiene descalces de monedas que pongan en riesgo la estabilidad financiera en un escenario de ajuste. Sin embargo, como consecuencia de las medidas regulatorias adoptadas en 2014 que los obligaron a recortar las posiciones netas en moneda extranjera, los bancos comerciales ya no tienen tanto margen para mejorar las valoraciones gracias a una devaluación. El principal impacto en el sistema bancario probablemente lo produzca el elevado nivel de la inflación y las

tasas de interés. La contracción de la actividad económica también perjudicaría a los bancos, pero las pruebas de tensión realizadas como parte de la misión de PESF de 2013 hacen pensar que los bancos resistirían en general un shock profundo del crecimiento del PBI.

32. Aunque no sería fácil liberalizar las distintas distorsiones sin producir una recesión a corto plazo, el escenario depende mucho de los supuestos utilizados, y los resultados podrían terminar siendo más favorables:

- **Impacto en el consumo (efecto riqueza).** Se presume que el impacto de la devaluación del peso en el consumo privado es negativa (tal como lo ha mostrado la relación empírica). Sin embargo, algunas estimaciones apuntan a la existencia de un importante stock de activos en moneda extranjera en manos de los hogares (fuera del sistema financiero argentino), que se apreciarían drásticamente si se unificara el mercado cambiario. El consecuente efecto riqueza positivo podría amortiguar la disminución del consumo, y la desaceleración prevista para 2016 podría ser más suave.
- **Entradas de capital.** El capital extranjero—en forma tanto de inversión de cartera como de IED—podría regresar antes de lo previsto si la estrategia económica inspirara más confianza. Eso permitiría fortalecer con más rapidez las reservas en moneda extranjera y quizás acelerar la apreciación nominal y suavizar el daño de la deflación.

D. Otras Trayectorias

33. El levantamiento rápido del cepo cambiario descrito en el escenario precedente probablemente plantee graves riesgos. El pico inflacionario y el recorte de los subsidios energéticos harían de la devaluación del peso una medida sumamente impopular. El impacto recesivo de las medidas descritas arriba podría golpear con especial dureza a los segmentos más vulnerables de la población. El surgimiento de descontento social, a su vez, podría erosionar el capital político necesario para poner en práctica algunas de las medidas descritas (por ejemplo, la consolidación fiscal), poniendo en entredicho la credibilidad del programa global de reforma. El temor a las repercusiones políticas podría disuadir al nuevo gobierno de gestionar un proceso de cambio.

34. La liberalización gradual del cepo cambiario podría alejar el riesgo de una corrección muy excesiva inmediata, pero este ordenamiento de las reformas no está exento de riesgos. Eliminar los controles a las operaciones en cuenta corriente mientras se mantienen los controles a las operaciones de las cuentas de capital y financiera podría contribuir a suavizar el proceso de ajuste. Sin embargo, ordenar y gestionar una trayectoria gradual de reforma (en términos de la política fiscal, la fijación de los precios de los servicios públicos y el cambio del marco monetario) serían tareas complejas, particularmente teniendo en cuenta la incertidumbre en torno al impacto potencial de las distintas medidas, y el respaldo político a favor de una liberalización paulatina podría agotarse. La factibilidad de una liberalización más gradual dependería de la solidez del

sistema financiero, la calidad de las instituciones y la capacidad para gestionar políticamente un período dilatado de reforma.¹²

ULTIMAS OBSERVACIONES

35. Las distorsiones y los desequilibrios macroeconómicos ponen en riesgo la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera de la economía argentina. El cepo cambiario ha distorsionado los precios relativos, creado un mercado de cambio paralelo y erosionado la competitividad. El creciente déficit fiscal está financiado cada vez más por el banco central, lo cual alimenta las presiones inflacionarias. Las tarifas de los servicios públicos están congeladas, y eso ha dañado el sector energético y abierto una brecha entre los precios minoristas y la recuperación de costos. Al mismo tiempo, los acuerdos de precios mantienen provisionalmente suprimida la inflación. Los riesgos para la balanza de pagos se han intensificado, y el crecimiento ha sufrido una fuerte desaceleración.

36. Subsanan estas distorsiones es una tarea que será difícil de eludir y que a la vez presenta retos fundamentales. Es probable que la unificación del tipo de cambio y la reducción de los controles cambiarios tengan efectos inflacionarios y planteen la necesidad de una estrategia para anclar las expectativas inflacionarias. La eliminación del predominio fiscal, el endurecimiento de la política fiscal y el restablecimiento de la credibilidad del banco central probablemente sean penosos. Un enfoque gradual podría reducir algunos de estos riesgos y, a la vez, crear nuevas incertidumbres; entre ellas, la de saber si sería posible mantener el respaldo político necesario para un programa de reforma prolongado.

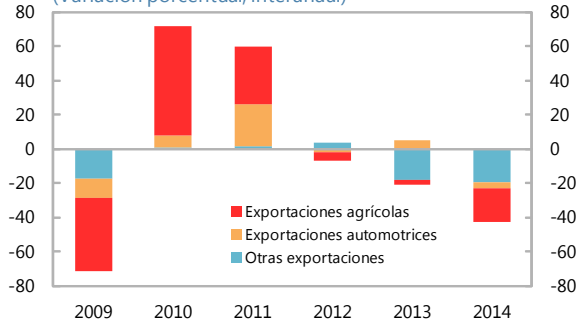
¹² Las experiencias con la unificación gradual sugieren que el proceso podría ser prolongado. Por ejemplo, en Turquía llevó casi una década lograr una unificación total en los años ochenta.

Gráfico 1. Argentina: La Posición Externa se Debilitó en 2014

Las exportaciones sufrieron una caída generalizada en 2014...

Exportación de bienes

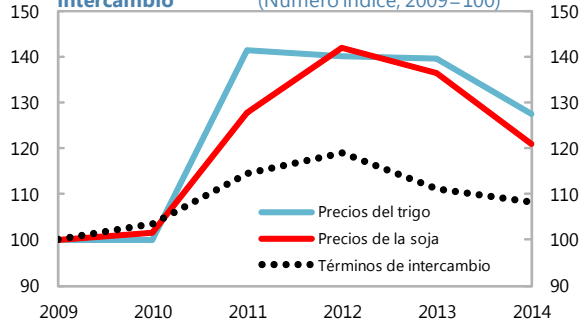
(Variación porcentual, interanual)



...de la mano de caídas en los precios de las principales materias primas exportadas.

Precios de las materias primas y términos de intercambio

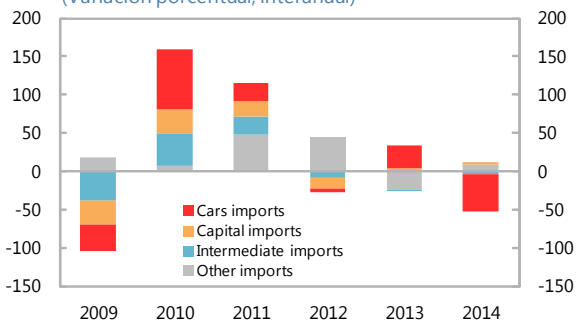
(Número índice, 2009=100)



Las importaciones también disminuyeron, debido a las estrictas restricciones (especialmente a la importación de autos) y al enfriamiento de la actividad.

Importación de bienes

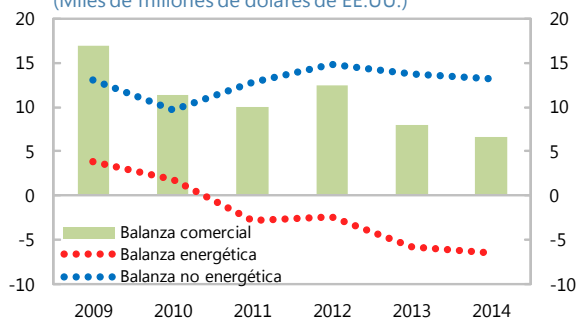
(Variación porcentual, interanual)



El superávit comercial no energético disminuyó en 2014, y el déficit energético siguió aumentando.

Balanza comercial y balanza comercial energética

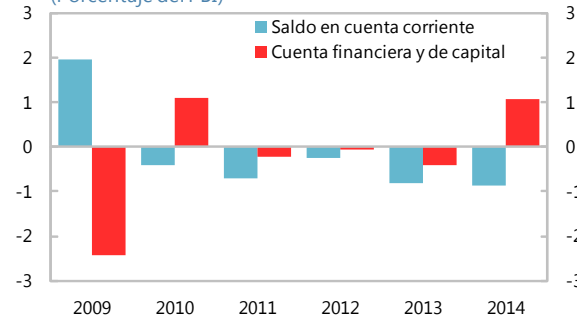
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



En consecuencia, el déficit en cuenta corriente aumentó...

Cuenta corriente

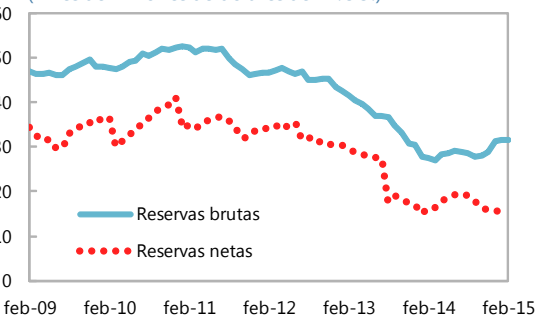
(Porcentaje del PBI)



...pero las reservas internacionales brutas se estabilizaron para fines de 2014, gracias al afianzamiento del cepo y al financiamiento extraordinario.

Reservas internacionales

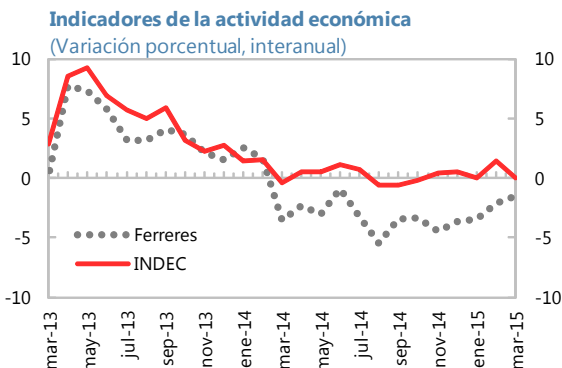
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



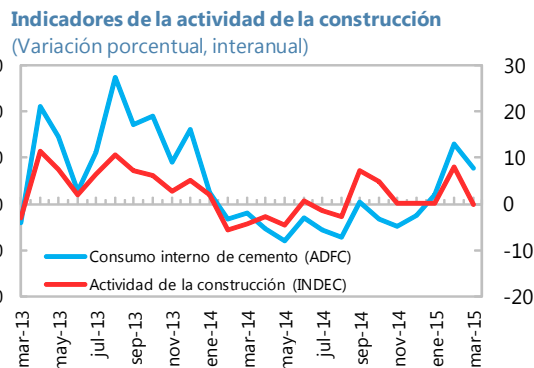
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); Banco Central de la República Argentina (BCRA); y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2. Argentina: Tras la Fuerte Desaceleración de 2014, la Actividad Económica se Estabilizó Recientemente

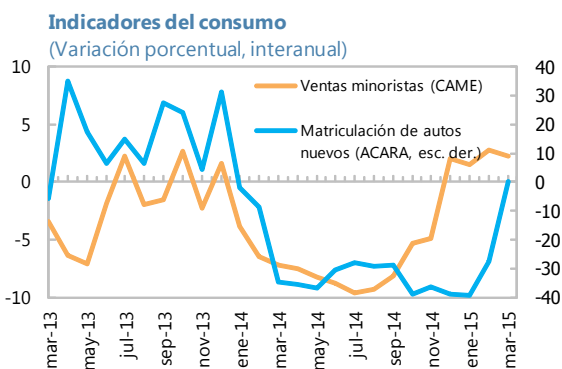
Los indicadores de alta frecuencia se han estabilizado recientemente; eso sugiere que la contracción de la actividad tocó fondo a fines de 2014.



La actividad de la construcción se recuperó ligeramente después de mediados de 2014 y ha seguido recuperándose...



...y las ventas minoristas, que fueron más bajas durante la mayor parte de 2014, también se recuperaron, pero no así la venta de autos...

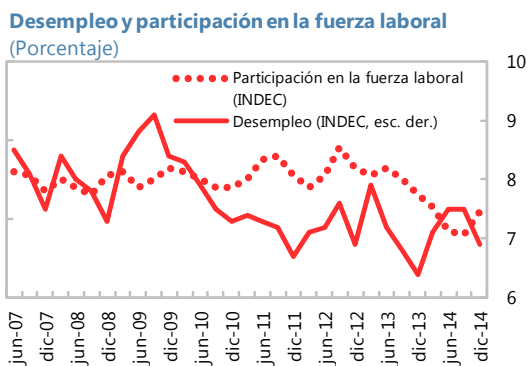
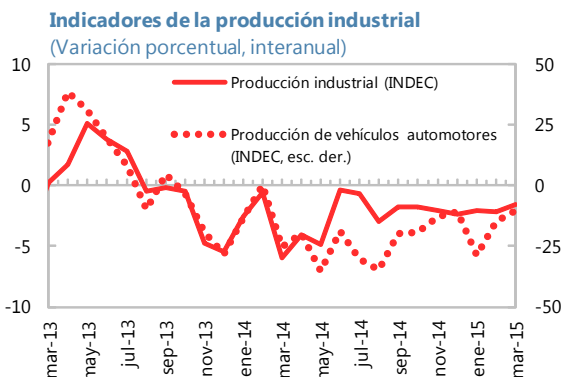


...y la confianza de los consumidores mejoró hasta hace poco.



Pero la manufactura disminuyó durante 20 meses seguidos, debido a la fuerte contracción de la producción automotriz...

...y la tasa de desempleo cerró 2014 marginalmente por encima del nivel de 2013, contenida por el empleo en el sector público.

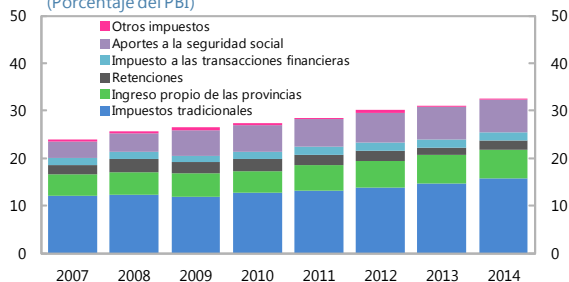


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); Asociación de Fabricantes de Cemento (ADFC); Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; Ministerio de Agricultura; Universidad Torcuato Di Tella (UTDT); oficinas estadísticas provinciales; Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL); Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME); Orlando J. Ferreres & Asociados; y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3. Argentina: La Situación Fiscal Federal Siguió Deteriorándose en 2014

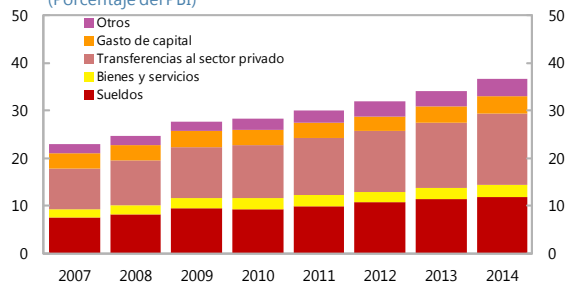
Aunque el ingreso continuó aumentando en 2014...

Ingreso fiscal del gobierno consolidado
(Porcentaje del PBI)



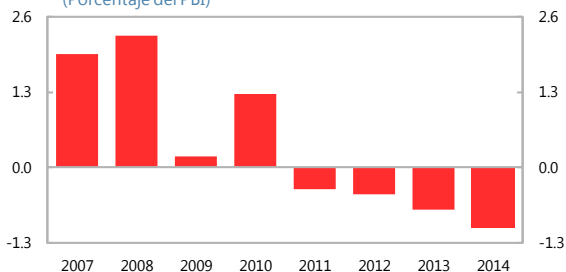
...el aumento del gasto primario lo superó, alimentado por transferencias al sector privado (principalmente, subsidios energéticos).

Gasto primario del gobierno consolidado
(Porcentaje del PBI)



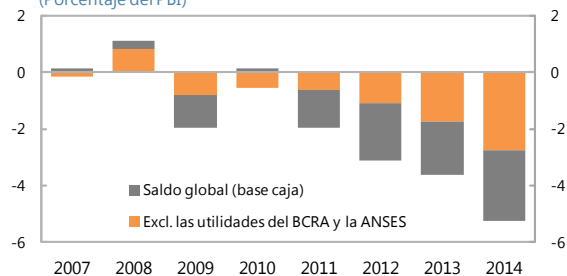
En consecuencia, el saldo primario se debilitó...

Saldo primario
(Porcentaje del PBI)



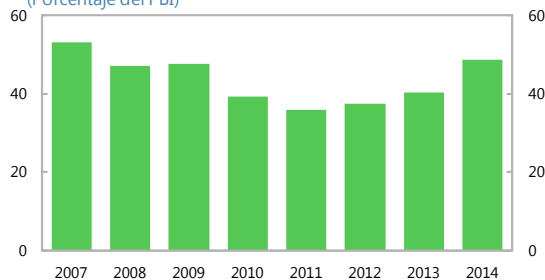
...junto con el saldo global.

Saldo global del gobierno federal
(Porcentaje del PBI)



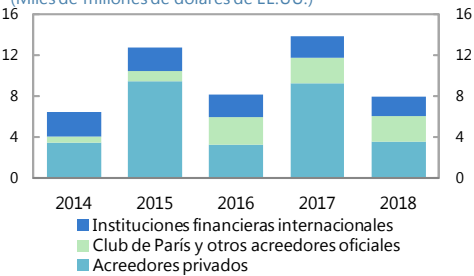
El coeficiente deuda/PBI aumentó, pero desde niveles bajos, en parte gracias a acuerdos con distintos acreedores.

Deuda pública bruta
(Porcentaje del PBI)



De cara al futuro, gran parte de la deuda en moneda extranjera viene en 2015.

Verificación de la deuda pública en moneda extranjera
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); Banco Central de la República Argentina (BCRA); Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Tesoro de Argentina; FGS; y cálculos del personal técnico del FMI.

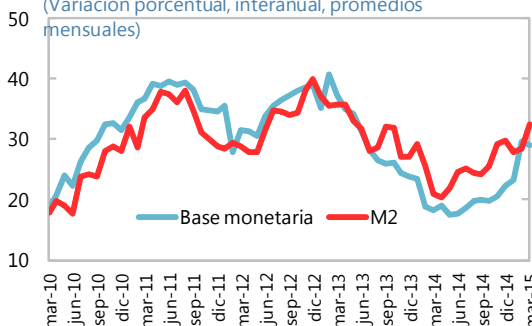
Gráfico 4. Argentina: Continuó el Financiamiento Monetario del Presupuesto Federal

Pese al creciente financiamiento monetario del déficit, el crecimiento del dinero disminuyó en 2014, para repuntar en los últimos meses...

...al mismo tiempo que se moderó la agresividad de la política de esterilización de 2014...

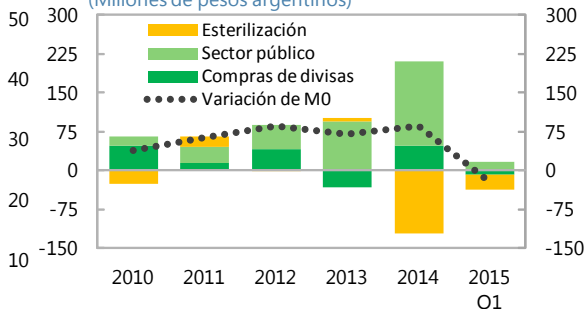
Agregados monetarios

(Variación porcentual, interanual, promedios mensuales)



Variaciones de la base monetaria

(Millones de pesos argentinos)



... a pesar de lo cual quedó un elevado volumen de notas del banco central.

Notas del BCRA

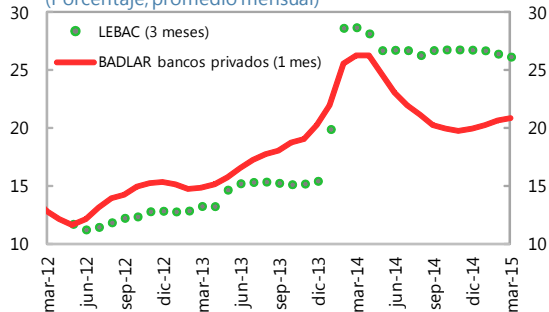
(Millones de pesos argentinos)



Las tasas de interés de esas notas aumentaron drásticamente a comienzos de 2014, mientras que las tasas pasivas bajaron el último

Tasas de interés

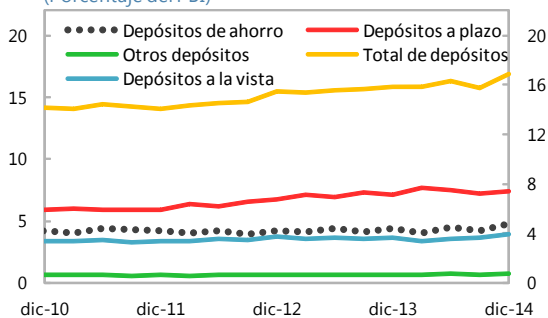
(Porcentaje, promedio mensual)



Los depósitos en los bancos se mantuvieron relativamente estables...

Depósitos de los bancos del sector privado

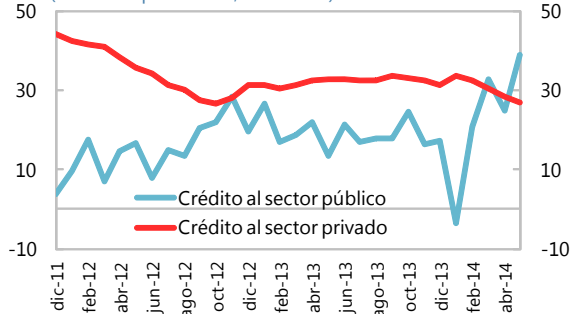
(Porcentaje del PBI)



...pero el crédito al sector privado ha disminuido, desplazado por el crédito de los bancos al sector público.

Crédito bancario

(Variación porcentual, interanual)



Fuentes: Banco Central de la República Argentina (BCRA) y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 1. Argentina: Indicadores Económicos y Financieros, 2009–15

	Promedio 2009–11	2012	2013	2014	Proy. 2015
Población(2013): 41,5 millones					
Cuota (actual; millones DEG/ % total): 2.117 / 0,89					
Principales productos y exportaciones: soja, automotores, maíz					
PBI per cápita (2014): US\$12.873					
Coeficiente de Gini (2011): 0,45					
<i>(Variaciones porcentuales anuales, salvo indicación en contrario)</i>					
Ingreso nacional, precios y mercados laborales 1/					
PBI a precios constantes	6.0	0.8	2.9	0.5	-0.3
Demanda interna	7.6	0.5	4.2	-0.8	-0.4
PBI nominal (miles millones Arg\$)	1,844.8	2,765.6	3,406.3	4,388.8	5,156.8
PBI nominal (miles millones US\$)	465.7	607.6	622.1	540.2	575.7
Inflación IPC (promedio del período)	8.8	10.0	10.6	...	18.8
Inflación IPC (final del período)	...	...	...	23.9	21.1
Tasa de desempleo (porcentaje)	7.9	7.2	7.1	7.3	7.0
<i>(Porcentaje del PBI, salvo indicación en contrario)</i>					
Sector externo					
Exportaciones f.o.b. (bienes, miles millones US\$)	69.3	80.2	81.7	71.9	56.1
Importaciones f.o.b. (bienes, miles millones US\$)	-54.1	-65.1	-70.5	-62.5	-51.7
Términos de intercambio (variación porcentual)	5.0	3.9	-6.6	-2.6	-5.5
Deuda externa total	32.8	27.1	27.7	28.5	28.5
Equilibrio ahorro-inversión					
Inversión interna bruta	18.0	17.1	17.0	17.2	16.4
Sector público	3.4	3.0	3.4	3.6	3.5
Ahorro nacional bruto	18.3	16.9	16.2	16.3	14.7
Sector público	2.1	0.6	1.3	0.8	-0.6
Saldo en cuenta corriente	0.3	-0.2	-0.8	-0.9	-1.7
Sector público					
Saldo primario	0.4	-0.5	-0.7	-1.0	-1.6
Gobierno federal	0.7	-0.2	-0.7	-0.9	-1.6
Saldo global	-1.2	-2.4	-2.0	-2.7	-4.0
Ingreso	29.1	31.5	33.4	35.6	35.6
Gasto primario	28.7	32.0	34.1	36.7	37.3
Deuda pública total	40.8	37.3	40.2	48.6	48.4
Dinero y crédito					
Base monetaria (variación porcentual)	27.3	37.9	22.7	22.6	26.3
M2 (variación porcentual)	27.1	40.1	25.6	29.3	26.3
Crédito al sector privado (variación porcentual)	...	...	31.2	21.3	15.3
Tasa de depósito a corto plazo (BADLAR, promedio)	12.0	13.8	17.0	22.6	20.6
Partidas informativas					
Reservas internacionales brutas (miles millones US\$)	48.8	43.3	30.6	31.4	21.4
Tipo de cambio (promedio, Arg\$/US\$)	3.9	4.6	5.5	8.1	...
Tipo de cambio (final del período, Arg\$/US\$)	4.0	4.9	6.3	8.6	...
TCER (2005=100, índice salarial, promedio)	145.6	191.2	198.2	178.4	...

Fuentes: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; Banco Central de la República Argentina (BCRA); y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ El 1 de febrero de 2013, el FMI emitió una declaración de censura y en diciembre de 2013 llamó a Argentina a implementar medidas específicas para remediar la calidad de los datos oficiales sobre el IPC y el PBI de acuerdo con un calendario fijado. En diciembre de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de todas las medidas específicas que había requerido para fines de septiembre de 2014 así como los pasos adoptados por parte de las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a considerar este tema según el calendario establecido en diciembre de 2013 y en línea con los procedimientos establecidos en el marco legal del FMI.

Cuadro 2. Argentina: Resumen de la Balanza de Pagos, 2007–15

	Promedio						Proy.
	2007–09	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>(Miles de millones de dólares de EE.UU.)</i>							
Cuenta corriente	6.6	-1.9	-4.0	-1.5	-5.0	-5.1	-9.7
Balanza comercial	15.8	14.0	12.9	15.2	11.1	9.5	4.4
Exportaciones f.o.b.	60.6	68.2	84.1	80.2	81.7	71.9	56.1
Productos primarios	12.6	15.1	20.2	19.2	18.7	15.1	...
Manufacturas de origen agrícola	21.4	22.7	28.2	27.7	29.0	28.0	...
Manufacturas de origen industrial	19.4	23.8	29.0	27.6	28.5	24.3	...
Energía	7.1	6.5	6.6	6.9	5.6	4.5	...
Importaciones f.o.b.	-44.8	-54.2	-71.1	-65.1	-70.5	-62.5	-51.7
Bienes de capital	-18.1	-22.0	-27.6	-25.1	-26.9	-24.0	...
Bienes intermedios	-15.1	-16.9	-20.9	-19.1	-18.7	-17.9	...
Bienes de consumo	-8.5	-11.0	-13.6	-11.9	-14.1	-10.1	...
Combustibles y lubricantes	-3.1	-4.3	-9.0	-8.9	-10.9	-10.4	...
Servicios, ingreso y transferencias	-9.2	-15.9	-16.9	-16.6	-16.1	-14.6	-14.1
Saldo de servicios	-1.0	-1.2	-2.2	-3.1	-3.9	-3.1	-3.4
Utilidades y dividendos, neto	-6.0	-10.7	-10.7	-9.2	-7.6	-8.2	-8.1
Intereses, neto	-2.3	-3.5	-3.3	-3.8	-3.7	-3.2	-2.0
Otros flujos y transferencias	0.1	-0.5	-0.6	-0.5	-0.9	-0.2	-0.6
Cuenta de capital y financiera	-4.6	5.0	-1.3	-0.3	-2.7	6.7	-1.8
Cuenta de capital	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
Inversión de cartera, neta	-2.3	11.1	-4.3	-3.2	0.1	5.1	2.5
Sector público	-1.5	10.9	-3.8	-3.3	-0.8	5.6	-3.8
Inversión extranjera directa, neta	5.5	10.4	9.4	14.3	10.2	4.5	5.4
Otra inversión, neta	-8.0	-16.6	-6.4	-11.4	-13.0	-2.9	-9.9
Errores y omisiones	0.3	-1.7	-2.8	-3.2	-5.6	-0.5	0.0
Saldo global	2.3	1.4	-8.0	-5.0	-13.3	1.2	-11.6
Financiamiento	-2.3	-1.4	8.0	5.0	13.3	-1.2	11.6
Variación de las reservas brutas (aumento -)	-5.3	-4.2	5.8	3.1	12.7	-0.8	10.0
Variaciones por valoración y moras	3.1	2.8	2.2	1.9	0.6	-0.4	1.6
<i>(Porcentaje del PBI, salvo indicación en contrario)</i>							
Cuenta corriente	1.8	-0.4	-0.7	-0.2	-0.8	-0.9	-1.7
Balanza comercial	4.3	3.0	2.3	2.5	1.8	1.8	0.8
Exportaciones, f.o.b.	16.4	14.8	15.0	13.2	13.1	13.3	9.7
Importaciones f.o.b.	-12.1	-11.7	-12.7	-10.7	-11.3	-11.6	-9.0
Cuenta de capital y financiera	-1.1	1.1	-0.2	-0.1	-0.4	1.2	-0.3
Inversión de cartera, neta	-0.5	2.4	-0.8	-0.5	0.0	0.9	0.4
Inversión extranjera directa, neta	1.5	2.2	1.7	2.3	1.6	0.8	0.9
Otra inversión, neta	-2.1	-3.6	-1.1	-1.9	-2.1	-0.5	-1.7
Partidas informativas:							
Saldo no financiero en cuenta corriente (mi)	8.9	1.7	-0.7	2.3	-1.3	-1.9	-7.7
Saldo no financiero en cuenta corriente (% d	2.4	0.4	-0.1	0.4	-0.2	-0.4	-1.3
Volúmenes de exportación (variación porce	-1.9	14.0	3.4	-6.6	3.5	-10.0	-8.9
Volúmenes de importación (variación porce	4.2	40.3	22.1	-6.9	2.6	-11.5	-8.8
Términos de intercambio (índice, 2000 = 10	116.5	125.8	139.3	144.7	135.1	131.6	124.3
TCER (2005=100, IPC privado)	123.7	144.0	160.8	191.2	198.2	178.4	...
Reservas internacionales brutas (miles millo	46.8	52.2	46.4	43.3	30.6	31.4	21.4
(en meses de importación de bienes y ser	10.1	9.1	6.3	6.2	4.1	4.8	3.8

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 3. Argentina: Operaciones del Sector Público Consolidado, 2007–15

	Promedio						Proy.
	2007–09	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>(Miles de millones de pesos argentinos)</i>							
Ingreso fiscal	331.6	535.8	687.8	870.9	1,138.3	1,564.5	1,837.4
Ingreso tributario	247.0	375.8	489.6	618.3	799.4	1,074.4	1,256.0
Aportes a la seguridad social	55.8	101.0	133.7	174.4	229.9	300.9	355.9
Otros ingresos fiscales	28.8	59.1	64.6	78.2	109.0	189.1	225.6
Gasto primario	314.3	512.9	696.5	883.8	1,162.7	1,609.2	1,920.9
Sueldos	104.0	167.5	227.5	293.7	382.5	517.6	627.4
Bienes y servicios	24.4	40.0	53.1	63.7	85.5	115.5	136.6
Transferencias al sector privado	121.0	202.9	277.2	356.1	466.3	659.5	811.7
Pensiones federales	66.1	107.1	147.1	204.6	272.1	363.4	464.9
Gasto de capital	40.2	60.4	77.3	83.5	114.7	156.0	181.3
Otros	24.7	42.0	61.3	86.8	113.8	160.5	163.9
Saldo primario	17.3	22.9	-8.7	-12.9	-24.5	-44.8	-83.5
Efectivo por intereses	20.1	22.8	36.4	52.3	43.6	73.9	125.0
Saldo global (efectivo)	-2.8	0.1	-45.1	-65.2	-68.0	-118.7	-208.5
<i>(Porcentaje del PBI)</i>							
Ingreso fiscal	26.6	29.6	29.8	31.5	33.4	35.6	35.6
Ingreso tributario	19.9	20.8	21.2	22.4	23.5	24.5	24.4
Aportes a la seguridad social	4.4	5.6	5.8	6.3	6.7	6.9	6.9
Otros ingresos fiscales	2.3	3.3	2.8	2.8	3.2	4.3	4.4
Gasto primario	25.1	28.3	30.1	32.0	34.1	36.7	37.3
Sueldos	8.3	9.3	9.8	10.6	11.2	11.8	12.2
Bienes y servicios	1.9	2.2	2.3	2.3	2.5	2.6	2.6
Transferencias al sector privado	9.6	11.2	12.0	12.9	13.7	15.0	15.7
Pensiones federales	5.3	5.9	6.4	7.4	8.0	8.3	9.0
Gasto de capital	3.2	3.3	3.3	3.0	3.4	3.6	3.5
Otros	2.0	2.3	2.7	3.1	3.3	3.7	3.2
Saldo primario	1.5	1.3	-0.4	-0.5	-0.7	-1.0	-1.6
Efectivo por intereses	1.6	1.3	1.6	1.9	1.3	1.7	2.4
Saldo global (efectivo)	-0.1	0.0	-1.9	-2.4	-2.0	-2.7	-4.0

Fuentes: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 4. Argentina: Operaciones del Gobierno Federal, 2007–15

	Promedio						Proy.
	2007–09	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>(Miles de millones de pesos argentinos)</i>							
Ingreso fiscal	273.6	450.4	567.6	717.9	936.7	1,301.1	1,528.5
Ingreso tributario	202.8	307.1	396.8	329.6	404.5	563.4	654.0
Aportes a la seguridad social	55.8	101.0	133.7	174.4	229.9	300.9	355.9
Ingreso no tributario	15.1	42.4	37.2	214.0	302.4	436.8	518.6
Gasto primario	254.2	426.2	562.7	723.0	959.2	1,340.1	1,613.5
Gastos federales	169.6	291.9	394.9	516.8	689.3	969.6	1,179.9
Sueldos	31.6	57.8	74.3	96.0	122.6	171.9	205.9
Bienes y servicios	10.1	17.8	24.0	29.3	41.0	58.5	69.6
Pensiones	66.1	107.1	147.1	204.6	272.1	363.4	464.9
Transferencias al sector privado	42.0	75.9	103.6	119.5	154.1	245.2	287.0
Capital	16.4	24.6	30.5	37.2	54.3	79.3	91.2
Otros	3.4	8.7	15.5	30.3	45.3	51.3	61.4
Transferencias a las provincias	84.6	134.3	167.8	205.1	269.9	370.1	433.6
Automáticas	61.0	100.8	123.2	156.7	204.1	280.2	328.5
Discrecionales	23.6	33.5	44.5	48.4	65.7	89.9	105.1
Saldo primario	19.4	24.3	4.9	-4.0	-22.5	-38.6	-84.9
Efectivo por intereses	19.6	22.0	35.6	51.2	42.0	71.2	122.0
Saldo global (efectivo)	-0.2	2.2	-30.7	-55.2	-64.5	-109.7	-206.9
<i>(Porcentaje del PBI)</i>							
Ingreso fiscal	21.9	24.9	24.6	26.0	27.5	29.7	29.6
Ingreso tributario	16.3	17.0	17.2	18.0	18.3	19.2	19.1
Aportes a la seguridad social	4.4	5.6	5.8	6.3	6.7	6.9	6.9
Ingreso no tributario	1.2	2.3	1.6	1.7	2.5	3.6	3.7
Gasto primario	20.3	23.5	24.3	26.1	28.2	30.5	31.3
Gasto primario (excl. provincias)	13.5	16.1	17.1	18.7	20.2	22.6	22.9
Sueldos	2.5	3.2	3.2	3.5	3.6	3.9	4.0
Bienes y servicios	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
Pensiones	5.3	5.9	6.4	7.4	8.0	8.3	9.0
Transferencias al sector privado	3.3	4.2	4.5	4.3	4.5	5.6	5.6
Capital	1.3	1.4	1.3	1.3	1.6	1.8	1.8
Otras	0.3	0.5	0.7	1.1	1.3	1.7	1.2
Transferencias a las provincias	6.8	7.4	7.3	7.4	7.9	7.9	8.4
Automáticas	4.9	5.6	5.3	5.7	6.0	5.9	6.4
Discrecionales	1.9	1.8	1.9	1.7	1.9	2.0	2.0
Saldo primario	1.6	1.3	0.2	-0.2	-0.7	-0.9	-1.6
Efectivo por intereses	1.6	1.2	1.5	1.9	1.2	1.6	2.4
Saldo global (efectivo)	0.0	0.1	-1.3	-2.0	-1.9	-2.5	-4.0

Fuentes: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 5. Argentina: Resumen de las Operaciones del Sistema Financiero, 2004–14

(Miles de millones de pesos argentinos, final del período, salvo indicación en contrario)

	Promedio 2004–06	Promedio 2007–09	2010	2011	2012	2013	2014
	Banco central						
Reservas internacionales netas 1/	45.5	134.6	168.4	174.9	171.2	130.0	199.6
Activos internos netos	16.9	-24.3	-8.0	48.0	136.1	247.2	263.0
Crédito al sector público (neto)	55.5	67.5	119.8	191.5	311.7	472.2	697.7
Crédito al sector financiero (neto)	13.7	2.3	1.5	2.1	3.7	4.9	4.6
Títulos del banco central	33.1	54.9	88.6	84.2	99.9	110.5	282.1
Capital oficial y otras partidas (neto)	19.3	39.1	40.7	61.4	79.4	119.4	157.1
Base monetaria	62.4	110.4	160.4	222.9	307.4	377.2	462.6
Moneda emitida	48.4	85.7	124.5	173.1	237.0	289.2	358.8
Depósitos bancarios en el banco central	14.0	24.7	35.9	49.9	70.3	88.0	103.8
	Sistema financiero consolidado						
Activos externos netos	38.8	136.4	168.8	171.0	174.0	126.9	193.7
Activos internos netos	106.6	110.5	200.3	304.7	459.4	673.1	836.8
Crédito al sector público (neto)	113.8	95.4	147.1	205.0	311.1	460.5	785.8
Crédito al sector privado	63.1	132.9	204.4	295.0	387.5	508.5	616.6
Capital neto, reservas y otros activos	-70.4	-117.8	-151.2	-195.3	-239.2	-295.9	-565.6
Pasivos con el sector privado	145.4	247.0	369.1	475.7	633.3	800.0	1,030.5
Moneda fuera de los bancos	43.8	75.7	113.6	151.3	210.0	257.8	315.9
Depósitos en moneda local	90.5	142.0	209.0	272.1	384.1	497.0	650.6
Depósitos en moneda extranjera	11.1	29.2	46.6	52.3	39.2	45.1	64.1
	(Porcentaje del PBI)						
Activos internos netos	16.8	8.9	11.1	13.2	16.6	19.8	19.1
Crédito al sector público (neto)	18.1	7.7	8.1	8.9	11.3	13.5	17.9
Crédito al sector privado	9.4	10.7	11.3	12.8	14.0	14.9	14.1
Pasivos con el sector privado	21.9	20.0	20.4	20.6	22.9	23.5	23.5
Base monetaria	9.4	9.0	8.9	9.6	11.1	11.1	10.5
	(Variación porcentual, base 12 meses)						
Crédito al sector privado	27.7	22.4	36.5	44.3	31.3	31.2	21.3
Pasivos con el sector privado	20.1	17.5	30.3	28.9	33.1	26.3	28.8
Partidas informativas:							
Reservas internacionales netas (miles millones US\$)	14.9	38.9	42.3	40.8	35.1	20.6	23.3
Reservas internacionales brutas (miles millones US\$)	26.6	46.8	52.1	46.5	43.6	31.6	31.4
M2 (variación porcentual) 2/	25.5	18.6	34.9	30.8	40.1	25.6	29.3
M3 (variación porcentual) 3/	21.8	17.2	37.8	25.5	32.6	25.6	28.7
Tasa activa a corto plazo	7.2	15.4	10.6	14.1	14.1	17.1	23.1
Tasa de depósito a corto plazo (BADLAR)	7.0	12.0	10.1	13.4	13.8	17.0	22.6
Tasa de interés LEBAC			11.7	12.0	12.1	14.6	26.7

Fuentes: Banco Central de la República Argentina (BCRA) y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Excluye depósitos en moneda extranjera del sistema bancario.

2/ Moneda en circulación fuera de los bancos, más depósitos a la vista y de ahorro, pero no en moneda extranjera.

3/ M2 más depósitos a plazo, en moneda extranjera y otros.

Cuadro 6. Argentina: Deuda Externa, 2004–14

	Promedio 2004–06	Promedio 2007–09	2010	2011	2012	2013	2014
	<i>(Miles de millones de dólares de EE.UU.)</i>						
Deuda externa total (bruta; incluyendo <i>holdouts</i>)	147.8	150.9	140.6	152.3	153.7	149.1	159.0
<i>Porcentaje del PBI</i>	85.1	42.5	30.4	27.3	25.3	24.0	29.4
Por vencimiento							
A largo plazo	75.6	73.0	75.1	77.0	78.5	77.1	87.0
A corto plazo (incl. moras)	72.3	77.9	65.4	75.4	75.2	72.0	72.0
Sector público	43.0	42.8	22.7	27.3	25.5	22.4	22.4
Por tipo de acreedor							
Deuda con acreedores oficiales	32.7	29.0	28.4	34.0	32.1	30.6	36.4
Deuda con bancos	9.0	9.0	9.0	9.3	8.8	8.2	7.9
Deuda con otros acreedores privados	106.1	112.8	103.2	109.0	112.8	110.3	114.7
Por tipo de deudor							
Deuda oficial	97.3	94.9	80.7	84.4	83.5	81.6	89.2
Deuda bancaria	6.0	4.9	3.1	3.9	3.1	2.7	2.6
Sector privado no financiero	44.4	51.1	56.7	64.0	67.2	64.8	67.1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); Banco Central de la República Argentina (BCRA); y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 7. Argentina: Deuda Pública, 2004–14

	Promedio 2004–06	Promedio 2007–09	2010	2011	2012	2013	Prel. 2014
	<i>(Miles de millones de dólares de EE.UU.) 1/</i>						
Deuda federal bruta (incl. <i>holdouts</i>)	168.8	175.2	178.1	192.7	211.5	216.8	249.3
Deuda federal bruta al día 2/	133.7	139.9	158.0	172.7	191.4	196.7	237.8
Por moneda:							
En moneda nacional	76.5	68.4	67.7	71.4	81.1	77.2	65.6
En moneda extranjera	110.6	106.7	110.4	121.3	130.5	139.6	183.7
Por residencia:							
Tenencias de residentes externos 3/	92.8	86.8	80.7	84.4	83.5	81.6	89.2
Tenencias de residentes nacionales	75.9	88.3	97.4	108.4	128.0	135.2	160.1
	<i>(Porcentaje del PBI)</i>						
Deuda federal bruta (incl. <i>holdouts</i>)	79.7	49.3	38.6	34.5	34.8	34.8	46.2
Deuda federal bruta al día 2/	...	39.4	34.2	30.9	31.5	31.6	44.0
Por moneda:							
En moneda nacional	27.0	17.5	14.7	12.8	13.3	12.4	12.1
En moneda extranjera	53.1	30.0	23.9	21.7	21.5	22.4	34.0
Por residencia:							
Tenencias de residentes externos 3/	44.2	24.5	17.5	15.1	13.7	13.1	16.5
Tenencias de residentes nacionales	35.5	24.8	21.1	19.4	21.1	21.7	29.6

Fuentes: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Deuda en pesos argentinos convertida a dólares de EE.UU. al tipo de cambio oficial de final del período.

2/ Excluye *holdouts* y moras.

3/ Incluye *holdouts*.