

## Argentina

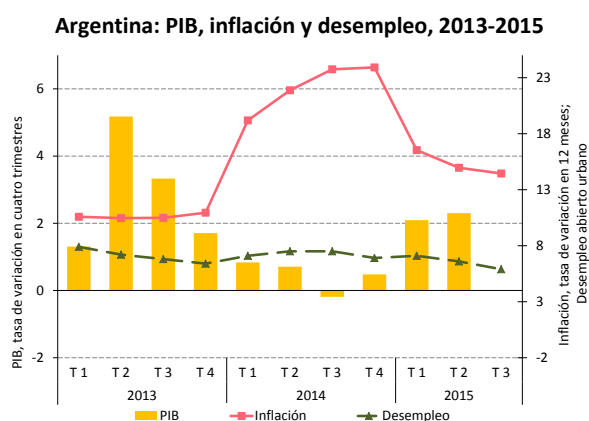
Después de crecer un 0,5% en 2014, la economía argentina mejoró su desempeño en 2015 y registró una expansión del 2,2% en el primer semestre del año, tras lograrse cierta estabilización de las tensiones cambiarias. Dicha estabilización contribuyó a que la inflación se desacelerara, aunque se mantuvo muy por encima del promedio regional. El sector público fue el factor más importante de la dinamización de la economía. El consumo privado también aumentó durante 2015, aunque de manera mucho más moderada. En términos generales, la actividad económica, en particular la inversión, siguió seriamente afectada por la incertidumbre cambiaria, que tendió a acentuarse en los meses previos a las elecciones presidenciales. La contracción de la economía del Brasil, principal destino de las exportaciones manufactureras del país, y la caída del precio internacional de la soja, principal producto de exportación, afectaron negativamente la evolución de las ventas externas. Respecto de 2014, se estima que en promedio el PIB crecerá un 2,0% en 2015, después de un probable estancamiento (o contracción) en los últimos meses del año, asociado a la agudización de la escasez de divisas. Para 2016 se espera un crecimiento del 0,8%, que podría ser menor, dependiendo de la forma en que se resuelvan los desequilibrios externos de la economía.

En 2015, con una economía restringida por la escasez de divisas, la política económica se orientó principalmente a mitigar tensiones cambiarias y a dinamizar la economía por la vía fiscal.

La política fiscal tuvo en los primeros nueve meses de 2015 un sesgo expansivo, con un incremento anual del gasto primario (36,5%) superior al aumento de los ingresos totales (28,7%), lo que dio lugar a un resultado primario negativo del -1,5% del PIB (-3,5% del PIB tras el pago de los intereses de deuda). La expansión del gasto se debió principalmente a los mayores montos destinados a prestaciones de la seguridad social, que se elevaron un 45,7% anual, y a las transferencias al sector privado (incluidos tanto los subsidios a las tarifas de servicios públicos como las transferencias monetarias directas a los hogares), que ascendieron un 38,5%.

Con relación a los ingresos, la mayor parte del aumento anual obedeció a los incrementos de los recursos tributarios (27,8%) y de las contribuciones a la seguridad social (38,5%). Los ingresos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) fueron del orden del 0,9% del PIB hasta el mes de septiembre y la remisión de utilidades del Banco Central de la República Argentina (BCRA) llegó a aproximadamente un 1,4% del PIB. Si estas últimas no fueran consideradas, el resultado primario sería del -2,9% del PIB y el resultado financiero del -4,9% del PIB.

El Tesoro Nacional se financió además con 2.711 millones de pesos de adelantos transitorios del banco central, que tuvieron un incremento del 35% interanual, y recurrió al mercado para financiar parte de las necesidades de pesos, a través de la emisión del BONAR 2017 y del



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

BONAD 17, este último vinculado a la evolución de la cotización del dólar. La deuda pública fue equivalente al 43,7% del PIB en el mes de septiembre de 2015, lo que implicó un incremento respecto del porcentaje registrado en 2014, que fue del 42,8%.

En materia de política monetaria, las principales medidas tomadas durante 2015 estuvieron orientadas a promover el crédito, estimular el ahorro en pesos y financiar la actividad productiva de las micro, pequeñas y medianas empresas. En este sentido, la autoridad monetaria fijó límites máximos a las tasas de interés de determinadas líneas de crédito y la tasa de interés activa nominal (préstamos al sector privado) bajó a un 27,2% como promedio de los primeros nueve meses del año, lo que representa una disminución de más de 2 puntos porcentuales respecto al mismo período del año anterior. A su vez, se fijaron mínimos a las tasas de interés pagadas por ciertos depósitos. La tasa de interés pasiva nominal (depósitos a plazo fijo) se mantuvo en un 21%, el mismo nivel registrado, en promedio, entre enero y septiembre del año anterior. Los depósitos a plazo fijo del sector privado se incrementaron un 37% durante ese período. Por su parte, la tasa de política monetaria (promedio de las letras del banco central (LEBAC) 70 a 111 días de plazo) registró un promedio del 26,2% en el acumulado al tercer trimestre, similar al 26,6% del mismo período de 2014. Como consecuencia, la liquidez bancaria se mantuvo relativamente estable durante este período. Con la agudización de las tensiones cambiarias durante la etapa de la elección presidencial, a principios de noviembre el banco central elevó la tasa de interés de las LEBAC en pesos en 300 puntos básicos, lo que indujo un incremento equivalente de la tasa que perciben los ahorristas por depósitos a plazo fijo.

Con relación al financiamiento productivo, se extendió la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) en la segunda mitad del año. Dicha extensión comprendió una ampliación del monto involucrado y una disminución de las tasas de interés. Además, se incrementó el coeficiente que las entidades financieras deben destinar de sus depósitos, del 6,5% en el primer semestre al 7,5% en el segundo de 2015.

Durante los primeros nueve meses de 2015, el crédito al sector privado fue el factor más importante de expansión monetaria, en gran medida debido a los programas orientados a facilitar el acceso al financiamiento del consumo, que creció más que el financiamiento productivo (un 35% y un 24%, respectivamente). Así, el 54% de la expansión de los créditos al sector privado correspondió al financiamiento del consumo, el 41% al crédito comercial y el resto a los créditos hipotecarios y prendarios. Por otra parte, continuó el financiamiento del sector público con recursos provenientes del banco central, lo que contribuyó a que la base monetaria creciera un 31% en el promedio acumulado a septiembre. La combinación de todos estos factores redundó en un aumento del 32% del agregado M3, en comparación con el registrado en el mismo período del año anterior, una cifra bastante superior al crecimiento del PIB nominal.

**Argentina: principales indicadores económicos,  
2013-2015**

	2013	2014	2015 <sup>a</sup>
	<b>Tasa de variación anual</b>		
Producto interno bruto	2.9	0.5	2.0
Producto interno bruto por habitante	1.8	-0.6	1.0
Precios al consumidor	10.9	23.9	14.3 <sup>b</sup>
Dinero (M1)	29.5	26.1	31.8 <sup>c</sup>
Relación de precios del intercambio	-6.9	-2.2	-6.7
	<b>Porcentaje promedio anual</b>		
Tasa de desempleo urbano abierto	7.1	7.3	6.3
Resultado global del gobierno central / PIB	-2.6	-4.4	-2.6
Tasa de interés pasiva nominal <sup>d</sup>	14.8	20.8	21.0 <sup>b</sup>
Tasa de interés activa nominal <sup>e</sup>	21.6	29.3	27.2 <sup>b</sup>
	<b>Millones de dólares</b>		
Exportaciones de bienes y servicios	96,494	85,998	74,449
Importaciones de bienes y servicios	89,144	79,685	73,634
Balanza de cuenta corriente	-4,568	-5,877	-11,585
Balanzas de capital y financiera <sup>f</sup>	-7,256	7,072	7,020
Balanza global	-11,824	1,195	-4,566

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

a Estimaciones.

b Datos al mes de octubre.

c Datos al mes de septiembre.

d Tasa de interés por depósitos a plazo fijo en pesos.

e Préstamos al sector privado no financiero en moneda nacional a tasa fija y repactable, documentos a sola firma hasta 89 días de plazo.

f Incluye errores y omisiones.

Si bien el año 2015 se inició en un contexto cambiario relativamente más estable que el de comienzos del año anterior, con un nivel de reservas en aumento gracias a la instrumentación de un canje de monedas (swap) con China por 11.000 millones de dólares, entre otras medidas llevadas a cabo a fines de 2014, se mantuvo la estrategia orientada a mitigar tensiones cambiarias. Se emitieron títulos en dólares (por cerca de 2.000 millones de dólares entre el BONAR 24 y el BONAR 2020) y se sostuvo la política de control de las importaciones y ciertas limitaciones a la remisión de utilidades al exterior.

Las tensiones cambiarias volvieron a recrudecer en el tercer trimestre del año, debido a la percepción de insuficiencia de divisas, luego del pago del vencimiento de deuda pública por cerca de 6.000 millones de dólares (que se sumaba a los pagos realizados previamente al Club de París y los correspondientes al vencimiento del BONAR), la intensificación de algunas medidas de racionamiento y la cercanía de las elecciones presidenciales. Después de dicho pago (que se afrontó, al igual que los anteriores, con cargo a las reservas internacionales), en noviembre de 2015, el acervo de reservas internacionales se ubicó bajo los 27.000 millones de dólares (4,3% del PIB), el nivel más bajo registrado desde julio de 2006.

En noviembre, ante la agudización de la escasez de divisas, el gobierno redujo el límite que tienen las empresas importadoras para la compra de dólares sin autorización previa (de 75.000 a 50.000 dólares), y entre octubre y noviembre el banco central utilizó los contratos de futuro (en pesos, pero actualizados por el tipo de cambio), herramienta que fue suspendida por la Comisión Nacional de Valores a partir del mes de diciembre.

Durante los primeros ocho meses del año, el peso continuó depreciándose con respecto al dólar, a un promedio del 1% mensual, en tanto que en septiembre y octubre las tensiones cambiarias se acrecentaron y la depreciación fue del 1,3% mensual. Esto se vio reflejado en la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (existente desde fines de 2011, tras el establecimiento de medidas restrictivas en el mercado de cambios), que en junio era de alrededor del 45% y entre septiembre y octubre llegó al 68%.

Entre otras políticas implementadas en 2015, en julio se convirtió en ley la movilidad de las asignaciones familiares y de las asignaciones universales para la protección social, que se actualizarán utilizando el mismo criterio que define la movilidad jubilatoria (Ley núm. 26417). Desde inicios de abril, el gobierno reemplazó el programa Garrafa para Todos por un subsidio al consumo domiciliario de gas en garrafas, mediante una transferencia monetaria directa a los hogares (Programa Hogar).

Durante el primer semestre del año, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un resultado negativo de 5.800 millones de dólares (-2% del PIB), lo que implicó un incremento del déficit respecto del registrado en el mismo período de 2014 (-1,3% del PIB). Este resultado obedece a una caída del 15,1% de las exportaciones de bienes y servicios –sobre todo por la disminución de la demanda brasileña y la baja de los precios de los principales productos de exportación–, que no llegó a ser compensada por la reducción de las importaciones (-10,4%), restringidas por la política de administración del comercio. A la pérdida de divisas reflejada en la cuenta corriente, se sumó la producida por la venta de dólares a particulares (2.800 millones de dólares). De todos modos, el saldo de la cuenta de capital y financiera fue positivo, debido a la activación de sucesivos tramos del canje de monedas acordado con China y de las emisiones de bonos públicos en moneda extranjera, antes mencionados.

Por su parte, la actividad económica exhibió un leve incremento (2,2%) en el primer semestre, como resultado del crecimiento del consumo público y de la inversión en construcción, así como de un magro incremento del consumo privado. El resto de las categorías del gasto se contrajeron. Desde el

lado de la oferta, presentaron resultados positivos tanto los servicios (2,0%) como los bienes (3,0%). Entre estos últimos, fue importante la expansión del sector agropecuario (12,3%) y de la construcción (7,4%), mientras que la industria manufacturera sufrió un leve retroceso (-0,2%), golpeada particularmente por la caída de la fabricación de automotores (-12%), que a su vez fue afectada por la merma de la demanda del Brasil.

La inflación se desaceleró respecto de la registrada el año anterior, en buena medida debido a la utilización del tipo de cambio como ancla nominal, pero se mantuvo bastante por encima de la media regional. El índice de precios al consumidor nacional urbano (IPCNU) presentó un alza interanual del 15,9% en los primeros diez meses de 2015. En particular, el índice de precios del rubro de alimentos y bebidas fue el de menor crecimiento (12,3%). De acuerdo con los informes de los institutos de estadística provinciales, que elaboran índices propios, la variación anual promedio de los precios se habría ubicado en torno al 26,6% entre enero y octubre, mostrando también una tendencia a la desaceleración respecto de la variación observada en el mismo período del año anterior (39,8%). Se registra asimismo un menor crecimiento relativo de los precios de alimentos y bebidas, que estaría asociado al efecto del programa Precios Cuidados (un programa de regulación pública de precios que se concentra particularmente en el rubro de los alimentos).

Más allá del magro desempeño que ha mostrado la actividad económica desde 2014, la tasa de desocupación mantuvo una tendencia a la baja (fue del 5,9% en el tercer trimestre de 2015, frente al 7,5% en el mismo período de 2014). La tasa de ocupación aumentó del 41,3% al 42,2%, en un contexto en que la participación en el mercado de trabajo no mostró cambios significativos (pasó del 44,7% al 44,8%). Si bien no se han producido despidos masivos, tampoco se verificaron avances en términos de registro de trabajadores (el porcentaje de asalariados sin descuento jubilatorio supera el 33%).

Las remuneraciones, medidas por el índice de salarios del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), exhibieron un incremento interanual del 30,2% entre enero y septiembre, superior al de los precios (tanto los estimados por el INDEC como los provinciales), lo que implicó un incremento del poder adquisitivo del salario medio. El salario mínimo se elevó a 5.888 pesos en agosto de 2015, lo que representa un aumento interanual del 27%. La jubilación mínima ascendió a 4.299 pesos desde septiembre, es decir, se incrementó un 33% con respecto al mismo mes de 2014.

En un escenario internacional que se presenta adverso, el crecimiento del nivel de actividad en 2016, estimado en un 0,8%, estará sujeto a la reactivación de la inversión y de las exportaciones (en el marco de la eliminación de los derechos de exportación, excepto en el caso de la soja, en que se reducirá del 35% al 30%).