

Programa argentino de estabilización: Reversión de la *fase terminal* de la dominancia fiscal sobre la política monetaria

XIX Conferencia Anual de Estudios Económicos – FLAR:
Cartagena – 9 de agosto de 2024

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal**
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación**
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)**
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)**
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal**

- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal**
 - Referencias académicas sobre la dominancia fiscal en economías cerradas y abiertas
 - Progresión de la dominancia fiscal en economías cerradas y abiertas (fases 1, 2 y 3)
 - Mecanismos de dominancia fiscal en economías abiertas (fases 2, 3 y 4)
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación**
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)**
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)**
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal**

Progresión	Economía	Referencias
Fase 1	Cerrada	<ul style="list-style-type: none"> Sargent & Wallace (1981): Some Unpleasant monetarist arithmetic Aiyagari & Gertler (1985): The Backing of Government Bonds and Monetarism
	Abierta	<ul style="list-style-type: none"> Rodriguez, C. (1978): A Stylized Model of the Devaluation-Inflation Spiral Krugman (1979): A model of Balance of Payment Crises Savastano (1992): Collapse of a Crawling Peg Regime in the Presence of a Government Budget Constraint
Fase 2	Cerrada	<ul style="list-style-type: none"> BIS (2023): Monetary and Fiscal Policy: Safeguarding Stability and Trust, Chapter 2, Annual Economic Report.
	Abierta	<ul style="list-style-type: none"> Vegh, C. et al. (2017). Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean. LAC Semiannual Report. Washington, D.C.: World Bank. BIS (2019): Monetary Policy Frameworks in EMEs: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability, Chapter II, Annual Economic Report.
Fase 3	Cerrada	<ul style="list-style-type: none"> Canzoneri et al (2010): The Interaction Between Monetary and Fiscal Policy, Handbook of Monetary Economics, Vol. 3, pp. 935-999
	Abierta	<ul style="list-style-type: none"> Heymann & Leijonhufvud. High Inflation Chapter 3 & 4. Clarendon Press. Oxford. Calvo and Guidotti (1990): Indexation and the Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model Werning, I. (2024): Optimal Taxation under Financial Repression Rodriguez, C. (1986): <i>“Un análisis estilizado de la reforma financiera de Julio 1982”</i>

Progresión	Gravedad	Desencadenante	Tipo de economía	Sendero* (Dominancia fiscal)	Síntomas a corto plazo	Diagnóstico (Política monetaria)
Fase 1	Riesgo cíclico	Objetivos: Conflicto en relación con los objetivos de política entre el Tesoro y el Banco Central	Cerrada	$\uparrow df, \uparrow y \Rightarrow \uparrow i^{bc}$	$\uparrow \pi$	Riesgo para la estabilidad de precios: La falta de coordinación produce posibles desviaciones de los objetivos de política del BC
			Abierta	$\uparrow df, \uparrow y \Rightarrow \uparrow i^{bc}$	$\downarrow e \uparrow DCC$	
Fase 2	Riesgo estructural	Instrumentos: Pérdida de independencia operativa del Banco Central en favor del Tesoro	Cerrada	$\uparrow df, \downarrow i^{cb} \Rightarrow \uparrow y, \pi^e$	$\uparrow \pi \quad \uparrow i^T$	Administración monetaria: La interferencia del Tesoro redefine los objetivos de política del BC
			Abierta	$\uparrow df, \downarrow i^{cb} \Rightarrow \uparrow y, \pi^e$ $\uparrow df, \downarrow e \Rightarrow \uparrow y, \uparrow e^e$	$\uparrow e \uparrow DCC$ $\downarrow R \uparrow DCC \uparrow i^T$	
Fase 3	Riesgo sistémico	Balance: Pérdida del acceso a los mercados por parte del Tesoro que compromete al balance del Banco Central	Abierta	$\uparrow df, \uparrow i^T, \uparrow M \Rightarrow \uparrow \pi^e$	$\uparrow i^{bc} \quad \downarrow R$ $\uparrow \pi \quad \uparrow e$	Pasivos monetarios en alza: La transferencia de recursos perjudica el balance del BC
				$\uparrow df, \uparrow i^T, \downarrow R \Rightarrow \uparrow e^e$	$\uparrow i^{bc} \quad \uparrow R$ $\uparrow \pi \quad \uparrow e$	Reservas internacionales en baja: La transferencia de recursos perjudica el balance del BC

*df = déficit fiscal; y = demanda doméstica; M = pasivos monetarios; R = Reservas int.; π = Inflación; e = tipo de cambio, i = tasa de interés; DCC = déficit de cuenta corriente

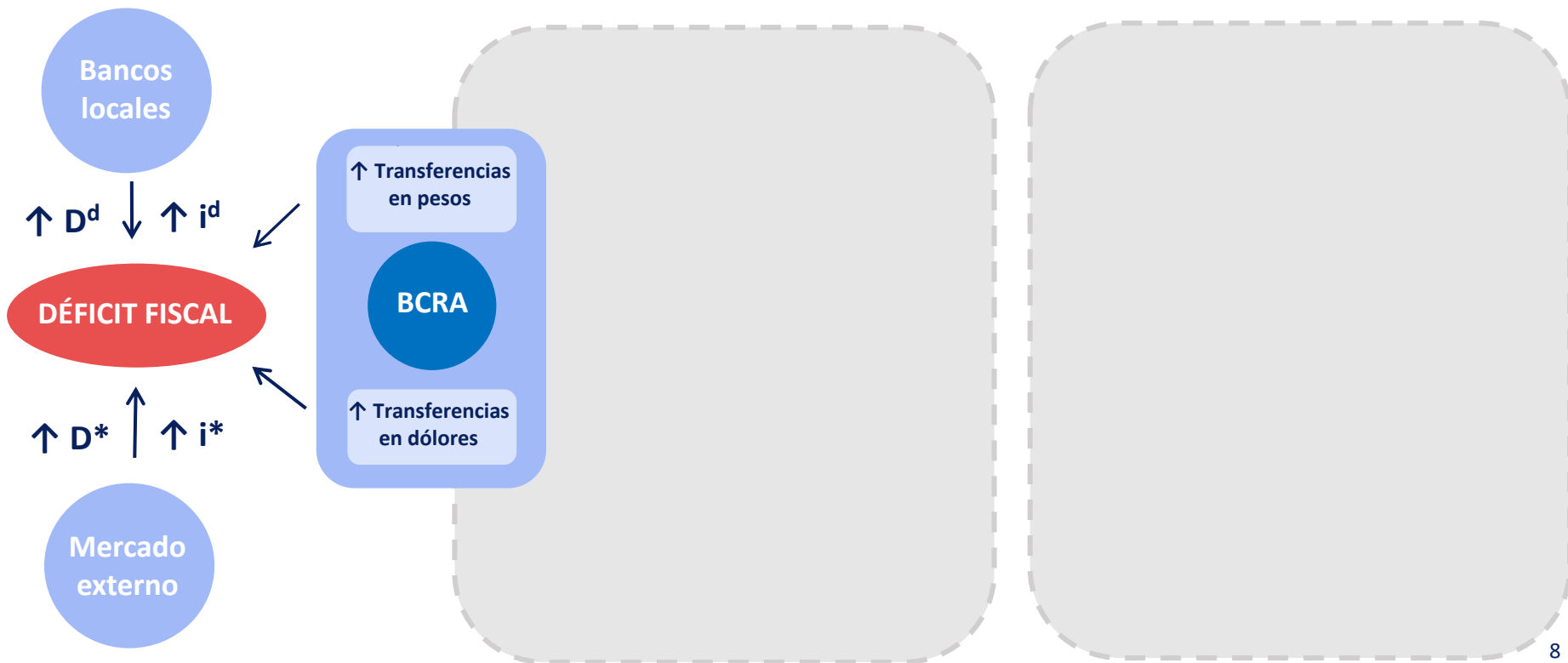
Ejercicio de dominancia fiscal sobre	Mecanismo usado para evitar el ajuste fiscal	Intervención	Consecuencias	
			Deseadas	No deseadas
Gestión de liquidez de BC estándar	Intervención de precios	TC al contado →	↓ Inflación	↓ Reservas internacionales
		Futuros de TC →	↓ TC al contado	↑ Base monetaria esperada
	Transferencias directas al Tesoro	Moneda local →	↑ Adelantos transitorios ↑ Distribución de utilidades	↑ Base monetaria
		Moneda extranjera →	↑ Letras intransferibles	↓ Reservas internacionales
Gestión de liquidez de BC no estándar	Restricciones cuantitativas	Regulación cambiaria →	↓ Tasa de interés, ↓ TC al contado ↑ Refin. del Tesoro	↓ Reservas internacionales ↑ TC contado sombra
	Compromisos contractuales	Tasa de int. y reg. bancaria →	↑ Tasa de interés, ↑ Puts/Bids sobre los bonos del Tesoro del BC	↓ Base monetaria real

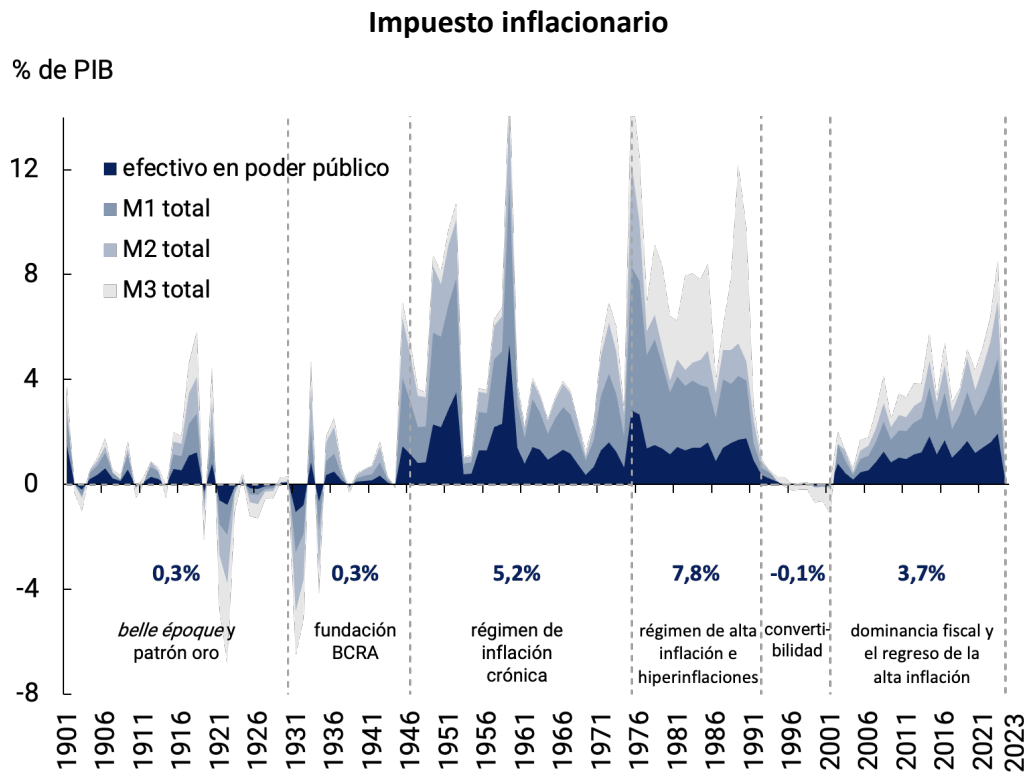
- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación
 - Prevalencia de altos déficits fiscales y alta inflación en la era post-Bretton Woods
 - Desequilibrios fiscales que fomentan desequilibrios externos (y viceversa)
 - La política monetaria adoptó un enfoque pasivo, lo que debilitó el ahorro y el crédito
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal

FASE 2: RIESGO ESTRUCTURAL

FASE 3: RIESGO SISTÉMICO

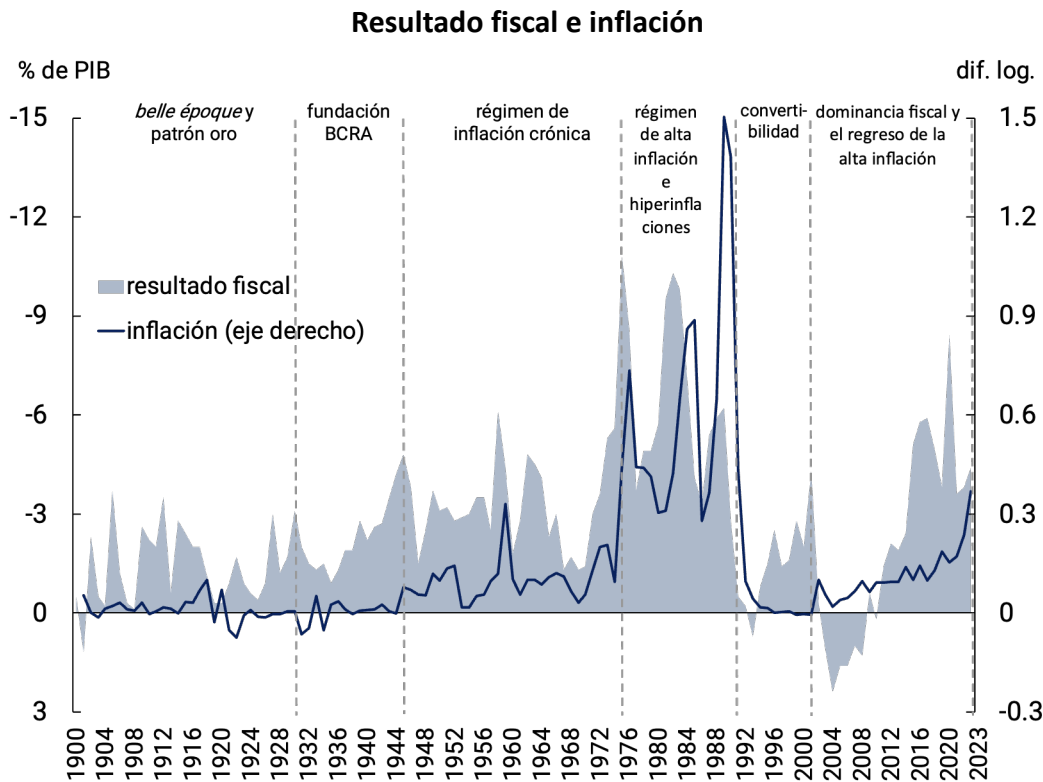
FASE 4: RIESGO TERMINAL



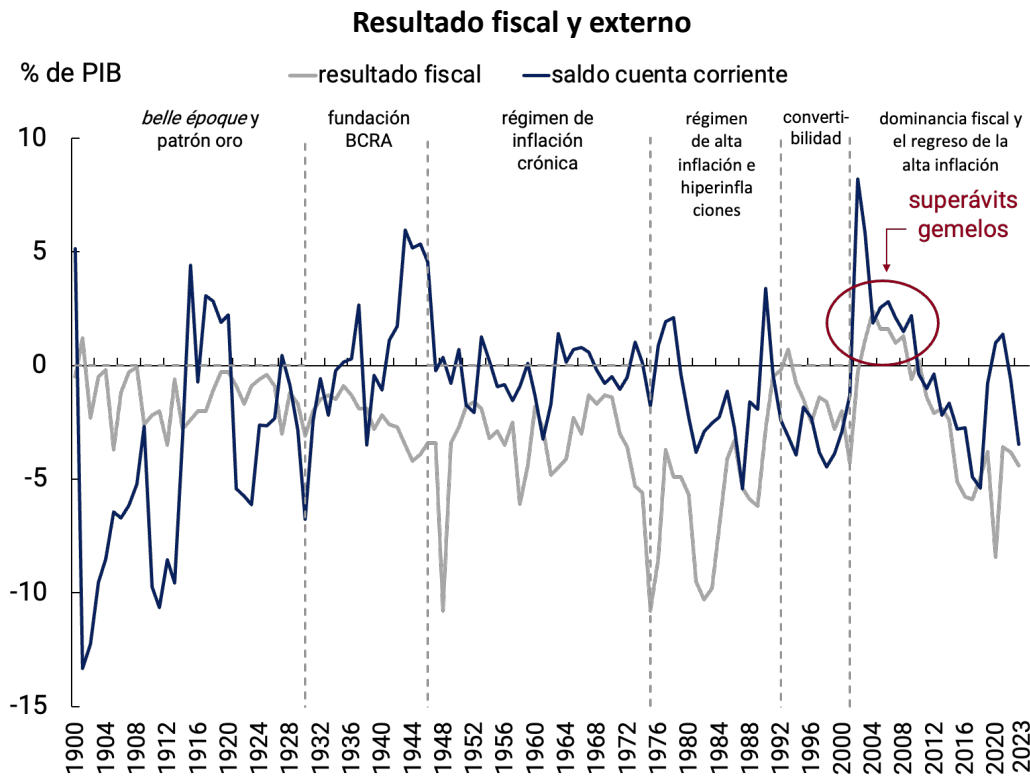


Nota | Los períodos muestran los cobros de impuestos inflacionarios en % del PIB.

Fuente | BCRA.

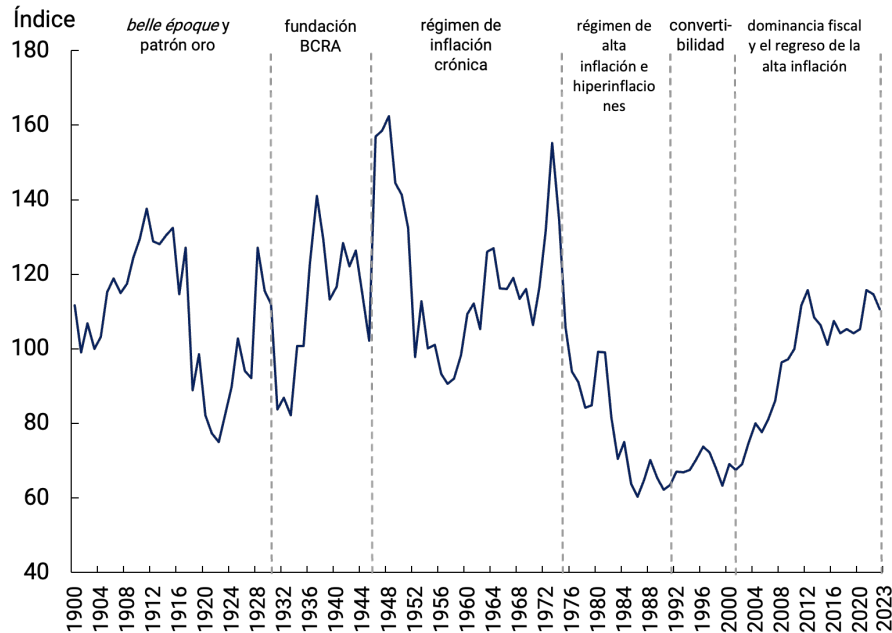


Fuente | BCRA.



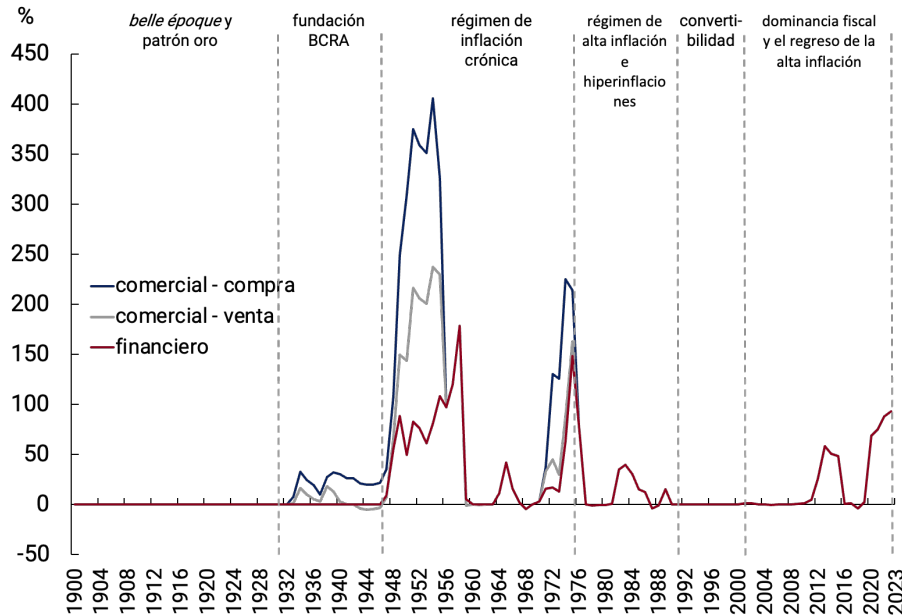
Fuente | BCRA.

Términos de intercambio



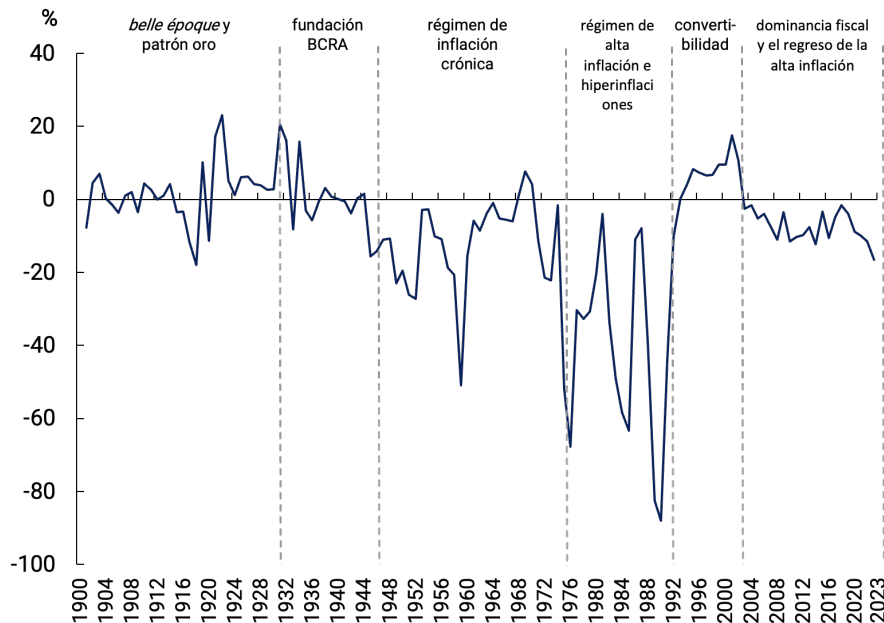
Fuente | BCRA.

Brecha cambiaria (tipo de cambio sombra vs. tipo de cambio oficial)



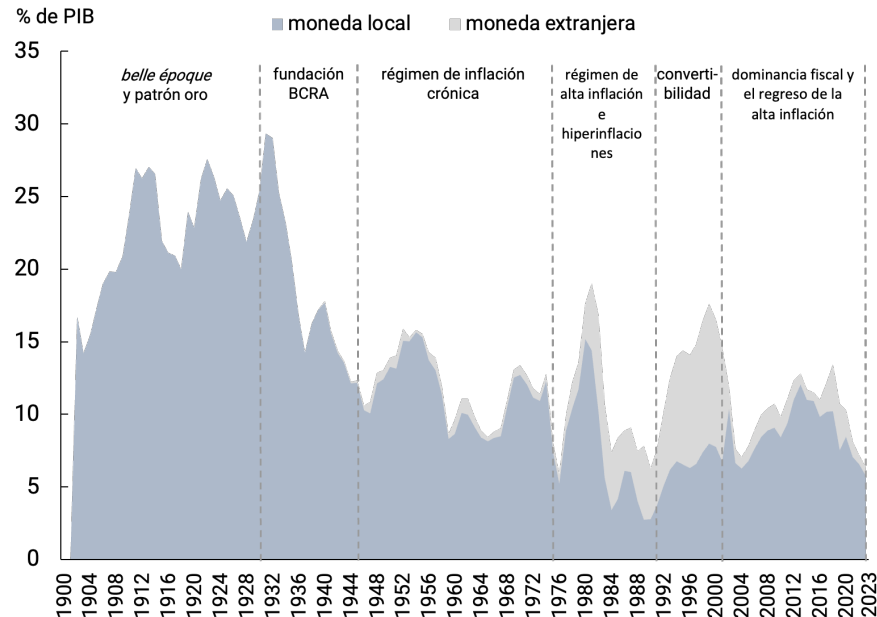
Fuente | BCRA.

Tasa de interés ex-post de los PF bancarios



Fuente | BCRA.

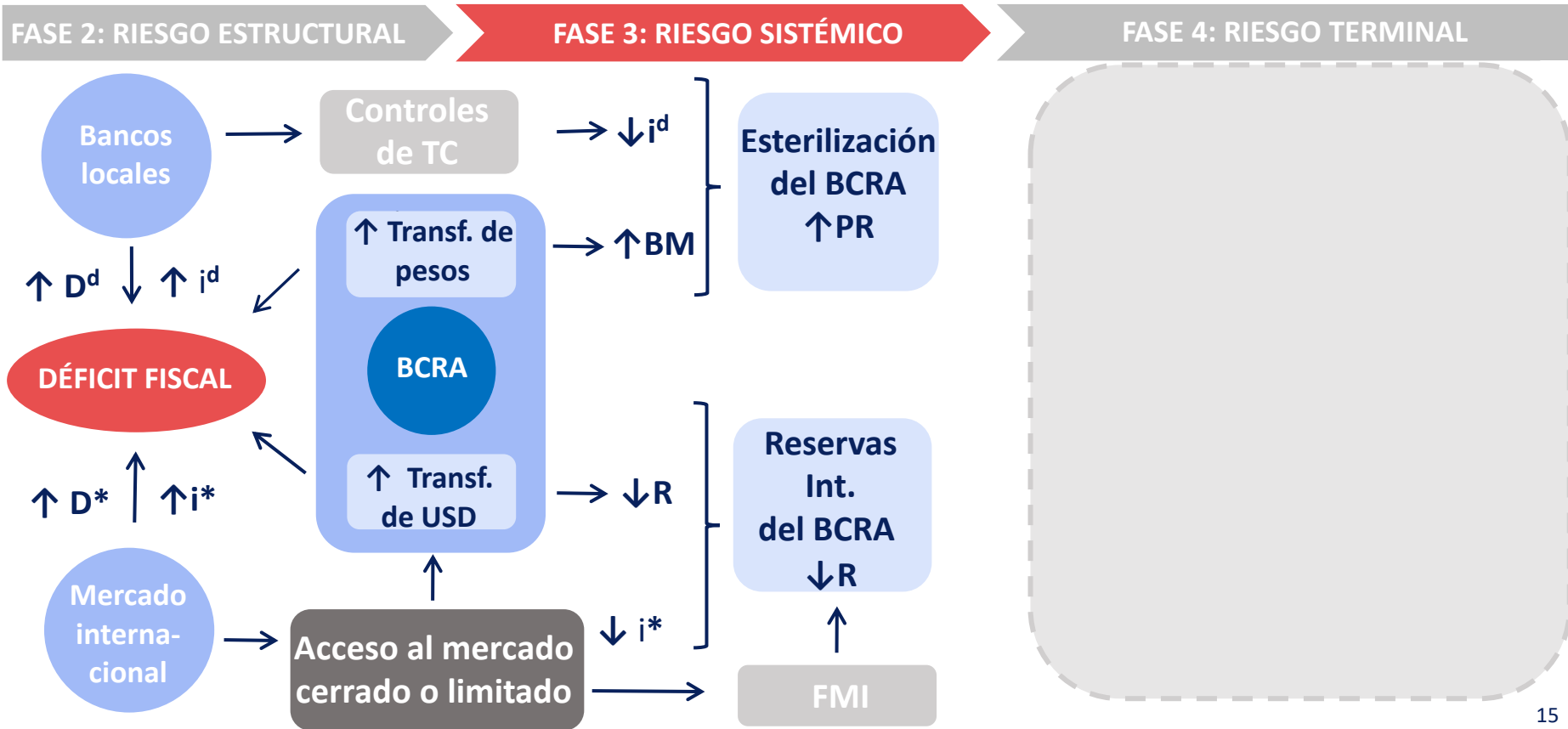
Préstamos al sector privado



Fuente | BCRA.

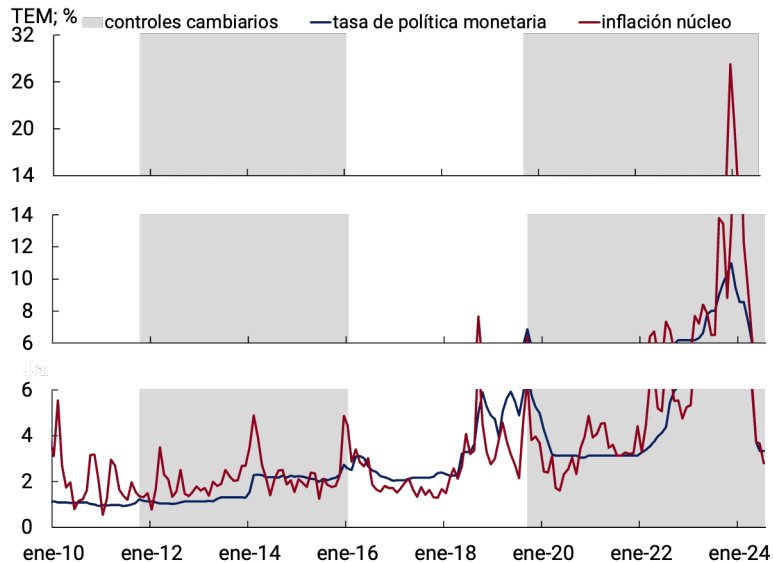
Reversión de la *fase terminal* de la dominancia fiscal sobre la política monetaria

- I. **PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal**
- II. **ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación**
- III. **ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)**
 - Los instrumentos del BCRA (controles cambiarios, tasas de interés y posición de futuros) se orientaron a acomodar déficits fiscales
 - El balance del BCRA (recursos monetarios y de reservas) sirvió para financiar déficits fiscales
- IV. **ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)**
- V. **PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal**



Tasa de política monetaria del BCRA

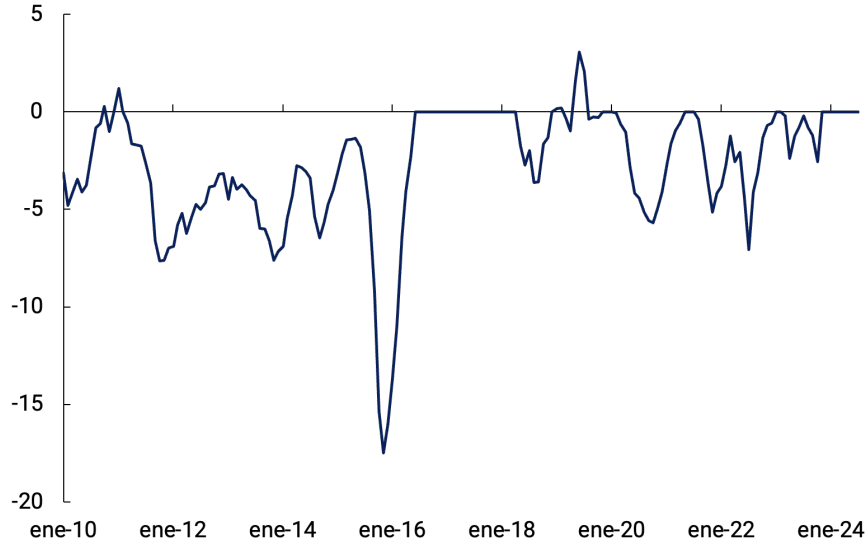
Promedio mensual



Fuente | BCRA.

Posición vendida en futuros en USD del BCRA

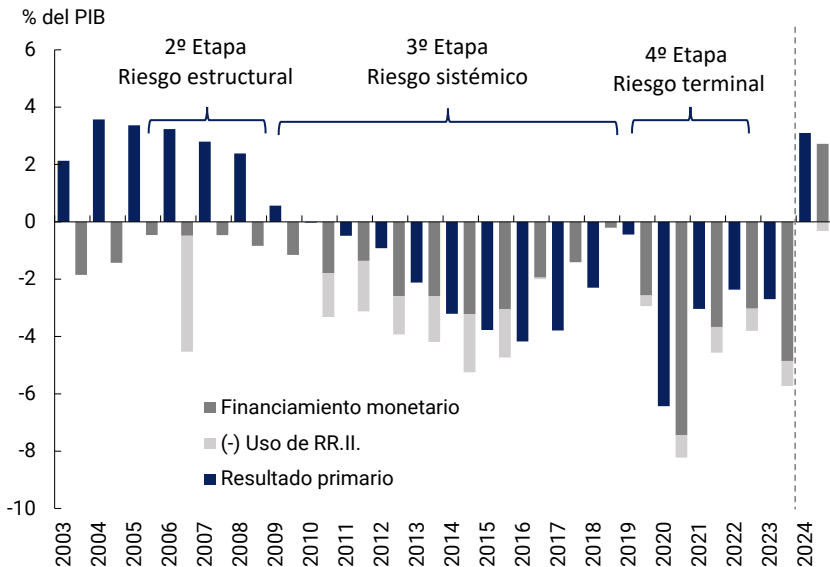
miles de millones de USD



Fuente | BCRA.

Antes de 2016, las tasas de interés del BCRA eran negativas en términos reales y se impusieron controles cambiarios y vendieron futuros de divisas para posponer los ajustes, mientras se permitía la acumulación de déficits fiscales.

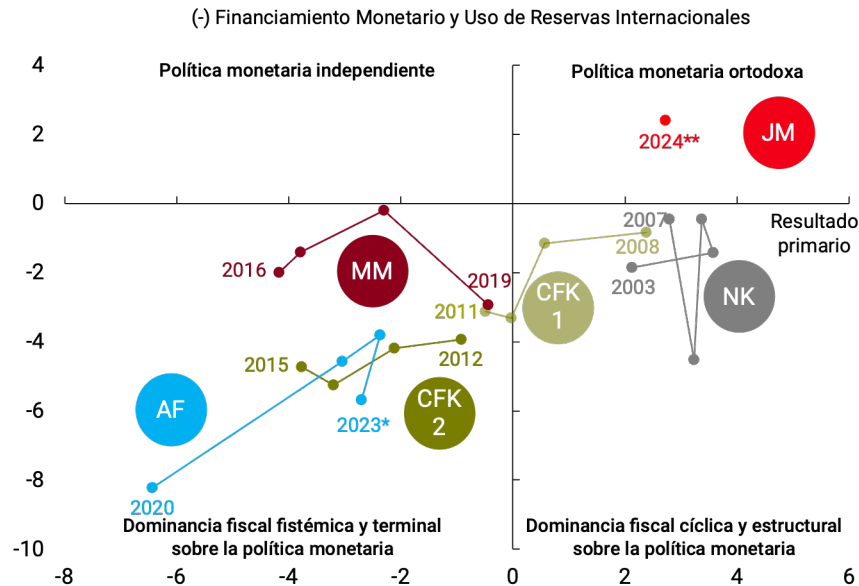
Financiamiento de déficits fiscales mediante monetización y reservas internacionales



Nota | En 2021, no se considera la asignación de DEG de \$ 427,4 mil millones. Para 2022, no se incluye el exceso de ingresos primarios provenientes de la colocación de deuda primaria. 2024: saldo fiscal anualizado ajustado por estacionalidad de enero a junio. Financiamiento monetario (adelantos transitorios + distribución de utilidades + puts y bids a los bancos neto de reserva de LECAP en el BCRA) y financiamiento con reservas internacionales (colocación de LI) desde el 10 de diciembre de 2023 hasta julio de 2024.

Fuente | BCRA a partir de datos del Ministerio de Economía y del INDEC.

Resultado primario y financiamiento del BCRA al Tesoro a lo largo de los mandatos presidenciales % del PIB

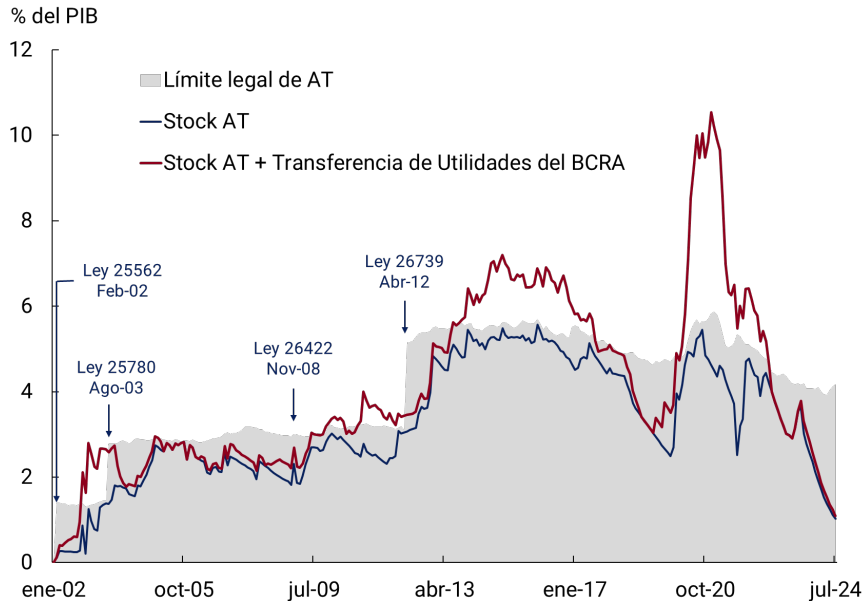


*Financiamiento monetario y con reservas internacionales hasta el 9 de diciembre de 2023.

**Resultado fiscal de enero a junio ajustado por estacionalidad anualizado . Financiamiento monetario y con reservas internacionales desde el 10 de diciembre de 2023 hasta julio de 2024.

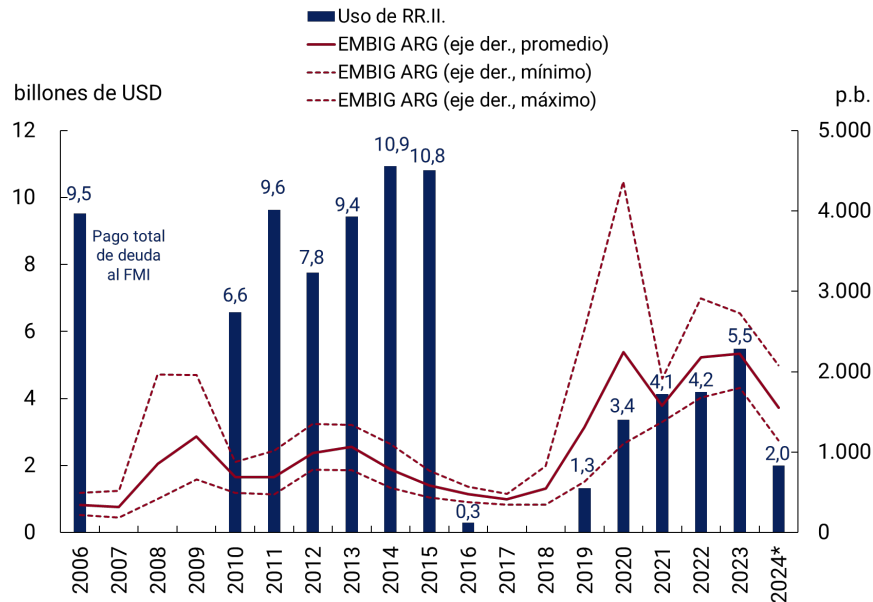
Fuente | BCRA.

Transferencias en pesos del BCRA al Tesoro Nacional



Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

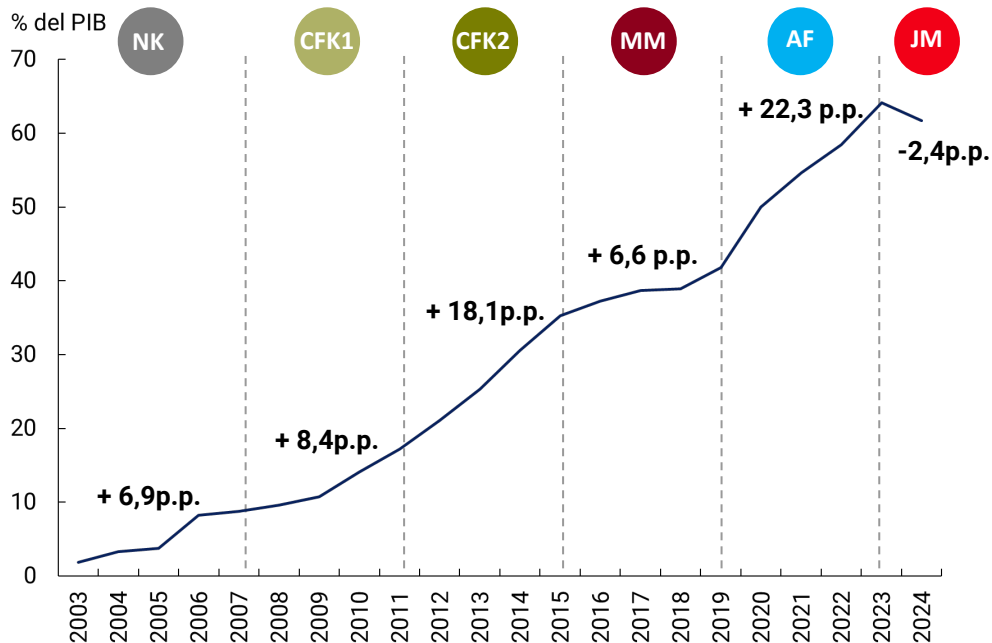
Transferencias en USD del BCRA al Tesoro Nacional Contra letras intranferibles del Tesoro



*Datos al 31 de julio de 2024

Fuente | BCRA y Bloomberg.

Financiamiento del BCRA acumulado (monetario y con reservas)

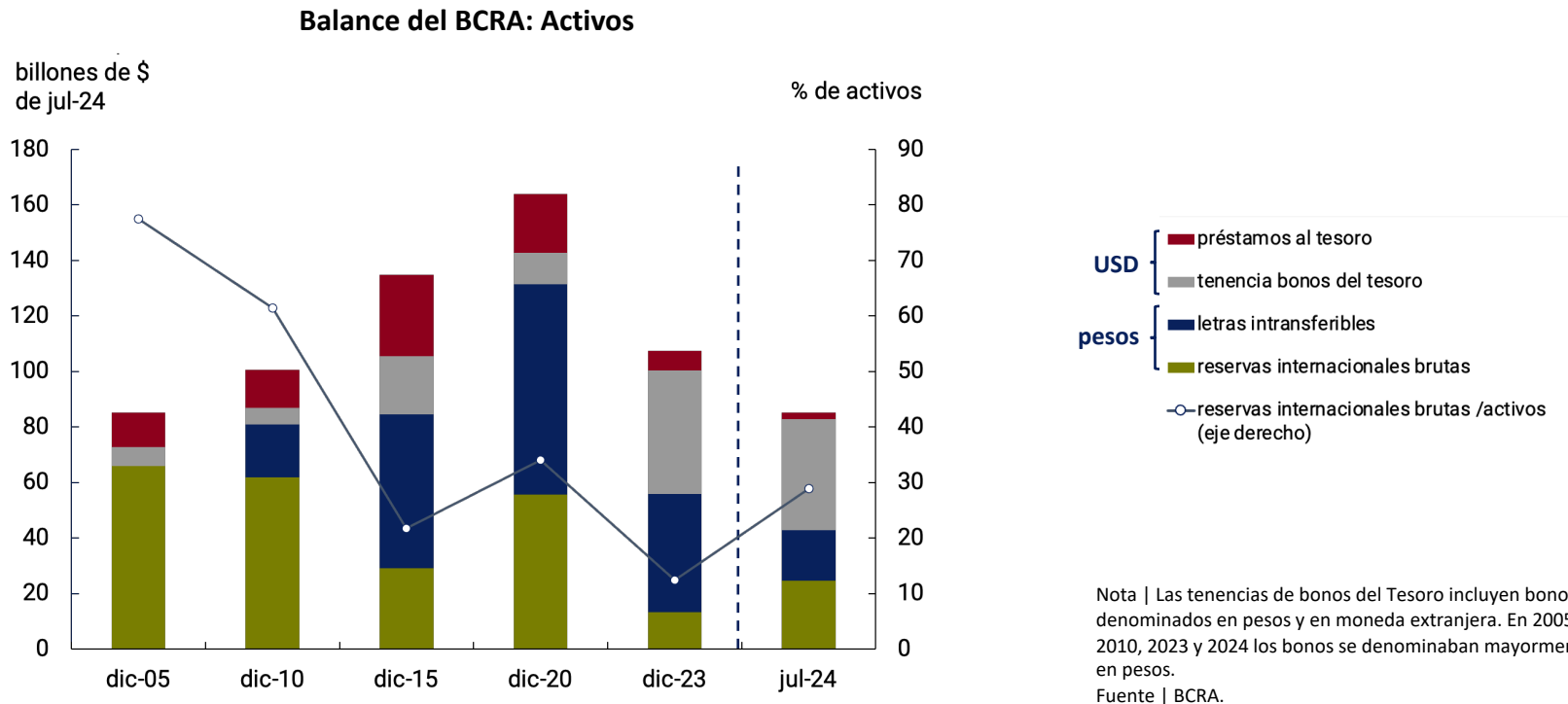


Nota | 2024: Financiamiento monetario y con reservas desde el 10 de diciembre de 2023 hasta julio de 2024.

Fuente | BCRA e INDEC.

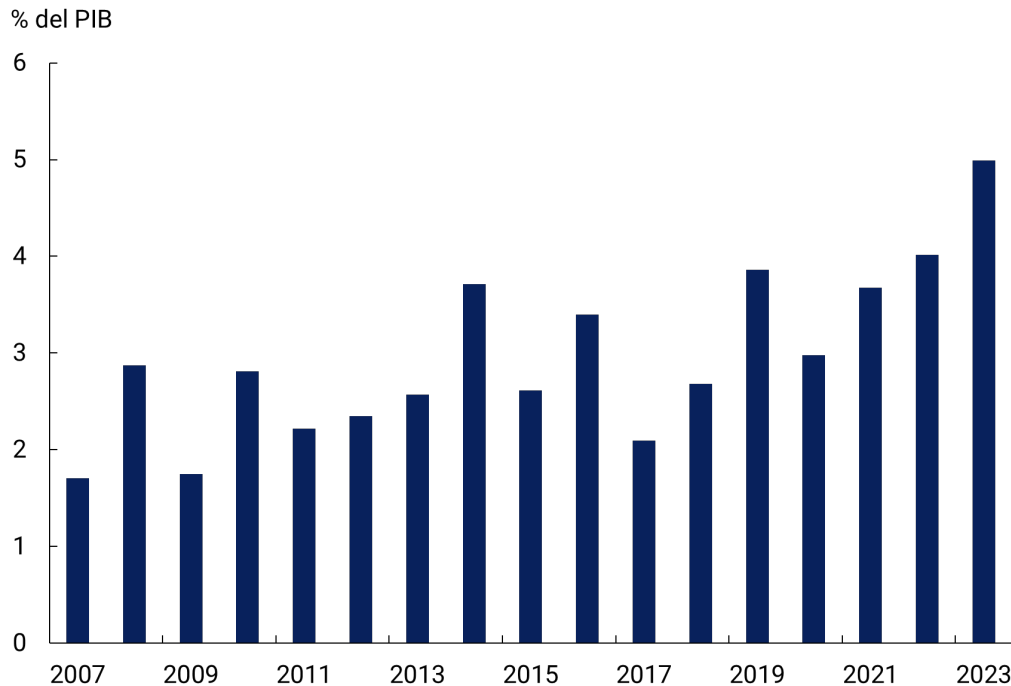
	Presidencias				
	NK	CFK1	CFK2	MM	AF
<i>Desempeño y esfuerzo fiscal</i>					
Resultado primario acumulado (4 años; p.p. del PIB)	+13,0	+2,4	-10,0	-10,7	-14,5
Resultado primario, Final vs heredado (var. en p.p.)	+0,7	-3,3	-3,3	+3,3	-2,3
<i>Financ. BCRA al Tesoro (Pesos + USD)</i>					
Pesos: monetización acumulada (p.p. del PIB)	2,8	5,2	11,5	6,1	19,0
USD: uso de reservas internacionales acumulado (p.p. del PIB)	4,0	3,3	6,6	0,4	3,3
Financiamiento acumulado	6,9	8,4	18,1	6,6	22,3
<i>Ratio de dominancia fiscal</i>					
Monetización/déficit primario (%)	114	57	131
Uso de reservas acumulado / RRII netas iniciales (%)	74	38	100	43	141

Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.



Las reservas brutas del BCRA se desplomaron del 80% al 25% del total de los activos durante la fase de dominancia fiscal sistémica y cayeron a cerca del 10% al final de la fase terminal

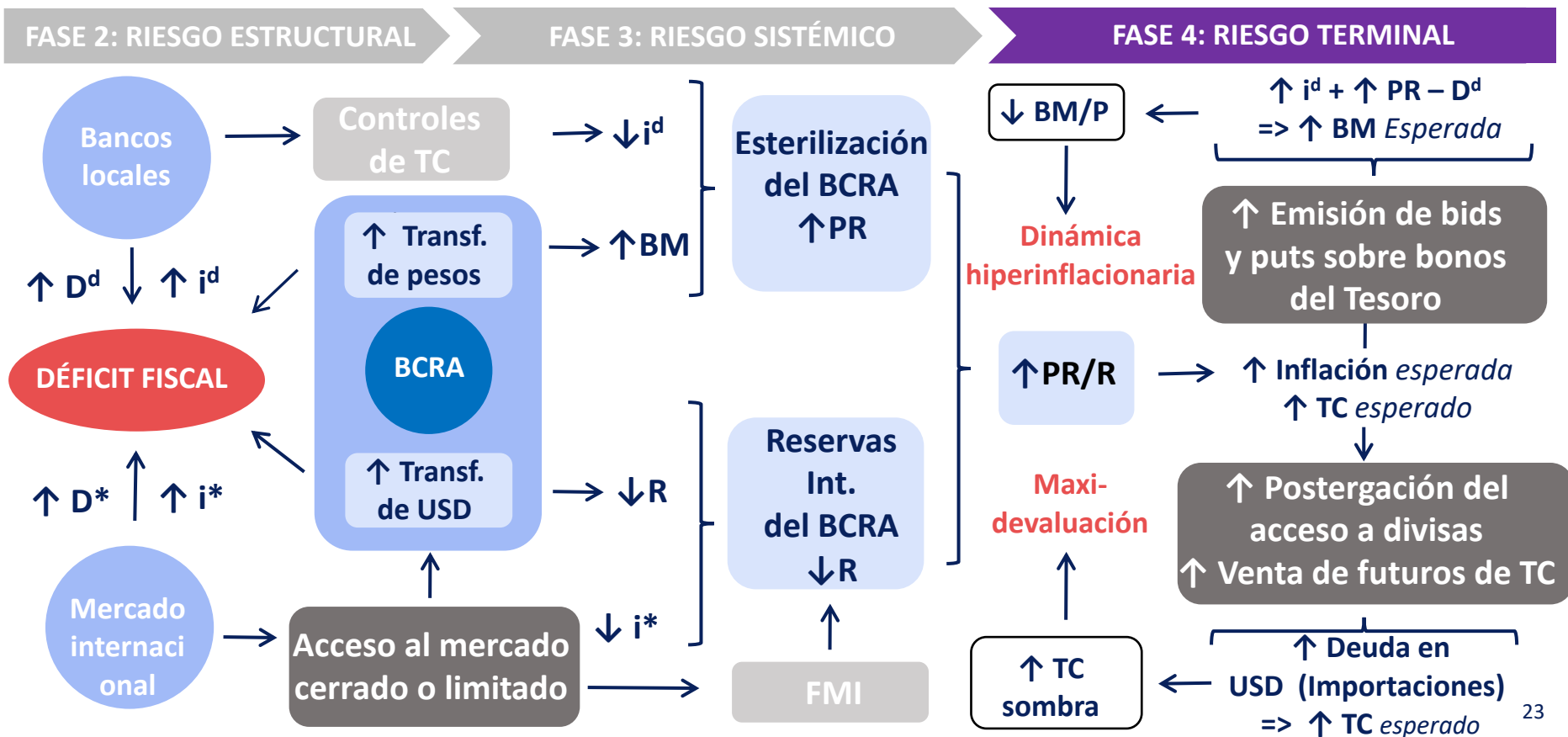
Impuesto inflacionario (M2 privado transaccional)
Promedio anual



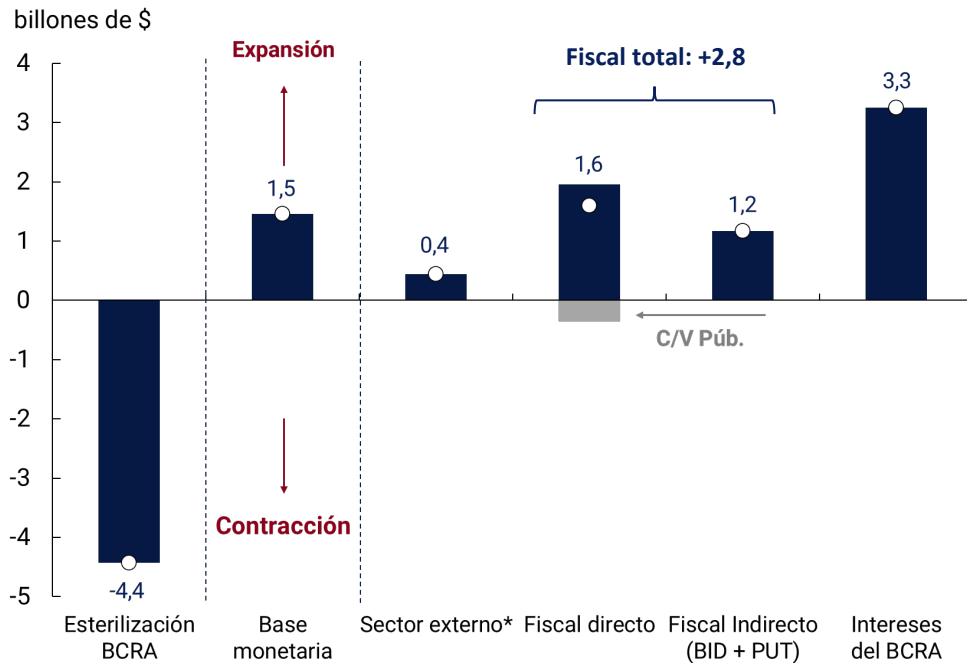
Fuente | BCRA.

Reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria

- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)
 - Los déficits fiscales persistieron aun luego de la reestructuración de deuda (2020) y tras el programa del FMI (2022)
 - La divergencia entre los pasivos remunerados del BCRA y las reservas netas alcanzó niveles extremos
 - Los intereses de la esterilización se convirtieron en la fuente principal del aumento endógeno del dinero
 - Los compromisos contractuales (bids/puts del BC) convirtieron la dominancia fiscal en dominancia bancaria
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal

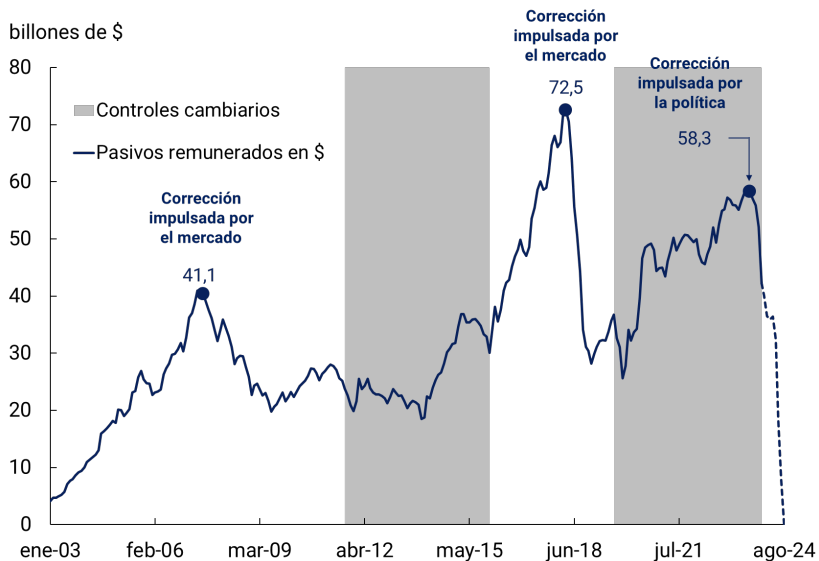


Factores de explicación de la base monetaria 2020-2023
 Var. mensual prom. a precios constantes del 30 de junio de 2024



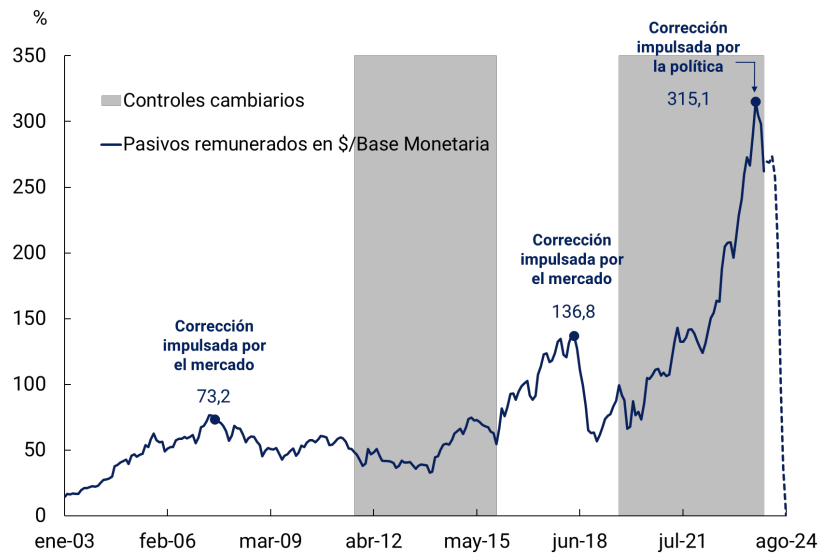
*Excluye compras de divisas del fisco.
 Fuente | BCRA.

Pasivos remunerados del BCRA en pesos
Var. mensual a precios constantes de julio de 2024



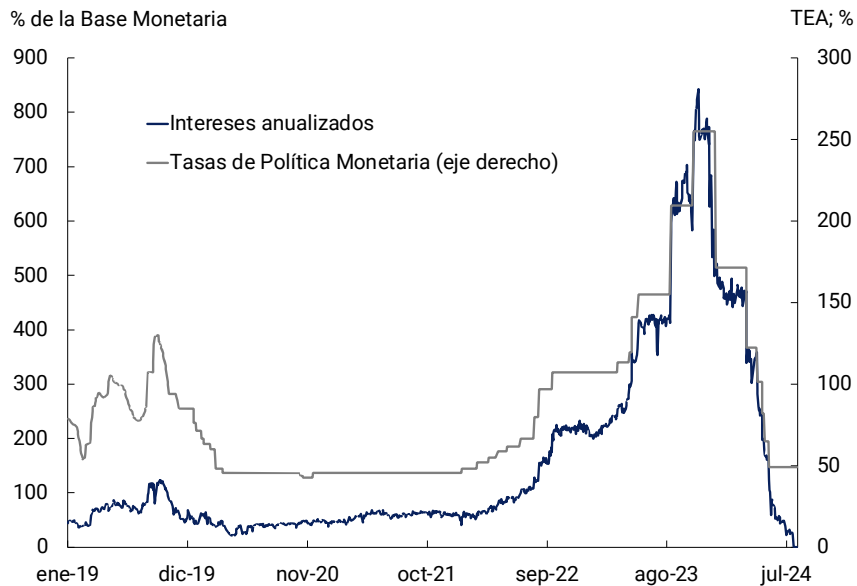
Fuente | BCRA.

Pasivos remunerados del BCRA en pesos
% de la base monetaria



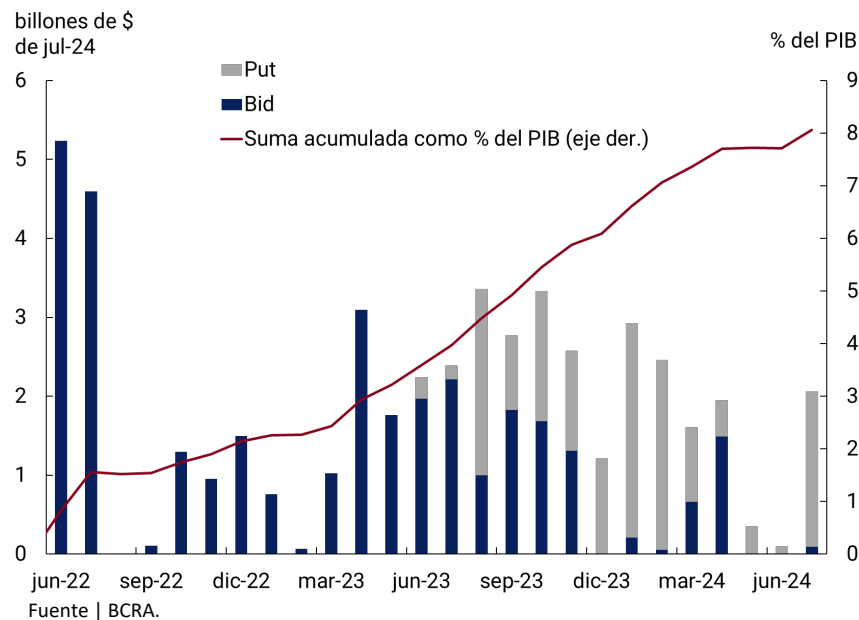
Fuente | BCRA.

Pagos de intereses de pasivos remunerados del BCRA y tasa de política



Nota | Datos al 2 de agosto de 2024.
Fuente | BCRA.

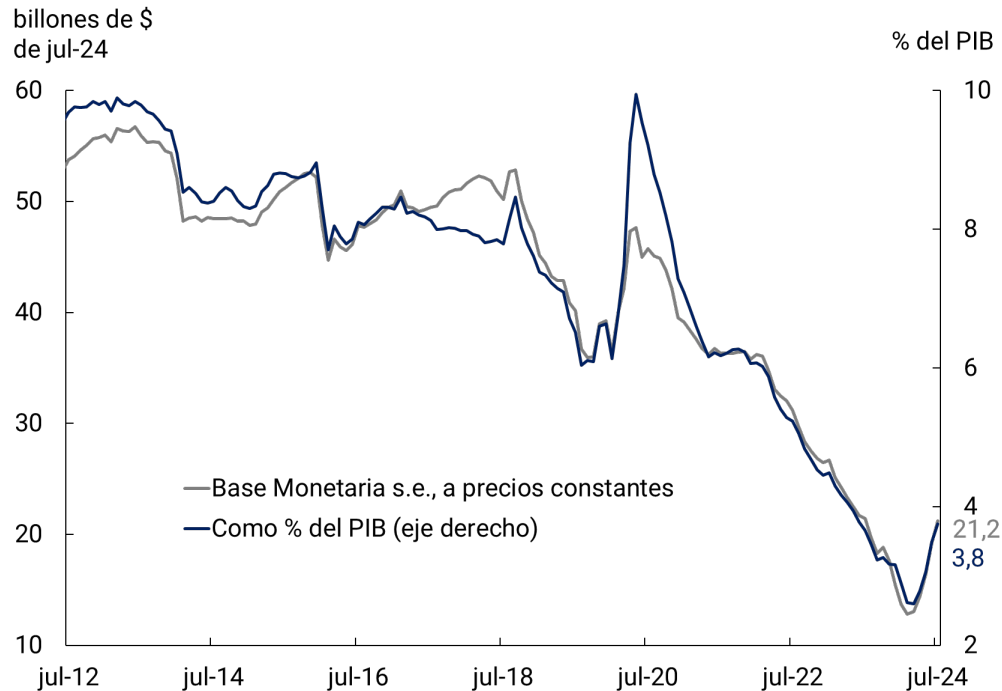
Ejercicio de *bids* y *puts* sobre títulos del Tesoro de los bancos (c/ BCRA)
Valor de mercado a precios constantes



Fuente | BCRA.

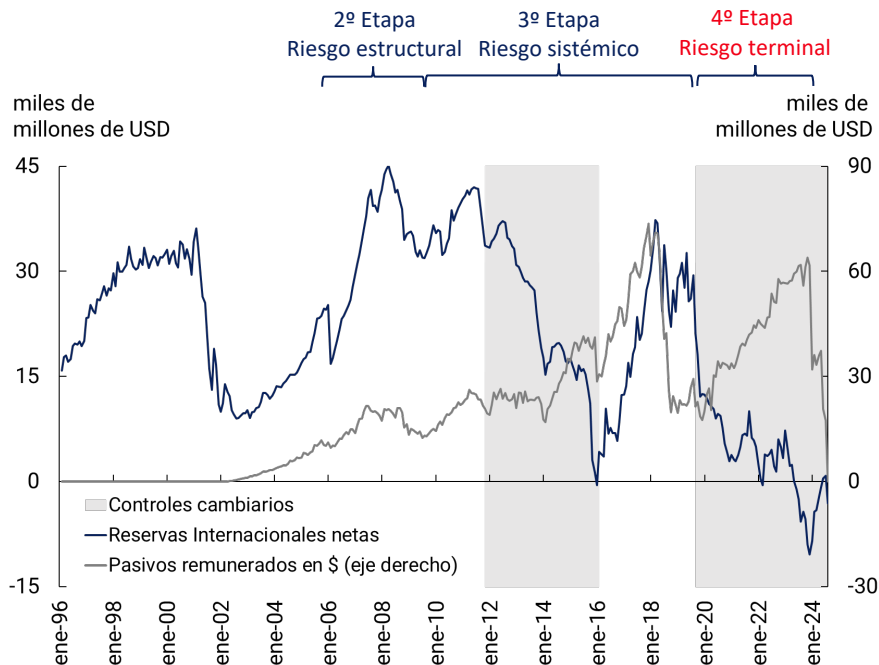
La esterilización del BCRA fue en contra de su propio objetivo ya que las subas de la tasa de política solo sirvieron para crear nueva oferta de dinero a un ritmo acelerado e incrementaron las expectativas de inflación. El ejercicio de *bids* y *puts* creó una "dominancia bancaria".

Base Monetaria



*Calculado sobre PIB s.e.; prom. móvil 3 meses.
Fuente | BCRA.

Reservas internacionales netas del BCRA y pasivos remunerados en pesos



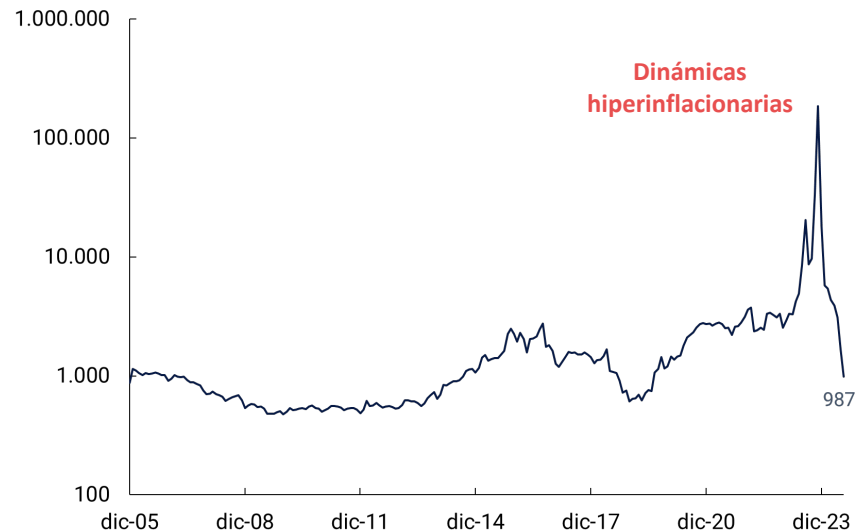
Nota | Las reservas internacionales netas son las reservas brutas menos deuda con BIS y Banco de Francia, reservas bancarias en moneda extranjera, SEDESA, pasos en USD, LEBAC en USD y swap con China.

Fuente | BCRA.

Ratio pasivos remunerados/reservas netas del BCRA

Excluye pasivos con residentes del exterior

arg/USD, escala logarítmica



Nota | Datos al 30 de julio de 2024.

Fuente | BCRA.

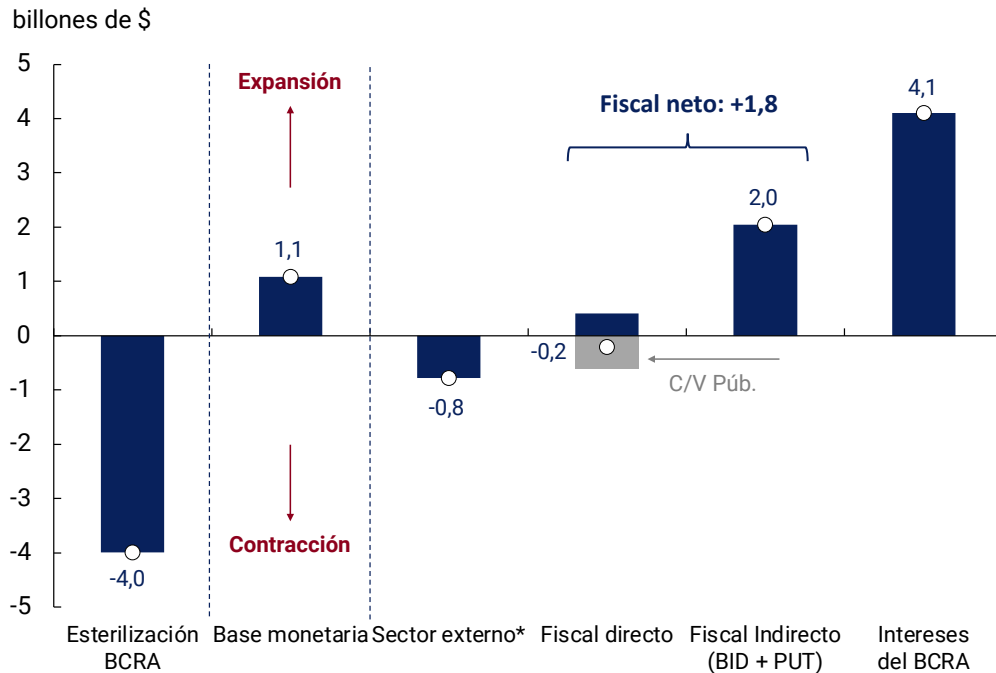
La extrema divergencia entre pasivos y reservas dejó a la economía al borde de la hiperinflación.

Reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria

- I. **PANORAMA GENERAL:** Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal
- II. **ARGENTINA EN EL SIGLO XX:** Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación
- III. **ARGENTINA 2009-19:** Transición de la dominancia estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)
- IV. **ARGENTINA 2020-23:** Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)
- V. **PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024:** Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal
 - **Evitar la hiperinflación:** Eliminar desde el primer día la "dominancia fiscal" sobre la política monetaria
 - **Anclar la oferta monetaria:** Resolver la "dominancia cuasifiscal" sobre la política monetaria
 - **Remonetizar una economía bimonetaria:** Revertir el "desplazamiento fiscal" del crédito al sector privado

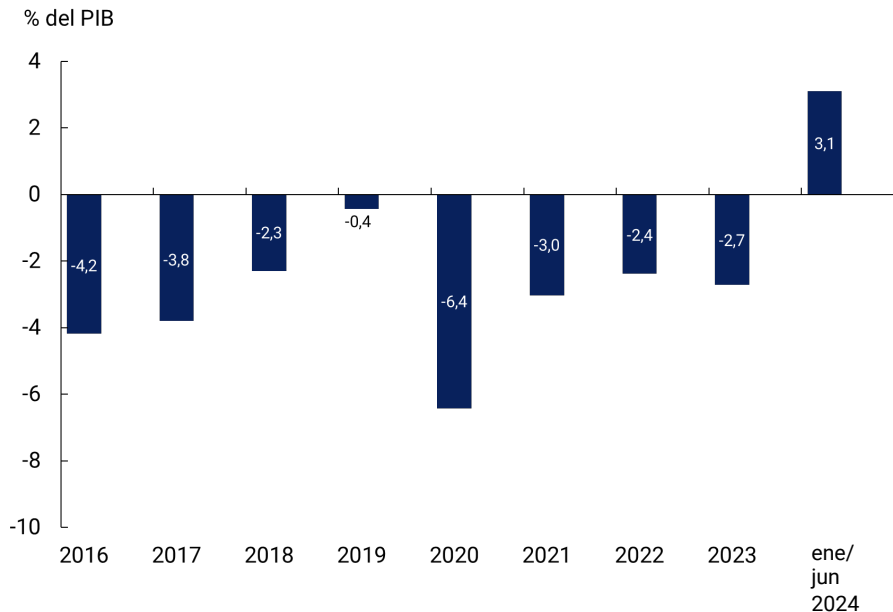
Factores de explicación de la base monetaria 2023 (hasta el 10 de diciembre)

Var. mensual prom. a precios constantes del 30 de junio de 2024



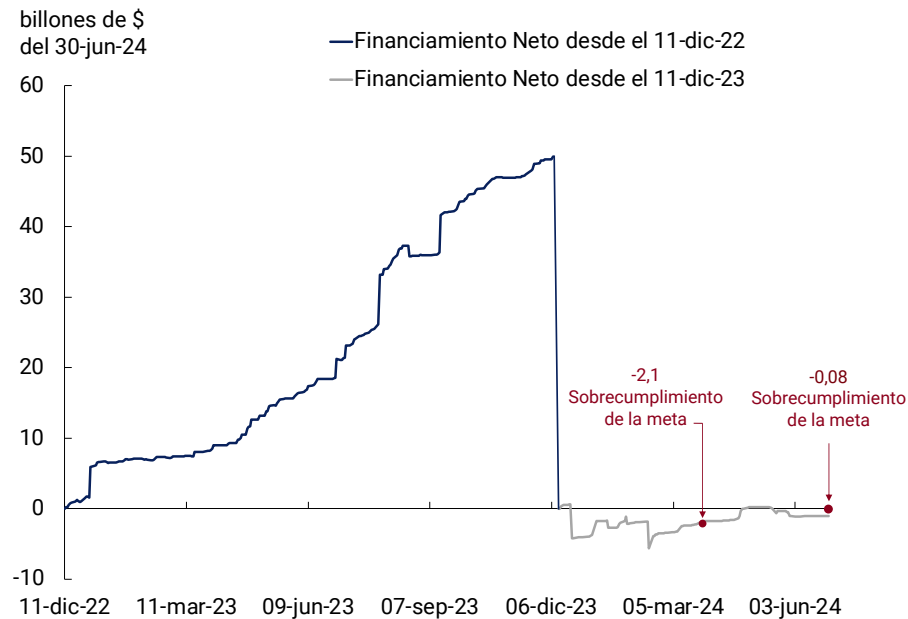
*Excluye compras de divisas del fisco.
Fuente | BCRA.

Resultado primario del sector público no financiero



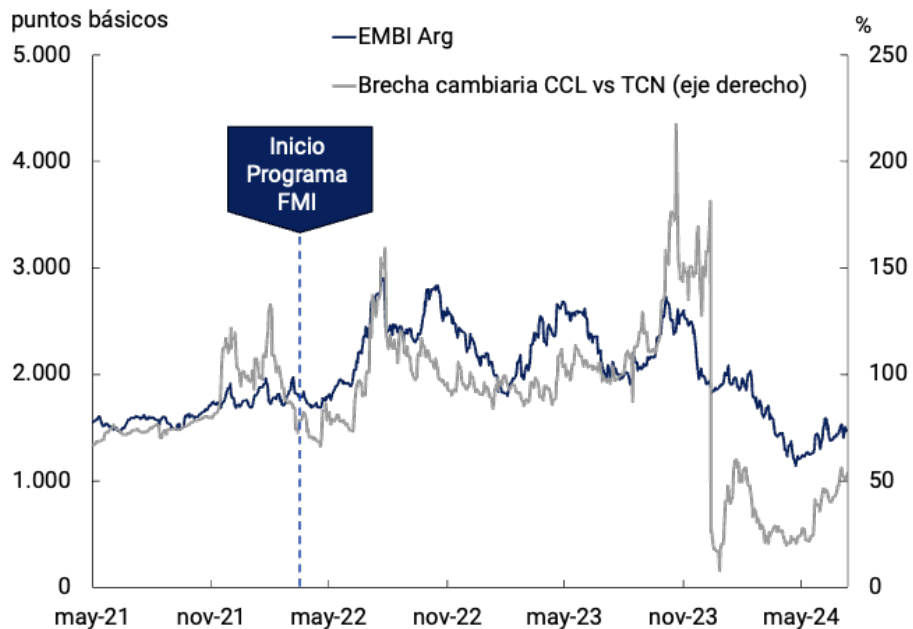
Nota | ene/jun 2024: resultado primario sin estacionalidad anualizado
Fuente | BCRA y Ministerio de Economía.

Financiamiento neto acumulado A precios constantes del 30 de junio de 2024



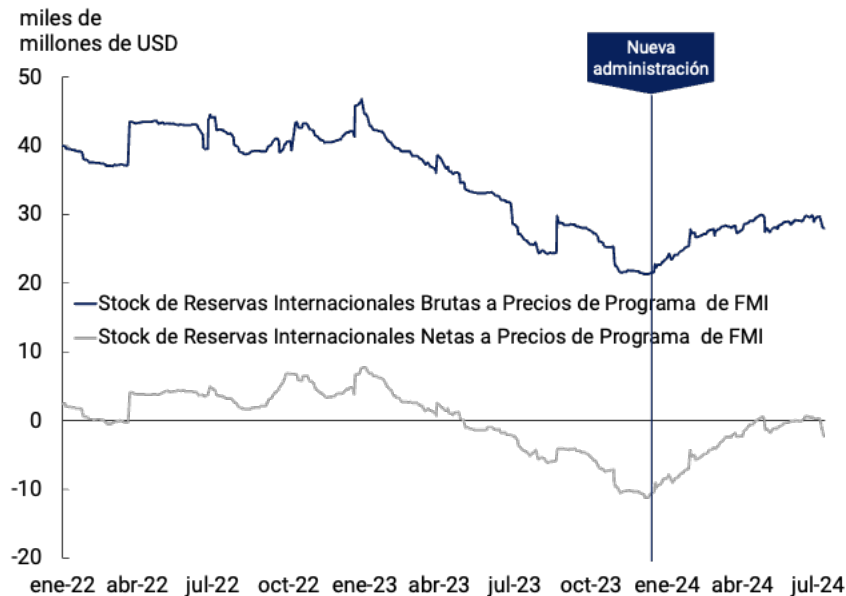
Fuente | BCRA.

Riesgo país y brecha cambiaria



Fuente | Bloomberg.

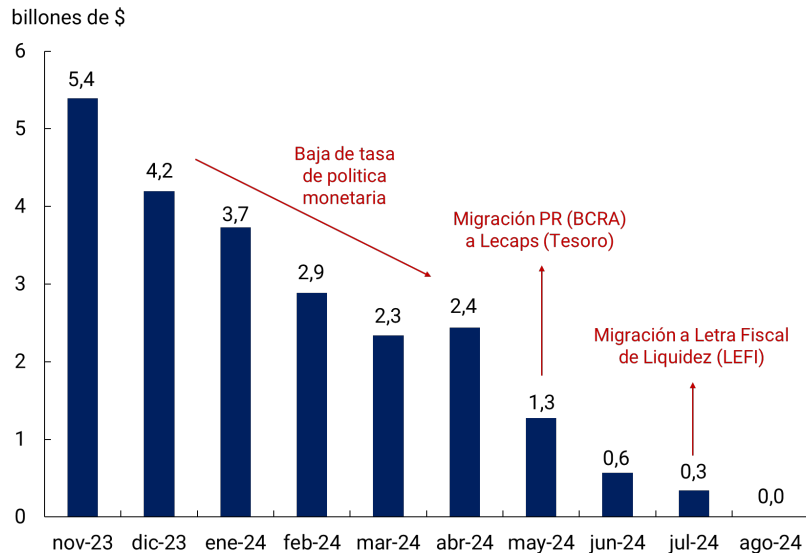
Stock de reservas del BCRA



Nota | Datos al 11 de julio de 2024.

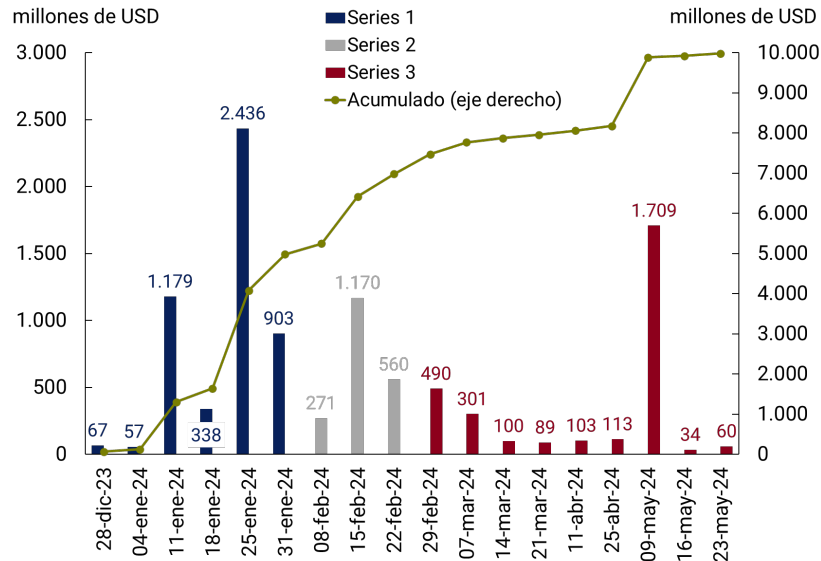
Fuente | BCRA.

Pagos de intereses sobre pasivos remunerados del BCRA A precios constantes del 31 de julio de 2024



Fuente | BCRA.

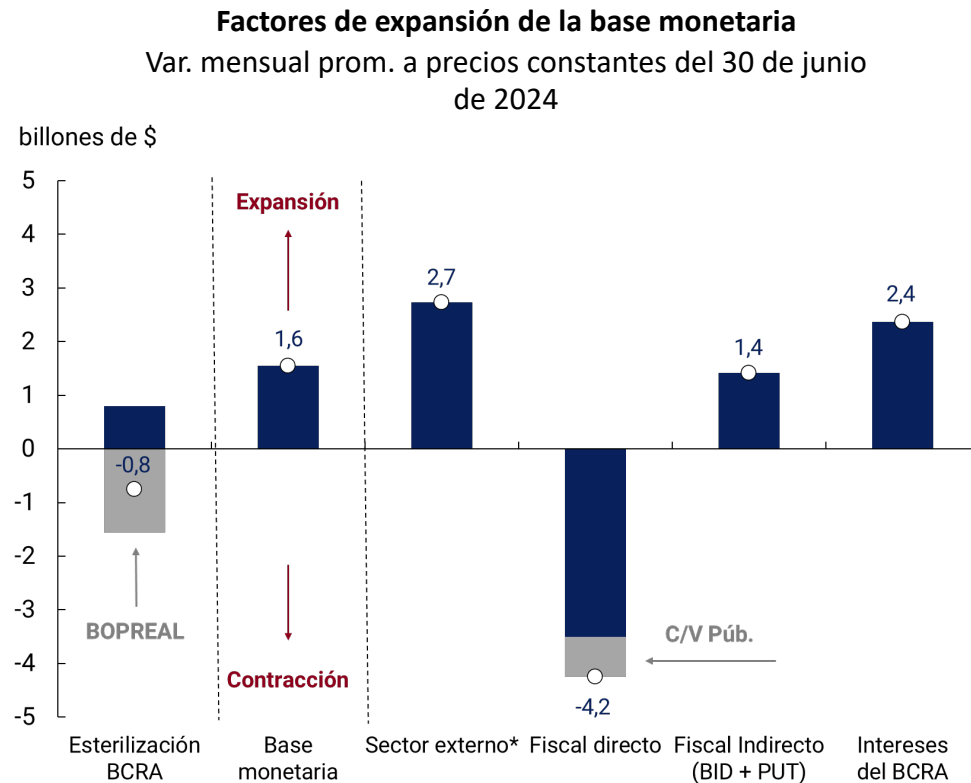
Swap cambiario (BOPREAL)



Fuente | BCRA.

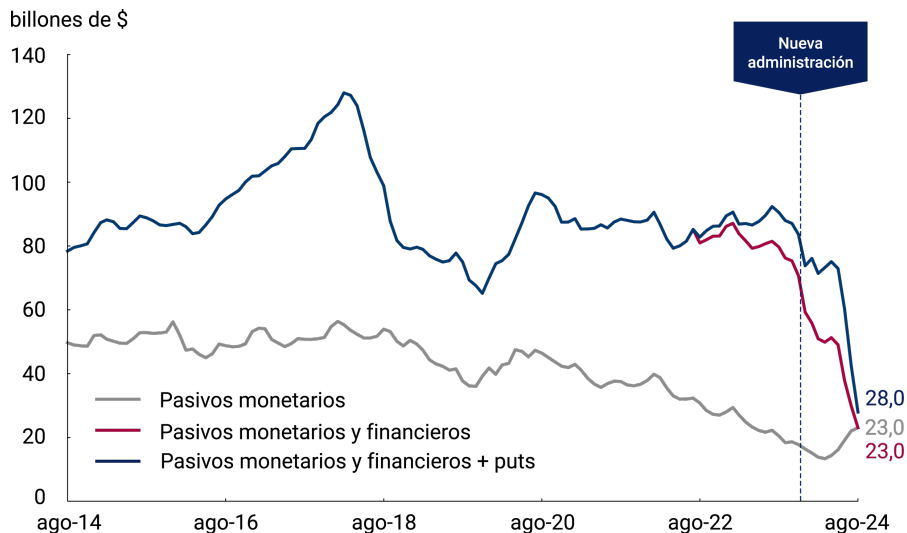
La flexibilidad monetaria (recortes de tasa) jugó un rol decisivo en la reducción de la oferta monetaria endógena y de las expectativas de inflación, mientras que políticas creativas (swaps cambiarios) permitieron transformar un enorme stock de demanda de moneda extranjera en flujos

- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal
 - Evitar la hiperinflación: Eliminar la "dominancia fiscal" sobre la política monetaria desde el primer día
 - Anclar la oferta monetaria: Resolver la "dominancia cuasifiscal" sobre la política monetaria
 - Remonetizar una economía bimonetaria: Revertir el "desplazamiento fiscal" del crédito al sector privado



Pasivos y contingencias del BCRA (*bids + puts*)

A precios constantes de agosto de 2024

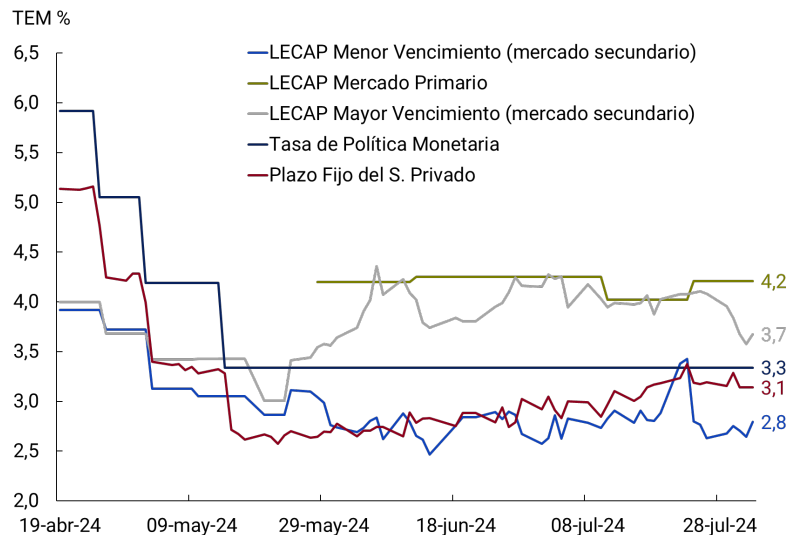


Nota | Se excluyen los pasivos remunerados del BCRA en moneda extranjera. Datos al 10 de julio de 2024.

Nota | A través de la Comunicación A 7546 del 12 de julio de 2022, el BCRA habilitó la licitación de opciones de venta (*puts*) sobre títulos públicos. Fuente | BCRA.

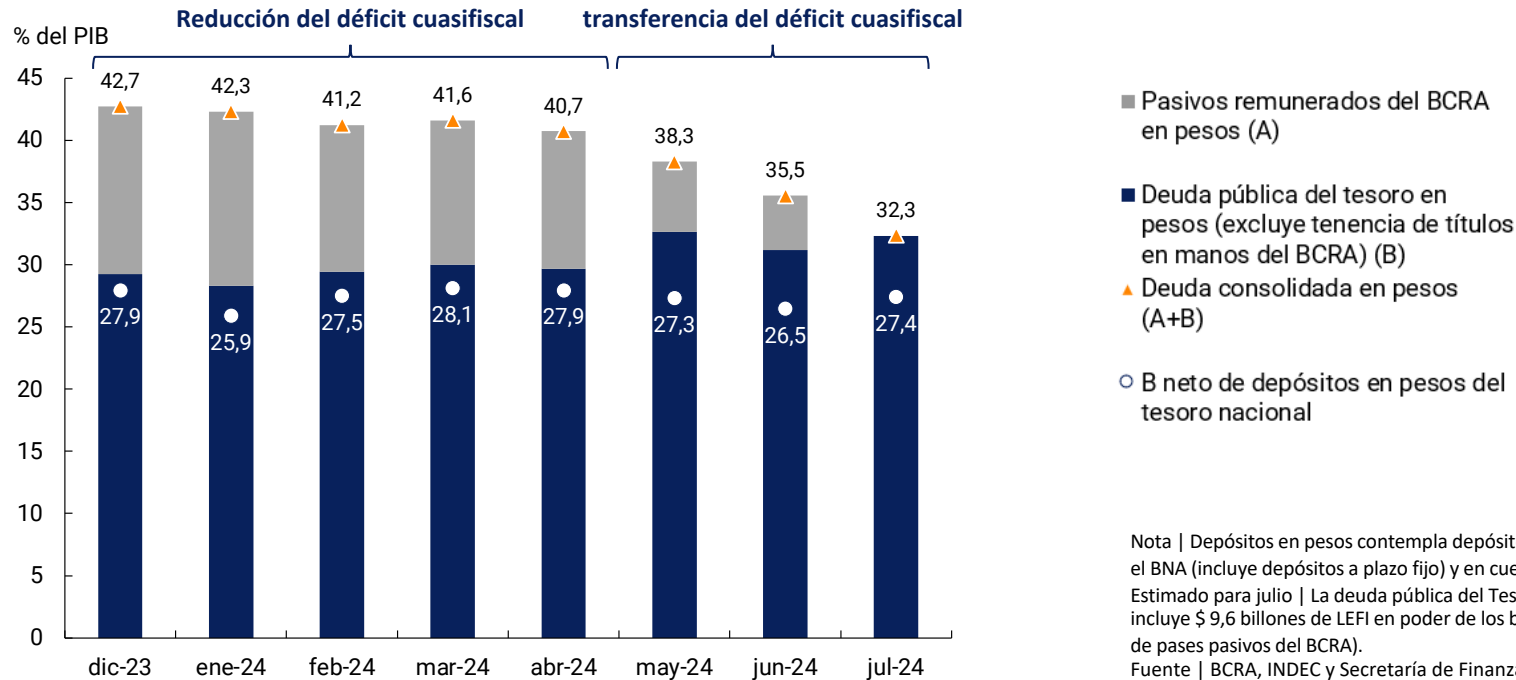
Tasas de interés

Promedio mensual



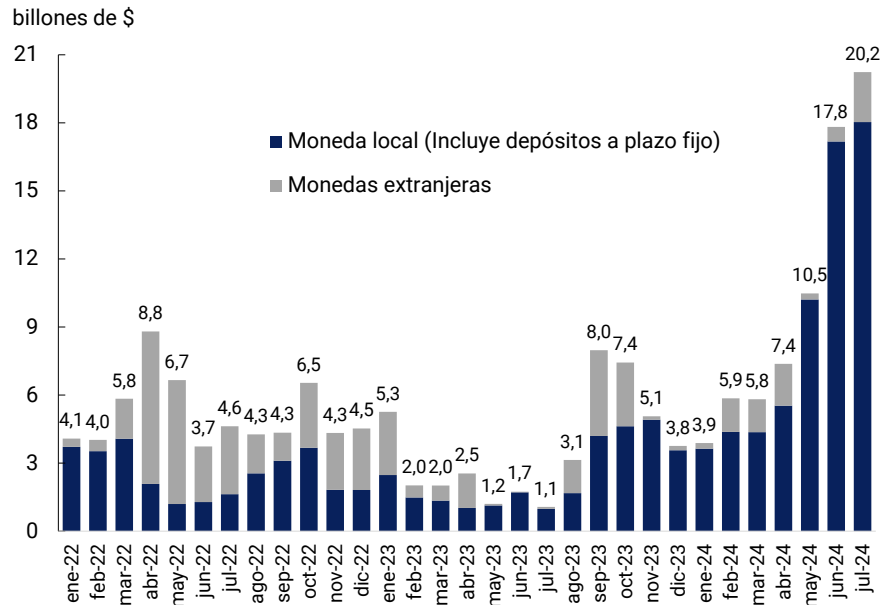
Fuente | BCRA.

Tesoro y BCRA. Deuda consolidada neta en pesos



Nota | Depósitos en pesos contempla depósitos del Tesoro en el BNA (incluye depósitos a plazo fijo) y en cuentas del BCRA. Estimado para julio | La deuda pública del Tesoro Nacional incluye \$ 9,6 billones de LEFI en poder de los bancos (a cambio de pasivos del BCRA). Fuente | BCRA, INDEC y Secretaría de Finanzas.

Depósitos líquidos en pesos del Tesoro A precios constantes de junio de 2024

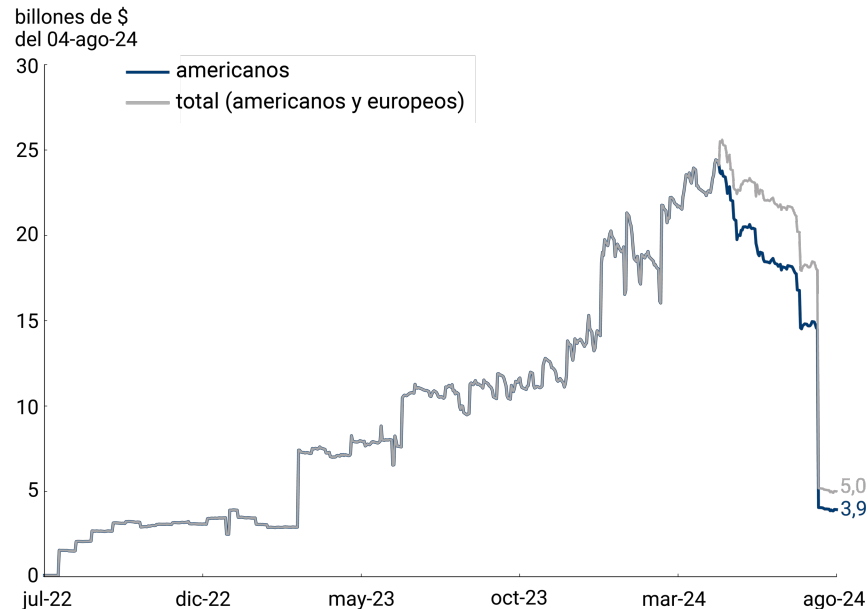


Nota | Datos al 31 de julio.

Fuente | BCRA.

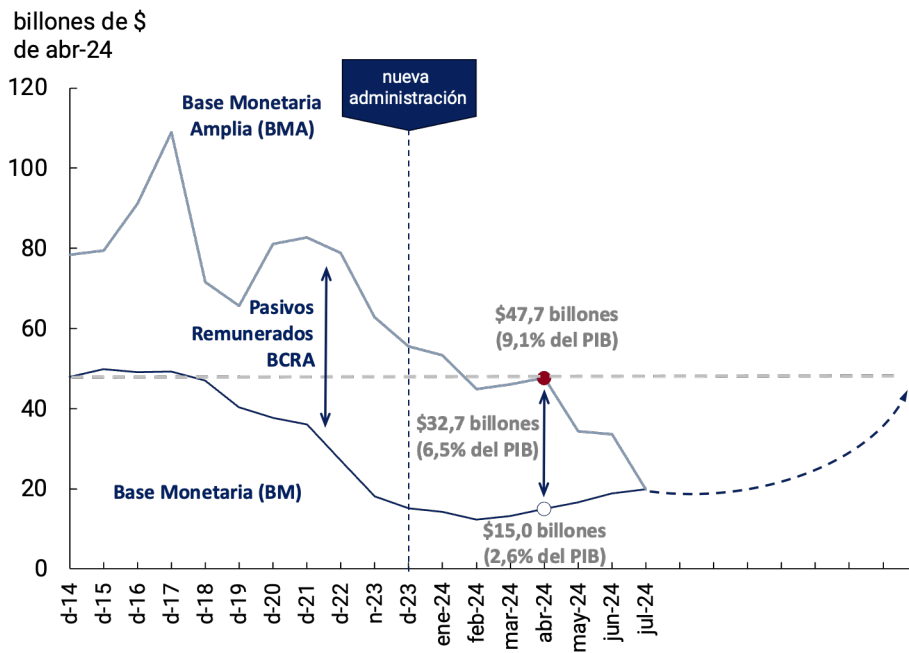
Stock de puts sobre títulos del Tesoro en poder de los bancos contra el BCRA

Valor de mercado a precios constantes



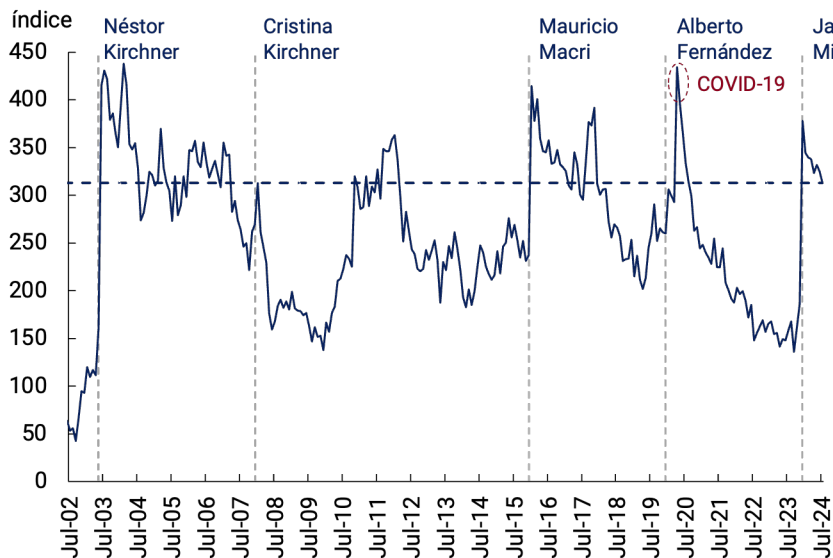
Fuente | BCRA.

Base monetaria y base monetaria amplia Incluye pasivos remunerados del BCRA



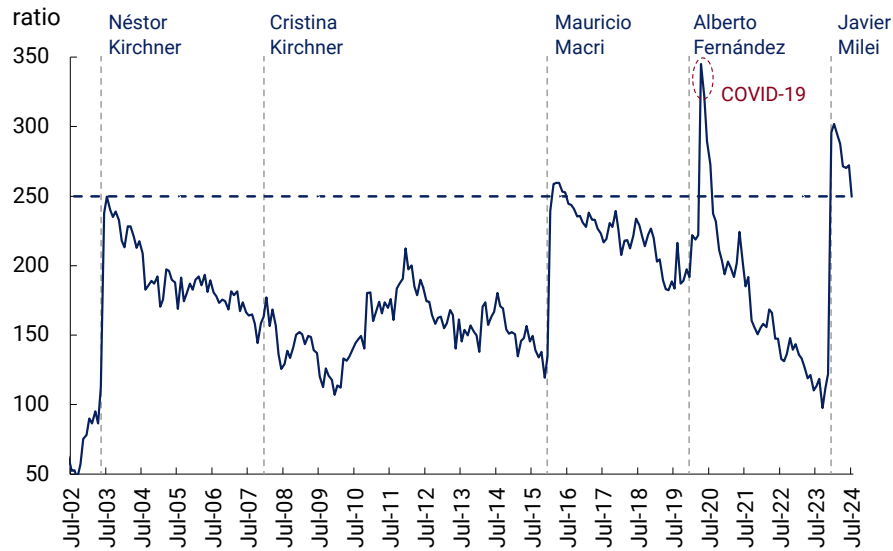
Fuente | BCRA.

Índice de confianza en el gobierno



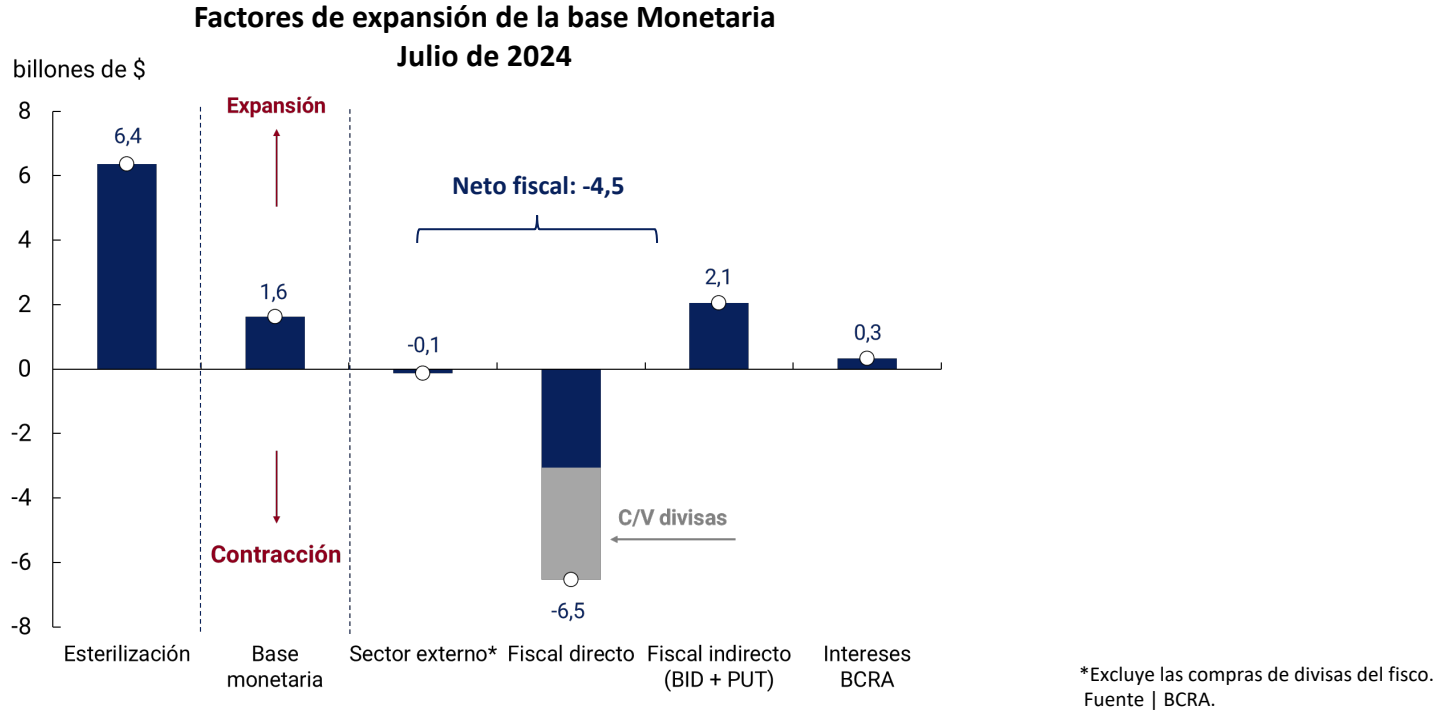
Fuente | BCRA, a partir de datos de la Universidad Torcuato Di Tella.

Confianza ajustada por ciclicidad: Ratio índice de confianza en el gobierno estandarizada / índice de confianza del consumidor



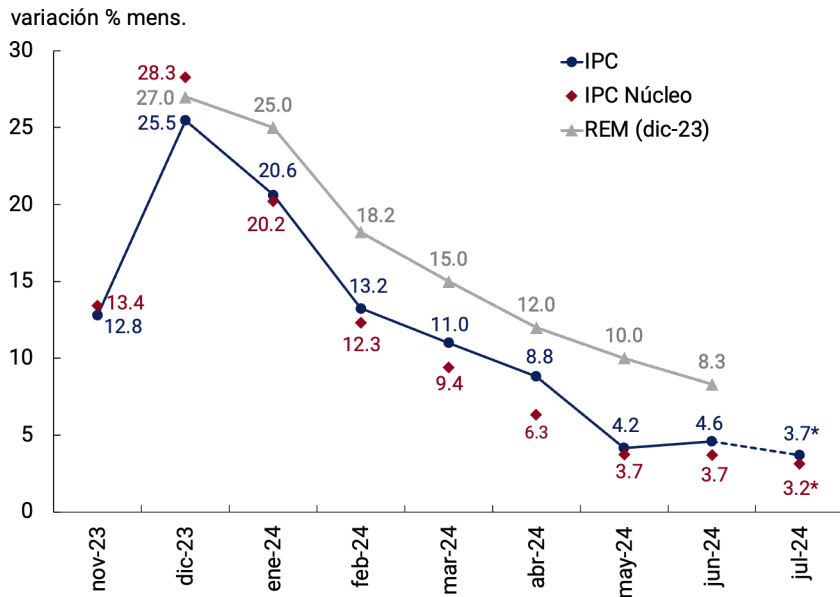
Fuente | BCRA, a partir de datos de la Universidad Torcuato Di Tella.

- I. PANORAMA GENERAL: Las fases de sumisión monetaria a la política fiscal
- II. ARGENTINA EN EL SIGLO XX: Hechos estilizados fiscales, monetarios y de inflación
- III. ARGENTINA 2009-19: Transición de la dominancia fiscal estructural (fase 2) a la sistémica (fase 3)
- IV. ARGENTINA 2020-23: Descenso a la dominancia fiscal terminal (fase 4)
- V. PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZACIÓN 2024: Una rápida reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal
 - Evitar la hiperinflación: Eliminación de la "dominancia fiscal" sobre la política monetaria desde el primer día
 - Anclar la oferta de dinero: Resolver la "dominancia cuasifiscal" sobre la política monetaria
 - Remonetizar una economía bimonetaria: Revertir el "desplazamiento fiscal" del crédito al sector privado



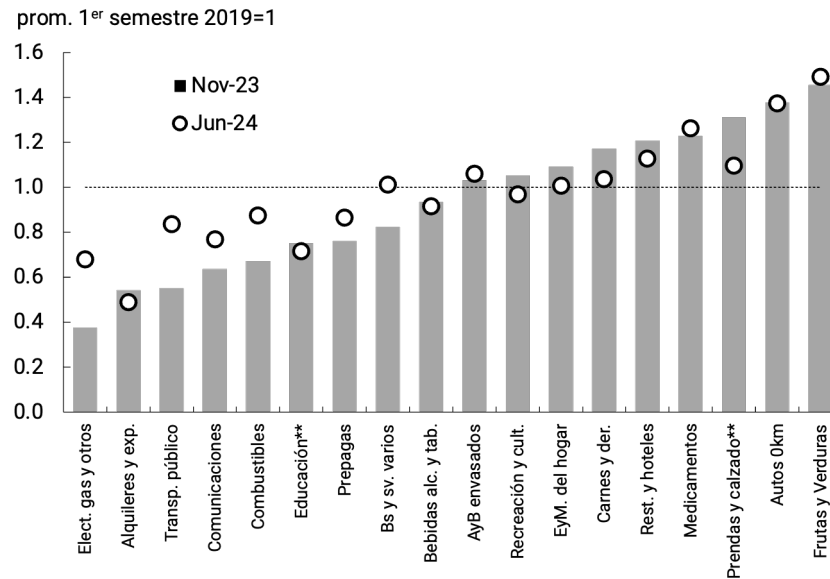
La liquidez bancaria servirá como fuente de crecimiento para la base monetaria y el multiplicador monetario solo cuando esté impulsada por el crecimiento de la demanda de dinero y la demanda de crédito. La repatriación también impulsará la remonetización en USD.

IPC - general: Pronósticos del consenso de mercado (REM) vs. datos reales



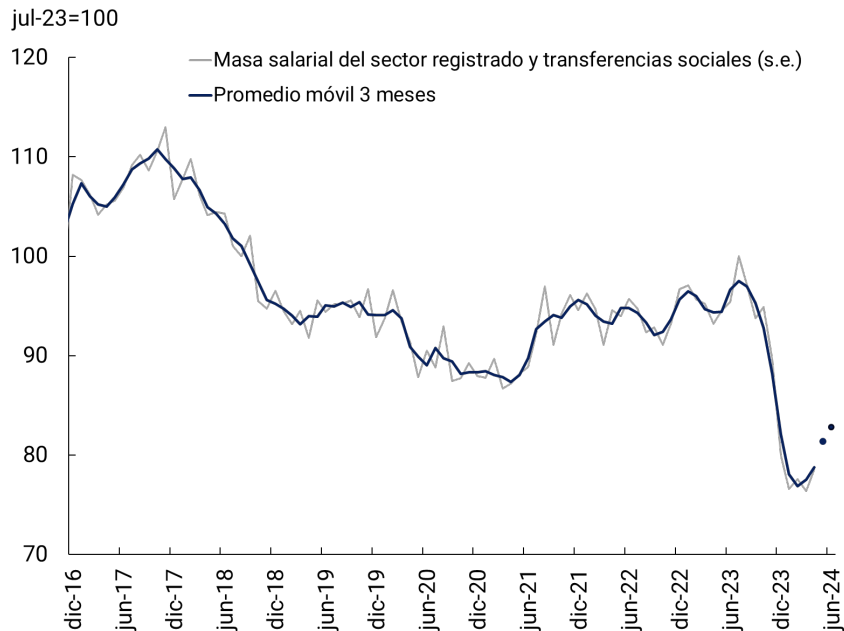
* Pronóstico incluido en la Etapa II: establecer un marco monetario ortodoxo, julio de 2024.
Fuente | BCRA.

Precios relativos IPC grupos/ general



*Datos a jun-24 en relación con jun-19 comparados con datos a nov-23 en relación con nov-18 para abordar consideraciones estacionales.
Fuente | BCRA a partir de datos del INDEC.

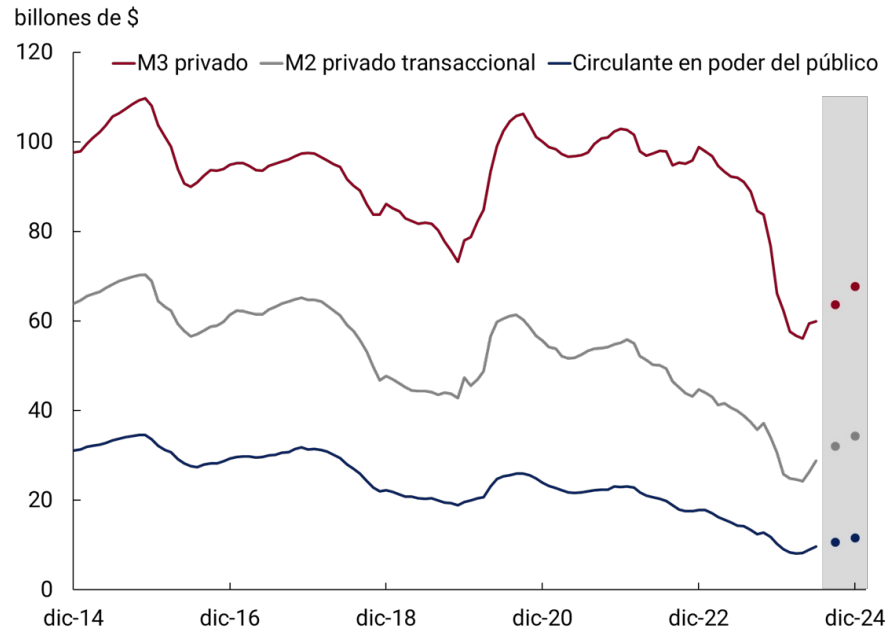
Nómina de los hogares (salarios + transferencias sociales)



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC, Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y Ministerio de Economía.

Agregados monetarios

Ajustado por estacionalidad a precios constantes de junio de 2024



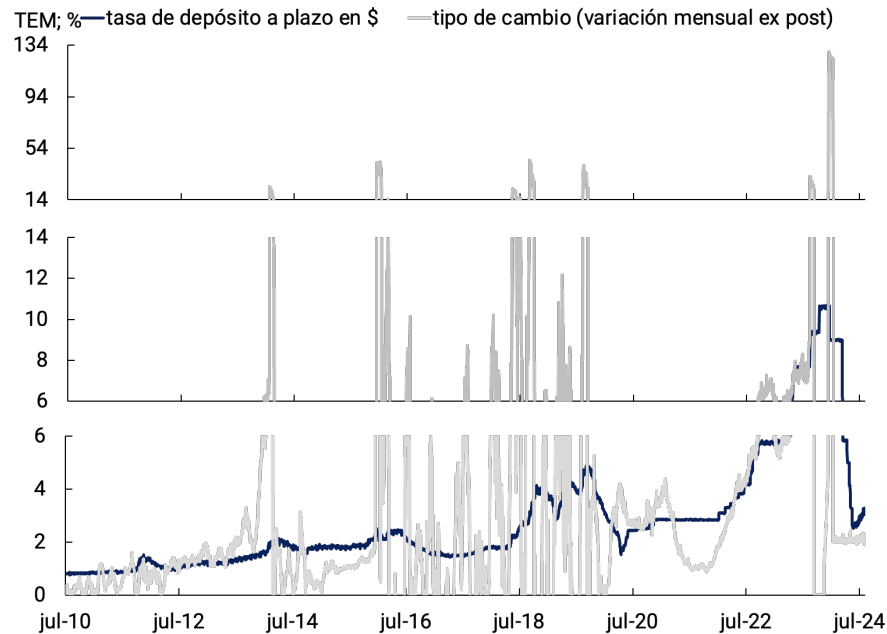
Fuente | BCRA.

Tasa de interés e inflación



Fuente | BCRA.

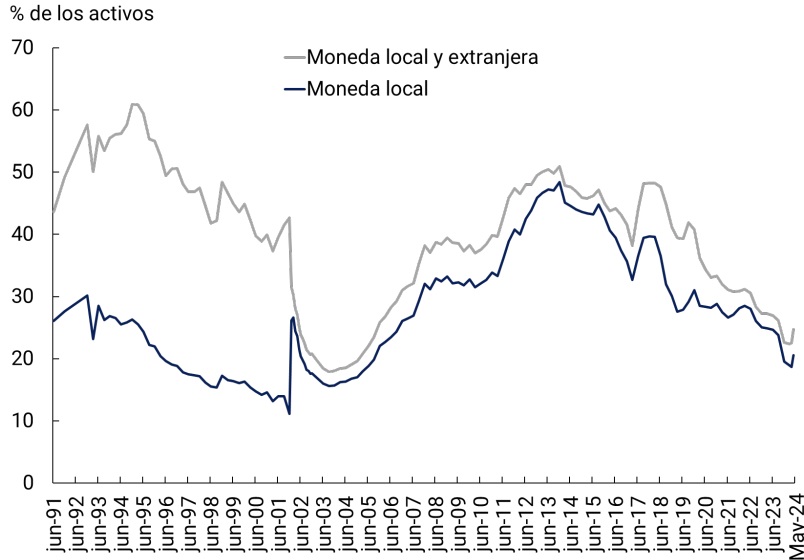
Tasa de interés y tipo de cambio



Fuente | BCRA.

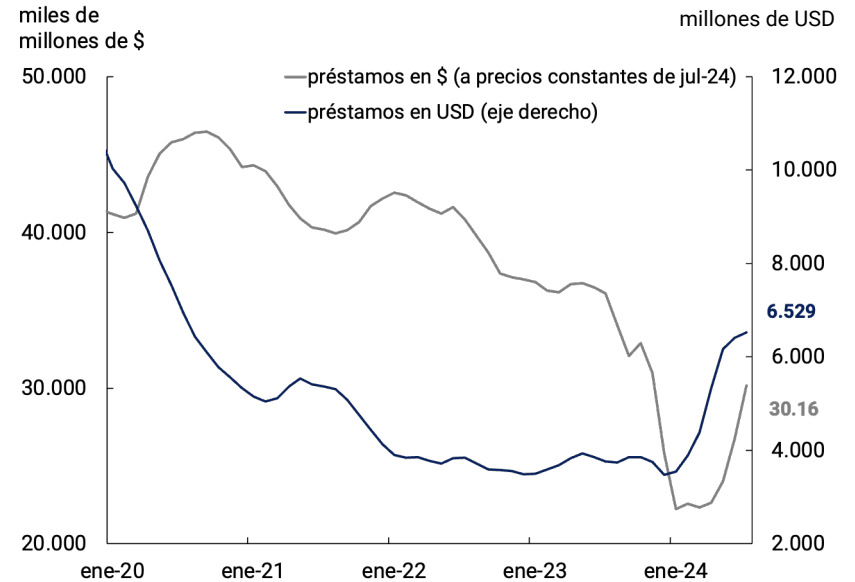
Crédito al sector privado

En % del total de activos del sistema financiero



Fuente | BCRA.

Préstamos en pesos y en moneda extranjera

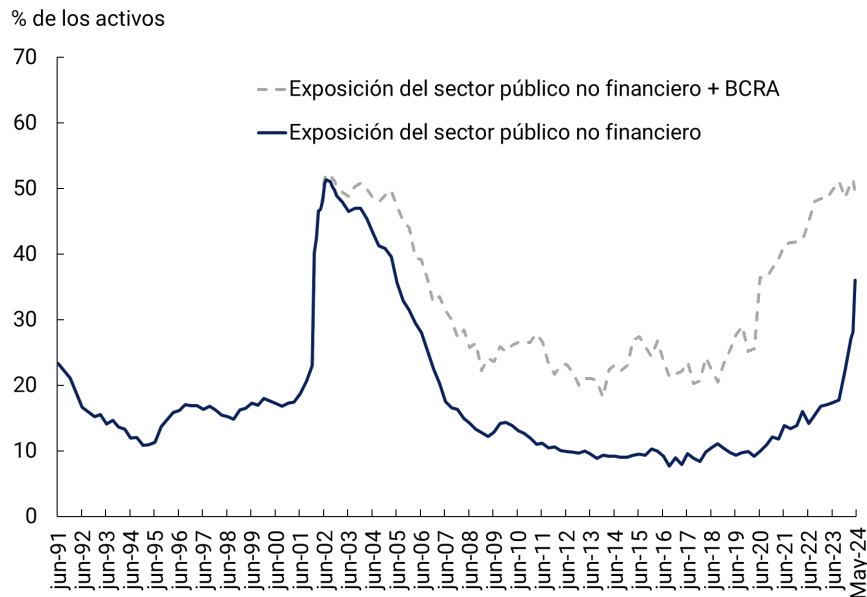


Fuente | BCRA.

La flexibilidad de política (recortes en la tasa) jugó un rol decisivo en la oferta monetaria endógena y de las expectativas de inflación, mientras que soluciones creativas de política (swaps cambiarios) permitieron transformar el stock de demanda extranjera en flujos.

Exposición del sistema bancario al sector público

En % de los activos totales del sistema financiero

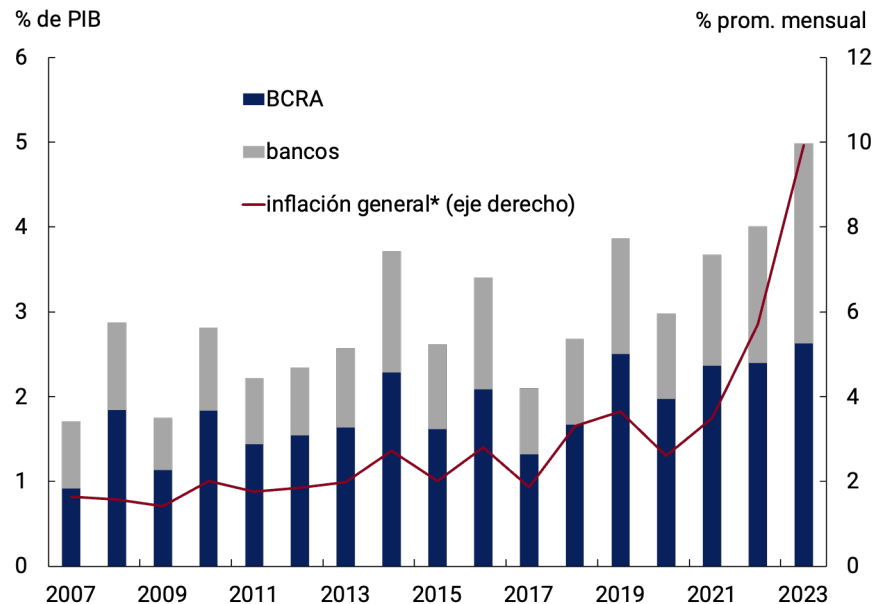


*Letras, notas y pases.

Fuente | BCRA.

Impuesto inflacionario (M2 privado transaccional)

Promedio anual



Transparencia: La verdadera exposición de los bancos al sector público, evidenciada por la suba de precios de las tenencias de bonos y la transferencia del saldo cuasifiscal del BCRA al Tesoro. Los bancos tendrán que incrementar el otorgamiento de préstamos a medida que disminuya su participación en el impuesto inflacionario.

Ratios de apalancamiento de empresas argentinas con cotización pública

Ratio de deuda neta = (Deuda bruta – efectivo) / EBITDA

apalancamiento neto	2Q19	4Q19	2Q20	4Q20	2Q21	4Q21	2Q22	4Q22	2Q23	4Q23	1Q24
YPF	2.0x	2.2x	3.0x	5.0x	2.7x	1.6x	1.3x	1.2x	1.4x	1.7x	1.7x
Vista	1.6x	1.1x	2.4x	3.5x	1.7x	0.8x	0.6x	0.4x	0.5x	0.5x	0.6x
TGS	0.7x	0.8x	0.8x	0.9x	0.6x	0.3x	0.2x	0.2x	-0.1x	0.1x	0.1x
TGN	0.4x	0.3x	0.1x	0.2x	0.5x	-0.9x	-1.1x	0.4x	-0.8x	-0.8x	-3.5x
Transener	0.2x	0.1x	0.1x	-0.1x	0.0x	-0.6x	-0.2x	-0.6x	-0.3x	-0.3x	-0.6x
Pampa Energía	1.8x	1.8x	2.2x	2.1x	1.6x	1.3x	1.3x	1.2x	1.1x	0.9x	1.1x
Central Puerto	1.1x	1.5x	1.4x	2.4x	2.1x	1.5x	1.2x	0.8x	0.3x	0.8x	1.1x
GEMSA	2.5x	3.3x	3.5x	3.8x	4.8x	5.1x	4.4x	4.9x	5.8x	6.3x	6.6x
MSU Energy	8.3x	8.1x	7.9x	6.3x	5.0x	4.7x	4.8x	4.9x	4.9x	4.8x	4.7x
Genneia		4.4x	3.5x	3.3x	3.4x	3.0x	2.8x	2.8x	2.8x	3.2x	3.3x
YPF Luz		3.5x	3.9x	3.9x	3.1x	2.3x	2.1x	2.1x	2.0x	2.1x	2.2x
Telecom Arg	1.3x	1.6x	1.5x	1.8x	1.8x	2.0x	2.1x	2.2x	2.3x	3.2x	2.4x
Loma Negra	0.8x	0.8x	1.2x	0.1x	0.1x	-0.1x	0.0x	0.4x	0.8x	0.9x	1.3x
Ternium Arg	0.8x	0.1x	-0.4x	-0.9x	-0.6x	-0.8x	-1.0x	-1.2x	-1.0x	-1.1x	-1.4x
IRSA	2.6x	3.6x	4.5x	2.6x	4.6x	5.6x	1.7x	1.4x	1.8x	1.3x	1.5x

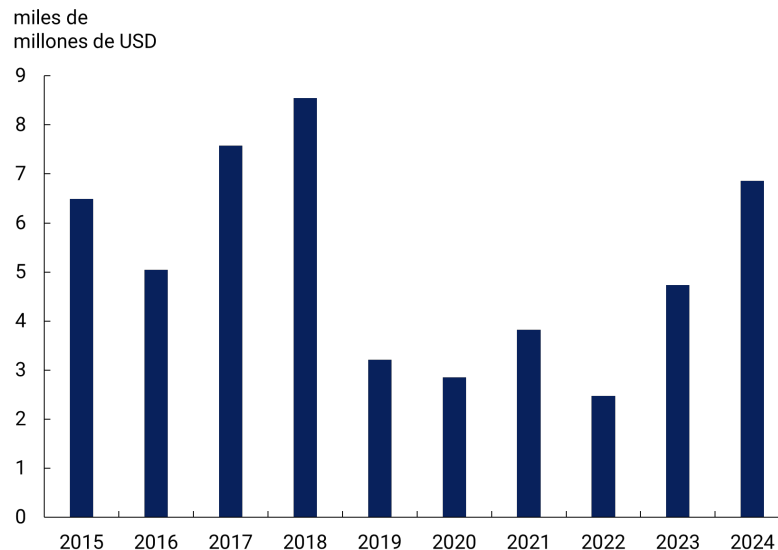
Nota | Apalancamiento = Deuda neta / EBITDA

Deuda neta = Deuda bruta – Efectivo y equivalentes.

Fuente | Latin Securities.

Financiamiento total en el mercado de capitales

Primer semestre

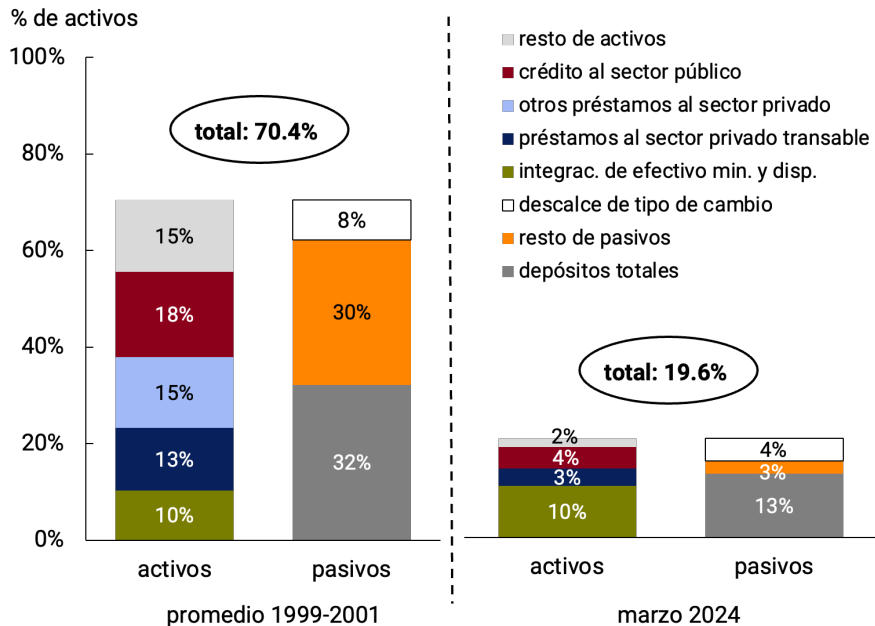


Nota | Valuedo al tipo de cambio del dólar MEP.

Fuente | CNV.

Balance del sector bancario en moneda extranjera

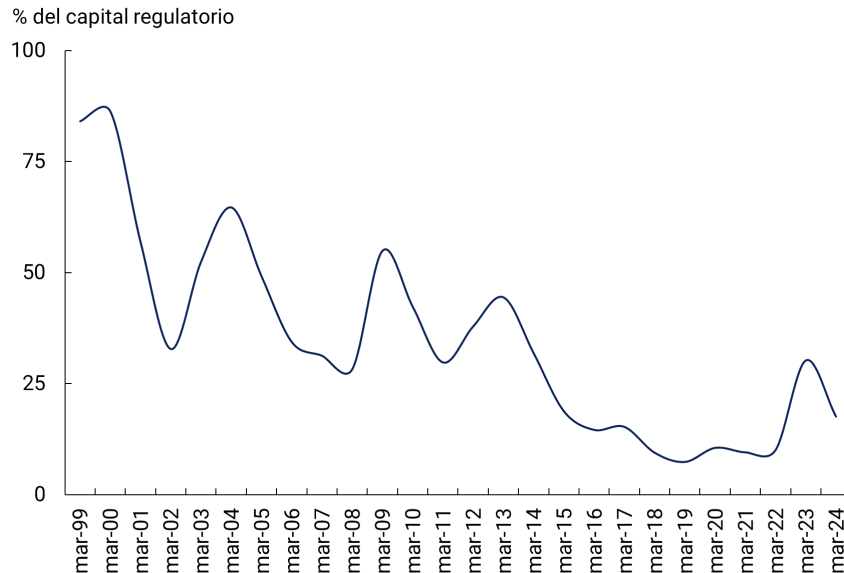
Sistema financiero



Fuente | BCRA.

Descalces en moneda extranjera del sistema bancario*

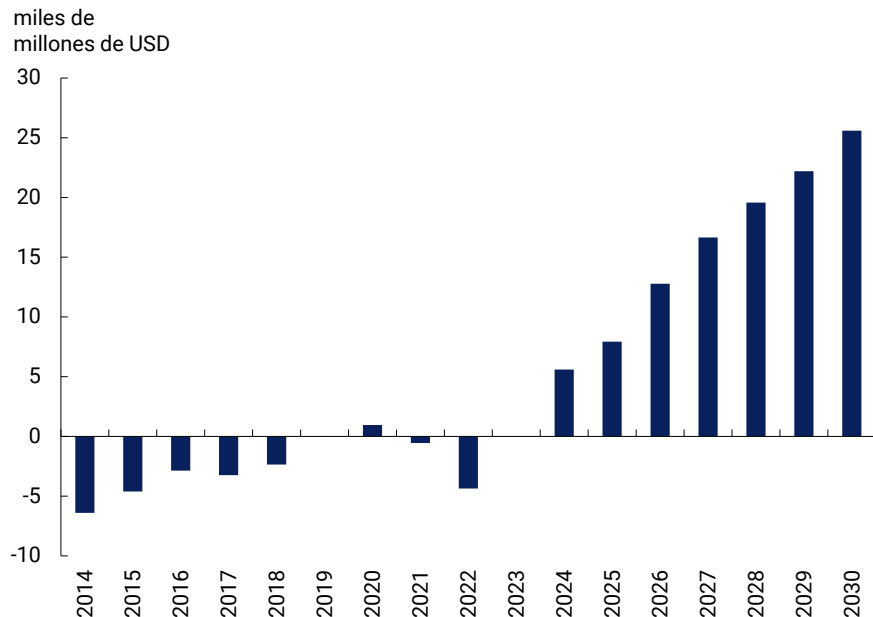
En % del capital regulatorio (CR)



*Activos - pasivos + compras netas a término sin entrega (cuentas fuera de balance).

Fuente | BCRA.

Balanza comercial energética proyectada



Fuente | BCRA

Oportunidades de inversión en el sector Energía

Sector	Proyectos	Plazo hasta	Monto en millones
Producción/Infraestructura petróleo	◦ Inversiones <i>upstream</i> : Proyecto Andes (subasta de áreas petroleras) y desarrollo de Vaca Muerta	2027	7.360
	◦ Petroquímica y biocombustibles: nueva planta de fertilizantes, de agroquímicos, poliducto y terminal marítima y ampliación de puerto y reconversión de refinería)	2030	3.800
Producción/Infraestructura Gas	◦ Pozos de <i>shale gas</i>	2026	4.800
	◦ Gasoductos para mercado interno	2026	6.800
	◦ Gasoductos para exportación	2027	9.100
Generación y transporte Energías renovables	◦ Planta, barco y gasoducto GNL	2027	14.500
	◦ Ampliación sistema de transporte	n.d.	4.600
Energías renovables	◦ Proyectos eólicos (hidrógeno verde)	2032	2.000*
	◦ Combustibles sustentable de aviación (SAF)	2027	400
	◦ Bioetanol	2026	300
	◦ Cogeneración	2026	630
Total			54.300

*Millones de USD por cada GW de energía eólica instalada.

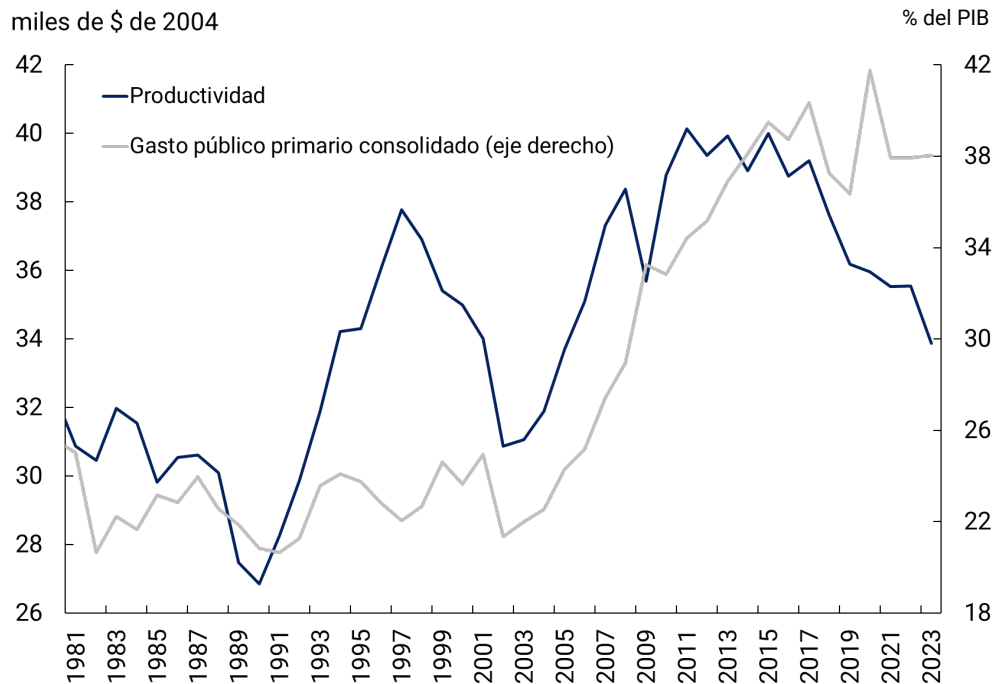
Fuente | BCRA en base a Ministerio de Economía

Pacto de Mayo de 2024: Acuerdo firmado por el gobierno federal y 18 gobiernos provinciales

1. Protección de la **propiedad privada**
2. Compromiso no negociable con el **equilibrio fiscal**
3. Reducción del **gasto del gobierno central** al 25% del PIB
4. **Educación** de alta calidad: educación inicial, primaria y secundaria; 100% de alfabetización y 0% de deserción escolar
5. **Reforma tributaria** que reduzca la presión impositiva, simplifique el sistema y promueva el comercio
6. Propuesta de un **sistema de coparticipación federal de impuestos** con las provincias, que fomente la responsabilidad y el progreso
7. Priorización de la explotación de la dotación de **recursos naturales**
8. **Reforma laboral** moderna, que promueva el empleo formal
9. **Reforma previsional** que apunte a un sistema sostenible que priorice a quienes cumplieron con aportes
10. **Apertura al comercio internacional**

Nota | El Pacto fue firmado el 9 de julio por el Presidente de la Nación y por 18 de los 24 Gobernadores de distritos subnacionales. Solo 6 Gobernadores no firmaron: Buenos Aires, La Pampa, Formosa, Tierra del Fuego, La Rioja y Santa Cruz (cuyo gobernador lo firmaría más tarde).

Productividad y gasto público primario consolidado



Nota | Productividad = PBI/Empleo total.
Gasto público primario consolidado de 2023 estimado.
Fuente | BCRA en base a datos del Ministerio de Economía e INDEC.

Programa argentino de estabilización:

Reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria

Gracias