

Informe de Política Monetaria

Febrero de 2020



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Febrero de 2020

Prefacio

Como lo indica su Carta Orgánica, el Banco Central de la República Argentina “tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.

Este mandato establece explícitamente que el Banco Central tiene objetivos múltiples: lograr un nivel de inflación bajo y estable, velar por la estabilidad financiera y procurar que la economía se ubique en un sendero de crecimiento sostenido con altos niveles de ocupación.

El principal aporte que la política monetaria puede hacer es encontrar un balance adecuado entre los objetivos que persigue la autoridad monetaria, y utilizar todos los instrumentos disponibles para minimizar posibles conflictos entre los mismos.

Para guiar sus decisiones de política económica el BCRA realiza un seguimiento continuo de la dinámica coyuntural y de las tendencias estructurales de la economía nacional. A tal fin, el Banco Central presenta diversas publicaciones que reflejan parte de sus análisis entre las que se encuentra el Informe de Política Monetaria.

El informe se publica de manera trimestral e incluye un primer capítulo con la visión institucional y una síntesis ejecutiva en la que se describen brevemente las razones de las decisiones de la política monetaria y se analiza la coyuntura económica nacional e internacional, temas que son analizados en profundidad en las siguientes secciones del informe: contexto internacional, actividad económica, empleo e ingresos, sector externo, precios y política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 10 de febrero de 2020.

Contenidos

- Pág. 4 | 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas
- Pág. 7 | 2. Contexto internacional
- Pág. 21 | 3. Actividad económica, empleo e ingresos
- Pág. 41 | *Apartado 1 / Primeras medidas sociales y fiscales del Gobierno*
- Pág. 43 | 4. Sector externo
- Pág. 54 | *Apartado 2 / Evolución reciente de la deuda pública*
- Pág. 59 | 5. Precios
- Pág. 75 | 6. Política monetaria
- Pág. 91 | *Apartado 3 / El desafío de impulsar el crédito*
- Pág. 93 | *Apartado 4 / La volatilidad del tipo de cambio
y su implicancia en la elección del régimen monetario*
- Pág. 98 | *Apartado 5 / La coordinación entre la política monetaria
y la política fiscal: el debate internacional reciente*
- Pág. 102 | Glosario de abreviaturas y siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: politica.monetaria@bcra.gob.ar

Acceda a las series de datos a través del siguiente [enlace](#).

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

La economía argentina enfrenta un crítico cuadro macroeconómico caracterizado por la coexistencia de registros inflacionarios muy elevados y un intenso y persistente proceso recesivo, que se ha traducido en marcados niveles de desocupación, precariedad y pobreza. Por su parte, la escasez de divisas ha generado una notoria debilidad de su sector externo que, tal como ha ocurrido en otras instancias en el pasado, condiciona severamente su desempeño agregado.

Esta renovada manifestación de la restricción externa se generó a mediados de la década pasada con la retracción de los precios internacionales de las *commodities*, debilidades propias en materia de política industrial y tecnológica, y la desaceleración que comenzó a exhibir la economía y el comercio a nivel global. A estas limitaciones en los flujos de divisas comerciales se sumó la pérdida del acceso al crédito voluntario y una renovada fuga de capitales domésticos, dada la vulnerabilidad que se desatara producto de un proceso de endeudamiento externo a todas luces insustentable.

Igual derrotero ha seguido la tasa de inflación, que habiendo escalado significativamente en igual período se aceleraría notablemente en los dos últimos años del Gobierno anterior, debido a errores de diagnóstico y de política, que tendieron a subestimar las dificultades para inducir una baja sostenible de un proceso inflacionario sustentado en factores estructurales y con evidentes componentes inerciales. Esa desacertada concepción trajo aparejada la intención de abordar el problema apelando exclusivamente a herramientas de naturaleza monetaria. Al mismo tiempo, la hipótesis de una presunta continuidad *sine die* de un contexto caracterizado por la abundancia de financiamiento externo condujo al error de inducir una completa desregulación del mercado cambiario y una apertura financiera irrestricta. Por último, una visión económica sesgada y una concepción excesivamente “ofertista” impulsó la reducción de impuestos nacionales y provinciales deteriorando el cuadro fiscal.

Quedó de ese modo configurado un *mix* de políticas (monetaria, financiera y fiscal) inconsistente, que condujeron a una severa crisis de balanza de pagos, a una marcada depreciación de la moneda doméstica, y a la consecuente profundización de la recesión y la aceleración de la inflación, generando un fuerte impacto a nivel económico y social.

Tardíamente, sobre el final de su mandato, el Gobierno Nacional anterior dispuso una serie de medidas de restricción de acceso al mercado de cambios, indispensables para mitigar la crisis y el deterioro del balance de pagos; reprogramó compulsivamente vencimientos de deuda local, al tiempo que el déficit fiscal (ya sin posibilidades de ser financiado con endeudamiento externo) comenzó a cubrirse con emisión monetaria.

Frente a este escenario, el nuevo Gobierno Nacional adoptó una serie de medidas sociales, productivas, regulatorias y fiscales destinadas a afrontar las manifestaciones más inmediatas de la crisis y a estabilizar la macroeconomía y, a partir de allí, redefinir las prioridades de política con el objetivo de sentar las bases para iniciar un proceso de desarrollo económico sostenible. Estas medidas se condensan en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (Ley [27541](#)), que contempla crear las condiciones para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, con una orientación solidaria, aplicando esquemas tributarios progresivos. Asimismo, busca promover la reactivación de la economía, fortaleciendo los ingresos de los sectores más vulnerables para que puedan recomponer sus niveles de consumo y aliviando las deudas tributarias de las pequeñas y medianas empresas.

Dentro de las acciones regulatorias se encuentran la ratificación de la obligatoriedad de ingreso de divisas de exportación al mercado de cambios local y de los límites para la formación de activos externos con recursos locales. En forma paralela se estableció también un impuesto a la compra de divisas con destino al atesoramiento y al pago de servicios de turismo y viajes al exterior.

Con respecto a las medidas impositivas, además de la mencionada en el párrafo anterior y de la amplia moratoria impositiva para PyMES, se cuentan el aumento de los derechos de exportación, los cambios en las contribuciones patronales a la seguridad social y en el impuesto a las ganancias de sociedades, la reorientación de los impuestos al consumo, la reforma del impuesto a los bienes personales y de la tasa de estadística.

Asimismo, en el marco del Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad recientemente suscripto por representantes de las empresas, los sindicatos y las organizaciones sociales, el Gobierno ha implementado políticas de ingreso activas entre las cuales se encuentran un acuerdo de precios, a través del Programa Precios Cuidados, y el mantenimiento de las tarifas por hasta 180 días, en tanto finalice el proceso de renegociación de los esquemas vigentes. En igual sentido se han desplegado también una serie de medidas para paliar la situación de los sectores sociales más vulnerables mediante los incrementos de suma fija en los salarios y prestaciones de la seguridad social y el Programa Nacional de Seguridad Alimentaria y Nutricional.

En el contexto de la emergencia económica y social descrita, y de una situación crítica en lo que hace al acceso al mercado de crédito voluntario externo, el Banco Central considera necesario asistir excepcionalmente al Tesoro tanto en la eventualidad de pagos de deuda al exterior como, de ser estrictamente necesario y bajo límites prudentes que respeten el equilibrio en el mercado monetario, de financiamientos en moneda local.

De igual forma, teniendo en cuenta que el Gobierno se encuentra abocado a reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública, el Poder Ejecutivo ha considerado oportuno demorar la presentación del Presupuesto Nacional del ejercicio. En tales circunstancias, y hasta tanto se pueda avanzar en esas definiciones, no es posible desplegar una estrategia de política monetaria donde se fijen objetivos específicos sobre la expansión de los agregados o la inflación.

Tomando en cuenta estas limitaciones, pero en línea con su misión de “promover, en la medida de sus facultades, y en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”, el Banco Central de la República Argentina encuentra prudente avanzar en la definición de una serie de lineamientos útiles para ayudar a la formación de las expectativas de los distintos actores económicos en nuestro país. Dichos lineamientos se refieren a los siguientes conceptos centrales: tasa de interés, precios, agregados monetarios, tipo de cambio, crédito, nivel de actividad y empleo.

- Tasa de Interés. Dada la existencia de componentes inerciales en el proceso inflacionario en curso y la escasa profundidad del mercado de crédito local, el intento de reducir la inflación apelando exclusivamente a la vigencia de tasas de interés reales excesivamente elevadas ha demostrado su ineficacia y su carácter eventualmente contraproducente. El nivel de tasa de interés real debe preservar la estabilidad financiera y externa de la economía, y debe ser compatible con el financiamiento de la producción y la construcción de una curva de rendimientos

a mayor plazo, favoreciendo el ahorro en moneda doméstica. Esto último supone un manejo de tasas de interés donde se evitará que caiga en niveles reales negativos.

- Precios. Se procura inducir una reducción gradual pero sostenible de la tasa de inflación a partir de un enfoque de política monetaria prudente, consistente y coordinado con el resto de la política económica y la política de ingresos impulsada por el gobierno nacional. En este marco, se espera su desaceleración hacia niveles marcadamente menores que el año 2019 debido a la concurrencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal, los acuerdos de precios y la coordinación de estrategias de corto y largo plazo, a través de distintos ámbitos institucionales.
- Agregados monetarios. Estos se encuentran en niveles históricamente muy reducidos en términos de producto. En un contexto de recuperación de la confianza y de reducción gradual de las tasas de interés, que posibilite una mejora de las condiciones crediticias y un estímulo al nivel de actividad, cabe esperar un proceso gradual de remonetización. La política monetaria debe promover una expansión prudente de los agregados monetarios, evitando desequilibrios que afecten en forma directa o indirecta al proceso inflacionario.
- Tipo de cambio. Una política cambiaria de flotación administrada es un instrumento apto para evitar fluctuaciones pronunciadas de la paridad cambiaria que generen efectos negativos sobre la competitividad, los precios internos y la distribución del ingreso. La política cambiaria también propiciará la acumulación preventiva de reservas internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.
- Crédito. La intermediación crediticia interna se encuentra también en niveles relativos muy bajos, debiéndose expandir para atender las necesidades de los hogares y la producción, con un sentido estratégico que permita atender no sólo el corto sino también el mediano y largo plazo.
- Nivel de actividad y empleo. Las políticas adoptadas hasta aquí permitirán ir definiendo un nuevo encuadre macroeconómico sustentado en la recuperación del mercado interno y el crecimiento de las exportaciones, induciendo aumentos en la inversión y la productividad, lo que permitirá conjugar la expansión de la demanda y el empleo con la transformación productiva necesaria para darle continuidad en el tiempo.

2. Contexto internacional

En el último trimestre de 2019 surgieron algunas señales que indican que la desaceleración de la economía global podría estar llegando a su fin. La firma de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, junto con la concreción del Brexit con acuerdo, trajeron algo de tranquilidad a los mercados financieros. En un contexto de alta incertidumbre, se observan mejoras en el margen en las expectativas empresariales, comerciales y de producción industrial global.

La Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) continuaron orientando sus políticas monetarias al sostenimiento de la actividad económica. En particular, la Fed volvió a inyectar grandes cantidades de liquidez a través de los mercados de REPOs y de la compra de títulos públicos. En un escenario de relativo optimismo, esta mayor liquidez permitió que los agentes aumenten su exposición al riesgo, lo que se refleja en un aumento de la mayoría de los indicadores bursátiles y en un mayor flujo de capitales hacia los mercados emergentes.

Argentina enfrenta un escenario internacional ligeramente más favorable al que se observaba en octubre. El crecimiento económico en Brasil se está consolidando, lo que implicaría un impulso comercial positivo. Por otro lado, los precios internacionales de las materias primas se mantienen en niveles similares a los verificados en promedio durante 2019. Si bien hay una mejora en las condiciones globales de liquidez para emergentes, el impacto en Argentina no sería relevante, ya que el sector público no está financiándose en el exterior y las colocaciones del sector privado son muy bajas.

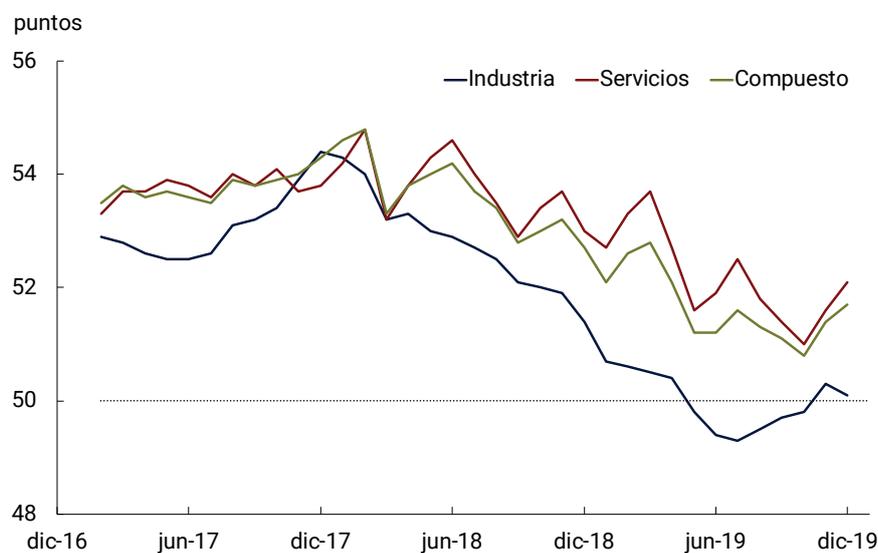
A pesar de las mejoras recientes, el escenario internacional continúa siendo frágil y con alta incertidumbre, no pudiendo descartarse un nuevo recrudecimiento de las tensiones comerciales y geopolíticas, o el surgimiento de un evento difícil de anticipar como el brote de un nuevo patógeno (como el coronavirus nCoV-2019) con implicancias difíciles de predecir para la economía mundial.

2.1 Leve mejora en el nivel de actividad global y en el crecimiento de los principales socios comerciales

El nivel de actividad global continúa siendo débil, aunque desde la fecha de publicación del IPOM anterior se conocieron algunos indicadores alentadores. El índice PMI¹ global, tanto en sus componentes de industria y servicios como en el índice compuesto, mostró mejoras respecto al trimestre previo (ver Gráfico 2.1). Si bien persiste la tendencia negativa en los tres indicadores, todos registraron mejoras en el margen y, en particular, el índice del sector industrial superó el nivel de 50 puntos que delimita las zonas de contracción y expansión. Pese a las señales positivas, el FMI actualizó recientemente sus proyecciones globales de crecimiento para este año, donde espera un aumento del PIB de 3,3% (0,1 p.p. menos que en octubre, fundamentalmente por un ajuste a la baja en la proyección de India).

¹ *Purchasing Managers' Index*

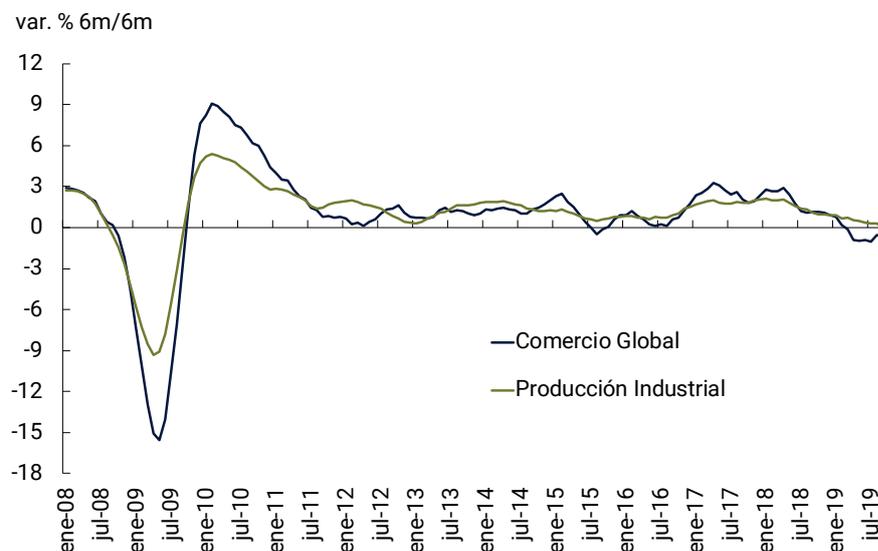
Gráfico 2.1 | Índices PMI globales



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

Esta recuperación en el margen de la actividad industrial global se da en un contexto de meses de estancamiento para el sector, tanto por un debilitamiento de la inversión como por la menor demanda por exportaciones. En términos semestrales, el crecimiento de la producción industrial ha sido prácticamente nulo, algo que no sucedía desde la crisis financiera internacional (ver Gráfico 2.2). De todas formas, la caída del comercio global parece estar deteniéndose, lo que podría ayudar a una recuperación de la demanda de bienes industriales. Estas incipientes tendencias podrían fortalecerse luego de la firma del acuerdo comercial de “fase 1” entre EE.UU. y China, concretado a mediados de enero. Este acuerdo continúa una serie de gestos de distensión que ocurrieron en los últimos meses, incluyendo el hecho de que EE.UU. haya retirado a China del listado de países acusados de manipular su moneda.

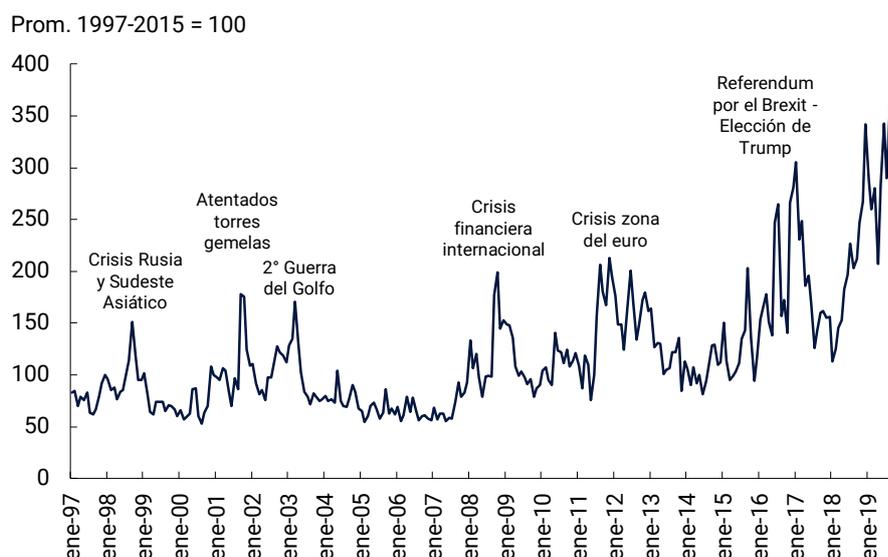
Gráfico 2.2 | Volumen de comercio y producción industrial globales (s.e.)



Fuente: BCRA en base a datos de Oficina de análisis de la política económica de los Países Bajos

Si bien las tensiones comerciales parecen estar disminuyendo, no está sucediendo lo mismo con las tensiones sociales y geopolíticas, como lo refleja el Índice de incertidumbre política y económica global, el cual alcanzó en los últimos meses niveles máximos históricos (ver Gráfico 2.3). Este pico de incertidumbre se explica por una combinación de causas que incluyen, además de las disputas comerciales, las protestas sociales en algunos países latinoamericanos y Hong Kong, el proceso de *impeachment* al presidente de EE.UU., la posibilidad de que el Reino Unido lleve adelante el Brexit sin acuerdo con la Unión Europea, entre otros motivos. Si bien en los últimos meses algunos de estos factores han perdido fuerza, otros han subido en importancia, como las recientes tensiones bélicas entre EE.UU. e Irán, todavía no captadas por el indicador.

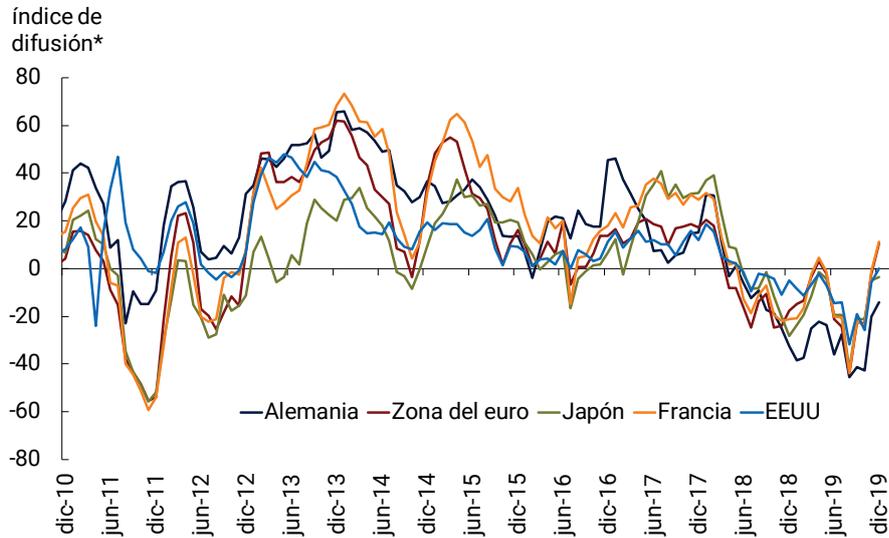
Gráfico 2.3 | Índice de incertidumbre política y económica global



Fuente: BCRA en base a datos de Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," *Macroeconomic Review*, October

En este contexto de alta incertidumbre no sorprende que los índices de confianza empresarial en los países avanzados sean débiles, aunque se observa una mejora en los mismos en los últimos meses (ver Gráfico 2.4). Como se observa en el gráfico, para la mayoría de los países relevados por la encuesta ZEW, el indicador de sensación económica está abandonando el terreno negativo con la excepción de Alemania, país para el que también se observa una recuperación en el margen.

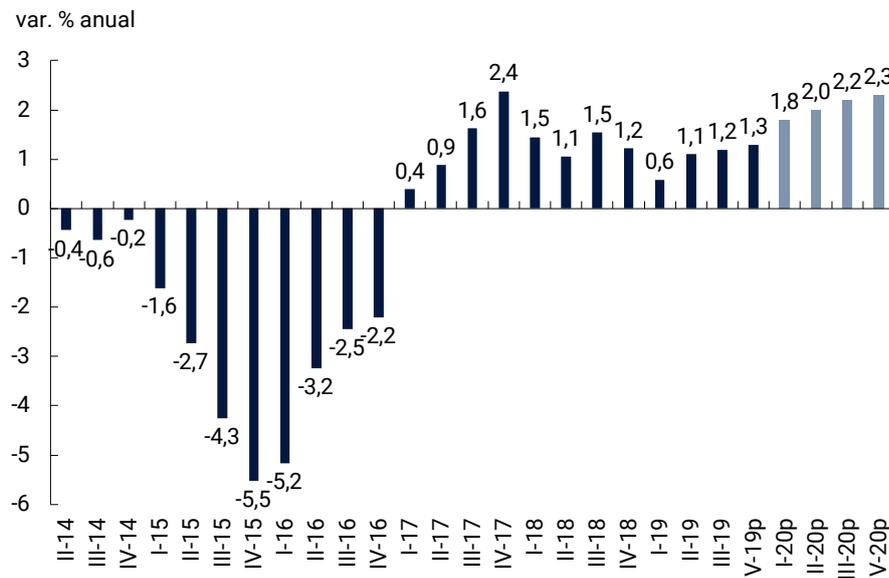
Gráfico 2.4 | Expectativas económicas en economías avanzadas



Fuente: BCRA en base a encuesta ZEW, Thomson Reuters y Bloomberg. Índices de Sensación Económica. * Diferencia porcentual entre respuestas positivas y negativas.

En cuanto al crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina, se observan algunas señales alentadoras. En Brasil se registró un crecimiento del 1,3% en el tercer trimestre de 2019, a la vez que se revisó al alza el crecimiento del trimestre anterior (ver Gráfico 2.5). Las expectativas de los analistas consultados por la encuesta Focus indican que el crecimiento de nuestro principal socio se consolidaría en los próximos trimestres, lo que es una buena señal para las exportaciones argentinas. En este contexto, el Banco Central de Brasil elevó su proyección de crecimiento para 2019 de 0,9% a 1,2% y de 1,8% a 2,2% para 2020. En igual sentido van las [proyecciones del FMI](#) que prevé un incremento del PIB en 2020 de 2,2% (+0,2 p.p. respecto de [octubre](#)).

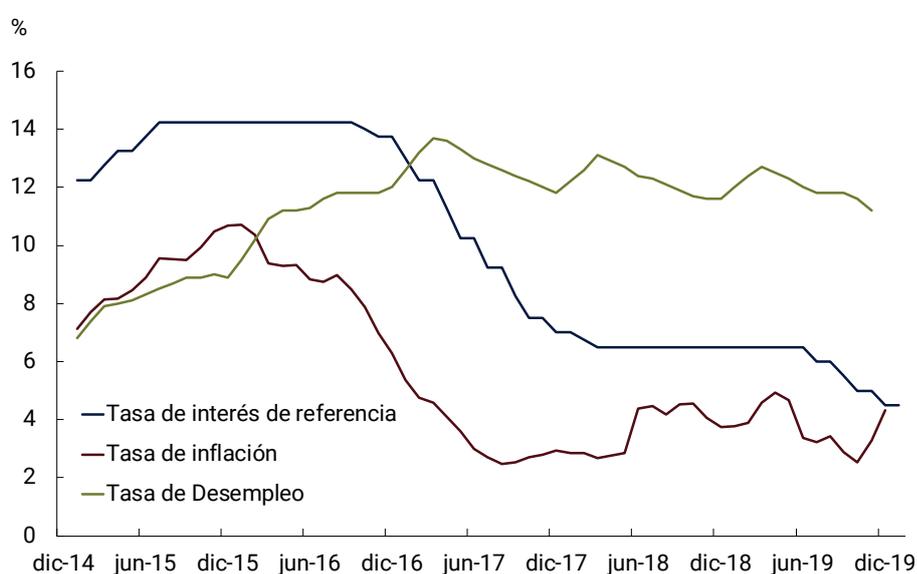
Gráfico 2.5 | Crecimiento del PIB de Brasil



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Focus Consensus Forecast

Los últimos indicadores de nuestro mayor socio comercial muestran crecimiento tanto en los sectores industrial como de servicios, de la mano de una mayor utilización de la capacidad instalada. Algunos indicadores mensuales sugieren que la inversión se está recuperando, especialmente la construcción, aunque a menor ritmo que en los meses previos. Esta recuperación todavía no está teniendo impacto significativo en la tasa de desempleo, la cual continúa por encima del 11% y sólo se ha reducido levemente respecto al pico de la recesión (ver Gráfico 2.6). Dado que la inflación se mantiene dentro del rango objetivo del banco central, el organismo tuvo margen para impulsar la actividad reduciendo su tasa de política en los últimos meses. Si bien el dato de inflación de noviembre resultó relativamente elevado, se considera que se debió a motivos estacionales, manteniéndose acotadas las expectativas de inflación para los próximos meses.

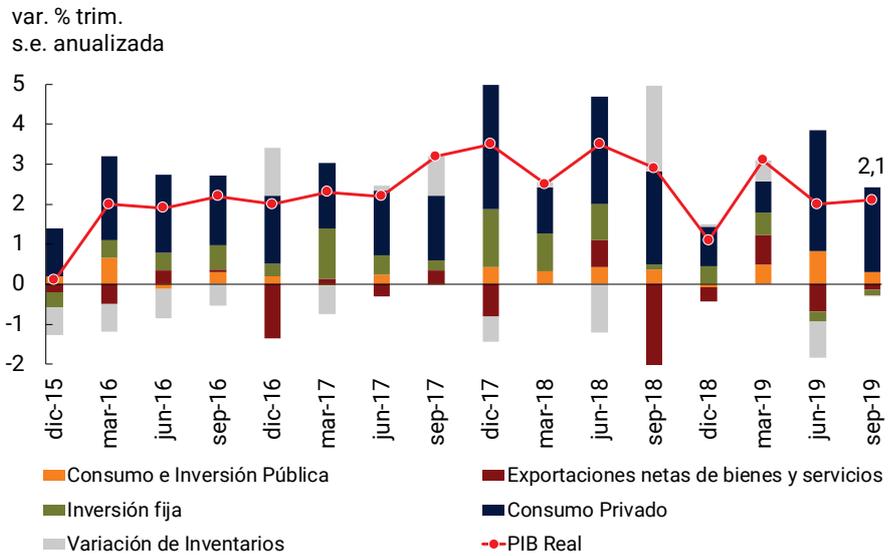
Gráfico 2.6 | Brasil. Indicadores macroeconómicos



Fuente: BCRA en base a datos de Banco Central de Brasil y Bloomberg

Respecto a la economía de EE.UU., los datos preliminares del cuarto trimestre de 2019 indican que se habría expandido a una tasa anualizada del 2,1%, sin cambios respecto del trimestre previo (ver Gráfico 2.7). Para 2020, las [proyecciones del FMI](#) prevén un incremento del PIB de 2% (-0,1 p.p. respecto de [octubre](#)). El motor del crecimiento continúa siendo el consumo privado, sostenido por un firme mercado laboral que en noviembre registró un nuevo mínimo para la tasa de desempleo (3,5%). Si bien los salarios continúan creciendo por encima de la inflación (ver Gráfico 2.8), en los últimos meses se observó una desaceleración de los mismos. En este contexto, el presidente de la Reserva Federal (Fed), Jerome Powell, indicó que no hay indicios de que el mercado laboral esté sobrecalentado, por lo que descartó cambios en la tasa de interés de referencia para los próximos meses.

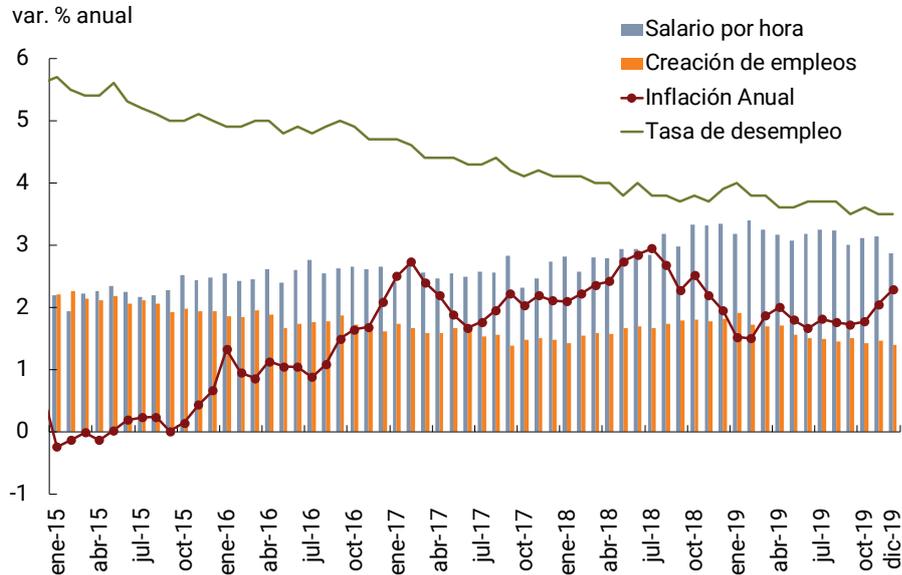
Gráfico 2.7 | Crecimiento del PIB de EE.UU.



Valor de Sep-19 proyectado.

Fuente: BCRA en base a datos de Bureau of Economic Analysis

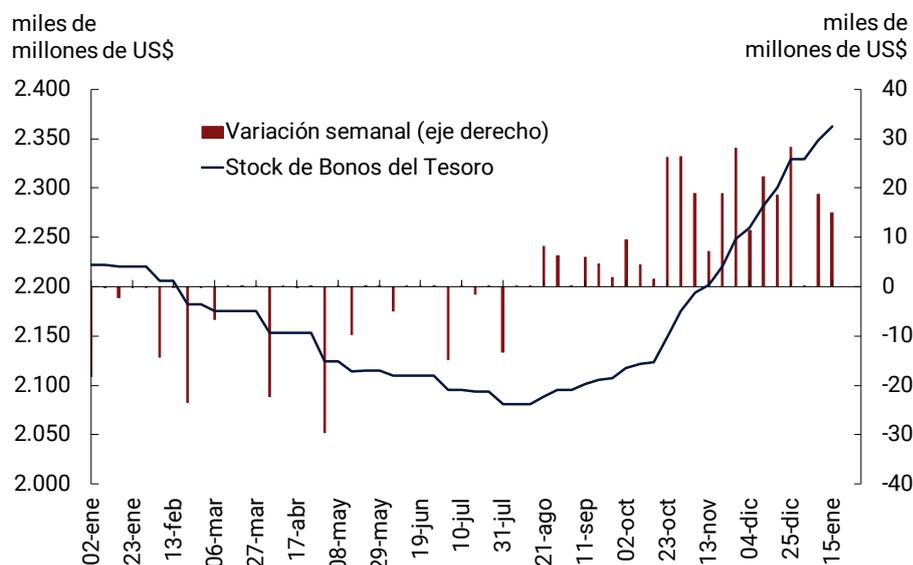
Gráfico 2.8 | Mercado laboral de EE.UU.



Fuente: BCRA en base a datos de FRED

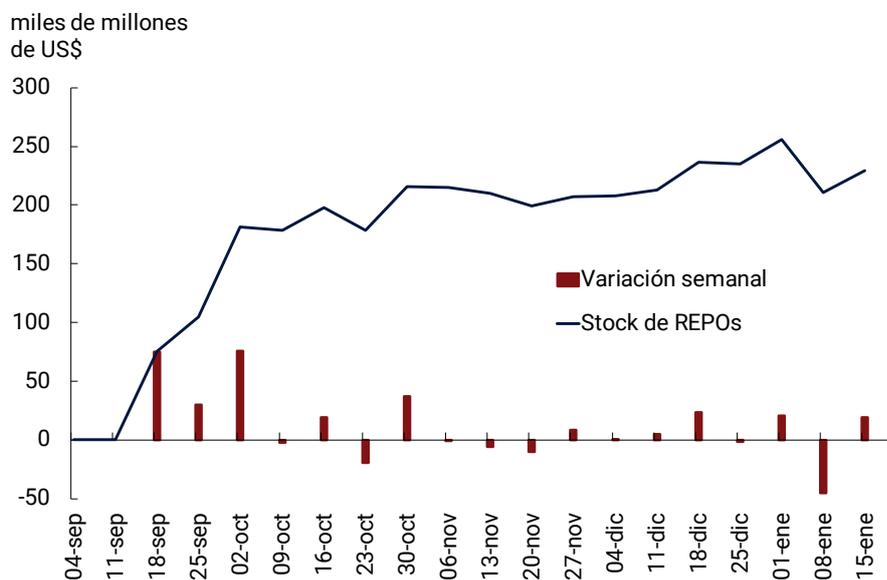
Más aún, en los últimos meses la Fed priorizó garantizar la liquidez del sistema financiero. Luego del salto de la tasa de fondeo a un día hábil, que llegó a tocar momentáneamente niveles del 10% en septiembre, la Fed comenzó a expandir su balance revirtiendo la normalización que había iniciado meses atrás. En este sentido, desde septiembre acumula una inyección de liquidez de más de US\$200.000 millones a través del mercado de REPOs y otro monto similar a través de la compra de bonos del tesoro (ver Gráficos 2.9 a y b).

Gráfico 2.9a | Bonos del Tesoro en el activo de la Fed



Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal de Nueva York

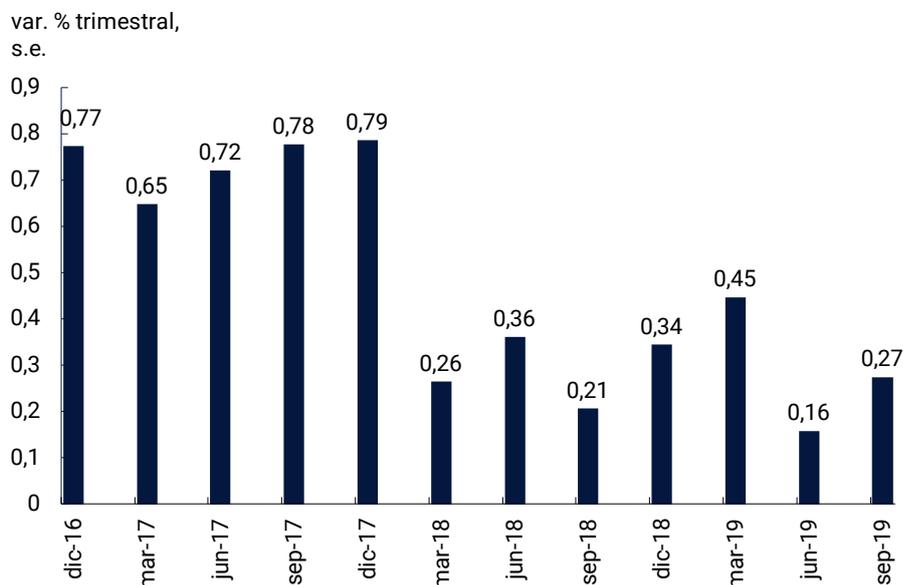
Gráfico 2.9b | REPOs en el activo de la Fed



Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal de Nueva York

Por su parte, si bien el crecimiento de la zona del euro continúa siendo débil, mostró una ligera aceleración en el tercer trimestre de 2019 (ver Gráfico 2.10), con la novedad de que, esta vez, incluyó a todos sus miembros. Alemania, principal economía del bloque, creció 0,1% respecto al trimestre previo, revirtiendo la caída de 0,2% que había registrado en el segundo trimestre. Las proyecciones oficiales del [ECB](#) para 2020 muestran que el crecimiento económico se ralentizaría levemente, puesto que se espera que la inversión y la actividad industrial continúen siendo débiles, por lo que la economía seguiría creciendo por debajo de su potencial. Es así que, las [proyecciones del FMI](#) prevén un crecimiento de 1,3% en 2020 (-0,1 p.p. respecto de [octubre](#)).

Gráfico 2.10 | Crecimiento del PIB de la zona del euro



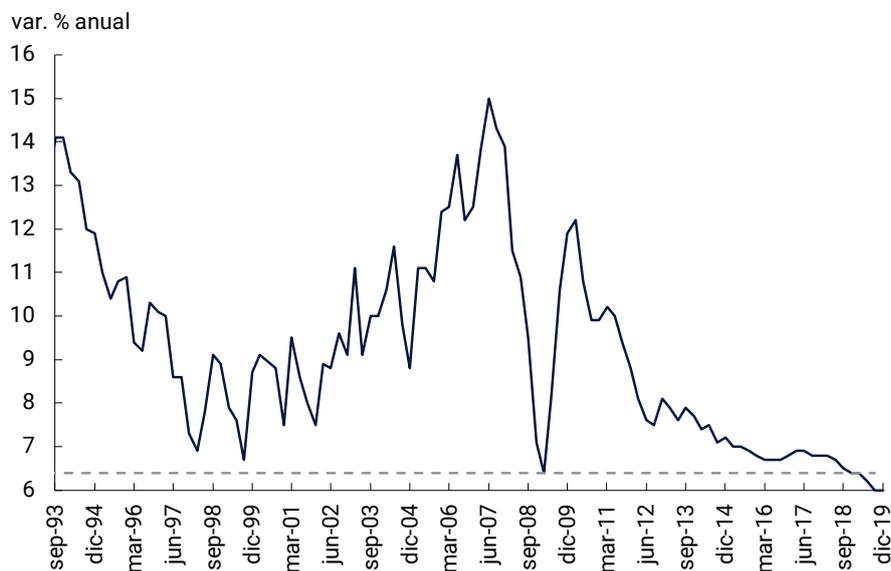
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

En diciembre se llevaron adelante elecciones parlamentarias en el Reino Unido cuyos resultados significaron un fuerte respaldo para el primer ministro en su objetivo de hacer efectivo el Brexit. En concreto, el resultado electoral permitió consolidar una mayoría parlamentaria que aprobó el acuerdo con la Unión Europea sobre los términos de la separación, que finalmente fue ratificado por el Parlamento Europeo. De esta manera, se dispó el riesgo de que se produjera el peor escenario, que era un Brexit desordenado. De todas formas, todavía son inciertos los efectos que tendrá en el mediano y largo plazo el Brexit.

En noviembre la inflación anual de la zona del euro alcanzó 1,3%, lo que representa un aumento respecto a 0,7% interanual registrado en octubre. Más aún, se espera que en el primer trimestre la inflación se ubique en torno a 1,3%, especialmente debido a un mayor precio esperado del petróleo. De todas formas, las proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) indican que el incremento de los precios para los próximos años seguirá por debajo del objetivo de 2%, por lo que la política monetaria continuaría priorizando el impulso a la actividad económica.

En contraste con el fortalecimiento del crecimiento en Brasil, EE.UU. y Europa, la economía de China continúa desacelerándose. En el cuarto trimestre de 2019 creció sólo a 6,1% (trimestral anualizado y sin estacionalidad), y 6% interanual, la menor tasa de expansión de los últimos 30 años (ver Gráfico 2.11). Todos los componentes de la demanda agregada contribuyen a este menor dinamismo. Mientras el consumo y la inversión se muestran más débiles que años anteriores por los procesos de rebalanceo y desapalancamiento en los que se encuentra inmersa la economía china, la demanda externa se sigue debilitando por las tensiones comerciales con EE.UU. Sin embargo, este último factor podría aliviarse luego del acuerdo comercial firmado a mediados de enero y, si bien persisten los riesgos de alguna turbulencia en el sector financiero, algunos indicadores de alta frecuencia, entre ellos la producción industrial y las ventas minoristas, sugieren que el ritmo de crecimiento de la economía podría haberse estabilizado en el cuarto trimestre. Respecto de 2020 las [proyecciones del FMI](#) prevén un incremento del PIB de 6% (sin cambios respecto de [octubre](#)).

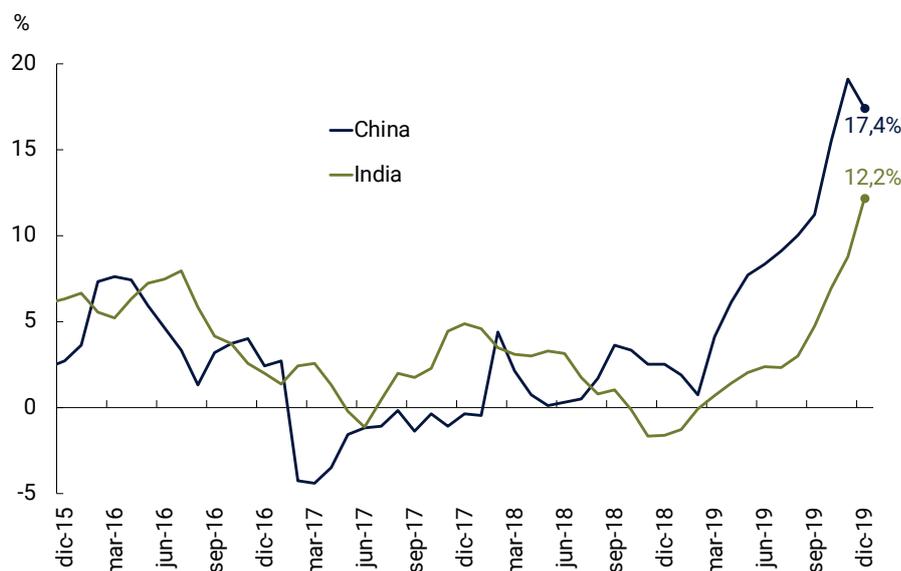
Gráfico 2.11 | Crecimiento del PIB de China



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

La inflación en China continúa siendo afectada por la crisis del sector porcino, donde el stock de animales se redujo un 40% por los efectos de la fiebre africana. En efecto, el componente de alimentos del índice de precios tuvo un incremento interanual del 17,4% en diciembre (ver Gráfico 2.12), arrastrando a la inflación total al 4,5% anual. Si bien se espera que este fenómeno sea transitorio, podría tener traslado a otros precios. En este mismo sentido están siendo más afectados países como India, donde la incidencia de los alimentos en la inflación es aún mayor por un peso más importante de éstos en la canasta de consumo. En este país el índice de precios al consumidor de diciembre registró un aumento interanual del 7,4%, valores que no se registraban desde 2014.

Gráfico 2.12 | Inflación anual en alimentos en China e India

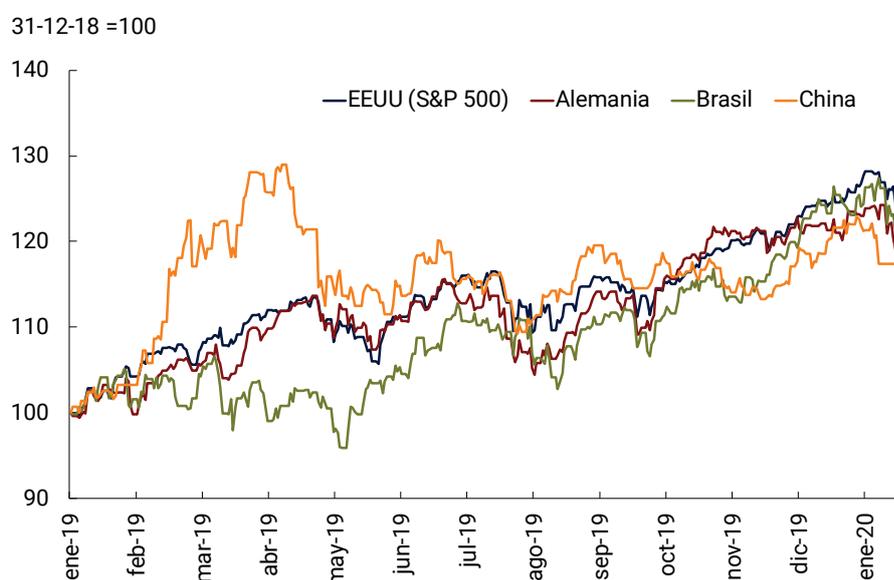


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

2.2 Los mercados financieros vuelven a apostar por las economías emergentes

El relajamiento de las políticas monetarias en los países avanzados junto con cierto optimismo sobre una distensión en los conflictos comerciales incentivó en los mercados financieros un mayor apetito por el riesgo. En efecto, los mercados bursátiles tuvieron una tendencia alcista en los últimos meses tanto en economías avanzadas como emergentes. Ni siquiera las tensiones entre EE.UU. e Irán impidieron que el S&P 500 alcance sucesivos récords históricos. La excepción fue China, que exhibió una caída de alrededor de 8% el pasado 3 de febrero² —la mayor en casi 5 años— como consecuencia de los nocivos efectos del masivo brote de Coronavirus y a pesar del anuncio del Banco Central chino de una inyección de liquidez de 1,2 billones de yuanes (alrededor de US\$173 mil millones; ver Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Mercados de Acciones

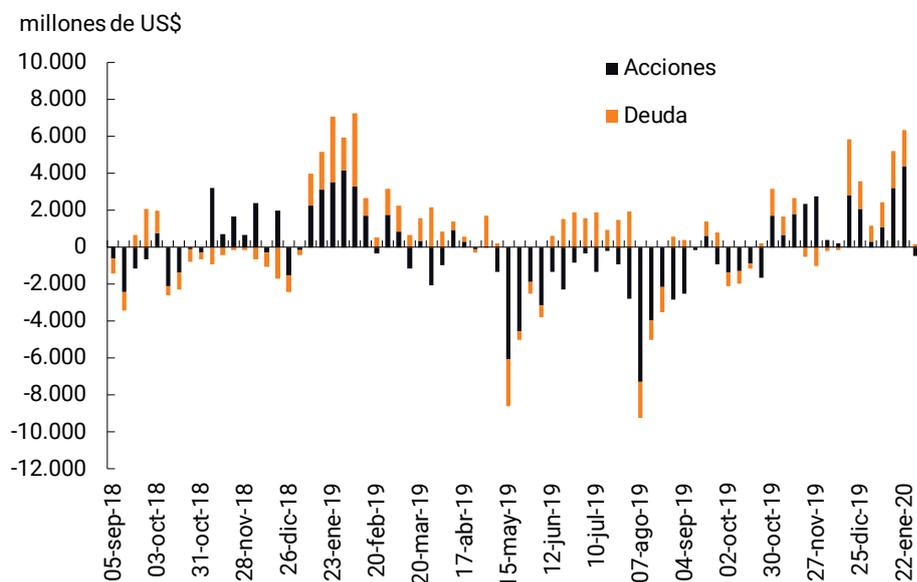


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

La búsqueda de activos con mayor rendimiento se reflejó también en los mercados de bonos y en los movimientos internacionales de capitales. Luego de unos meses de salidas netas, en diciembre los mercados emergentes volvieron a constituirse en receptores de flujos de capitales (ver Gráfico 2.14). Estos movimientos se vieron reflejados en las tasas de interés de los bonos soberanos. Mientras que en la mayoría de los países avanzados estos rendimientos se incrementaron, reflejando una menor demanda por activos seguros, en algunos países emergentes se observó el efecto contrario (ver Gráfico 2.15). En particular, el aumento de las tasas de largo plazo en EE.UU. normalizaron la pendiente de la curva de rendimientos, cuya inversión es considerada un indicador de una posible recesión en los próximos meses.

² El mercado bursátil chino reabrió el 3 de febrero luego de 10 días sin operaciones en el marco de los festejos del año nuevo en ese país.

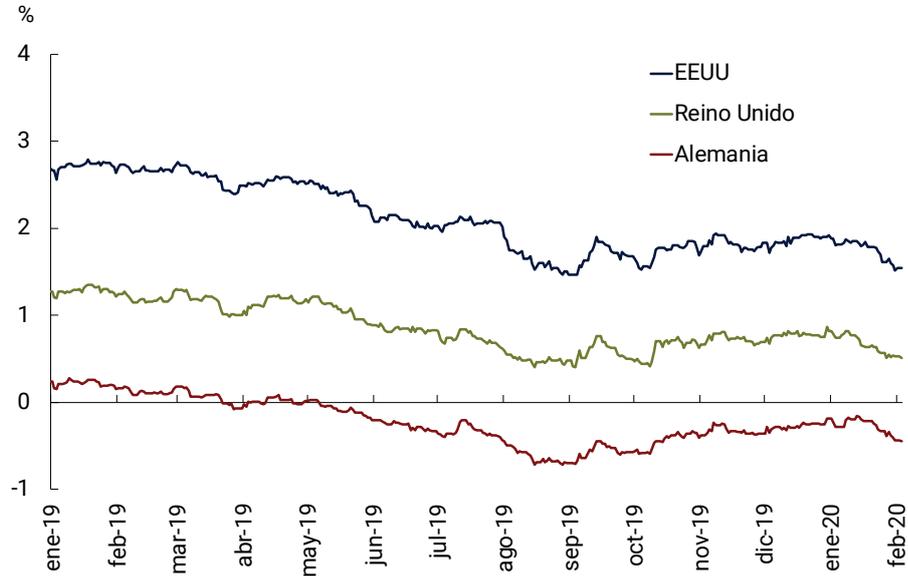
Gráfico 2.14 | Flujos de capitales a mercados emergentes



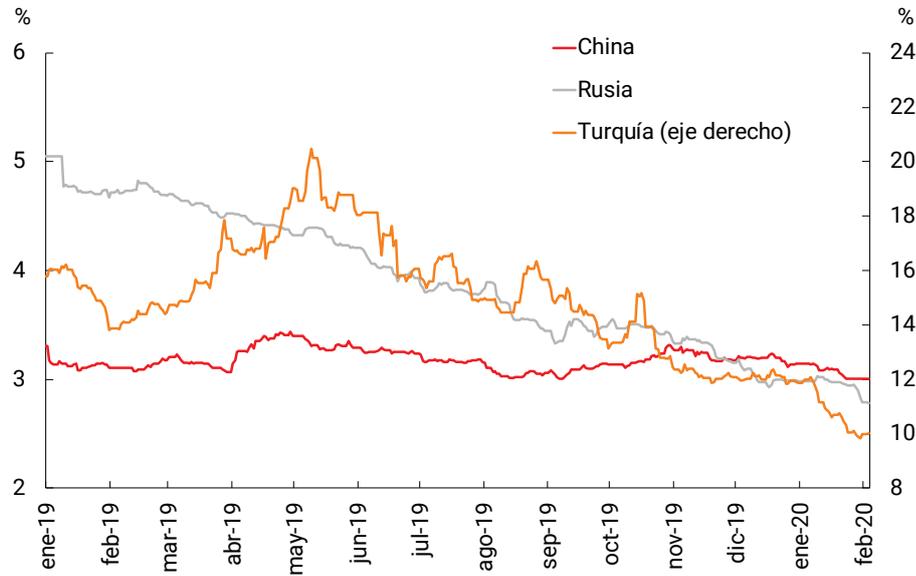
Fuente: BCRA en base a datos de JP Morgan, Standard Chartered y EPFR

En este contexto de políticas monetarias laxas y mayor apetito por el riesgo, algunos analistas comenzaron a alertar sobre el nivel de endeudamiento global, el cual se encuentra en niveles máximos. Durante el cuarto trimestre los montos colocados por agentes económicos de países emergentes mostraron crecimiento interanual por tercer trimestre consecutivo (+25% i.a.). La expansión se dio en un contexto de caída en las primas de deuda emergente (se encuentran en descenso desde agosto), ubicándose en 359 p.b. en el segmento soberano, y en 325 p.b. en el segmento corporativo (con mermas de 59 p.b. y 14 p.b. en relación con el cuarto trimestre del año previo, respectivamente). Finalizado el año, las colocaciones emergentes alcanzaron un nuevo máximo histórico, al colocarse más de US\$650.000 millones en los mercados internacionales de deuda, con un crecimiento de 23% i.a. y frente a un promedio de US\$410.000 millones en los últimos 10 años.

Gráfico 2.15 | Rendimientos bonos soberanos a 10 años



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y FRED

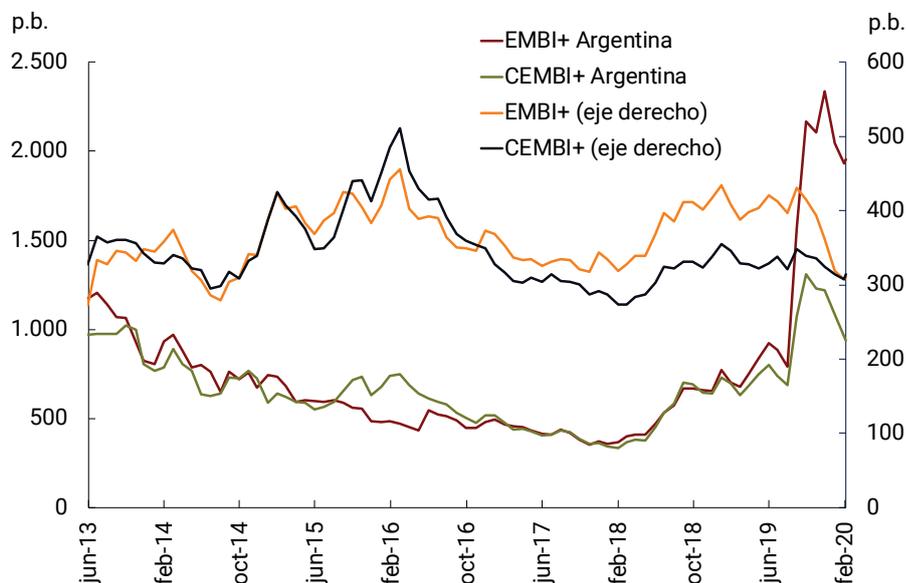


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y FRED

Respecto a la deuda soberana argentina, los bonos en dólares en los mercados internacionales se comportaron de manera volátil durante el cuarto trimestre. Luego de una recuperación verificada en las cotizaciones en los primeros días de octubre previo a las elecciones presidenciales, posteriormente cayeron a los niveles registrados a fines de agosto al momento de anunciarse el reperfilamiento de las letras de corto plazo, tendencia que se extendió hasta mediados de noviembre. Desde entonces acumulan una recuperación hasta ubicarse en niveles similares a aquellos previos al anuncio del reperfilamiento. Así, en términos del diferencial sobre los bonos del tesoro norteamericano, el indicador medido por el EMBI+ de Argentina

se ubica por debajo de 1.850 p.b., el valor mínimo desde agosto de 2019, luego de acercarse al máximo de los últimos años a mediados de noviembre de 2019 (ver Gráfico 2.16).

Gráfico 2.16 | Indicadores de riesgo de la deuda soberana y corporativa



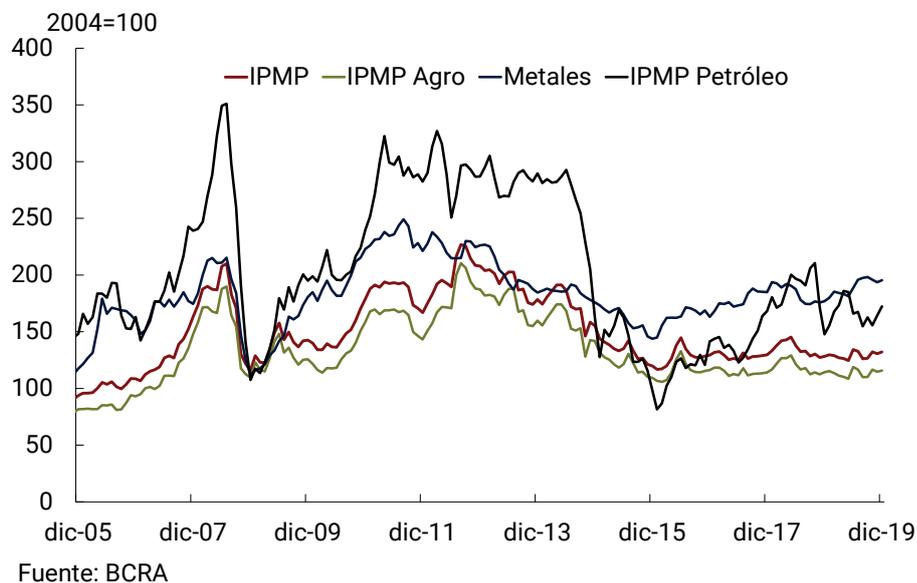
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

En el último trimestre del año no hubo colocaciones de bonos en los mercados internacionales por parte de empresas argentinas, en función del aumento del riesgo percibido registrado desde agosto. No obstante, el CEMBI de Argentina, uno de los indicadores utilizados frecuentemente para medir este riesgo, se redujo notoriamente desde el cambio de Gobierno en diciembre, pasando de oscilar alrededor de los 1.200 p.b. en octubre y noviembre a valores alrededor de 950 p.b. a mediados de enero.

Por otra parte, el aumento de 5% a lo largo del último trimestre de 2019 de los precios internacionales de las materias primas medidos en dólares³, se vio compensado por una caída de 5% durante enero de 2020. De este modo, hacia fines de enero de 2020 las materias primas cotizaban alrededor de 1% por debajo de los niveles promedio registrados durante 2019, con menores precios del petróleo (-12%), mayores precios de los metales (+8%) y cotizaciones de los bienes agropecuarios similares a los del año previo (-1%). El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) de fines de enero de 2020 se mantuvo en torno al nivel que evidenciaba en enero de 2019, con una reducción de sólo 1% i.a. (ver Gráfico 2.17).

³ De acuerdo con el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) publicado diariamente por el BCRA, que refleja la evolución de las principales materias primas de exportación de Argentina.

Gráfico 2.17 | Índices de precios de materias primas



En resumen, desde el IPOM anterior se observan algunas señales favorables que podrían fortalecer el nivel de actividad global. En particular, se redujeron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de ocurrencia de un Brexit desordenado. Esto contribuyó a una menor incertidumbre global, lo cual puede tener impacto positivo en la inversión y producción industrial. En este contexto, en los últimos meses se revirtió el proceso de *flight to quality* en los mercados de activos, con inversores interesados en elevar el riesgo de sus carteras. Esto fue ayudado por las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas, las cuales continuaron proveyendo liquidez en los mercados. Es así que Argentina enfrenta un escenario internacional menos adverso que en el trimestre anterior, en particular por el fortalecimiento del crecimiento de algunos de sus socios comerciales. De todas formas, el escenario internacional continúa siendo frágil y con alta incertidumbre, no pudiendo descartarse un nuevo recrudecimiento de las tensiones comerciales y geopolíticas. Tampoco se pueden descartar eventos difíciles de anticipar, como el brote de un nuevo patógeno (como el coronavirus nCoV-2019) con implicancias difíciles de predecir para la economía mundial.

3. Actividad económica, empleo e ingresos

La actividad económica cumplió dos años de recesión en noviembre de 2019, siendo el período recesivo más largo desde el colapso de la convertibilidad en 2001/02. En el actual episodio la actividad habría acumulado una caída cercana a 8%. Dicha caída junto con la pérdida del poder adquisitivo de los ingresos de las familias se reflejó en un deterioro de los indicadores de pobreza y desigualdad, incrementándose la presión en el mercado laboral.

En este contexto, el nuevo Gobierno Nacional adoptó un conjunto de medidas que busca estabilizar el mercado de cambios, contener las expectativas de inflación, recuperar el mercado interno, apuntalar el mercado laboral y reducir la incertidumbre sobre el pago de la deuda, equilibrando las cuentas fiscal y externa (ver Apartado 1 / Primeras medidas sociales y fiscales del Gobierno). Las recientes decisiones del BCRA tienen como objetivo estimular el crédito, considerando que existe una demanda insatisfecha para capital de trabajo y financiamiento productivo.

Para 2020, se prevé una mayor estabilidad macroeconómica que permita que la demanda interna comience a transitar una paulatina recuperación, impulsada por la mejora de los ingresos reales de las familias y la expansión del crédito.

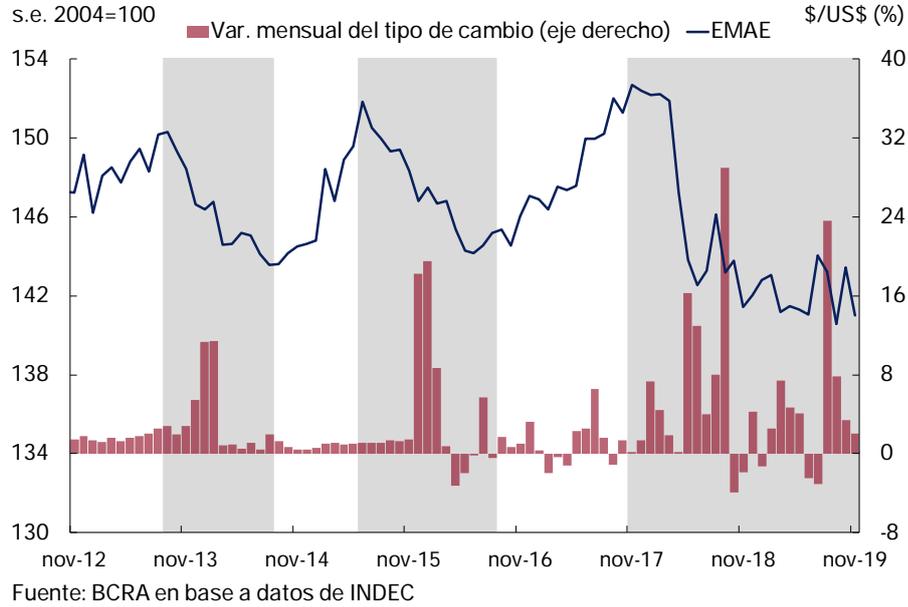
3.1 La actividad económica continúa en una fase de recesión iniciada en noviembre de 2017, acumulando en dos años una caída cercana a 8%

En noviembre de 2019 la actividad económica cumplió dos años de recesión, siendo el período recesivo más largo desde la crisis de 2001/02. El Estimador Mensual de Actividad (EMAE) acumuló una caída sin estacionalidad (s.e.) de 7,7% respecto al máximo anterior registrado en noviembre de 2017⁴.

Los sucesivos aumentos del tipo de cambio aceleraron la inflación produciendo un deterioro significativo de los ingresos reales de las familias, particularmente, de los segmentos más vulnerables de la población. En un contexto de elevada incertidumbre, la caída del nivel de actividad fue persistente, deteriorando los indicadores de pobreza y desigualdad (ver Gráfico 3.1).

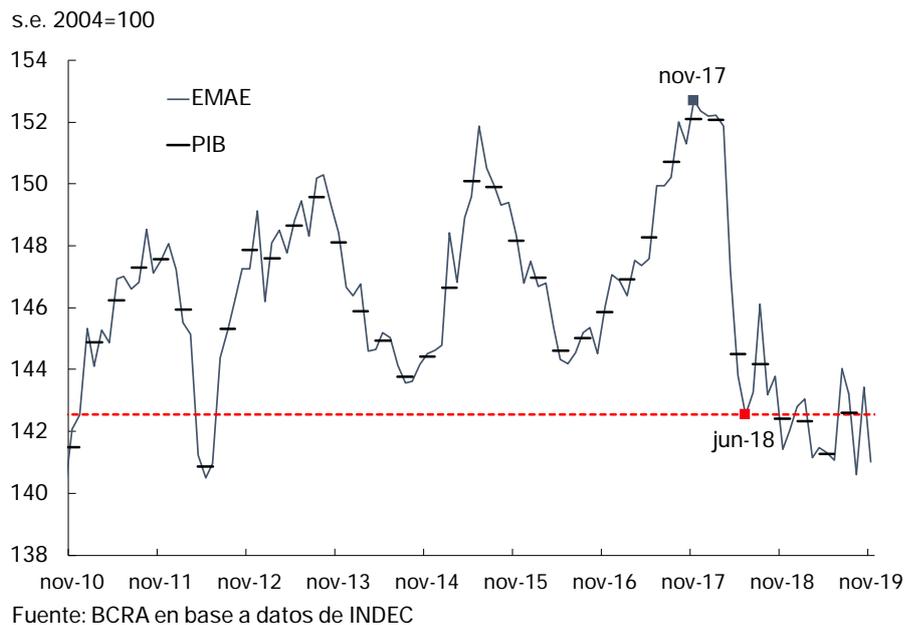
⁴ La serie original del EMAE acumuló en el mismo período una disminución de 9%. La diferencia entre ambas series, que depende de los factores de estacionalidad, es provisoria y sujeta a revisión del INDEC.

Gráfico 3.1 | Actividad económica y variación mensual del tipo de cambio nominal



Entre fines de 2017 y mediados de 2018 la actividad, medida por el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMA), sufrió una fuerte caída y a partir de entonces osciló en torno a una tendencia bajista más acotada. De hecho, el promedio del EMAE desestacionalizado en el período que va desde julio de 2018 hasta noviembre de 2019 es igual al observado en junio de 2018, un nivel comparable al registrado a mediados de 2012 —en plena sequía— y fines de 2010 (ver Gráfico 3.2).

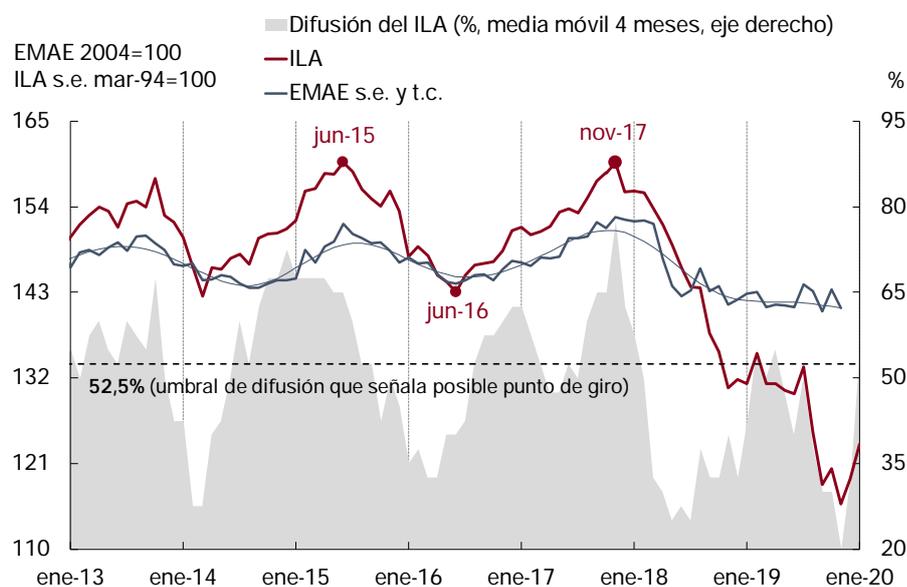
Gráfico 3.2 | Actividad económica



Los datos parciales conocidos del cuarto trimestre de 2019 permiten anticipar una nueva caída trimestral del PIB. El consenso de los principales analistas de mercado espera una disminución de 0,7% s.e.⁵ en tanto que la última salida del PCP-BCRA⁶ arroja una disminución de 0,2% s.e. en el mismo lapso. Así, en 2019 la actividad habría registrado una contracción cercana a 2,5%, similar a la observada en 2018.

El Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA)⁷, que sirve para anticipar puntos de giro de la economía mostró dos subas consecutivas en diciembre y enero y mejoró la difusión de su crecimiento. De todas formas, no se cumplen aún los criterios necesarios para indicar una salida de la recesión (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, AFIP, Cámaras Sectoriales, Bloomberg, UTDT

3.1.1 La demanda interna continúa muy deprimida, aunque distintas políticas de ingresos permitieron morigerar su caída

En comparación interanual, todos los componentes del gasto agregado registraron disminuciones en el tercer trimestre de 2019, con excepción de las exportaciones (+14,2% i.a.). La demanda interna, es decir el consumo total y la inversión bruta, cayó 5,4% i.a. fundamentalmente por la retracción de la inversión (-10,2% i.a.) que fue correlativa con la caída de las importaciones (-13,4% i.a.; ver Tabla 3.1).

5 Corresponde a la mediana de los pronósticos para el PIB s.e. del IV-19, REM de enero de 2020.

6 Ver [Apartado 2 / Predicción Contemporánea del Producto del BCRA](#) publicado en el IPOM de julio de 2017

7 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, desde una fase recesiva a una expansiva o viceversa. Para explicación metodológica ver [Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA](#) publicado en el IPOM de Enero de 2017.

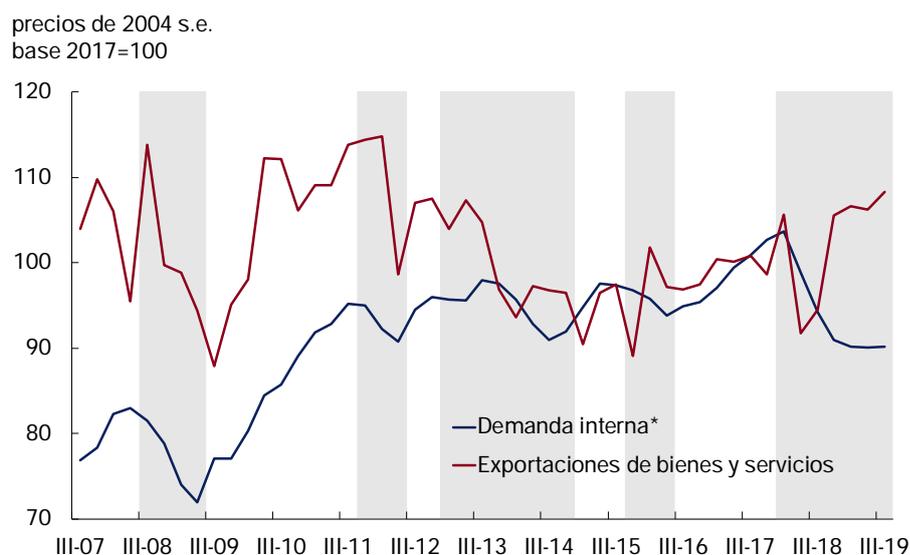
Tabla 3.1 | Componentes de la demanda. Variaciones porcentuales

	var. % trimestral desestacionalizada				var. % interanual			
	IV-18	I-19	II-19	III-19	IV-18	I-19	II-19	III-19
PIB a precios constantes	-1,2	-0,1	-0,7	0,9	-6,1	-5,8	0,0	-1,7
Demanda interna	-3,5	-0,9	-0,1	0,2	-12,0	-11,5	-9,3	-5,4
Consumo privado	-2,2	-1,4	0,0	0,3	-9,4	-9,9	-8,2	-4,9
Consumo público	-0,8	1,6	-0,9	-0,1	-5,3	-0,5	-1,9	-0,9
Inversión bruta interna fija	-10,0	-0,9	0,3	0,0	-24,4	-24,5	-18,3	-10,2
Exportaciones netas*	5,3	0,8	0,4	0,1				
Exportaciones	11,7	1,0	-0,4	2,0	7,8	1,4	15,4	14,2
Importaciones	-10,8	-2,2	-1,9	1,3	-24,6	-25,1	-22,4	-13,4
Var. de stocks y discrepancia*	-2,9	0,1	-1,0	0,6				

*Contribuciones a la variación del PIB. Se calcula como la variación % del componente multiplicada por su participación en el PIB en el periodo anterior. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En términos desestacionalizados, el nivel de demanda interna se estabilizó en el segundo trimestre de 2019 y en el tercero se ubicó 12,9% por debajo del máximo correspondiente al primer trimestre de 2018. De esta manera, retrocedió a los niveles observados en el tercer trimestre de 2014 y en el segundo trimestre de 2012 (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Demanda interna y externa

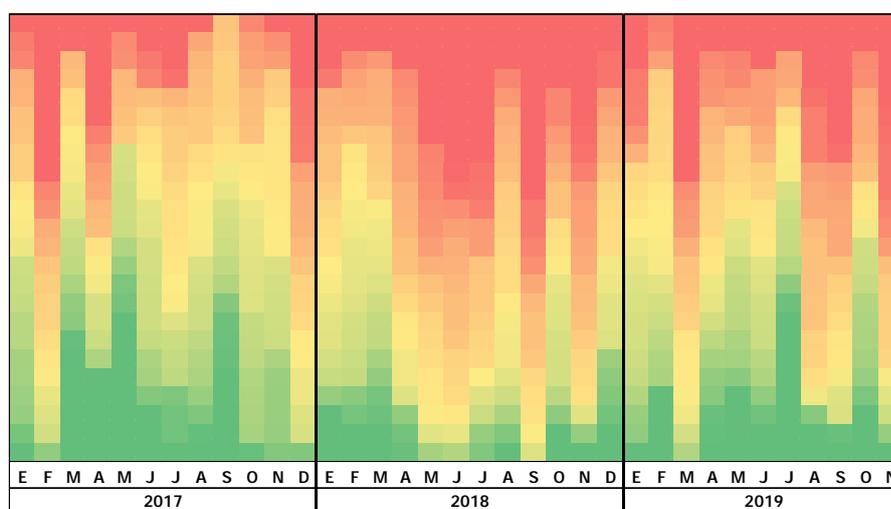


*Consumo privado y público más inversión.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En el tercer trimestre de 2019, el consumo privado subió 0,3% s.e. en tanto que la Formación Bruta de Capital Fijo⁸ (inversión) se mantuvo estable. El consumo público registró una leve disminución (-0,1% s.e.) desacelerando la contracción registrada el trimestre anterior (-0,9% s.e.). Las importaciones aumentaron en mayor magnitud que la demanda interna (1,3% s.e.). Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 2% s.e. resultando en una leve contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del trimestre (+0,1 p.p. de aporte a la variación trimestral del PIB). La contribución de la variación de *stocks* y discrepancia estadística al crecimiento trimestral del PIB (0,9% s.e.) fue de 0,6 puntos porcentuales.

Gráfico 3.5 | Desempeño de los Indicadores de Consumo privado



Incluye: ventas reales en supermercados, shoppings, comercios minoristas, producción de bienes de consumo durable y no durable, flujos de préstamos al consumo, expectativas de los consumidores, recaudación de real de IVA, cantidades importadas de bienes de consumo, patentamiento de autos y de motos. Se toman las variaciones mensuales desestacionalizadas y normalizadas (restando su valor medio y dividido el desvío estándar). La intensidad del color está asociada a la magnitud de esas variaciones. El verde representa la máxima variación y el rojo, la mínima. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, CAME, FIEL, AFIP, ACARA y UTDT

Los datos parciales del cuarto trimestre de 2019 indican que la demanda interna volvió a debilitarse, en un contexto de deterioro de los ingresos reales de las familias y aumento de la incertidumbre financiera y cambiaria.

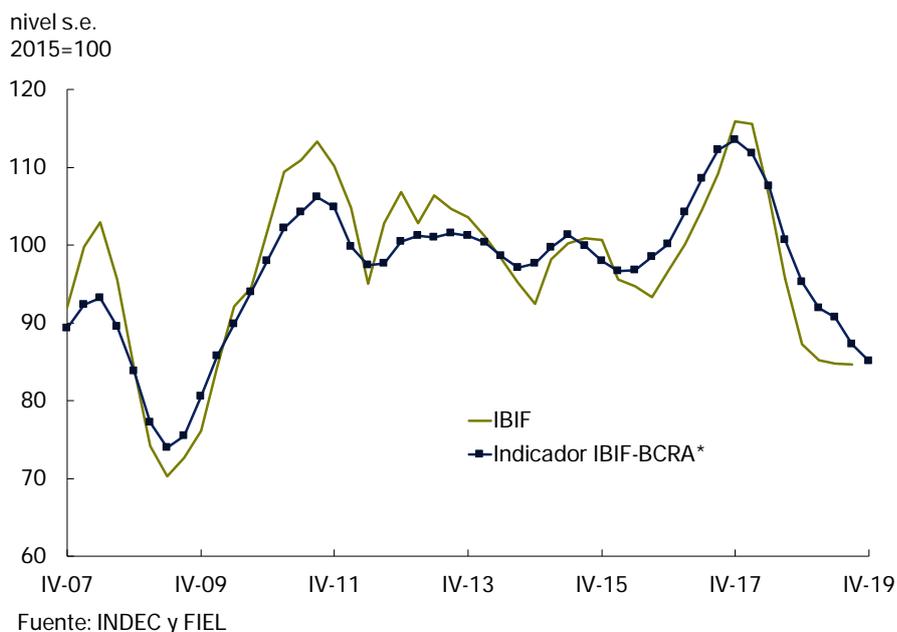
Entre los indicadores disponibles de consumo privado, las subas mensuales desestacionalizadas de los últimos meses de 2019 fueron más acotadas que en el promedio del trimestre anterior y las caídas, más pronunciadas (ver áreas rojas del Gráfico 3.5). Se destacan la fuerte reducción en los gastos reales con tarjetas de crédito (-9% trimestral s.e.), la menor recaudación real de IVA⁹ (-3% trimestral s.e.) y la disminución de las cantidades importadas de bienes de consumo (-5,2% trimestral s.e.). En sentido contrario, los volúmenes vendidos en los comercios minoristas relevados por CAME mostraron cierta recuperación (1,7% trimestral s.e.) en tanto que crecieron significativamente los gastos por turismo de residentes en el exterior expresados en términos reales (8,6% trimestral s.e.).

⁸ FBCF: comprende las compras de activos (materiales o inmateriales) utilizados en procesos productivos. Se divide en Equipamiento Durable de Producción y Construcción. El término "bruta" se refiere a que no contabiliza la depreciación de los activos.

⁹ Corregida por el cambio reciente en la alícuota sobre los alimentos.

Respecto a la inversión, con datos parciales, el indicador IBIF-BCRA muestra una disminución cercana al 3% s.e. en el último trimestre de 2019, promediando el año con una fuerte retracción (-14% promedio anual; ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Indicador de Inversión BCRA



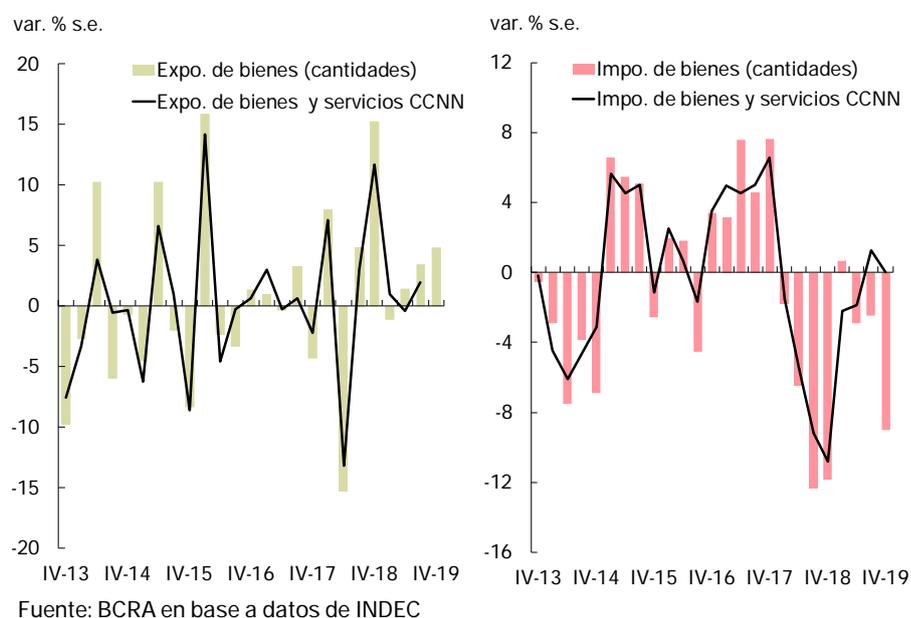
Los componentes de la inversión habrían registrado caídas trimestrales en el cuarto trimestre de 2019. El valor agregado en construcción disminuiría cerca de 2% s.e. en ese lapso¹⁰, en parte explicado por la fuerte reducción de las obras públicas. Según los datos de Construar, los montos involucrados en los llamados a licitación pública en todo el territorio nacional (de los Estados nacional, provinciales y municipales) sumaron \$30.460 millones en el bimestre octubre-noviembre de 2019, cifra que representa una reducción nominal de 23,8% i.a. y de 49% i.a. en términos reales, deflactada por el Índice del Costo de la Construcción del INDEC.

Por su parte, la inversión en equipamiento durable de producción caería en el último trimestre del año, mayormente explicada por las menores compras de bienes de capital de origen importado (-6,2% s.e.), caída que tuvo una gran incidencia en las cantidades importadas totales (-9,7% s.e. y 12,7% i.a.).

Las exportaciones netas contribuirán positivamente a la variación del PIB desestacionalizado en el último trimestre de 2019. Ello se explica por la fuerte caída de las importaciones de bienes acompañada de un aumento de las exportaciones, superior a la observada en el trimestre anterior (+4,4% s.e.; ver Gráfico 3.7). Sobre este incremento incidieron en mayor medida los envíos de productos primarios (+11% s.e.), en particular de maíz y porotos de soja, y los de MOI (+4% s.e.), entre los que se destacó un repunte de material de transporte terrestre y de productos químicos (ver Capítulo 4. Sector externo).

¹⁰ Estimado a partir de las volúmenes vendidos de insumos y el empleo en la construcción.

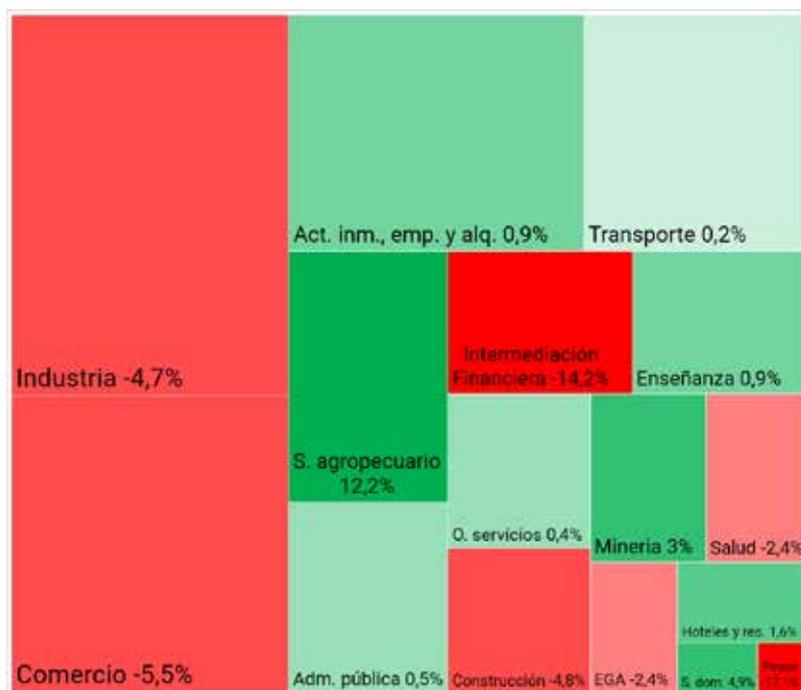
Gráfico 3.7 | Comercio exterior de bienes y servicios



3.1.2 La actividad de los principales sectores no agropecuarios volvió a caer en el cuarto trimestre de 2019 y se ubicó en mínimos históricos

En el tercer trimestre el PIB cayó 1,7% i.a., contracción difundida en siete de los dieciséis sectores productivos que lo componen. Entre los que registraron mayores caídas durante el último año se encontraron cuatro de las actividades más relevantes por su peso, encadenamientos y generación de empleo: Industria, Comercio, Construcción e Intermediación Financiera. Esos sectores fueron los más perjudicados por la debilidad de la demanda interna en un contexto de deterioro de los ingresos reales, aumento de la incertidumbre y altas tasas de interés (ver Gráfico 3.8).

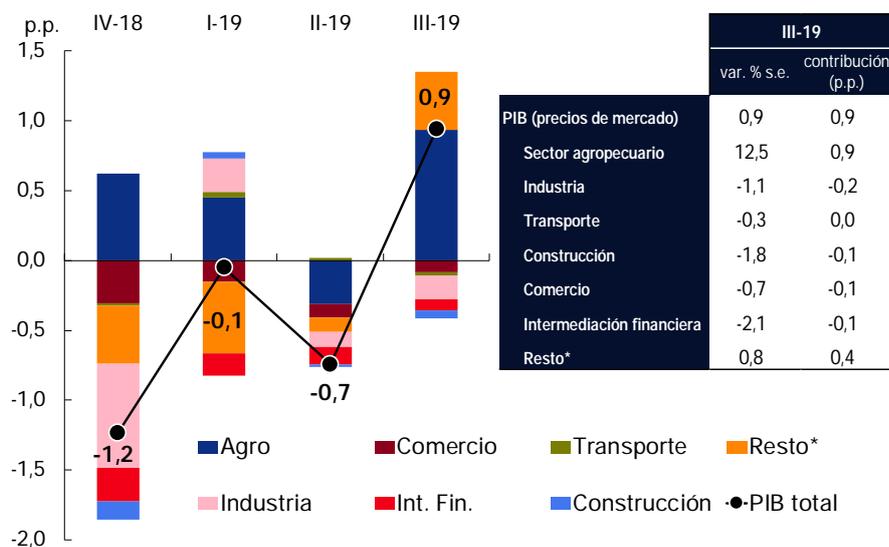
Gráfico 3.8 | Variaciones interanuales y peso de los sectores productivos III-19*



Fuente: BCRA en base a INDEC. *El tamaño de los rectángulos representa el peso de los sectores en el PIB a precios básicos en el año 2018.

Respecto al segundo trimestre el nivel de actividad general mostró una suba transitoria de 0,9% s.e. Esta mejora se explicó principalmente por el desempeño favorable del sector agropecuario y de algunos servicios que generalmente crecen de forma tendencial sin acompañar al ciclo económico, como salud y educación. Los principales sectores no agropecuarios asociados al ciclo continuaron cayendo, siendo muy pronunciadas las bajas en Industria (-1,1% s.e.), Construcción (-1,8% s.e.) e Intermediación financiera (-2,1% s.e.; ver Gráfico 3.9).

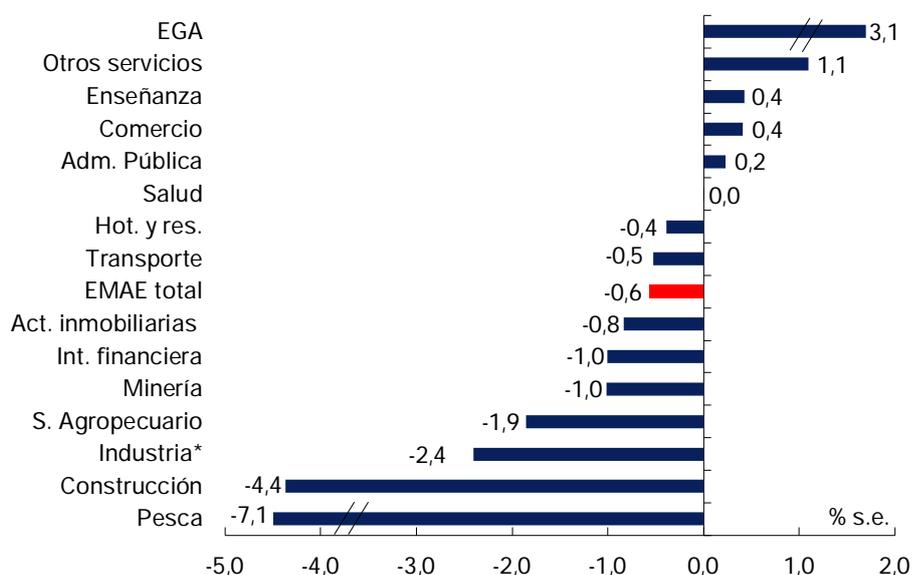
Gráfico 3.9 | Actividad económica sectorial del III-19 (s.e.)



Fuente: BCRA en base a INDEC. *Incluye impuestos netos de subsidios y diferencias entre la desestacionalización propia del PIB (indirecta por sectores) y la serie informada por INDEC.

Los indicadores disponibles a noviembre y diciembre de 2019 permiten anticipar fuertes caídas en el nivel de actividad de algunos sectores relevantes como Construcción, Industria, Minería e Intermediación financiera para el cuarto trimestre. En noviembre, el IPI manufacturero de INDEC cayó 3,3% s.e. dejando un arrastre negativo de 2,8% s.e. para el cuarto trimestre de 2019 mientras que los EMAE sectoriales de Construcción (-0,8% s.e.), Minería (-0,4% s.e.) e Intermediación Financiera (-2,4% s.e.) también se contrajeron en noviembre dejando fuertes arrastres negativos para el cuarto trimestre (ver Gráfico 3.10)¹¹.

Gráfico 3.10 | Evolución de los sectores del EMAE en el IV-19



Fuente: BCRA en base a INDEC, desestacionalización propia del EMAE. *Para el sector industria se utilizó el IPI manufacturero desestacionalizado por INDEC dato a dic-19.

Con una nueva caída durante el último trimestre de 2019, la recesión lleva dos años de duración, pudiendo diferenciarse al menos tres etapas de acuerdo con la evolución del sector agropecuario y del conjunto de los sectores productivos no agropecuarios:

ETAPA 1: en el segundo trimestre de 2018 comenzó la fuerte caída del conjunto de sectores no agropecuarios, que enfrentaban una demanda debilitada por el abrupto incremento del tipo de cambio, la aceleración de la inflación y la suba de las tasas de interés. La recesión se agravó en ese trimestre por la fuerte contracción del agro (-35,4% s.e.) debido a que la sequía afectó principalmente a los cultivos que se cosechan en esa parte del año (maíz y soja). El resultado fue una caída trimestral de 4,8% s.e. del PIB a precios básicos y 5% s.e. a precios de mercado, siendo la contracción trimestral más fuerte de la serie que comienza en 2004.

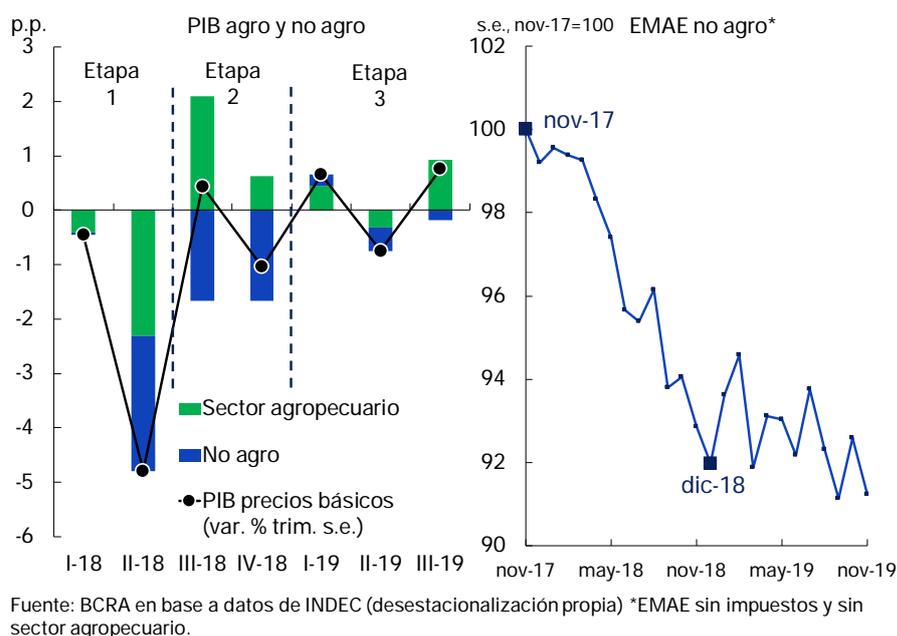
ETAPA 2: en el tercer y cuarto trimestre de 2018 la actividad de los sectores no agropecuarios continuó cayendo aceleradamente, a tasas anualizadas en torno al 6%. El agro retornó en el tercer trimestre de 2018

¹¹ Los indicadores de fuentes privadas disponibles a diciembre de 2019 confirman que la Industria y la Construcción se contrajeron en el cuarto trimestre. El IPI OJF cayó 2% trimestral (s.e.) mientras que el consumo interno de cemento (Asociación de Fabricantes de Cemento Portland, AFCP) que aproxima la evolución de la construcción se contrajo 11% (s.e.).

a niveles similares a los registrados antes de la sequía, rebotando 47% s.e. con respecto al trimestre anterior, compensando totalmente la caída del resto de los sectores. En el cuarto trimestre de 2018 el agro creció a un ritmo más moderado sin llegar a compensar la fuerte contracción del resto de los sectores.

ETAPA 3: por último, en 2019 el sector agropecuario continuó mejorando gradualmente mientras que la actividad del conjunto de los sectores no agropecuarios desaceleró el ritmo de caída oscilando hasta noviembre en torno a un promedio muy bajo en términos históricos (ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 | Evolución de la actividad del agro y del resto de los sectores



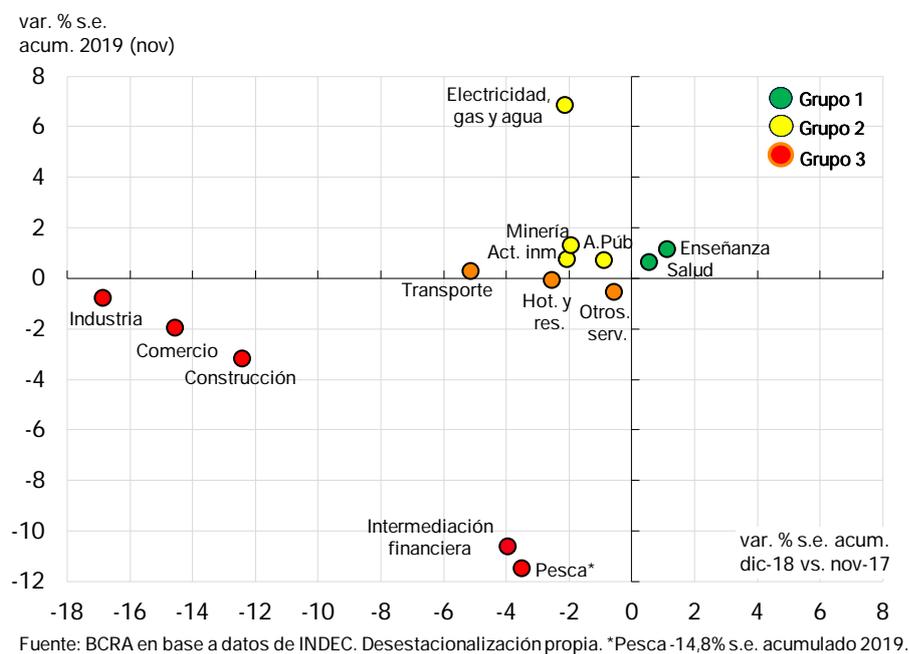
A su vez, el desempeño del conjunto de los sectores no agropecuarios fue heterogéneo durante la recesión pudiendo subdividirse en tres grupos de acuerdo con la profundidad de la caída experimentada durante 2018 y a su evolución durante 2019 (ver Gráfico 3.12).

El Grupo 1 —Salud y Enseñanza— está conformado por dos actividades de servicios que en promedio no han registrado caídas durante el periodo recesivo. Estos sectores acompañan al crecimiento poblacional y no suelen vincularse con el ciclo económico manteniendo una tendencia positiva de largo plazo.

En el Grupo 2 —Electricidad, gas y agua, Explotación de minas y canteras (Minería), Administración pública, y Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler— conformado por sectores que han sufrido contracciones moderadas durante 2018 y se han recuperado durante 2019, alcanzando o superando los niveles previos a la crisis.

En el sector de Electricidad, Gas y Agua, la producción de electricidad es la actividad más relevante (70% del VAB sectorial). Traccionada por el consumo domiciliario, la producción mantuvo una tendencia positiva desde 2004 que se interrumpió en 2016 ante el cambio de precios relativos de los servicios públicos. La intensidad de la recesión motivó una fuerte contracción en el cuarto trimestre de 2018, que luego se fue revirtiendo durante 2019 por la recuperación del consumo domiciliario.

Gráfico 3.12 | Evolución de los sectores no agropecuarios durante la recesión



El sector de Explotación de minas y canteras (Minería) se vio afectado durante 2018 por una caída en la extracción de minerales metalíferos que luego se estabilizó hacia fines de ese año. La recuperación del sector en 2019 fue liderada por la producción no convencional de petróleo y gas proveniente del yacimiento Vaca Muerta. El crecimiento de la producción no convencional permitió superar la merma de los pozos convencionales y también compensar el estancamiento en la extracción de minerales metalíferos. Si bien la producción de Vaca Muerta se desaceleró en los últimos meses de 2019 las perspectivas son favorables para los próximos años.

Con respecto al valor agregado por la Administración pública, su caída y recuperación durante 2018 no se vinculan con el ciclo económico sino con la evolución de los recursos utilizados para su prestación, de los cuales el empleo público es uno de los principales.

El sector de Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler tuvo una contracción durante 2018 y posterior mejora en 2019. Esta trayectoria fue explicada por la evolución de un amplio conjunto de servicios informáticos, jurídicos, publicitarios, de investigación y desarrollo, asesorías y de alquiler de equipos de transporte, efectos personales, maquinaria y equipo¹².

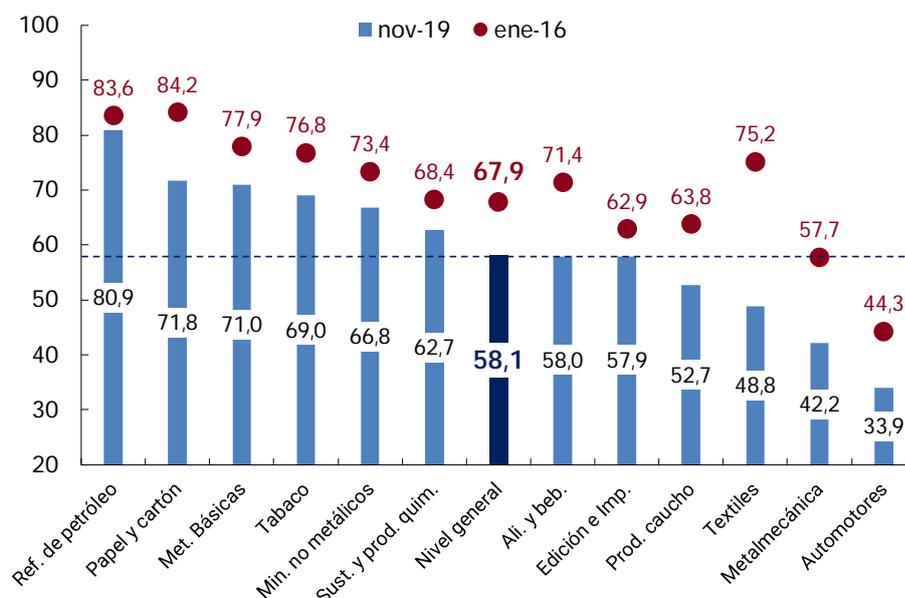
Por último, el Grupo 3 se compone por sectores que han caído durante 2018 y, en su mayoría, también en 2019, encontrándose todos ellos lejos de los registros previos a la recesión. Estas actividades —Industria, Comercio, Construcción, Intermediación Financiera, Transporte, Hoteles y Restaurantes, Pesca y Otros Servicios— representaron el 60% de la economía en 2018 y fueron las más afectados por la crisis.

12 El Valor Agregado Bruto de los Servicios inmobiliarios es estimado por INDEC en base al stock de viviendas y por lo tanto sigue una tendencia positiva de largo plazo que crece entre 1,5%/2,5% anual y por lo tanto no tuvo incidencia en la caída del sector de Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

Los sectores que mayores caídas acumularon desde el comienzo de la recesión hasta diciembre de 2018 fueron Industria (-16,8% s.e.), Comercio (-14,5% s.e.) y Construcción (-12,4% s.e.), siendo los más perjudicados por la fuerte contracción de la demanda interna generada por la caída de los salarios reales, el aumento de las tasas de interés y la reducción de la obra pública. Si bien durante 2019 se desaceleró la caída de estos tres sectores, —manteniéndose en noviembre de 2019¹³ en niveles similares a los de diciembre de 2018— se encuentran en valores mínimos históricos comparables a los de 2006/2007.

Los datos desagregados de la industria muestran una muy baja utilización de la capacidad instalada (UCI) — incluso en industrias de proceso continuo— lo que da cuenta del efecto negativo de la caída de la demanda sobre el sector. Si bien en noviembre de 2019 todos los bloques registraron una menor UCI que en enero de 2016¹⁴, los más afectados por los últimos años de contracción fueron: Textiles (-26,4 p.p.), Metalmeccánica (-15,6 p.p.), Alimentos y bebidas (-13,4 p.p.), Papel y cartón (-12,4 p.p.) Caucho y plástico (-11,1 p.p.) y Automotor (-10,3 p.p.; ver Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 | Utilización de la capacidad instalada de la industria (UCI, s.e. *)



Fuente: BCRA en base a INDEC. *Desestacionalización propia.

Otro de los sectores que componen este tercer grupo es Intermediación Financiera que, por su forma de estimación¹⁵, suele tener un ciclo rezagado en comparación al del resto de los sectores. Su contracción comenzó en mayo de 2018, seis meses después del inicio de la recesión, es por eso que, a diferencia de la Industria, Comercio y Construcción, la mayor caída la acumuló en 2019 y no durante 2018. En noviembre de 2019 el sector se ubicó 18,3% s.e. por debajo del último pico, en niveles similares a los registrados a mediados de 2011 (ver Gráfico 3.13).

13 Último dato disponible del EMAE.

14 Primer dato de la nueva serie publicada por INDEC.

15 Se mide principalmente utilizando como uno de sus principales insumos al *stock* de préstamos del sector financiero medido en términos reales. Ante cambios en el ciclo económico primero reaccionan los otorgamientos de nuevos créditos, lo que suele afectar a los *stocks* con algunos meses de rezago.

Transporte y comunicaciones mantiene una tendencia positiva desde 2004 que solo fue interrumpida en 2009 y 2018, años de fuerte recesión y sequía. La caída se concentró entre enero y junio de 2018 (-6,5% s.e.) y luego comenzó a recuperarse traccionado por la mejora del agro, retornando gradualmente a su tendencia positiva de largo plazo. A noviembre de 2019 todavía se ubica por debajo del nivel previo a la sequía.

La actividad de Hoteles y restaurantes se enfrentó a determinantes favorables vinculados al turismo receptivo y otros desfavorables, relacionados con la debilidad de la demanda interna. El sector hotelero se contrajo durante el primer semestre de 2018 y luego se recuperó superando el nivel previo, traccionado primero por el aumento de huéspedes no residentes y hacia fines de 2019 también de los residentes. Por su parte, la actividad de los restaurantes fue más afectada y comenzó su retracción en el cuarto trimestre de 2017, estabilizándose hacia mediados de 2019 en niveles inferiores a los registrados antes de la recesión.

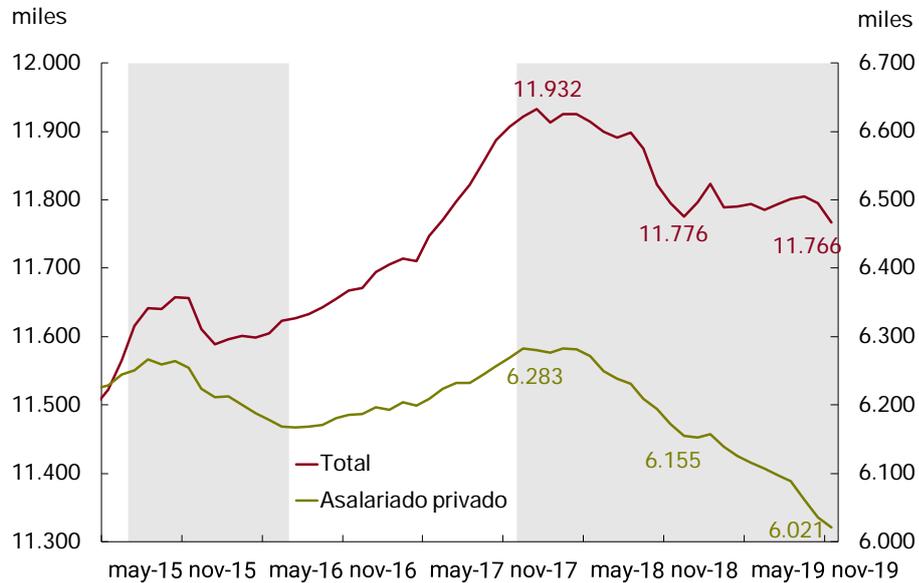
El sector denominado Otras actividades de servicios comunitarios (Otros servicios) agrupa rubros diversos, algunos con una trayectoria más estable vinculada principalmente al crecimiento poblacional, asociados a la eliminación de desperdicios, el saneamiento, la cultura y el deporte. El nivel de actividad del conjunto del sector se encontraba estancado desde 2011 y comenzó a caer desde fines de 2017 acumulando una contracción de 1,4% s.e. entre noviembre de 2017 y el mismo mes de 2019. La retracción se explicó por una profundización en la caída de los Servicios culturales y deportivos.

Por último, la dinámica del sector pesquero no muestra vinculación con el ciclo económico y depende de la disponibilidad del recurso. Desde 2010 sigue una tendencia positiva, pero con tasas de variación mensual muy volátiles que hacen necesario el análisis de períodos más largos. En 2018 el producto sectorial se incrementó 5,4% i.a. —luego de un alza de 14,3% i.a. en 2017— mientras que en el acumulado a noviembre de 2019 sufrió una caída de 11,4% i.a. desde un nivel muy alto en términos históricos.

3.1.3 El empleo registrado total se mantuvo estable en 2019 con una caída sostenida del empleo asalariado privado y un aumento de la precarización

En el tercer trimestre de 2019 el empleo registrado total, relevado por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) en base al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), se mantuvo estable respecto al segundo trimestre, mostrando una caída en noviembre (-0,2% s.e.; ver Gráfico 3.14). En términos interanuales en noviembre mostró una baja moderada (-0,2%).

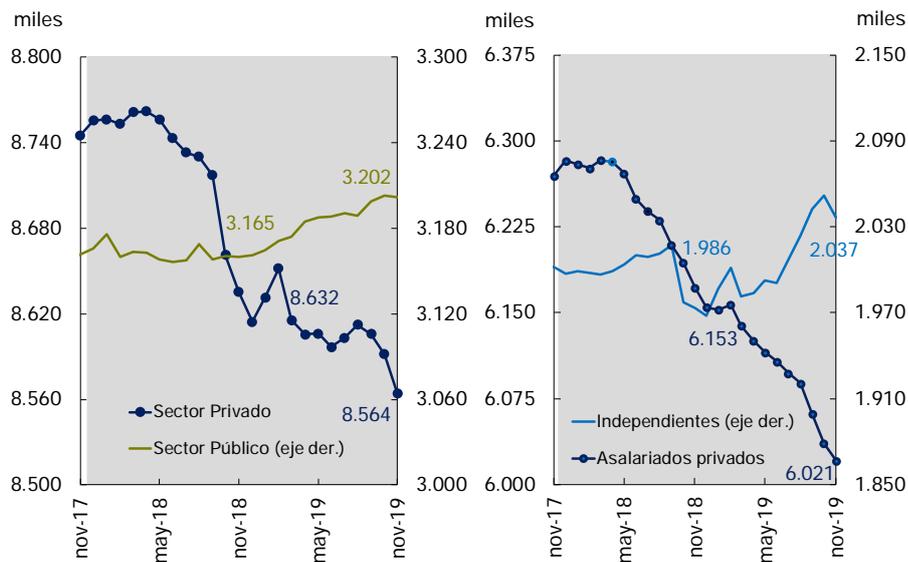
Gráfico 3.14 | Empleo registrado desestacionalizado (excluido el monotributo social)



Fuente: MTEySS

La estructura del empleo formal, sin embargo, continuó modificándose, dando cuenta de un empeoramiento en las condiciones del mercado de trabajo. Continuó disminuyendo la cantidad de asalariados privados registrados (-2,1% s.e. acumulado desde enero de 2019) compensada en parte por subas del empleo independiente (2,5% s.e. acumulado en el mismo período) y en menor medida, de asalariados públicos (1,2% s.e. acumulado; ver Gráfico 3.15).

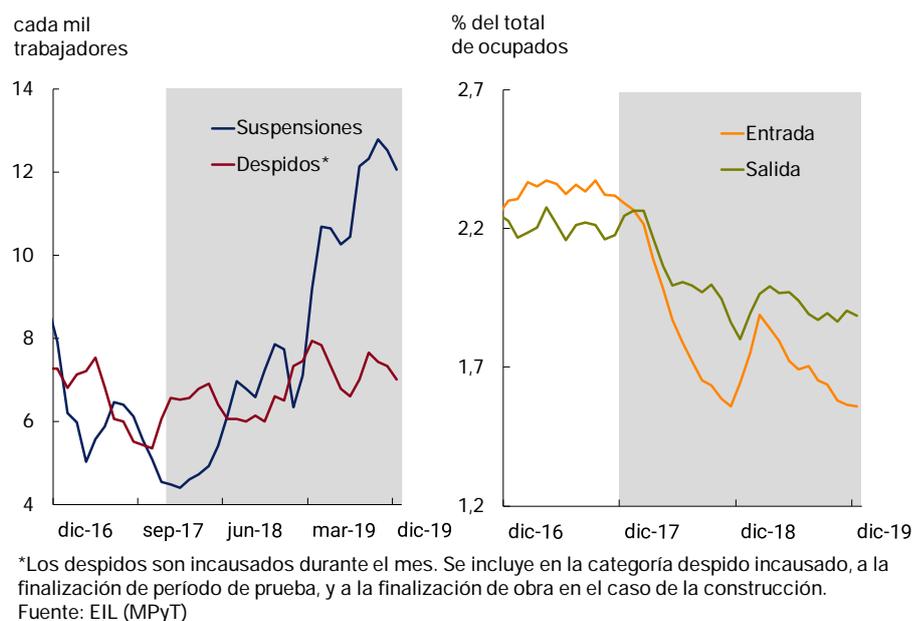
Gráfico 3.15 | Empleo privado y público. Asalariados privados e Independientes



Fuente: MPyT

De acuerdo con los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL), frente a un contexto de prolongado deterioro de la actividad económica, las empresas continuaron optando por reducir los costos laborales mediante el aumento de las suspensiones y manteniendo las entradas de personal en niveles bajos a fin de moderar los despidos (ver Gráfico 3.16).

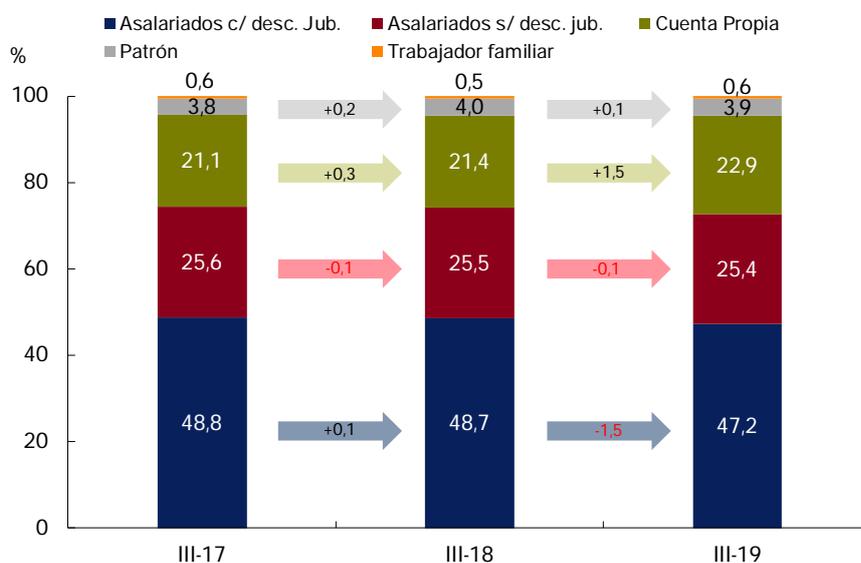
Gráfico 3.16 | Suspensiones, Despidos y Rotación (promedio móvil de tres meses)



Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) correspondientes al tercer trimestre de 2019, la tasa de desempleo alcanzó a 9,7% (+0,7 p.p. i.a.). Ajustada por estacionalidad, la población económicamente activa (PEA) sufrió una leve caída respecto al trimestre anterior (0,4 p.p. s.e.) pero continuó en torno a niveles máximos históricos. La tasa de empleo se mantuvo estable desde finales de 2017 registrando en el tercer trimestre de 2019 una ligera merma respecto al segundo (-0,2 puntos porcentuales —p.p.— s.e.). Así, la caída más que proporcional de la PEA respecto al empleo permitió un descenso trimestral en el margen de la tasa de desempleo (-0,2 p.p. s.e.).

De manera similar a lo observado en los datos de registro del MTEySS, los resultados de la EPH confirmaron un deterioro de las condiciones laborales para una porción significativa de los trabajadores. El peso de los asalariados formales (trabajadores en relación de dependencia a los que se les realizan descuentos jubilatorios) se redujo 1,5 p.p. en términos interanuales mientras que los cuentapropistas aumentaron su participación en igual medida (ver Gráfico 3.17).

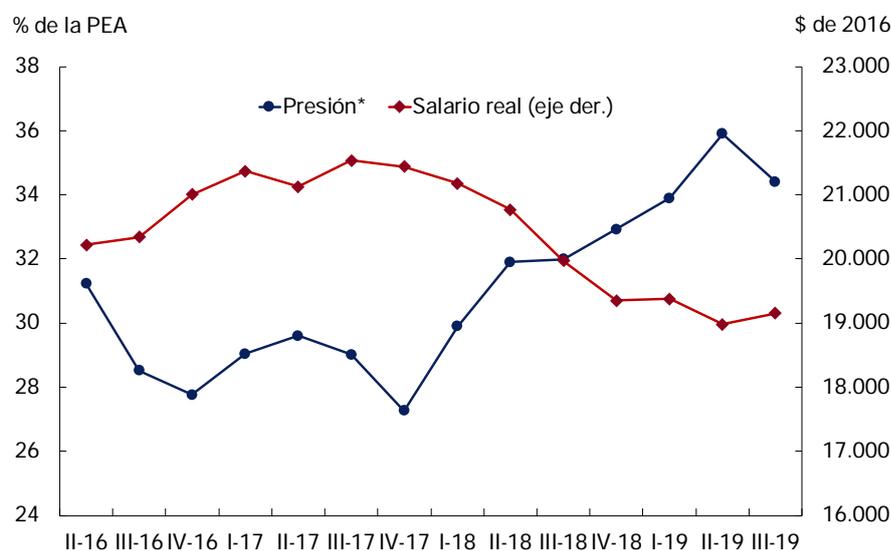
Gráfico 3.17 | Cambios en la estructura de los ocupados



Fuente: INDEC (EPH)

Los desocupados, los ocupados demandantes y los ocupados no demandantes disponibles¹⁶ son los grupos de personas económicamente activas que le imprimen presión al mercado laboral. Este indicador presentó un incremento sostenido desde que se inició la recesión económica en el cuarto trimestre de 2017, exceptuando el tercer trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.18).

Gráfico 3.18 | Salario real y presión laboral



*Presión: (desocupados + ocupados demandantes + ocupados no demandantes disponibles)/PEA. Fuente: INDEC (EPH) y MPyT

Dicho aumento de la presión sobre el mercado laboral se explica tanto por la menor actividad económica como por la caída de ingresos reales. La recesión deterioró el proceso de generación de empleo mientras que la caída de los ingresos reales impulsó a personas inactivas a ingresar al mercado laboral en búsqueda

¹⁶ Se refiere a la población ocupada que no busca activamente otra ocupación, pero está disponible para trabajar más horas.

de ingresos suplementarios para la manutención del hogar (efecto trabajador adicional) y llevó a las personas ocupadas a buscar fuentes de ingresos alternativas (crecimiento de ocupados demandantes).

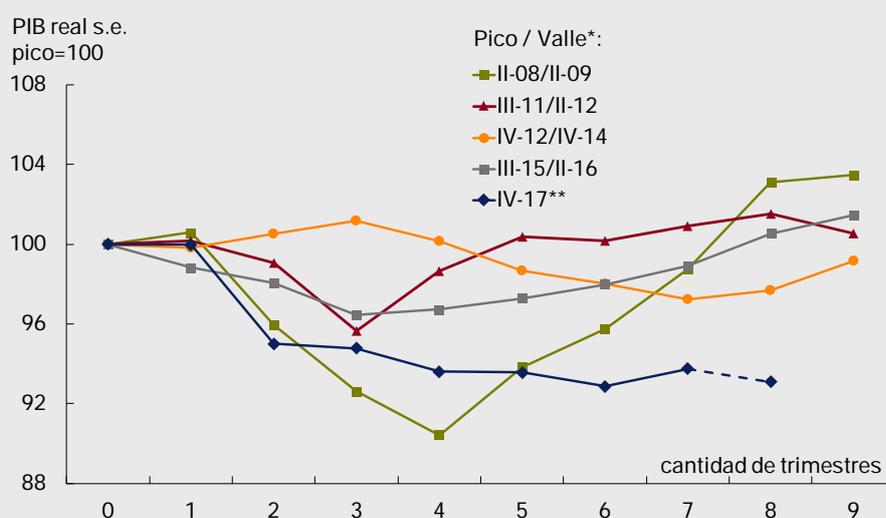
La caída de los ingresos reales también explica el aumento en la cantidad de personas que se encuentran por debajo de la línea de pobreza. Este indicador acumula un aumento de 9,7 p.p. desde fines de 2017, ubicándose en 35,4% en el primer semestre de 2019.

Las expectativas netas de creación de empleo, medidas en la EIL, volvieron al terreno positivo en el cuarto trimestre (0,6 p.p. en promedio) después de un tercer trimestre con saldo negativo (-0,8 p.p. en promedio). Esto se explicó por una caída en el porcentaje de empresas que planea disminuir su dotación de personal (-1,9 p.p. desde julio), mientras que el porcentaje de empresas que planean aumentar su dotación de personal se ha mantenido prácticamente estable (-0,2 p.p. desde julio) en niveles muy bajos (3,8% en diciembre de 2019).

RECUADRO: La recesión actual en comparación con los episodios anteriores

Comparada con los episodios anteriores, la recesión económica actual es la de mayor duración desde 2001/2002, al alcanzar diez trimestres consecutivos con contracción del PIB desestacionalizado, cercana al 8% acumulado (ver Gráfico 3.19).

Gráfico 3.19 | PIB desestacionalizado. Ciclos económicos comparados



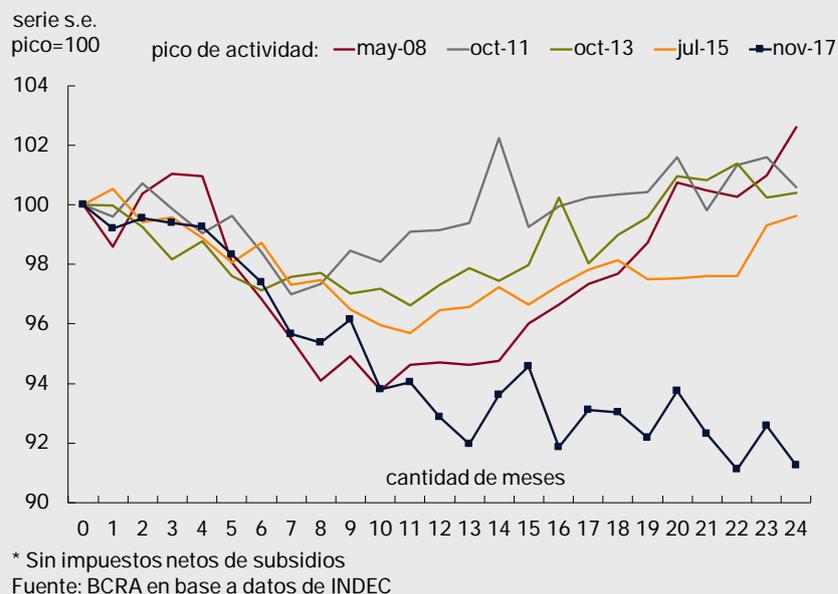
*La identificación de los puntos de giro del PIB se efectuó mediante la aplicación en E-Views de la rutina Bry-Boschan, con los parámetros estándares para series trimestrales.

**IV-19: REM de ene-20. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Si se excluye al Sector agropecuario —que tuvo un desempeño particular por haber atravesado en 2018 una extraordinaria sequía y una fuerte recuperación posterior— la recesión actual es la más profunda desde la crisis de 2001/02, que siguió al colapso de la convertibilidad (ver Gráfico 3.20).

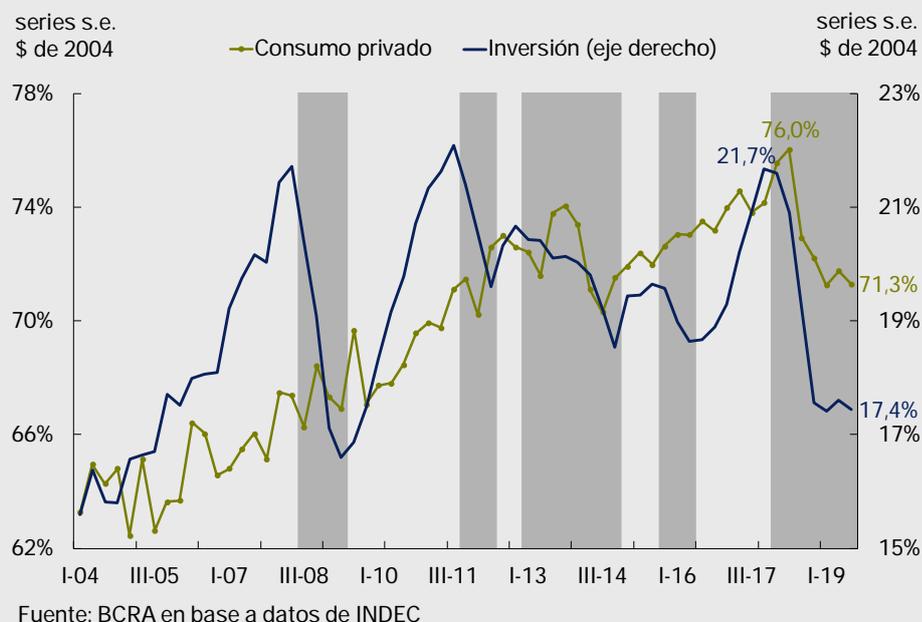
Entre los componentes de la demanda, el más afectado por la retracción de la actividad fue el Consumo privado. En términos del PIB, el consumo de las familias alcanzó el 71,3% en el tercer trimestre de 2019 mostrando un descenso de 4,7 puntos porcentuales respecto del máximo y representando la mayor caída de la serie iniciada en 2004.

Gráfico 3.20 | EMAE excluyendo al sector agropecuario*



La magnitud de caída de la Tasa de inversión es comparable a la observada en la crisis 2008/2009: se redujo a 17,4% del PIB desde 21,7% en el cuarto trimestre de 2017 (ver Gráfico 3.21).

Gráfico 3.21 | Consumo privado e Inversión en porcentaje del PIB



La gran diferencia entre la retracción de la inversión en la recesión actual y en la de 2008/2009 es su duración. En la recesión económica actual, la inversión bruta continúa cayendo en el décimo trimestre luego de su inicio, mientras que en 2008/2009 había comenzado a recuperarse cinco trimestres después del pico.

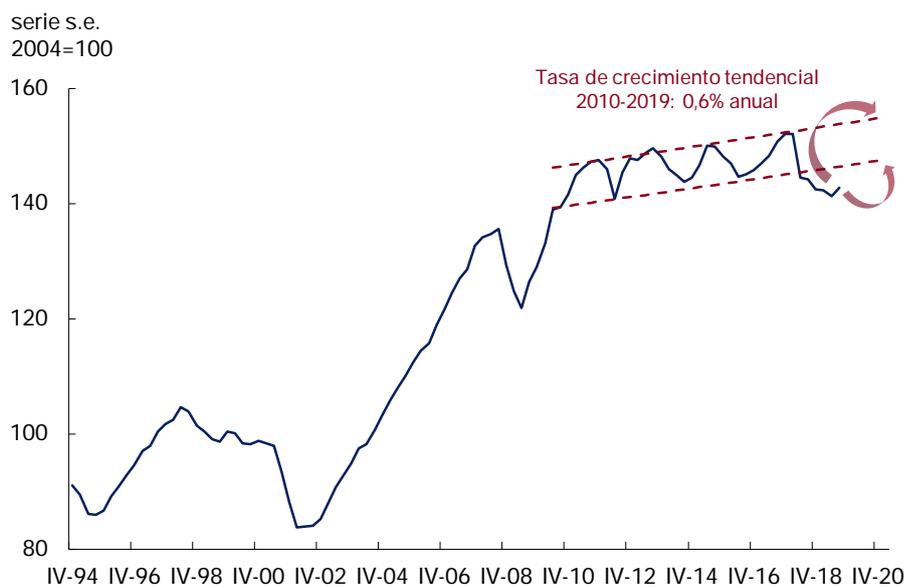
3.2 Perspectivas

La actividad económica se encuentra en niveles similares a los de 2010, por debajo incluso de los mínimos observados entre 2011 y 2017, período en el que el crecimiento tendencial promedio fue de sólo 0,6% anual (ver Gráfico 3.22).

Este desvío con respecto a la tendencia reciente evidencia el grado de subutilización de la capacidad instalada y del empleo, y denota la magnitud de la crisis iniciada en 2018. Existe por lo tanto, un margen considerable desde el punto de vista de la oferta para una recuperación de la actividad traccionada por un aumento de la demanda agregada, en un entorno de mayor estabilidad cambiaria y financiera.

El nuevo Gobierno Nacional adoptó un conjunto de medidas en el marco de la Ley de Solidaridad y Reactivación Productiva que busca estabilizar el mercado de cambios, contener las expectativas de inflación y recuperar el mercado interno. Atenuar la inercia inflacionaria, luego de un año con inflación muy elevada, es fundamental para que el Poder Ejecutivo logre consensuar con los principales actores de la economía una trayectoria acotada de precios y salarios.

Gráfico 3.22 | Nivel de actividad económica



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La Ley recientemente sancionada por el Congreso Nacional para restaurar la sostenibilidad de la deuda pública emitida bajo legislación extranjera busca despejar la incertidumbre sobre el horizonte macroeconómico y sentar las bases para una recuperación económica sobre bases sólidas (ver Apartado 2 / Evolución reciente de la deuda pública).

Las medidas tendientes a apuntalar los ingresos reales de los sectores más vulnerables —con mayor propensión a consumir— y aquellas que favorecen al turismo comenzarían a dar impulso al consumo privado en los primeros meses de 2020. Por su parte, la nueva moratoria impositiva para las Pequeñas y Medianas

Empresas constituirá un importante alivio frente a las deudas tributarias que afectan negativamente a su situación financiera. La mejora de las condiciones de liquidez por parte del BCRA estimulará la demanda de crédito que contribuirá al desarrollo de las actividades productivas (ver Capítulo 6. Política monetaria).

La demanda externa aportaría positivamente al crecimiento de la actividad en 2020 y se sostendría el superávit comercial de bienes. En particular se espera un crecimiento para la economía brasileña de 2,3%, superior al 0,9% en 2019, que traccionará especialmente a las exportaciones no agrícolas.

A nivel sectorial, el BCRA prevé una mejora en la actividad de los sectores más dependientes del mercado interno y aquellos que puedan sustituir importaciones. El sector agropecuario tendrá un aporte importante durante 2020: las primeras estimaciones de producción agrícola de la campaña 2019/20 anticipan valores similares a los del ciclo anterior, elevados en términos históricos.

Si bien el contexto internacional en el cual se desenvuelven las economías emergentes mejoró, algunos factores de riesgo podrían condicionar este escenario de recuperación paulatina de la actividad, entre ellos se destacan el desenvolvimiento de la llamada guerra comercial entre Estados Unidos y China y del conflicto geopolítico en el Medio Oriente (ver Capítulo 2. Contexto internacional).

En el mediano plazo el objetivo será incrementar la productividad y las exportaciones, relajando la restricción externa para de esa forma poder acelerar el crecimiento económico a tasas compatibles con la mejora continua de los indicadores socioeconómicos. Alcanzar y mantener los equilibrios externos y fiscales sentará las bases para que el proceso de crecimiento sea sostenido, sin enfrentar las crisis de balanza de pagos y de deuda recurrentes en la historia económica argentina.

Apartado 1 / Primeras medidas sociales y fiscales del Gobierno

Las primeras medidas adoptadas por el nuevo gobierno apuntan a un cambio de paradigma en el esquema económico, un reordenamiento de las prioridades y un abordaje diferente para encarar problemas que son considerados como estructurales. Así, las medidas estuvieron dirigidas tanto a aliviar la situación de la población de menores recursos como a reactivar la demanda interna. Asimismo, el Gobierno buscó robustecer las cuentas fiscales, en tanto avanza el proceso de negociación con los acreedores externos.

Con el acento puesto en la reactivación del consumo y la atención de las necesidades de los sectores más postergados, se dio impulso a una serie de medidas entre las que se destacan la aprobación de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva y de la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública bajo Legislación Extranjera, los aumentos por única vez a jubilados y pensionados de menores haberes y el Plan AlimentAR.

Entre los puntos más salientes, la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva declara la emergencia pública en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, tarifaria, energética, sanitaria y social, y se delegan facultades del Congreso al Poder Ejecutivo para hacer cambios en todas esas áreas.

En ese marco, se aprobó un gravamen del 30%, llamado Impuesto para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS) a la compra de billetes y divisas en moneda extranjera, al pago de bienes y servicios en el exterior, de servicios prestados por sujetos no residentes, de servicios en el exterior contratados por agentes de viajes y turismo, de servicios de transporte internacional de pasajeros y de servicios digitales que se paguen en dólares.

Entre las primeras medidas se encuentra la implementación de un bono para jubilados y pensionados con haberes más bajos de hasta \$5.000 en diciembre y \$5.000 en enero, al mismo tiempo que se anunció que en marzo habrá un nuevo aumento para este sector, mientras aún se esté discutiendo la nueva fórmula de movilidad jubilatoria que fue suspendida durante 180 días. Otro de los sectores alcanzados por una suma fija fue el de los beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo y Embarazo, para quienes la medida implicó un pago extraordinario en diciembre de 2019 de \$2.000 por hijo.

Asimismo, el Gobierno oficializó mediante Decreto el aumento de salarios para los trabajadores del sector público y el sector privado, a cuenta de futuras paritarias. El incremento ascenderá a \$3.000 desde enero y \$4.000 desde febrero, para el sector privado, y de \$3.000 desde febrero y \$4.000 desde marzo, para el sector público. Además, se implementó la doble indemnización laboral dispuesta de manera transitoria por 180 días, que vence el 10 de junio de 2020.

En cuanto al programa AlimentAR, el ministerio de Desarrollo Social comenzó a entregar una Tarjeta Alimentaria para beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo de hasta seis años, personas con discapacidad y embarazadas que cobren este beneficio.

Para hacer frente a estas nuevas erogaciones (y más que compensar su impacto en el resultado del sector público), el gobierno aumentó los recursos tributarios. Además de la implementación del ya comentado

Impuesto PAIS, se elevaron los derechos de exportación y se modificaron impuestos internos, al tiempo que se incrementaron las alícuotas de bienes personales y de la tasa de estadística. Asimismo, se suspendieron la reducción de la alícuota del impuesto a las ganancias para las sociedades y el aumento del mínimo no imponible y la convergencia de alícuotas sobre las contribuciones patronales, previstos en la Reforma tributaria 2017.

Por su parte, con el objetivo de aliviar a las Pequeñas y Medianas Empresas, se está implementando una amplia moratoria impositiva con condiciones muy favorables.

Por otro lado, el Gobierno relanzó el programa Precios Cuidados con una lista de 310 productos relevantes en sus rubros, con una duración de un año y revisiones trimestrales. La reducción en la frecuencia de ajustes en estos precios, actuarán como una guía para el resto de los precios, contribuyendo a moderar la inflación a fin de preservar el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares (ver Recuadro. Precios Cuidados).

En otro orden, la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva autoriza al Poder Ejecutivo a intervenir el Ente Regulador de la Electricidad (ENRE), el Ente Regulador del Gas (ENARGAS) y a mantener las tarifas de electricidad y gas por un plazo máximo de hasta 180 días, “proponiendo a una reducción de la carga tarifaria real sobre los hogares, comercios e industrias, para el año 2020”. A su vez, se faculta al Gobierno a iniciar un proceso de renegociación de la Revisión Tarifaria Integral vigente. También, se decidió mantener por 120 días las tarifas del transporte urbano de pasajeros por automotor y ferroviario de superficie, metropolitanos, regionales y larga distancia, de jurisdicción nacional.

De esta forma, las primeras medidas adoptadas por el nuevo gobierno apuntan a mejorar la situación de la población de menores recursos, mientras que se generan las condiciones para que la Argentina retome una senda de crecimiento con menor inflación. Simultáneamente, el Gobierno buscó fortalecer el balance de las cuentas públicas, en el marco de la reciente sanción de la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa.

4. Sector externo

En el período 2016-2019 la cuenta corriente de la economía atravesó dos fases bien marcadas. Desde el segundo trimestre de 2016 (II-16) al segundo trimestre de 2018 (II-18), las importaciones de bienes y servicios aumentaron a una velocidad mucho mayor que las exportaciones, lo que derivó en un marcado aumento del déficit de cuenta corriente. Para una economía que estructuralmente presenta dificultades para generar divisas netas suficientes por la vía comercial para financiar su expansión, este proceso fue facilitado por el endeudamiento externo acelerado, principalmente del gobierno general, lo cual, a su vez, engrosaba el pago de intereses socavando la sostenibilidad del esquema. Sólo algunos sectores transables evidenciaron incrementos de la capacidad productiva (en particular el sector agropecuario y el sector energético).

Las dudas sobre la capacidad de pago de la deuda externa recrudecieron a partir del segundo trimestre de 2018, influenciadas por la acelerada velocidad de ese endeudamiento. Los agentes económicos comenzaron a desprenderse de activos locales para adquirir activos externos, en un contexto de desregulación cambiaria que —ante saltos bruscos del tipo de cambio— amplificaba esta dinámica disruptiva. Como consecuencia, los precios de los títulos públicos sufrieron un fuerte deterioro, lo que limitó severamente la capacidad de acceso del sector público a los mercados de capitales externos. Frente a la alternativa de restablecer regulaciones en el mercado cambiario, el gobierno nacional optó por firmar un acuerdo Stand-by con el FMI por primera vez desde el año 2003, no obstante, recurrió a los controles cambiarios en septiembre de 2019.

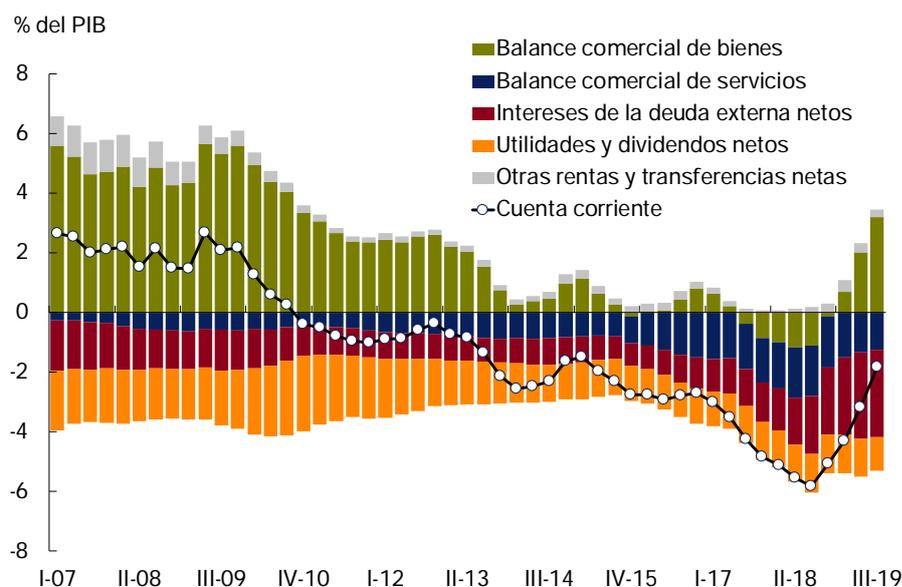
A partir del III-18 la cuenta corriente ingresó en su fase de ajuste del desequilibrio previo por la vía recesiva, fase en la que se sucedieron reiterados episodios de estrés cambiario y donde el peso del ajuste recayó sobre las importaciones de bienes y servicios, mientras que los pagos de intereses por la deuda contraída continuaron ganando participación. Los últimos datos disponibles muestran que, al tercer trimestre de 2019, este proceso de corrección continuó operando. El aumento del endeudamiento externo durante el período 2016-2019 tuvo como contrapartida un deterioro de los stocks, fundamentalmente del gobierno general, cuya deuda externa pasó desde el 14% del PIB al IV-15 hasta el 38% del PIB al III-19. Si bien durante este período las reservas internacionales brutas registraron un incremento de unos US\$23.000 millones, la posición neta de inversión internacional conjunta del gobierno general y del BCRA se deterioró significativamente.

4.1 El sector externo continuó exhibiendo los efectos de la crisis de balance de pagos del II-18: el ajuste del déficit comercial por la vía recesiva y una carga cada más mayor de los intereses de la deuda externa

En un marco de apreciación real y apertura comercial, la recuperación de la actividad económica iniciada en el segundo semestre de 2016 implicó un incremento de las importaciones muy superior al aumento de las exportaciones. Para una economía que estructuralmente presenta dificultades para generar divisas

*genuinas*¹⁷ por la vía comercial para financiar su expansión, este proceso fue facilitado por el endeudamiento externo acelerado, principalmente del gobierno general¹⁸, lo cual, a su vez, engrosaba el pago de intereses socavando la sostenibilidad del esquema. Sólo algunos sectores transables evidenciaron incrementos de la capacidad productiva (en particular el sector agropecuario y el sector energético). Las dudas sobre la capacidad de pago de la deuda externa recrudecieron a partir del segundo trimestre de 2018, influenciadas por la acelerada velocidad de ese endeudamiento. Los agentes económicos comenzaron a desprenderse de activos locales para adquirir activos externos, en un contexto de desregulación cambiaria que —ante saltos bruscos del tipo de cambio— amplificaba esta dinámica disruptiva. En este contexto, el acceso al financiamiento voluntario en los mercados externos se vio severamente limitado. A partir de entonces se sucedieron reiterados episodios de estrés cambiario mientras la economía fue ajustando su desequilibrio de flujos externos por la vía recesiva. El peso del ajuste recayó sobre las importaciones de bienes y servicios, mientras que los pagos de intereses por la deuda contraída continuaron ganando participación. Los últimos datos disponibles muestran que, al tercer trimestre de 2019, este proceso de corrección por la vía del ajuste recesivo continuó operando (ver gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente del balance de pagos (acum. 4 trim.)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

4.1.1 Pese a una tendencia alcista de las exportaciones, la evolución del saldo comercial estuvo ligada al significativo incremento de las importaciones

Desde mediados de 2016, el saldo comercial de bienes se deterioró rápidamente, alcanzando el mayor déficit histórico medido en dólares constantes en noviembre de 2017 y exhibiendo tan sólo 2 años más tarde uno de sus mayores superávits (ver gráfico 4.2). La evolución de las importaciones fue el principal

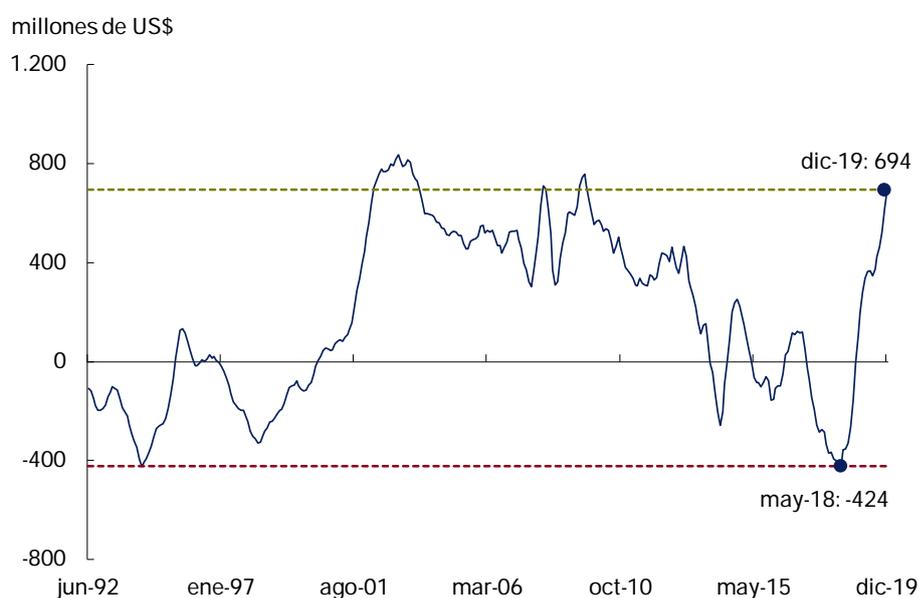
17 La participación de Argentina en las exportaciones mundiales presenta una tendencia declinante de largo plazo. Por otra parte, en 2019 el valor de las exportaciones totales de bienes fue un 23% más bajo que en 2011.

18 De acuerdo con la clasificación por sector institucional del Manual de Balance de Pagos 6 del FMI, el gobierno general incluye tanto al gobierno nacional como a los gobiernos subnacionales. No incluye al BCRA.

factor detrás del deterioro inicial del saldo comercial de bienes y de su posterior corrección, dada su elevada correlación con la trayectoria del PIB.

A lo largo de este período las exportaciones de bienes exhibieron una tendencia positiva —transitoriamente interrumpida por la sequía de 2018—, que fue insuficiente para evitar el desequilibrio severo de las cuentas externas, en particular, de la carga de intereses, dado que el saldo de la cuenta corriente continuó siendo negativo.

Gráfico 4.2 | Saldo comercial de bienes (s.e.; prom. móv. 6 meses en dólares constantes de 1983)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Thomson Reuters

En 2019 las exportaciones de bienes totalizaron US\$65.115 millones (+5,4% i.a.) producto de un aumento de 12,2% de cantidades que fue parcialmente compensado por los menores precios de exportación (-6,0% i.a.) asociados con la debilidad de los precios de las materias primas.

A nivel rubro, en el año anterior se observó un crecimiento de las exportaciones de Productos Primarios (PP, +25% i.a.), Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA, +5% i.a.), impulsados por la cosecha agrícola récord que siguió a la sequía de 2018, y de Combustibles y energía (CyE, +4% i.a.), vinculado a la extracción de hidrocarburos no convencionales en la formación geológica denominada Vaca Muerta. Las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) desentonaron con el resto y cayeron tanto en valor exportado como en cantidades enviadas (-7% i.a. y -5% i.a., respectivamente), un comportamiento que fue difundido a las distintas categorías del rubro (ver cuadro 4.1)

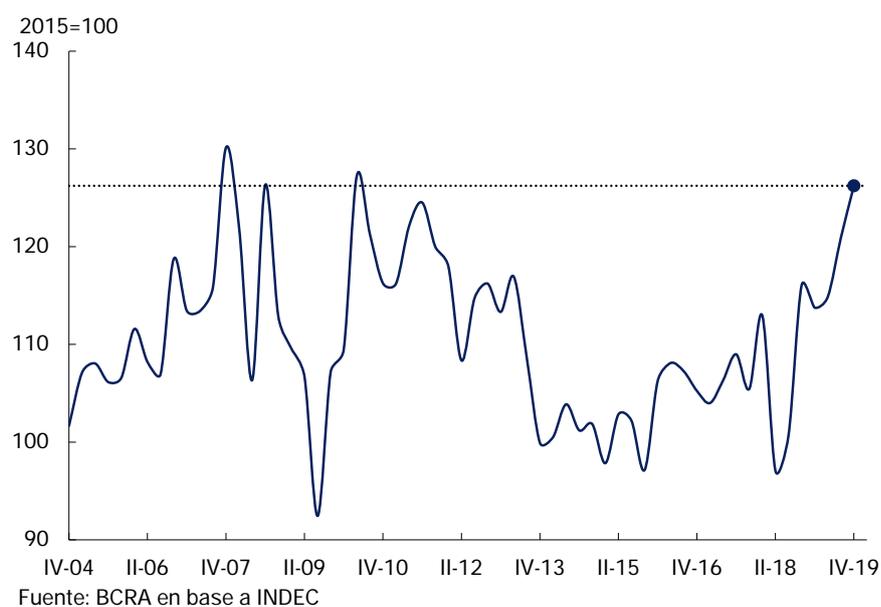
Cuadro 4.1 | Exportaciones de bienes

Rubro	2018	2019			
	millones de US\$	millones de US\$	var. % i.a.		
			Valor	Precios	Cantidades
Productos primarios	14.021	17.540	25	-6	33
MOA	22.941	23.981	5	-9	14
MOI	20.618	19.221	-7	-2	-5
Combustibles y energía	4.201	4.374	4	-8	13
TOTAL EXPORTACIONES	61.782	65.115	5	-6	12

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

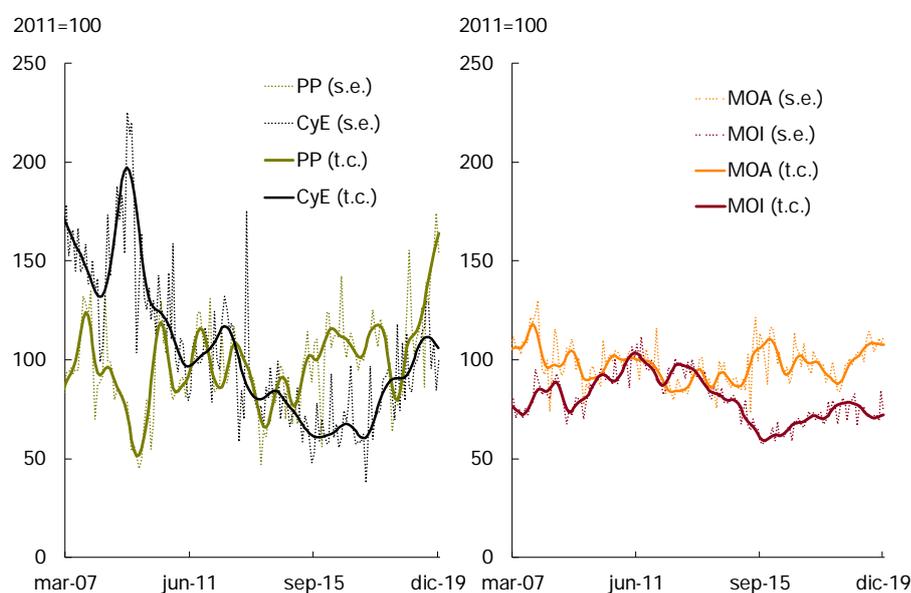
Las cantidades exportadas crecieron paulatinamente a lo largo de 2019 (+8,1% s.e.), ubicándose a fines de 2019 en torno a los niveles máximos históricos (ver gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Cantidades exportadas de bienes (s.e.)



Desde una perspectiva de mediano plazo, la trayectoria alcista del total de cantidades exportadas de bienes iniciada a comienzos de 2016, se replicó con variada intensidad entre los principales rubros de exportación. El incremento fue mucho más pronunciado en las ventas externas de Productos Primarios (traccionadas por el aumento tendencial de la cosecha agrícola) y de combustibles (impulsadas por el desarrollo de Vaca Muerta y la disponibilidad de saldos exportables dada la menor demanda energética doméstica), que en las manufacturas (ver gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Cantidades exportadas de bienes por rubro



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En 2019, a nivel producto se destacaron por su incidencia las mayores exportaciones de porotos de soja (+140% i.a.), maíz (+41% i.a.), carne bovina (54,3%) y aceite de soja (19% i.a.). Los principales destinos de exportación de Argentina en el 2019 fueron Brasil (16% del total), la Unión Europea (14%) y China (11%). Mientras que al primer destino predominaron los envíos de MOI, hacia la UE y China se exportaron en mayor medida PP y MOA.

Por otra parte, en 2019 las importaciones de bienes sumaron US\$49.125 (-25% i.a.), debido en mayor medida a un desplome de las cantidades adquiridas (-21% i.a.), potenciado por una merma en los precios de importación (-5% i.a.). Así, el valor importado en el año pasado fue el menor desde 2009.

Todos los usos de importación contribuyeron a la caída del nivel general, destacándose por su incidencia los menores valores importados de bienes de capital, bienes intermedios y vehículos de pasajeros (ver cuadro 4.2).

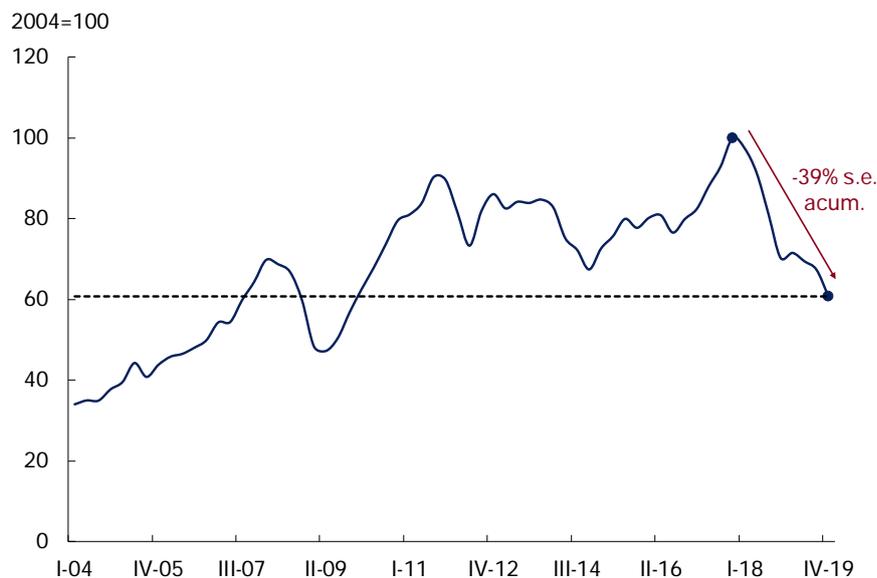
Cuadro 4.2 | Importaciones de bienes

Uso	2018		2019		
	millones de US\$	millones de US\$	var. % i.a.		
			Valor	Precios	Cantidades
Bienes de capital	12.238	8.478	-31	-7	-25
Bienes intermedios	20.448	17.132	-16	-7	-10
Combustibles y lubricantes	6.555	4.446	-32	0	-32
Piezas y acc. para bienes de capital	12.171	10.124	-17	-4	-13
Bienes de consumo	8.488	6.314	-26	0	-25
Vehículos automotores de pasajeros	5.275	2.362	-55	2	-56
Resto	307	268	-13		
TOTAL IMPORTACIONES	65.483	49.125	-25	-5	-21

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Las cantidades importadas exhibieron una caída prácticamente ininterrumpida desde el IV-17, afectadas por la recesión económica y la depreciación real del peso. Desde el máximo alcanzado a finales de 2017, los volúmenes importados acumularon al IV-19 una baja de 39% (ver gráfico 4.5)

Gráfico 4.5 | Cantidades importadas de bienes (s.e.)

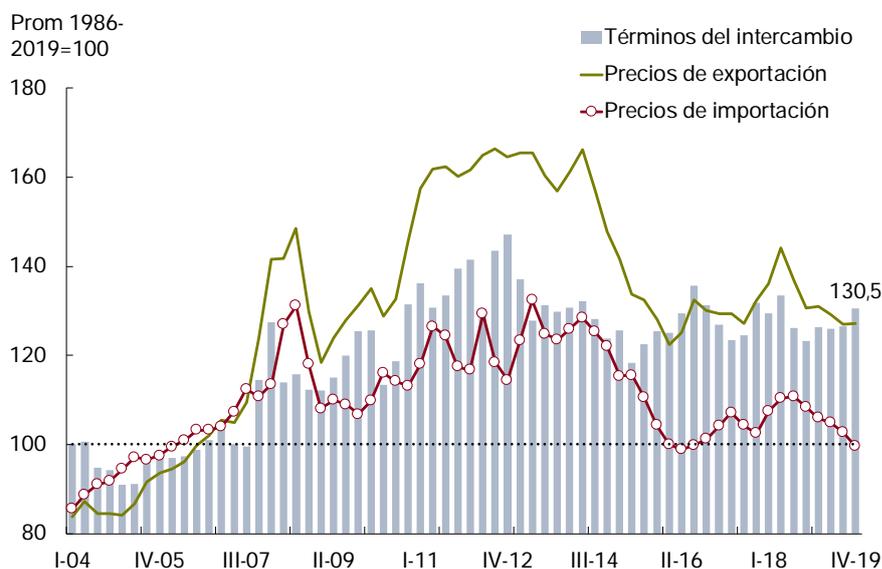


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En 2019, los principales orígenes de las importaciones de Argentina fueron Brasil (21% del total), China (19%) y la Unión Europea (18%).

Los términos de intercambio cayeron ligeramente 0,6% i.a. en el promedio de 2019, pero crecieron 5,9% i.a. punta a punta. Así, los precios relativos del comercio exterior son para Argentina un 30% más favorables que el promedio de los últimos treinta y tres años (ver gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Términos de intercambio

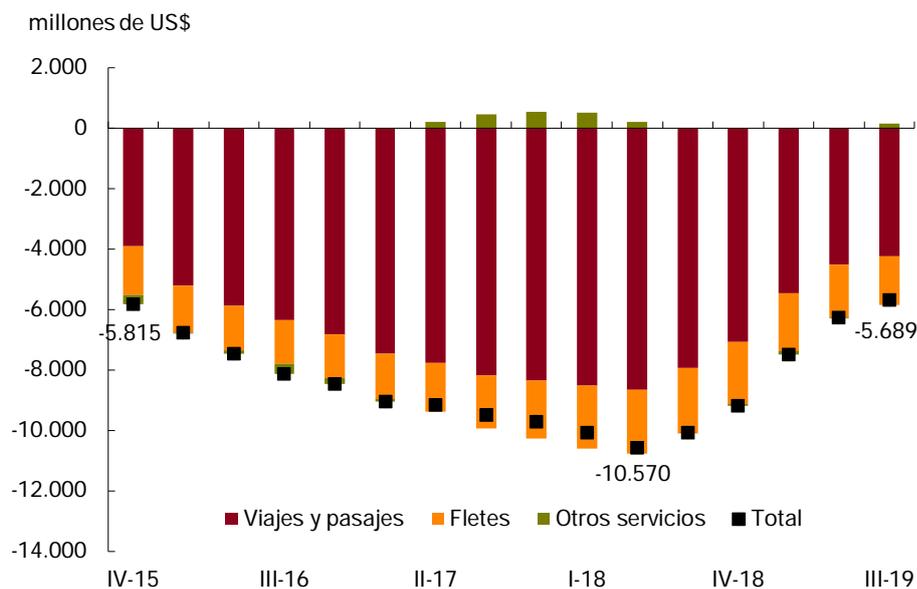


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

4.1.2 El comercio de servicios tuvo una dinámica similar a la de bienes con el turismo emisor como la principal variable de ajuste en la fase recesiva

El déficit anualizado del comercio de servicios casi se duplicó en el período que va del I-16 al II-18, básicamente por un fuerte aumento del turismo emisor, y en menor medida por mayores erogaciones por fletes, las cuales están estrechamente vinculadas con las importaciones de bienes. Luego de la crisis de balance de pagos, el saldo de servicios retornó poco a poco a un nivel cercano al de finales de 2015, nuevamente con el gasto de turismo emisor como protagonista del ajuste (ver gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | Comercio de servicios (acum. 4 trim.)

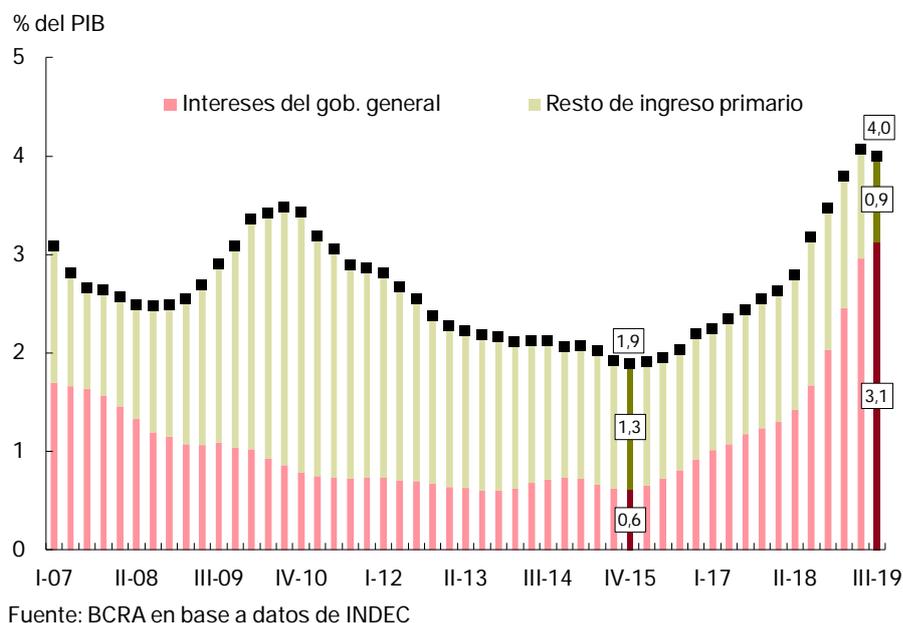


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

4.1.3 El aumento de la deuda externa se reflejó en una mayor carga de intereses en la cuenta del ingreso primario

El déficit de la cuenta ingreso primario más que se duplicó a lo largo de los últimos cuatro años y se ubicó en el III-19 en 4,0 p.p. del PIB, el valor más elevado de los últimos 13 años. Este deterioro obedeció a un fuerte incremento del pago neto de intereses del gobierno general a no residentes que se multiplicó por cinco en el mismo período, y fue parcialmente compensado por un descenso del devengamiento de utilidades de las empresas de inversión directa en el país (ver gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Déficit de la cuenta ingreso primario (acum. 4 trim.)

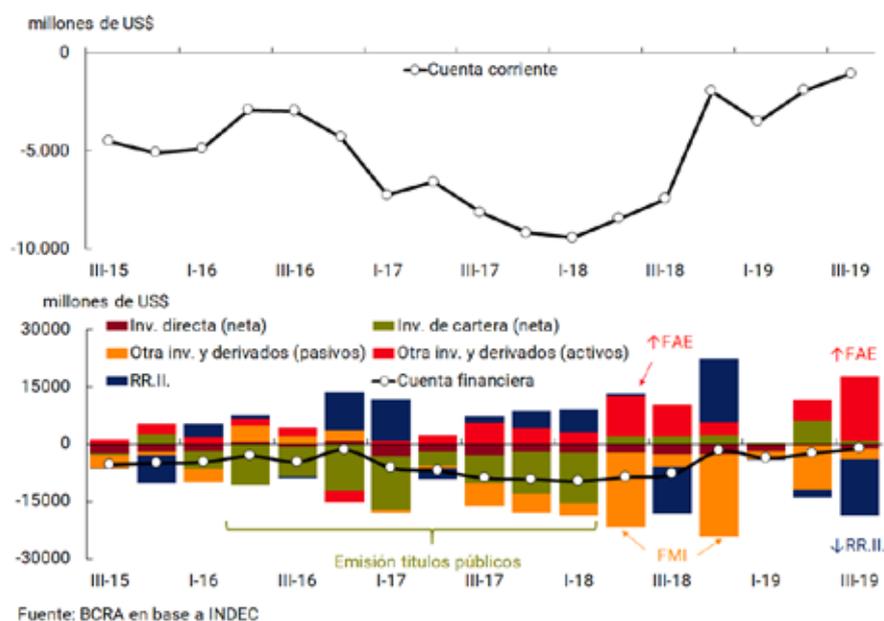


4.2 Los flujos de la cuenta financiera reflejaron el proceso de fuerte endeudamiento externo

En el periodo que va del I-16 al II-18 tanto el sector público como el privado recibieron flujos externos netos por montos superiores al déficit creciente de cuenta corriente. Ello respondió a un ingreso de capitales impulsado por el elevado retorno de los activos domésticos denominados en dólares y por la adopción de estrategias especulativas con activos en pesos de corto plazo fondeadas con divisas, conocidas como de *carry-trade*.

En ese período, el financiamiento externo llegó principalmente bajo la forma de adquisición de títulos públicos y préstamos al gobierno general, y, en menor medida, con endeudamiento de corto plazo del Banco Central (Lebacs) y colocaciones de deuda del sector privado. A partir del II-18, el financiamiento voluntario de mercado con no residentes se agotó y en simultáneo los residentes aumentaron su demanda por activos externos (FAE). Ante este contexto, y frente a la alternativa de restablecer regulaciones en el mercado cambiario, las nuevas fuentes de financiamiento pasaron a ser el FMI —con quien el país no firmaba un acuerdo *Stand-By* desde 2003— y la venta de reservas internacionales. De todas formas, en septiembre de 2019, el gobierno anterior recurrió a los controles cambiarios. Pese a los cambios institucionales encarados desde 2016, la inversión directa tuvo un papel menor a lo largo de todo el período (ver gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | Balance de pagos



4.3 El creciente déficit de cuenta corriente y los efectos de la crisis de balance de pagos que le sucedieron provocaron un marcado deterioro del cociente deuda externa a PIB

Al 30 de septiembre de 2019 (último dato disponible) la deuda externa total¹⁹ a valor nominal residual alcanzó los US\$276.686 millones (60,3% del PIB). El gobierno general explicó el 62% del stock al III-19 y el 77% del aumento de la deuda externa total desde el IV-15. Durante el periodo 2016 y 2018, la Argentina lideró los rankings de colocaciones de deuda de economías emergentes en los mercados externos²⁰. En menor medida, el BCRA y el resto de los sectores también contribuyeron al aumento de la deuda externa total.

Luego de la liberalización de la cuenta financiera de fines de 2015, el BCRA recurrió al financiamiento de bancos internacionales (repo), y préstamos del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés). Además, el BCRA permitió que los no residentes suscribieran instrumentos de corto plazo en moneda nacional, cuyo stock registró un crecimiento acelerado hasta tomar una dimensión significativa cercana a un monto equivalente a los US\$10.000 millones de dólares al I-18. En el II-18, cuando el gobierno general perdió acceso al financiamiento voluntario en los mercados financieros y los residentes aumentaron su demanda de activos externos, el BCRA tuvo que gestionar estos vencimientos de corto plazo en un contexto de alta volatilidad cambiaria. Hacia fines de 2018 con el objetivo de aumentar el stock de reservas internacionales brutas, el BCRA recurrió además a una extensión de la línea de crédito con el Banco Popular de China (swap de monedas).

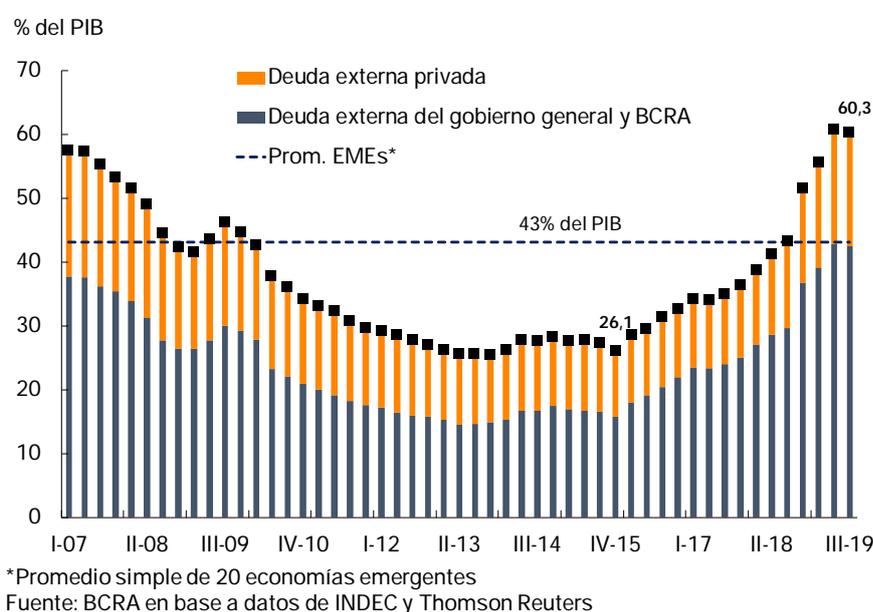
¹⁹ La deuda externa total comprende los pasivos externos que requieren el pago del principal, intereses devengados o ambos en el futuro. Tiene como contrapartida un derecho de crédito del resto del mundo frente a los recursos de la economía residente, independientemente de la moneda de denominación.

²⁰ En 2016 fue el primer colocador de deuda, en el 2017 fue el segundo y en el 2018 fue el cuarto. En este último caso, las colocaciones se concentraron durante el primer cuatrimestre (Bloomberg).

En el caso del resto de los sectores (asimilable al sector privado), a fines del III-19 el stock de la deuda externa se incrementó 24% respecto al IV-15. El mayor financiamiento externo llegó principalmente bajo la forma de créditos y anticipos comerciales a las sociedades no financieras, y en menor medida, por la colocación de títulos de deuda del sector privado. Esto fue parcialmente compensado por una reducción de la deuda externa de las empresas de inversión directa con sus casas matrices.

En términos del PIB, la deuda externa supera holgadamente el promedio simple de 20 economías emergentes (correspondiente a 2018; ver gráfico 4.10). El aumento de más de 35 p.p. del PIB en cuatro años de la deuda externa argentina se debe tanto a un aumento de la deuda a valor nominal (de US\$93.255 millones) como a una reducción del PIB en dólares producto de la prolongada recesión económica y de la depreciación real del peso.

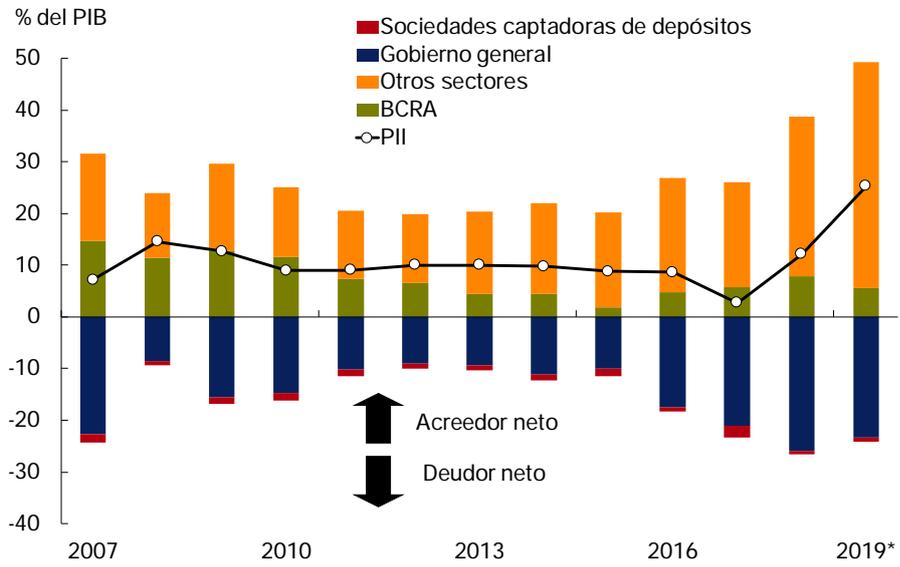
Gráfico 4.10 | Deuda externa



La posición de inversión internacional de la economía argentina, a valor de mercado, resultó acreedora en 25% del PIB al cabo del III-19, el valor más alto de los últimos 13 años, lo cual responde a dos fenómenos. En primer lugar, por un aumento en la tenencia de activos externos por parte del sector privado no financiero cuyo stock pasó de representar el 36% del PIB al IV-15 a representar el 70% del PIB al III-19. En segundo lugar, por un desplome en el valor de los pasivos externos asociado tanto a una merma en la cotización de mercado de los títulos de deuda en manos de no residentes como a la depreciación real del peso que afectó la valuación en dólares del stock de capital de las empresas de inversión directa radicadas en el país (ver gráfico 4.11).

La mejora de la posición neta de inversión internacional registrada en los años recientes obedeció principalmente a la gestión patrimonial del sector privado. En efecto, si bien durante este período las reservas internacionales brutas registraron un incremento de unos US\$23.000 millones, la posición neta de inversión internacional conjunta del gobierno general y del BCRA se deterioró significativamente (pasando de – 8,2% del PIB en diciembre de 2015 a –17,7% del PIB en septiembre de 2019).

Gráfico 4.11 | Posición de inversión internacional (a valor de mercado)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

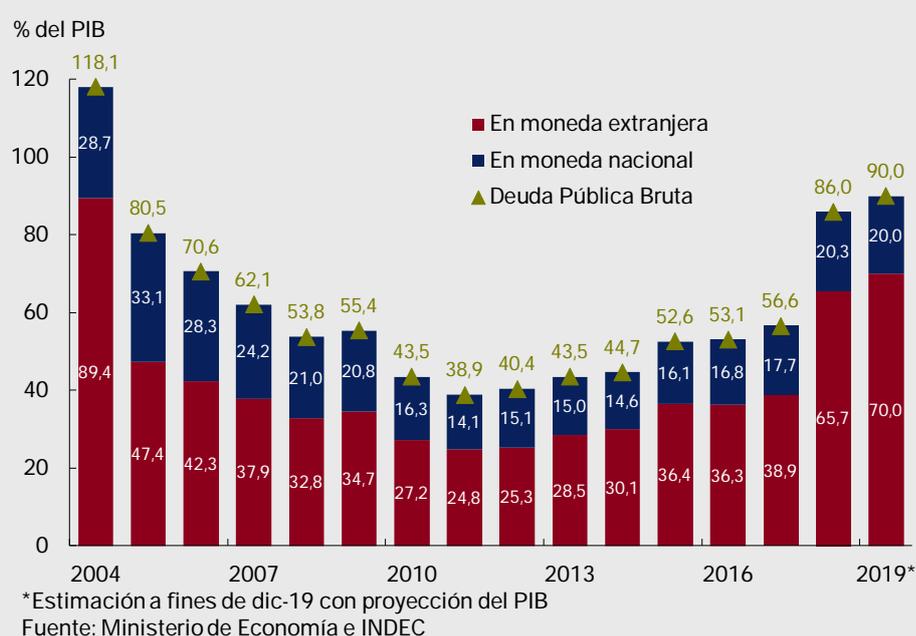
*Datos al III-19

Apartado 2 / Evolución reciente de la deuda pública

La administración de la deuda pública nacional enfrenta actualmente grandes desafíos como consecuencia de la estrategia de financiamiento externo insostenible implementada por el gobierno anterior. Por ello, el gobierno actual envió al Congreso un proyecto de ley para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública con el objetivo de lograr un diferimiento de las obligaciones contractuales que permitan que la economía crezca para poder honrar los compromisos sin desproteger a los sectores vulnerables de la población (ver Apartado 1 / Primeras medidas fiscales y sociales del Gobierno). La evolución reciente del endeudamiento público y la caracterización del stock actual de la deuda permiten una mejor comprensión de la crítica situación que, en este aspecto, enfrenta la República Argentina.

A partir del año 2004 el gobierno argentino encaró un fuerte proceso de desendeudamiento y regularización de la deuda pública nacional (ver Gráfico 1). Para diciembre de 2004 la deuda pública nacional (DPN) bruta representaba un 118,1% del PIB, con cerca de tres cuartas partes de las obligaciones denominadas en moneda extranjera. Se partió entonces de un extraordinariamente elevado nivel de endeudamiento, en parte explicado por la baja valuación del Producto Interno Bruto expresado en dólares luego del abrupto salto devaluatorio tras el colapso de la Convertibilidad.

Gráfico 1 | Deuda Pública Bruta Nacional por moneda



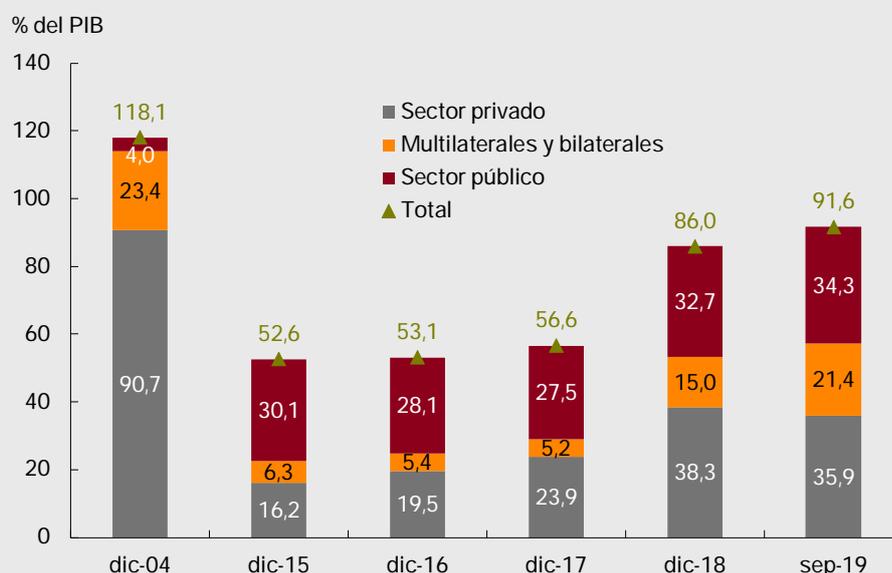
La exposición del stock de deuda a acreedores privados alcanzaba en 2004 al 77% de la deuda (91% del PIB) y los pasivos con instituciones multilaterales y con acreedores bilaterales llegaban al 20% de ese stock (23,4% del PIB; ver Gráfico 2). La deuda pública externa era de 68,5% del PIB. Bajo estas condiciones se encaró un proceso de reestructuración de la deuda pública nacional (canjes 2005 y 2010) que alcanzaron conjuntamente una elevada adhesión (cerca del 91% en 2010) y que terminó de resolverse en el año 2016²¹.

21 El canje 2005 había logrado una aceptación de más del 76% de la deuda elegible.

Asimismo, en enero de 2006 se canceló la totalidad de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), de alrededor de US\$9.500 millones. Posteriormente, se renacionalizó el sistema de pensiones y parte de la deuda contraída originalmente con acreedores privados pasó a constituir deuda intra sector público. Asimismo, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) y otras dependencias del sector público contribuyeron al financiamiento del Tesoro Nacional. El BCRA también financió al Tesoro Nacional (mediante el otorgamiento neto de adelantos transitorios y del uso de reservas internacionales).

En 2013 se cancelaron deudas de laudos en el marco del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) al tiempo que en 2014 se reestructuraron los compromisos con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París.

Gráfico 2 | Deuda Pública Nacional por acreedor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC

Inicialmente, en un contexto de fuerte crecimiento económico, la favorable dinámica inicial de las cuentas públicas y la estrategia de financiamiento con mayor peso de fuentes domésticas contribuyeron a una fuerte reducción del endeudamiento externo. De este modo se redujo sensiblemente la vulnerabilidad externa de la economía.

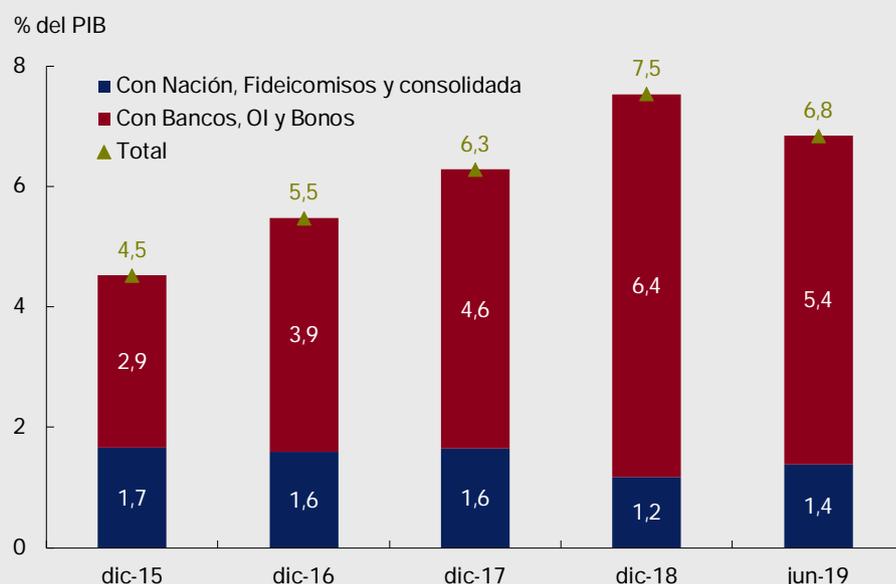
Así, la deuda pública externa se redujo hasta 13,9% del PIB en 2015. Los pasivos intra sector público del Tesoro Nacional pasaron a representar más de la mitad de la deuda pública nacional (57,2% de la deuda en dic-15; 30,1% del PIB), al tiempo que la exposición a organismos internacionales y a los acreedores privados se redujo considerablemente (6,3% y 16,2% del PIB respectivamente).

Asimismo, en línea con la estrategia de desendeudamiento nacional, las provincias encararon un marcado proceso de desendeudamiento subnacional: de una deuda de 15% del PIB en 2004 pasaron a un stock de 4,5% del PIB a fines de 2015.

A partir de 2016, cambió la política de financiamiento: las necesidades financieras del Tesoro Nacional dejaron de fondearse fundamentalmente con fuentes domésticas y comenzaron a cubrirse a través de un proceso acelerado de endeudamiento externo y en moneda extranjera, lo que elevó significativamente la vulnerabilidad macroeconómica. La deuda pública externa se elevó nuevamente hasta 45,5% del PIB a septiembre de 2019.

Al mismo tiempo, varias provincias se alinearon con esta estrategia y buscaron financiar sus déficits fiscales colocando deuda en los mercados internacionales, fundamentalmente en moneda extranjera. En efecto, el endeudamiento provincial agregado pasó de representar 4,5% del PIB a fines de 2015 a 6,8% del PIB en jun-19 —último dato disponible— (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Deuda Pública Provincial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC

En cuanto a la caracterización del stock de deuda pública nacional a septiembre de 2019 (última información disponible), se destaca la caída en la participación de los instrumentos nominados en pesos (-11,6 puntos porcentuales del total entre dic-15 y sep-19; ver Gráfico 5). En cuanto a la vida promedio de la deuda bruta, en 2015 la misma era de 7,8 años, mientras que ese guarismo se redujo a 7,2 para sep-19 (último dato disponible).

El stock de deuda pública nacional a fines de diciembre de 2019 ascendía a 323.177 millones de dólares, de los cuales básicamente el 60% se concentraba en títulos públicos, un 25% en préstamos y un 10% en instrumentos de corto plazo (letras; ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Deuda Pública Nacional (en millones de US\$)

	dic-19	%
A- DEUDA BRUTA (I + II + III)	323.177	100,00%
B- DEUDA BRUTA (EXCLUIDA LA ELEGIBLE PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN) (I + II)	320.742	99,25%
I- DEUDA EN SITUACIÓN DE PAGO NORMAL	320.638	99,21%
TÍTULOS PÚBLICOS	194.153	60,08%
- Moneda nacional	38.723	11,98%
- Moneda extranjera	155.416	48,09%
- Amparos y excepciones	15	0,00%
LETRAS DEL TESORO	31.340	9,70%
- Moneda nacional	13.097	4,05%
- Moneda extranjera	18.243	5,65%
PRÉSTAMOS	80.907	25,03%
PRÉSTAMOS GARANTIZADOS	640	0,20%
ORGANISMOS INTERNACIONALES	67.987	21,04%
ORGANISMOS OFICIALES	5.392	1,67%
BANCA COMERCIAL	2.868	0,89%
PAGARÉS DEL TESORO	1.623	0,50%
AVALES	2.397	0,74%
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	14.237	4,41%
II- DEUDA EN SITUACIÓN DE PAGO DIFERIDO	104	0,03%
III- DEUDA ELEGIBLE PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN	2.435	0,75%

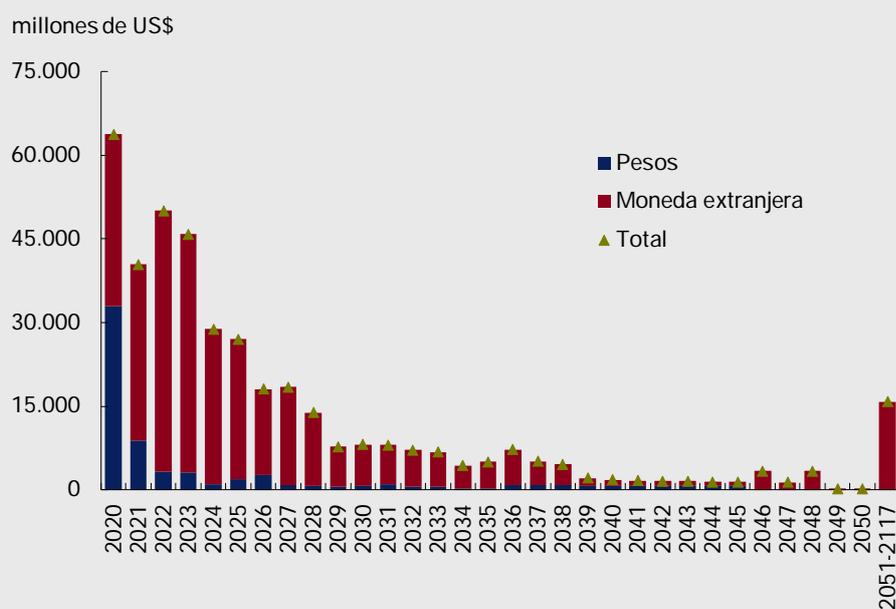
Fuente: Ministerio de Economía

Durante el segundo trimestre de 2018, la insostenibilidad de la estrategia de financiamiento elegida por el anterior gobierno llevó a que se cerrara el acceso a los mercados internacionales de crédito y se recurriera a una asistencia excepcional del FMI. Asimismo, ante las dudas sobre la capacidad de refinanciamiento de las necesidades de corto plazo del Tesoro Nacional, se fue acortando el plazo de las colocaciones en los mercados voluntarios de deuda, agravando el cuadro de vulnerabilidad del endeudamiento. A toda esta situación se le sumó que, con la fuerte depreciación del peso, la deuda pública nacional tuvo un incremento abrupto: pasó a representar el 86% del PIB en dic-18 (vs. 56,6% en 2017), generando aún más desconfianza en los mercados financieros globales.

Hacia fines de 2019, frente a un escenario electoral adverso para el oficialismo, el gobierno anterior reperfilaron las letras de corto plazo, ante la imposibilidad de refinanciar los vencimientos. Se reconoció de este modo la incapacidad de atender los vencimientos de la deuda y la necesidad de renegociar las condiciones generales de la deuda pública nacional. Asimismo, el Tesoro Nacional retomó el financiamiento intra sector público (a partir de la asistencia financiera del BCRA, del FGS, del Banco de la Nación Argentina (BNA) y otras dependencias públicas.

El gobierno que asumió el 10 de diciembre de 2019 afronta un escenario desafiante para gestionar el actual perfil de vencimientos de la deuda pública. En los próximos cuatro años se concentra cerca de la mitad de los servicios contractuales (capital + intereses) del stock (ver Gráfico 4). Este año los vencimientos en moneda local resultan de similar cuantía a los de moneda extranjera, con una participación importante de pasivos intra sector público.

Gráfico 4 | Vencimientos contractuales de capital e intereses de la DPN (información a sep-19)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía

Frente a este crítico escenario, el nuevo Gobierno Nacional adoptó una serie de medidas sociales, productivas, regulatorias y de consolidación fiscal destinadas a afrontar las manifestaciones más inmediatas de la crisis y a estabilizar la macroeconomía y, a partir de allí, redefinir las prioridades de política con el objetivo de sentar las bases para iniciar un proceso de desarrollo económico y crear así las condiciones para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública.

Se iniciaron acciones para regenerar el mercado de instrumentos de deuda en moneda doméstica, se reperfilaron las letras en moneda extranjera hasta agosto de 2020 al tiempo que se aprobó la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública donde se autoriza al Poder Ejecutivo a llevar adelante gestiones para recuperar y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública. Además, recientemente se aprobó la ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Emitida bajo Ley Extranjera, que otorga al Poder Ejecutivo la posibilidad de renegociar los compromisos con los acreedores externos.

5. Precios

La inflación comenzó a descender luego del *shock* devaluatorio de agosto y septiembre, aunque aún permanece en niveles muy elevados.

Así, el año 2019 cerró con una inflación acumulada de 53,8% i.a., la tasa anual más elevada desde 1991. Al igual que en 2018, la fuerte alza de la inflación anual estuvo asociada a una depreciación de la moneda doméstica, que profundizó el cambio en la estructura de precios relativos en favor de los ítems transables. En esta oportunidad los precios de los servicios públicos permanecieron rezagados respecto de la inflación núcleo y de la suba de precios de los bienes y servicios estacionales.

El nuevo Gobierno Nacional adoptó una serie de medidas tendientes a moderar la suba de los precios y morigerar la inercia inflacionaria, que involucre el compromiso de todos los actores económicos a fin de coordinar la evolución de precios, salarios y tarifas.

El BCRA conducirá una política monetaria prudente tendiente a lograr un proceso gradual de descenso de la inflación, manteniendo un régimen de flotación administrada de la moneda, consistente con el resto de los objetivos de política. En línea con lo previsto por el BCRA, las expectativas de los analistas de mercado anticipan una baja de la inflación durante 2020.

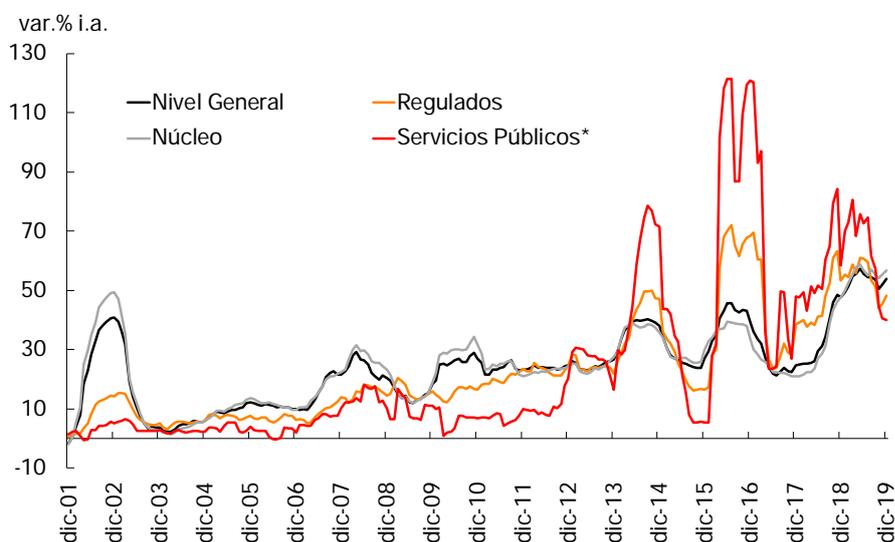
5.1 La evolución de la inflación en los últimos años

Entre 2016 y fines de 2019, la inflación acumuló una suba de 295%, equivalente a una tasa anual promedio de 41%. Los factores que impulsaron la inflación no fueron homogéneos a lo largo del período.

La aceleración de la inflación desde 26,9% en diciembre de 2015 hasta 39,4% en diciembre de 2016 se explicó por el significativo ajuste de las tarifas de los servicios públicos decidido por el gobierno anterior y por la suba de los precios de los bienes producto del salto del tipo de cambio tras la desregulación del mercado cambiario implementada a fines de 2015. Las tarifas de los servicios públicos se duplicaron en 2016, recuperando en un muy breve período de tiempo parte de la caída de su precio relativo respecto del resto de los bienes y servicios acumulada desde 2002²² (ver Gráfico 5.1). El alza de los precios regulados impactó sobre los costos de las empresas, generando efectos de segunda ronda sobre los precios de los bienes y servicios. La brusca desregulación cambiaria provocó inicialmente una suba del tipo de cambio de 70% que impulsó alzas significativas de los precios, especialmente de los bienes. La mayor inflación en la primera mitad de 2016 deterioró el poder adquisitivo de los hogares, dando lugar a una mayor puja distributiva, que derivó en una aceleración de la dinámica salarial. Hacia fines de 2016, si bien hubo una mejora de los precios relativos de los servicios regulados y un alza del tipo de cambio real, la inflación subió 13 puntos porcentuales (p.p.) respecto del año previo.

22 Entre diciembre de 2001 y diciembre de 2015 las tarifas de los servicios públicos (incluye gas, electricidad, agua y transporte público) subieron 4,7 veces, mientras que en el mismo lapso los precios del resto de los bienes y servicios se multiplicaron por 15,5.

Gráfico 5.1 | Evolución histórica del IPC Nivel general, Núcleo, Regulados y Servicios Públicos



*incluye gas, electricidad, agua y transporte público

Fuente: BCRA en base a INDEC, Dirección de Estadística de San Luis y Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires.

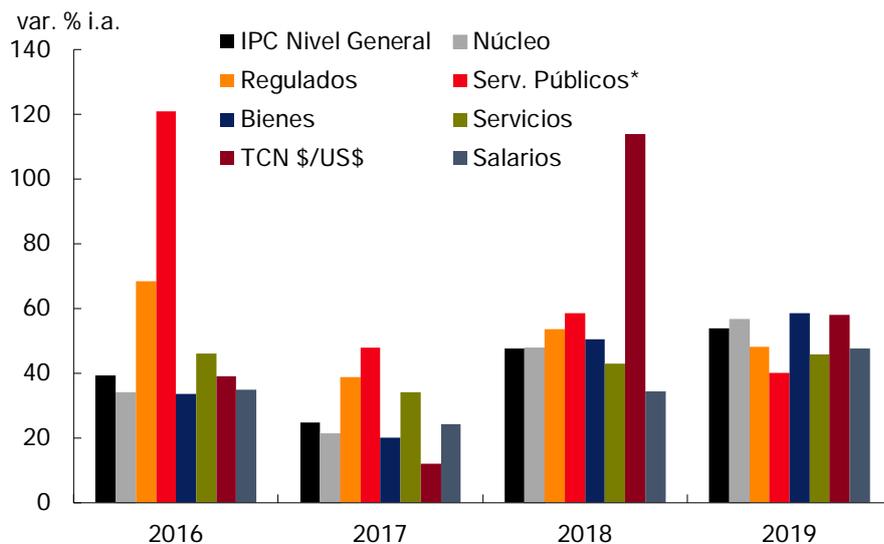
En 2017, la inflación se desaceleró a partir de aumentos acotados del tipo de cambio nominal, quitándole presión a la suba de los bienes. Los salarios acompañaron esta dinámica, aunque ubicándose en promedio levemente por encima de la evolución de la inflación. En contraste, el proceso de recomposición de tarifas de servicios públicos continuó. El peso argentino terminó con una apreciación real como resultado del financiamiento externo del gobierno nacional para financiar el déficit fiscal primario. También contribuyó el hecho de que el BCRA permitiera a no residentes la suscripción de instrumentos de corto plazo (LEBACs) que incentivaron ingresos de capitales atraídos por el diferencial de tasas, adicionando presiones a la baja del tipo de cambio (ver Capítulo 4. Sector externo y Apartado 2 / Evolución reciente de la deuda pública).

En abril de 2018, el cambio en las condiciones externas que enfrentaba la macroeconomía argentina dejó expuestas las mayores vulnerabilidades fiscales, financieras y del sector externo de la economía doméstica respecto del resto de los países emergentes. En un contexto de desregulación cambiaria, los agentes económicos se desprendieron masivamente de activos domésticos para adquirir activos externos y el acceso al financiamiento voluntario en los mercados externos se vio severamente limitado. A partir de entonces se sucedieron reiterados episodios de estrés cambiario que aceleraron continuamente la tasa de inflación. Las fuertes alzas del tipo de cambio se trasladaron parcialmente a los precios, dando lugar a un tipo de cambio real más elevado. Asimismo, la recomposición de las tarifas de los servicios públicos continuó, aunque fue menor a la verificada durante los dos años anteriores. Los salarios mostraron subas más acotadas en 2018, perdiendo frente a la inflación.

Más recientemente, en 2019 la inflación volvió a acelerarse a partir de un nuevo episodio de fuerte depreciación del peso en agosto, en un contexto de dudas sobre la capacidad de pago de la deuda externa y exacerbado por la incertidumbre propia del proceso electoral. Los precios de los bienes volvieron a subir por encima de los servicios y, en esta oportunidad, las tarifas de los servicios públicos permanecieron

rezagadas respecto de las subas del resto de los bienes y servicios del IPC, debido a la decisión gubernamental de suspender las actualizaciones tarifarias. En este contexto, el poder adquisitivo de los salarios continuó deteriorándose. Así, los años 2018 y 2019 finalizaron con la inflación anual más elevada desde 1991, dejando un fuerte componente inercial para 2020 (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | IPC Nivel General, Núcleo, Regulados, Servicios Públicos, Bienes, Servicios, Salarios y Tipo de Cambio Nominal



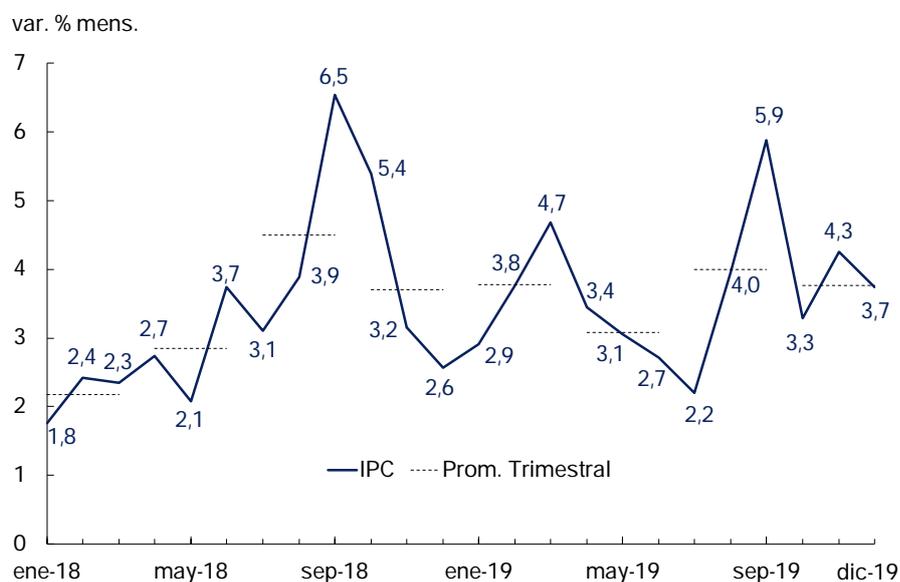
*incluye gas, electricidad, agua y transporte público.

Fuente: BCRA en base a INDEC, Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS).

5.2 La inflación se mantuvo elevada durante el cuarto trimestre, aunque se ubicó por debajo del pico de septiembre

Durante el último trimestre los precios minoristas redujeron su ritmo de aumento mensual, después del pico de septiembre. La variación promedio mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional fue 3,8%, 0,2 p.p. menor que el trimestre anterior, y casi 2 p.p. por debajo de septiembre (ver Gráfico 5.3).

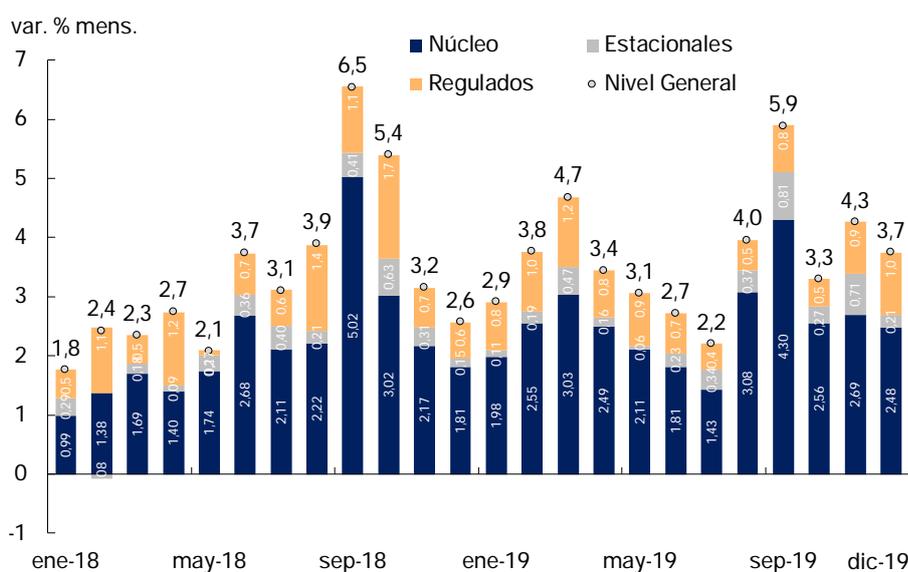
Gráfico 5.3 | IPC Nacional. Variaciones mensuales



Fuente: INDEC

La desaceleración estuvo liderada por la componente Núcleo, y, en particular por los bienes. Sin embargo, la inflación continúa elevada, lo que podría estar evidenciando que el proceso de traslado a precios de la depreciación del tipo de cambio ocurrida en agosto pasado aún no ha finalizado (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 | IPC Nacional. Incidencia por categorías

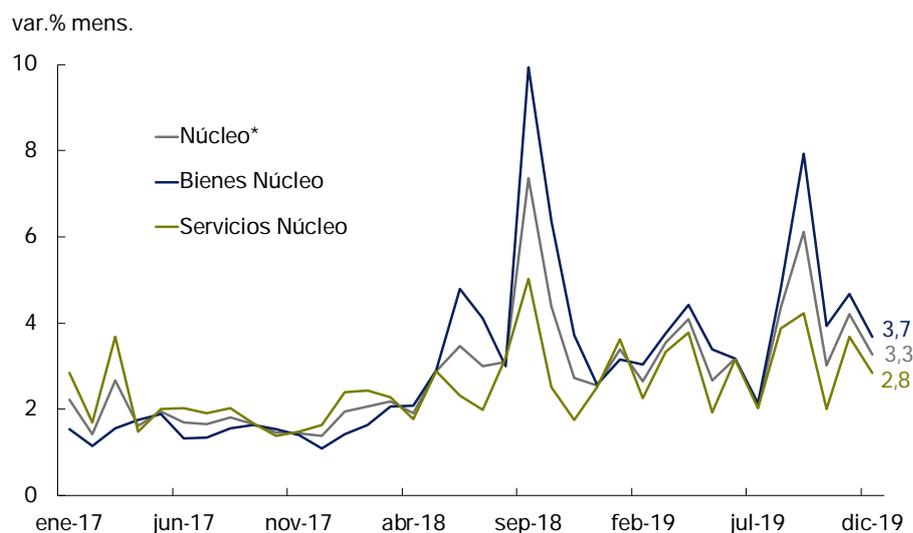


Fuente: BCRA en base a INDEC

Durante el último trimestre del año continuaron los ajustes de precios relacionados con la depreciación de mediados de agosto. Esto se evidenció en la dinámica de la componente Núcleo que, si bien redujo su

ritmo de suba respecto de septiembre, promedió un aumento cercano a 4% mensual entre octubre y diciembre. En este sentido, los bienes, intrínsecamente más transables, son los que más contribuyeron al alza de los precios en el período, a la vez que fueron los que lideraron la desaceleración respecto del máximo (local) de septiembre (ver Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5 | IPC BA. Inflación Núcleo por bienes y servicios



*Al IPC Resto del IPC BA se le excluyen las agrupaciones Educación formal y Medicina prepaga para aproximar la clasificación de la categoría Núcleo del INDEC.
Fuente: BCRA en base a información de la Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Asimismo, el aumento de los precios de algunos productos puntuales adicionó presión sobre la inflación núcleo, y en particular sobre los bienes, como la suba de precio de las carnes, que acumularon en el último trimestre de 2019 un aumento de 13,4%, fuertemente concentrado en los últimos 2 meses (11,3%). Así, el aumento de las carnes explicó el 14% de la suba de la componente Núcleo en el trimestre y casi el 18% de la suba del último bimestre del año pasado. También se verificaron incrementos significativos en los precios de los productos medicinales (18% en el cuarto trimestre) y de los automóviles (17%), con elevada incidencia dentro del IPC Núcleo.

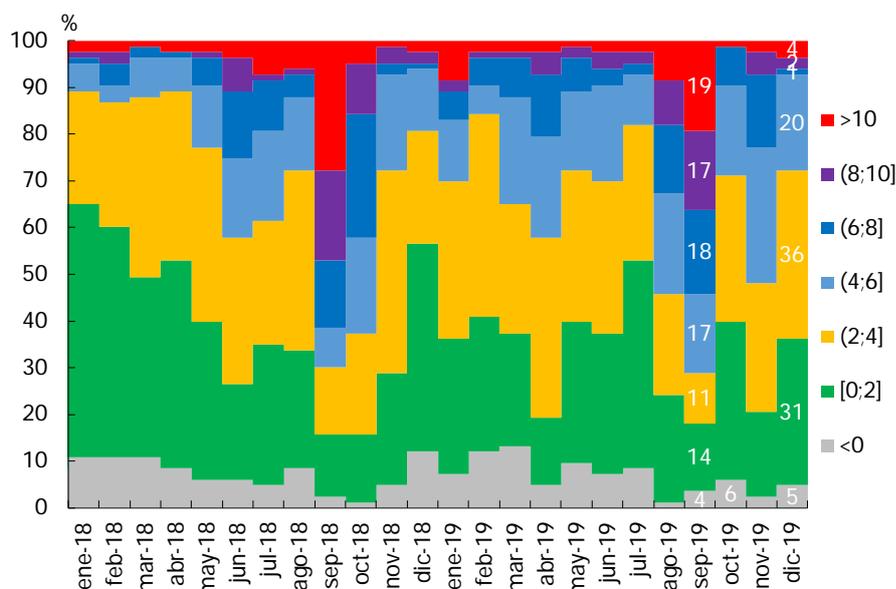
Dentro de la componente Estacional también fueron los bienes los que más presionaron al alza. En el trimestre se evidenció una corrección de los precios de la indumentaria mayor en términos relativos a la inflación núcleo entre octubre y noviembre. En el mismo sentido, las frutas acumularon una suba de 36% en los últimos meses del año, 24 p.p. por encima de la componente Núcleo. Así, el subíndice Estacionales se recompuso relativamente respecto al IPC Núcleo en la última parte del año.

En el cuarto trimestre los precios de los bienes y servicios regulados a nivel nacional fueron los que mostraron variaciones más acotadas. Sin embargo, incrementaron su tasa de suba promedio mensual a 3,5%, 1,1 p.p. por encima del tercer trimestre. Los principales aumentos fueron los de los combustibles para el automotor, que acumularon un aumento de 16,7% en los últimos tres meses del año, y los de la medicina prepaga, que acumuló subas en torno al 20% en el último trimestre de 2019. El precio de los combustibles

se había mantenido relativamente estable durante el tercer trimestre del año por las regulaciones²³ que había introducido el Poder Ejecutivo Nacional a mediados de agosto: las mismas desvincularon el precio del petróleo en el mercado local de la cotización internacional y de las fluctuaciones del tipo de cambio por un período de 90 días, al tiempo que fijaron los precios de las naftas y *gas oil* por un período determinado. Luego, se aprobaron incrementos pautados en los combustibles para el automotor hacia fines de septiembre e inicios de noviembre, impactando mayormente en el último trimestre del año. Finalmente, tras el vencimiento del período de vigencia de las medidas regulatorias, los valores de los combustibles volvieron a incrementarse.

En menor medida incidieron los incrementos en los precios de los servicios telefónicos y los de la educación formal. Por último, las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas, agua y transporte) se mantuvieron relativamente estables, contribuyendo a moderar la suba de la componente Regulados del IPC. Así, la mayor inflación implicó una caída en el precio relativo de estos servicios públicos.

Gráfico 5.6 | IPC BA. Distribución de las variaciones mensuales de precios



Fuente: BCRA en base a Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

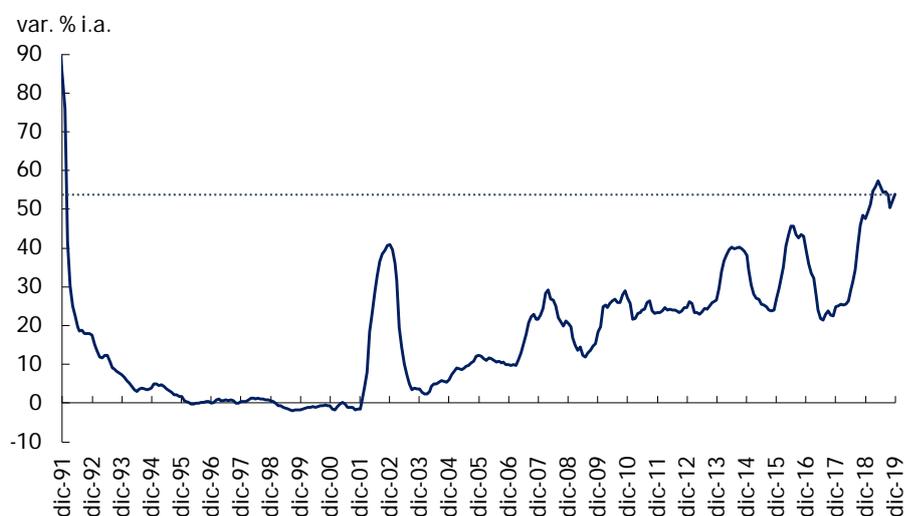
El IPC de la Ciudad de Buenos Aires mostró un comportamiento relativamente similar al de INDEC en el acumulado del año, aunque con algunas diferencias en las variaciones mensuales. Estas respondieron principalmente a cuestiones vinculadas a la composición de la canasta. Ello permite utilizar la mayor apertura los datos de la Ciudad de Buenos Aires para analizar la difusión y la magnitud de los aumentos de precios. La moderación de la inflación hacia fines de año se tradujo en una menor difusión y magnitud de

23 Decreto 566/19 del 15 de agosto de 2019, con vigencia por 90 días corridos. El decreto fijó el precio de las entregas de petróleo crudo efectuadas en el mercado local por un lapso de 90 días corridos siguiente a la entrada en vigencia del mismo, estableciendo además un tope en el precio de los combustibles en el surtidor, que no podrían aumentar por encima de los vigentes al 09/19. Mediante las Resoluciones 557 y 688 de la Secretaría de Energía, del 18 de septiembre de 2019 y del 31 de octubre de 2019, respectivamente, se autorizaron aumentos en los precios de las naftas y gasoil. El primero fue del 4% a partir del 20 de septiembre respecto de los valores del 9 de agosto y el segundo fue del 5% sobre los valores del 20 de septiembre. A partir del 14 de noviembre quedó sin efecto el decreto 566 y sus modificatorias.

los aumentos. En el último mes del año aumentaron las clases²⁴ del IPC con variaciones positivas inferiores a 4%, después de que en septiembre la mayor parte promedió subas por encima de 6%. Correlativamente, la cantidad de clases con incrementos mensuales por encima de 10%, que en septiembre habían llegado a representar cerca de 20% del total, se redujeron significativamente en el último trimestre del año (abarcando en promedio a 2,4% del total de clases; ver Gráfico 5.6).

El año 2019 cerró con una variación interanual de los precios minoristas de 53,8%, siendo el año con mayor inflación acumulada desde 1991 (ver Gráfico 5.7). A nivel de subíndices, la inflación núcleo (56,7% i.a.) creció a un ritmo interanual superior al del Nivel General, reflejando principalmente los impulsos provenientes del tipo de cambio que adicionaron presión sobre la tendencia previa que ya traía la inflación.

Gráfico 5.7 | IPC BA. IPC Nivel General. Inflación interanual (1991-2019)

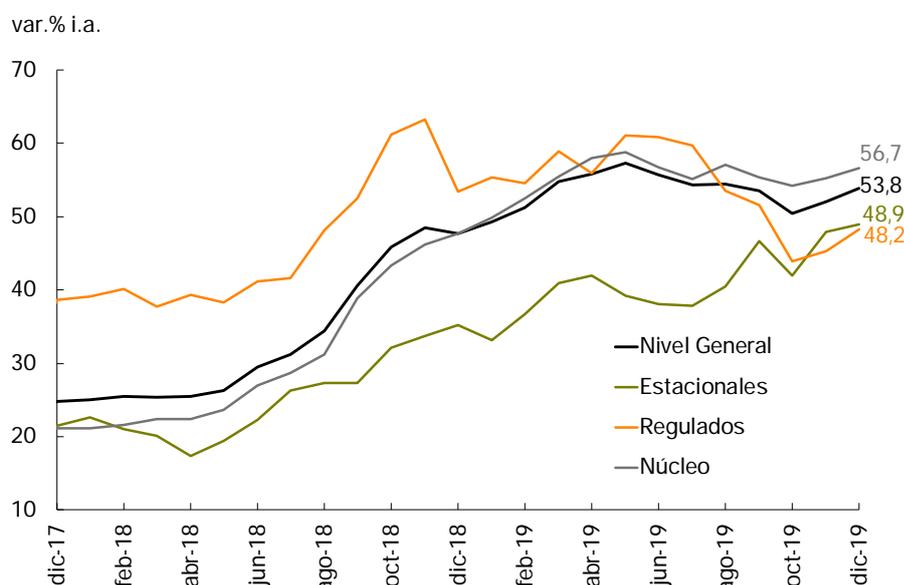


Nota: Empalme IPC Nacional (dic-16=100), con IPC GBA (dic-15=100), IPC BA (jul-11/jun-12=100), IPC San Luis (2003=100), IPC GBA (1999=100) e IPC GBA (1988=100).
Fuente: BCRA en base a INDEC, Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires y Dirección de Estadística de San Luis.

Los Regulados crecieron por debajo del Nivel General, acumulando una variación de 48,2% i.a. Por su parte, los bienes y servicios estacionales ganaron dinamismo y terminaron el año con una suba acumulada de 48,9%, aún por debajo del Nivel General (ver Gráfico 5.8).

24 Desagregación al máximo nivel disponible. Sólo se dispone de esta información para el IPCBA y el nivel de desagregación utilizado es el de clase (nivel 3). La clasificación de gastos adoptada por la Ciudad de Buenos Aires es la Clasificación de Consumo Individual según Finalidad (CCIF) y según este criterio los bienes y servicios que conforman el IPC se agruparon en 12 Divisiones, 37 Grupos, 83 Clases, 145 subclases, 285 conjuntos de productos y 628 productos.

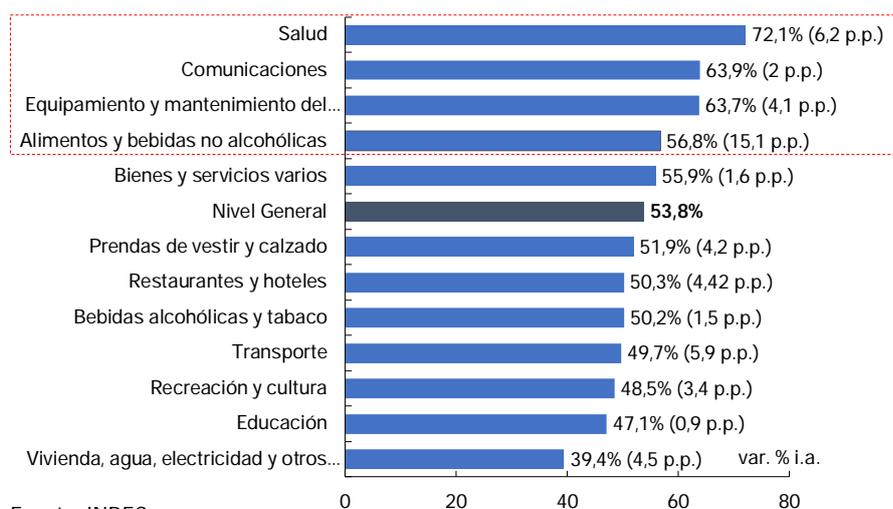
Gráfico 5.8 | IPC Nacional. Variación interanual de precios



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

A nivel de divisiones, los Alimentos y bebidas no alcohólicas, con un aumento de 56,8% i.a., fueron el rubro de mayor incidencia en el alza del Nivel general, dada su elevada participación en la estructura de gastos de consumo de los hogares. Las divisiones Salud (72,1% i.a.), Comunicaciones (63,9% i.a.) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (63,7% i.a.), a pesar de su menor contribución, fueron las que acumularon las mayores subas en el año, muy por encima del resto de los rubros (ver Gráfico 5.9).

Gráfico 5.9 | IPC Nacional. Variación interanual e incidencia por divisiones

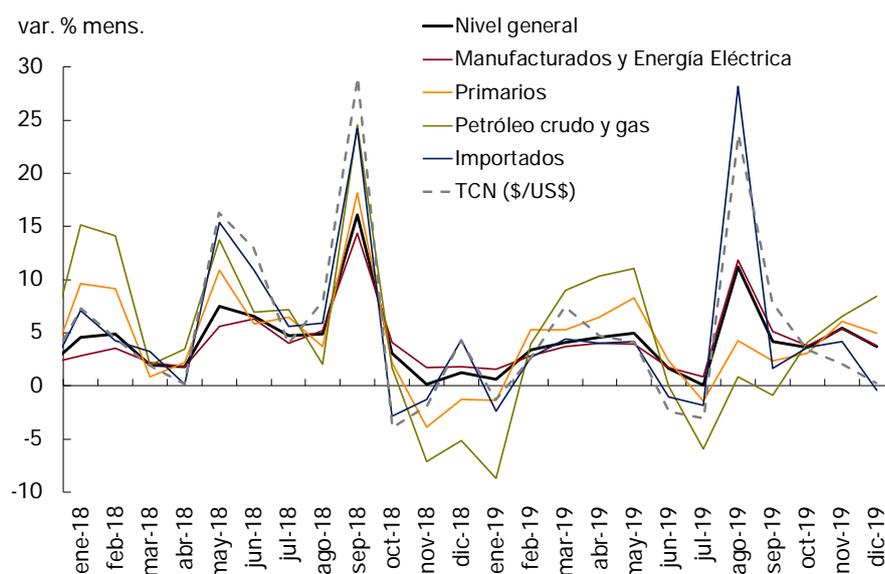


Fuente: INDEC

En el caso del rubro Salud, fueron principalmente las subas en medicamentos las que impulsaron la división. Los medicamentos acumularon durante todo 2019 un aumento de 88%, explicando la mitad del incremento en la división Salud, mientras que las cuotas de medicina prepaga subieron 58% i.a, pero con una incidencia menor (15,6% de la división Salud). El rubro Comunicaciones reflejó los aumentos en servicios de telefonía móvil y fija y en los servicios de internet. Mientras que dentro de Equipamiento y mantenimiento del hogar se destacaron los incrementos en los precios de los artículos y utensilios de limpieza y de los electrodomésticos.

Los precios mayoristas, por su mayor componente transable, reaccionaron en mayor medida que los minoristas a la depreciación de la moneda doméstica ocurrida a mediados de agosto, marcando una suba de 12% en ese mes. A partir de ese momento los índices de precios mayoristas aminoraron su tasa de aumento, pero estos precios mostraron cierta persistencia ya que continuaron exhibiendo alzas elevadas. En efecto, entre septiembre y diciembre el Nivel General del IPIM promedió una variación de 4,2% mensual (ver Gráfico 5.10).

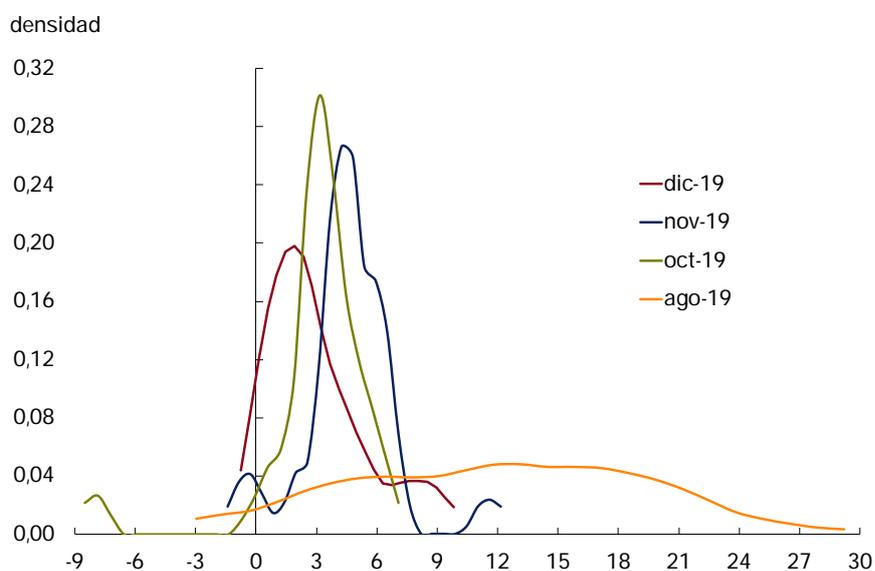
Gráfico 5.10 | IPIM. Evolución mensual de Nivel General, divisiones y TCN



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A" 3500

Entre septiembre y noviembre las variaciones de precios a nivel de división del IPIM redujeron la elevada dispersión exhibida en agosto, y se concentraron en valores muy por debajo de los de ese mes, pero aún elevados. En noviembre la distribución de variaciones estuvo concentrada en valores entre el 4% y 6%. En diciembre si bien la distribución se corrió hacia valores más bajos, se observó una mayor dispersión (ver Gráfico 5.11).

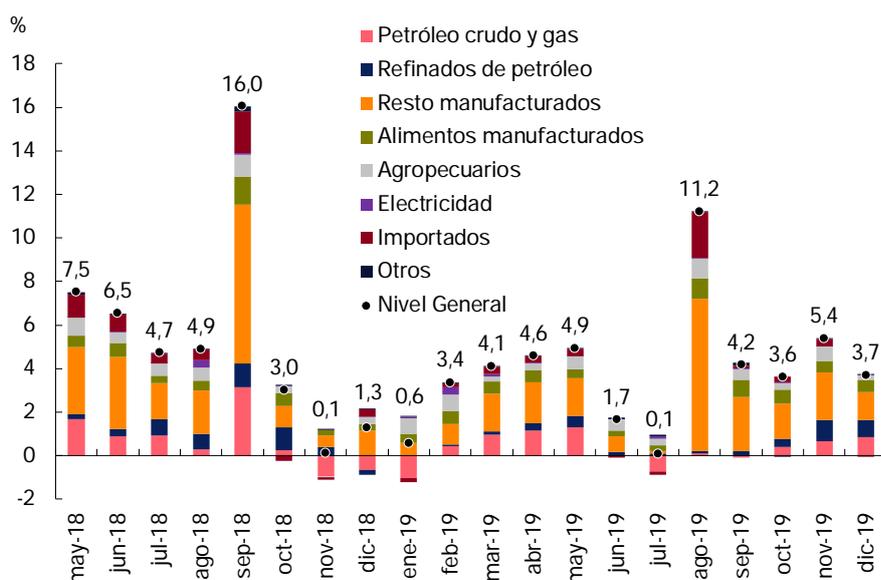
Gráfico 5.11 | IPIM. Distribuciones de las variaciones de precios a nivel de división



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La desaceleración del IPIM en la última parte del año respondió fundamentalmente a la dinámica de los precios de los productos manufacturados y los importados (ver Gráfico 5.12). Este comportamiento fue generalizado a todas las manufacturas, con excepción de los Productos refinados de petróleo que, de forma similar al componente Petróleo crudo y gas de los Productos primarios, subieron mayormente en los últimos meses del año. Este comportamiento se debió a que quedó sin efecto el Decreto 566/19²⁵ y sus modificatorias, que habían desvinculado el precio del petróleo en el mercado interno de la cotización internacional y de las fluctuaciones del tipo de cambio por 90 días.

Gráfico 5.12 | IPIM. Incidencias de las divisiones en Nivel General

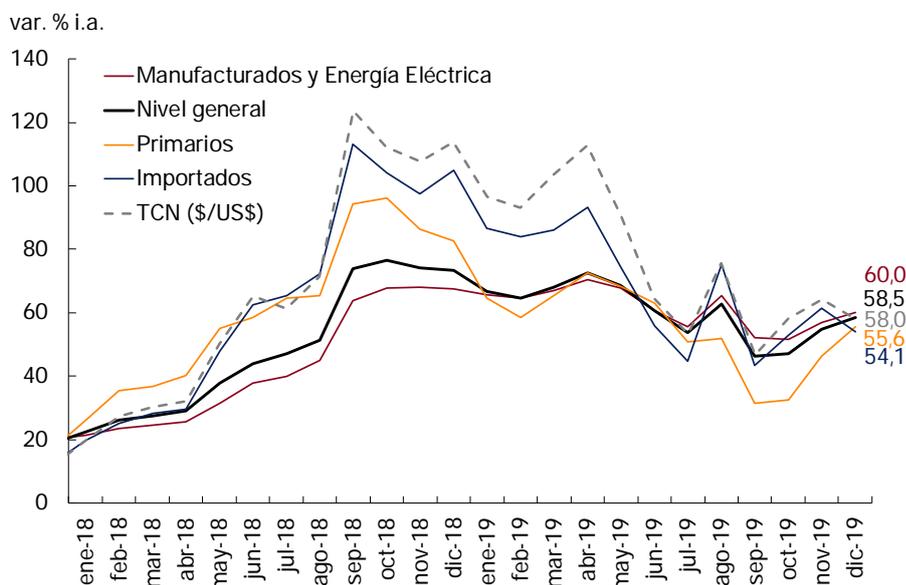


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

²⁵ La norma fijó por 90 días un precio del barril de petróleo en US\$59,0 y un tipo de cambio de \$/US\$ de 45,19.

Los precios mayoristas finalizaron en 2019 con subas en torno a 58,5% i.a. (ver Gráfico 5.13).

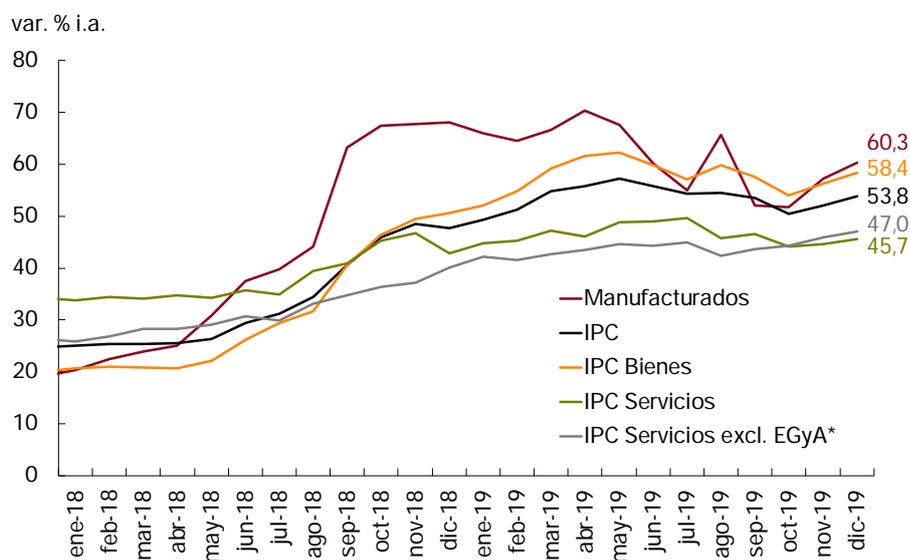
Gráfico 5.13 | IPIM. Trayectoria interanual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A 3500"

Durante 2019, de forma similar que en 2018, los ítems transables fueron los que registraron en mayor medida el impulso alcista proveniente de los aumentos del tipo de cambio nominal, mientras que los rubros con mayor componente de servicios, y en particular los salarios, aumentaron en menor medida. En este sentido, los índices de precios mayoristas, por su alto contenido de transables, volvieron a terminar el año con un aumento acumulado superior a los precios minoristas (58,5% i.a. el IPIM vs. 53,8% i.a. el IPC). Al interior del índice mayorista, los rubros que verificaron las mayores alzas fueron los manufacturados (60,3% i.a.), seguidos de los productos primarios (55,6% i.a.). En 2019, a diferencia del año anterior, los productos importados acumularon un aumento por debajo de los componentes nacionales (54,1% en Productos importados vs. 58,9% de los Productos Nacionales), al combinarse una ligera retracción de los precios de productos industriales importados con el alza del tipo de cambio nominal. Los Productos Primarios se elevaron 55,6%, por debajo de las manufacturas, sintetizando comportamientos mixtos al interior: subas por encima de la media en los precios de los productos agropecuarios (72,8% i.a.) y aumentos más rezagados en el petróleo crudo y gas (43,1% i.a., por las regulaciones que desvincularon el precio del petróleo en el mercado doméstico de las cotizaciones internacionales y del tipo de cambio nominal). Los precios de los bienes incluidos en el IPC, que tienen incorporados una mayor cantidad de servicios (distribución, comercialización, etc.), aumentaron un 58,4% i.a., por debajo de las manufacturas de origen nacional (60,3% i.a.). Por último, se ubicaron los aumentos que verificaron los servicios, atendiendo a su mayor componente no transable. Durante 2019 los "Servicios públicos" aumentaron por debajo del resto de los precios, por lo que la agrupación "Servicios excluyendo las tarifas de electricidad, gas y agua" se elevó por encima del IPC Servicios. Sin embargo, ambos agrupamientos acumularon subas por debajo de los Bienes (ver Gráfico 5.14).

Gráfico 5.14 | IPC, Bienes y Servicios del IPC e IPIM Manufacturados

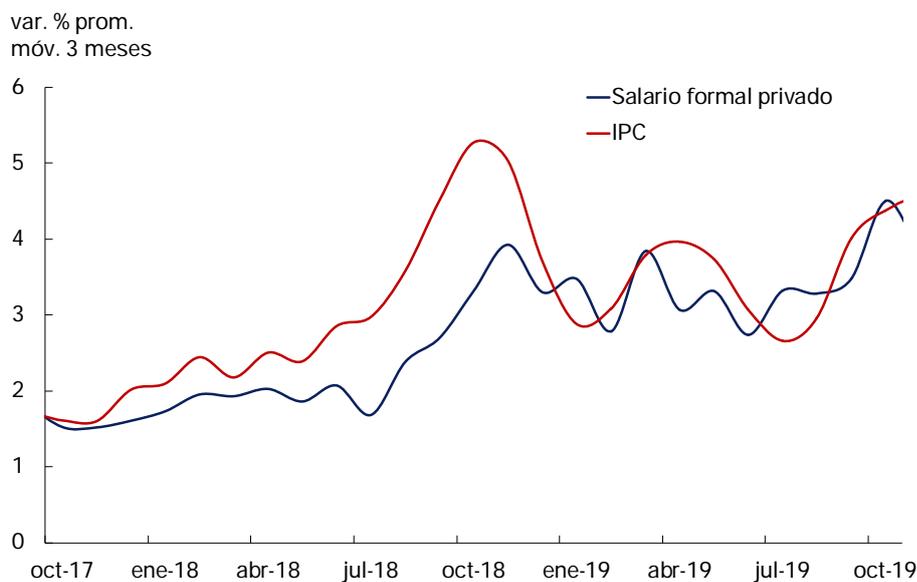


*IPC Servicios excluyendo Electricidad, Gas y Agua.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

5.3 Los aumentos salariales se distribuyeron de forma más uniforme durante 2019

En el cuarto trimestre del año, según datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), los salarios nominales del sector privado formal continuaron acelerándose en términos interanuales. Las remuneraciones en términos reales seguirían recortando la caída respecto al tercer trimestre de 2019 (ver Gráfico 5.15).

Gráfico 5.15 | Salarios e IPC



Fuente: INDEC y MPyT

Tal como se preveía en el IPOM anterior, en el cuarto trimestre el salario formal se vio sujeto a negociaciones tendientes a adelantar plazos de actualización de remuneraciones, las cuales habían perdido poder adquisitivo frente al contexto inflacionario. En ese sentido, la recomposición salarial obligatoria que surge del decreto 665/2019 no fue percibida necesariamente en octubre, sino que se negociaron cuotas mensuales y plazos heterogéneos según la situación de cada sector. Más aún, muchos contratos paritarios contienen cláusulas de revisión que vencieron en octubre y noviembre, y que sumados a los que establecen revisiones trimestrales, permitirían que a nivel agregado los salarios reales continúen recortando la caída respecto de trimestres anteriores, aunque sin lograr recuperar el nivel de finales de 2018.

Para el año 2020 se prevé una mejora de los salarios de los sectores de menores ingresos, apalancados por el decreto 14/2020 que dispone de un incremento salarial mínimo y uniforme de \$3.000 para enero y \$1.000 para febrero, destinado a reforzar el poder adquisitivo de los salarios privados más bajos.

5.4 Perspectivas: Las medidas implementadas por el Gobierno Nacional buscan morigerar la inercia inflacionaria

Tras haber finalizado el año 2019 con una inflación interanual de 53,8% i.a. (la tasa anual más alta desde 1991), el Gobierno adoptó una serie de medidas con el objetivo de morigerar la inercia inflacionaria, partiendo del diagnóstico de que es el principal motor del fenómeno inflacionario actual.

Este conjunto de medidas, cuyos efectos se concentran principalmente en el primer semestre del año, tienen como objetivo lograr un ordenamiento macroeconómico que permita moderar la suba de los precios y remover progresivamente los mecanismos indexatorios vigentes.

Para ello, se suspendió la actualización de los cuadros tarifarios de electricidad y gas natural bajo jurisdicción nacional por un período de hasta 180 días y se congelaron hasta el 30 de abril las tarifas del transporte público de pasajeros (colectivos y trenes) del área metropolitana, otras regiones y de larga distancia, con jurisdicción nacional (Res. 4/2020). En esta dirección se suma la decisión de suspender transitoriamente los aumentos en los precios de los combustibles. Estas medidas permiten disminuir el impacto directo de los ítems Regulados sobre el Nivel General de los precios y limitar los efectos indirectos que tienen los aumentos de tarifas sobre la formación de precios en la economía, al mantener acotada la dinámica de costos de las empresas.

A fin de señalar el nivel y la trayectoria deseada de los precios para un conjunto de bienes representativos de los patrones de consumo de la población, en el marco del Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad suscripto por cámaras empresarias, sindicatos y organizaciones sociales, se relanzó el programa Precios Cuidados (ver Recuadro de Precios Cuidados). Dada la relación positiva entre la inflación y la dispersión de los precios, en el actual contexto de elevada inflación el Programa busca que los precios de los artículos incluidos se conviertan en referencias para los consumidores, contribuyendo a reducir la dispersión, coordinar expectativas y así disminuir la inercia inflacionaria.

Recuadro. Precios Cuidados

El 7 de enero de 2020 el Gobierno Nacional relanzó el Programa Precios Cuidados con la intención de contribuir al establecimiento de precios de referencia, luego de la etapa de elevada volatilidad y dispersión de los precios en un contexto de elevada inflación. Este programa es parte de una estrategia más integral que apunta a reducir la inercia inflacionaria.

El diseño de esta nueva edición del programa, que data de 2014, consiste en un convenio voluntario de un año de duración suscripto por supermercados y empresas de consumo masivo²⁶, por el cual se acordó fijar los precios para un conjunto de 310 productos representativos de las canastas de consumo de la población que incluyen alimentos y bebidas, artículos de limpieza, perfumería y cuidado personal y productos para bebés.

Las revisiones de los precios de los artículos incluidos en el programa son trimestrales, a excepción de los productos frescos que podrían ser revisados mensualmente al verse afectados por cuestiones estacionales. Se prevé que la reducción en la frecuencia de ajustes en estos precios actúe como guía para el resto de los precios, contribuyendo a reducir la inercia inflacionaria.

El convenio tiene cobertura nacional e incluye listas de precios diferenciadas contemplando las distintas situaciones socioeconómicas y los costos de logística de cada una de las regiones que abarca (AMBA, Resto de Buenos Aires, Región Centro, NOA y NEA y Patagonia). Casi la totalidad de los artículos incluidos en el acuerdo son de producción nacional.

En esta edición del programa se amplió la proporción de productos de primeras marcas, representando el 40% del total de artículos incluidos, aunque el acuerdo también incluyó productos elaborados por Pequeñas y Medianas empresas. De esta forma, es mayor la probabilidad de que actúen como referencia para el resto de los productos. Además, se cubren exclusivamente productos de primera necesidad, eliminándose rubros como juguetería, librería y artículos de iluminación presentes en etapas anteriores.

Si bien el porcentaje de los artículos incluidos en el Programa Precios Cuidados representa entre 1% y 2% del total de los artículos relevados mensualmente por el INDEC, en algunos ítems de la división de Alimentos y bebidas la participación de los productos bajo el acuerdo sobre el total de la muestra es significativa. Por ejemplo, en el caso del azúcar y la leche entera fresca en sachet representan entre 5% y 10% del total relevado, mientras que en galletitas de agua envasadas y carne picada común, la participación asciende a 30% y 40% respectivamente. Dada la importancia relativa en algunos rubros de la canasta básica, esta nueva edición del programa apunta a que los precios de los artículos seleccionados se conviertan en referencias para los consumidores.

Como novedad adicional, el Gobierno lanzó una aplicación para celulares gratuita que permite a los usuarios localizar los comercios adheridos, consultar la lista de productos incluidos en el acuerdo y denunciar cualquier incumplimiento, ya sea por fallas en la señalización de los productos en las góndolas o ante faltantes de los mismos en los establecimientos adheridos. La introducción de la aplicación permitirá no sólo acercar a nuevos consumidores al programa, sino también facilitar el monitoreo del acuerdo con información actualizada en tiempo real.

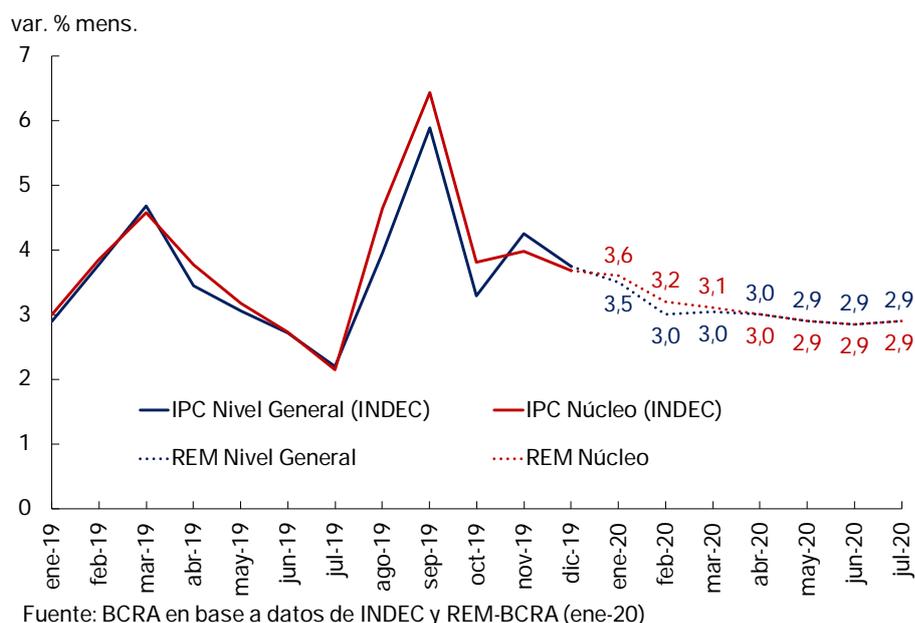
²⁶ Inicialmente el acuerdo fue suscripto entre el Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación y representantes de los supermercados nucleados en la Asociación de Supermercados Unidos (ASU) de modo de lograr que rápidamente los productos incluidos en el acuerdo se encontrasen disponibles en los puntos de venta de las 20 cadenas de supermercados adheridas en todo el país. En una etapa posterior se espera que se incorporen los supermercados y locales de autoservicios de origen asiático agrupados en la Cámara Empresarial de Desarrollo Argentino y Países del Sudeste Asiático (Cedeapsa) y en la Cámara de Autoservicios y Supermercados Propiedad de Residentes Chinos (Casrech) bajo una lista de Precios Cuidados diferenciada que permita ampliar la variedad de productos ofrecidos.

En materia de ingresos de los hogares, el Gobierno impulsó el otorgamiento de sumas fijas de \$4.000 para asalariados privados (Decreto 14/2020) a cuenta de futuras negociaciones paritarias a fin de recomponer los niveles de consumo sin incurrir en mecanismos de indexación. En la misma línea, con el objetivo de favorecer la recomposición de los ingresos de la población más vulnerable (principalmente de aquellos sectores de menores ingresos), se suspendió por 180 días la aplicación de la fórmula de movilidad de jubilaciones, pensiones y prestaciones sociales para su revisión integral y otorgar en su lugar aumentos de suma fija diferenciando por rango de haberes, con incrementos superiores para quienes perciben el haber mínimo.

Por último, el Gobierno ratificó que enviará al Congreso las bases legislativas para institucionalizar un Consejo Económico y Social para el Desarrollo, que será el órgano permanente para diseñar, consensuar y consagrar un conjunto de políticas de Estado para los próximos años. En este órgano, el Gobierno buscará consensuar senderos de mediano plazo de precios y salarios en un entorno de inflación decreciente.

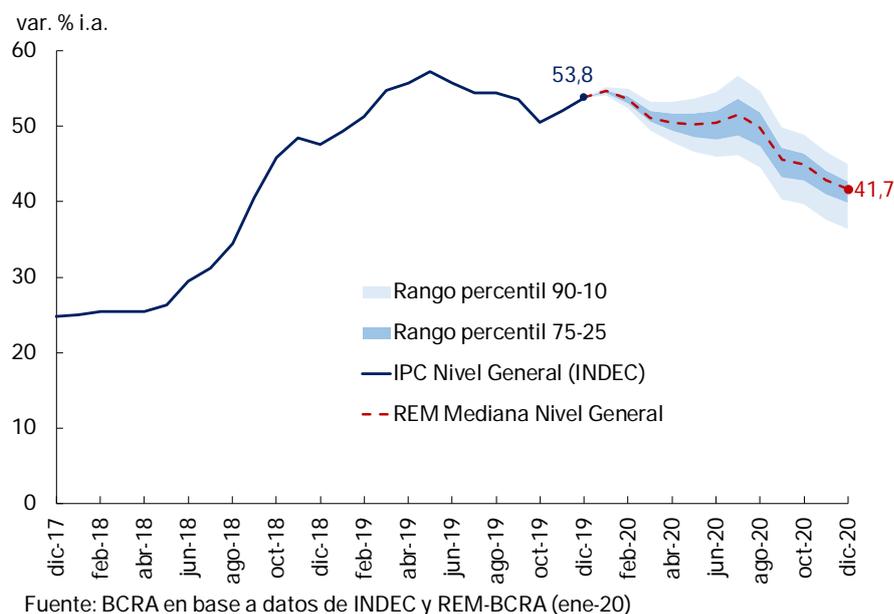
Los analistas participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA prevén un descenso gradual de la inflación para la primera parte del año. De acuerdo con el consenso de los analistas de mercado, la inflación Nivel general y la inflación Núcleo moderarían su ritmo de aumento mensual hasta alcanzar 2,9% en julio, 0,8 p.p. menos que los registros de diciembre 2019 (ver Gráfico 5.16).

Gráfico 5.16 | IPC y Expectativas de Inflación



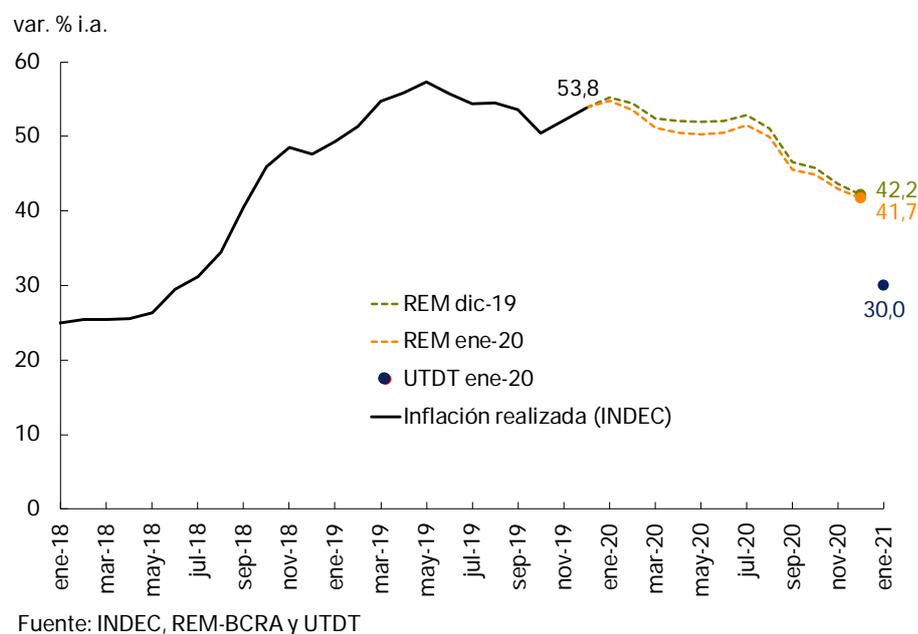
Para diciembre de 2020, los analistas de mercado que participan del REM corrigieron a la baja sus pronósticos de inflación en términos interanuales respecto al relevamiento anterior. En el último relevamiento de enero pronosticaron una inflación de 41,7% i.a. (vs. 42,2% del REM de dic-19), es decir, 12,2 p.p. menor que la observada en 2019. Considerando el centro de la distribución de la muestra, ubicada entre el percentil 75 y el percentil 25, la inflación descendería en 2020 entre 11,1 p.p. y 13,9 p.p. (ver Gráfico 5.17).

Gráfico 5.17 | IPC. Expectativas de Inflación



Además de lo esperado por los analistas del REM, la mediana de la encuesta de Expectativas de Inflación de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), que resume las expectativas de inflación de los hogares a doce meses vista, proyecta una caída de la inflación más pronunciada, en torno a 30% i.a. (ver Gráfico 5.18).

Gráfico 5.18 | IPC. Expectativas de Inflación



El BCRA conducirá su política monetaria en pos de disminuir las tasas de inflación durante 2020 alineado con su misión de promover el empleo y el desarrollo económico con equidad social que rige en su Carta Orgánica. El mantenimiento del régimen de flotación administrada de la moneda orientado a evitar una volatilidad cambiaria excesiva en el marco actual de regulación cambiaria, apunta a transitar un proceso gradual de descenso de la inflación consistente con el resto de los objetivos de política.

6. Política monetaria

El 2019 cerró con la inflación más elevada desde 1991 y el período recesivo más largo desde el colapso de la convertibilidad en 2001/02. En este contexto, y en el marco de la emergencia económica y social dictada por el Congreso Nacional, se definieron los primeros lineamientos de política monetaria y financiera.

Por un lado, se llevará adelante una política monetaria prudente que permita disminuir la tasa de inflación de forma consistente con los objetivos del Acuerdo Económico y Social y colabore con la reactivación económica. La política de tasas de interés reales elevadas aplicada en los últimos años ha sido contraproducente para lograr una baja sostenible de la inflación, al tiempo que tuvo un impacto negativo en el acceso al crédito y la actividad económica. Un enfoque coordinado, que conjugue la prudencia monetaria y fiscal con los acuerdos de precios y salarios surgidos del Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad, permitirá atacar el problema de la inflación de forma integral, especialmente su componente inercial, el principal motor del aumento de precios en la actualidad, minimizando los costos reales de la desinflación.

Por otra parte, el BCRA implementará un esquema de flotación administrada del tipo de cambio con el objeto de acumular reservas internacionales para recuperar grados de libertad en el manejo de la política económica y garantizar la estabilidad financiera. Asimismo, el BCRA procurará contribuir a sostener los niveles de competitividad de la economía para facilitar la recuperación de la producción local. Mientras perdure la escasez de divisas con relación a la necesidad de una economía en expansión, se mantendrán las regulaciones cambiarias implementadas a partir del 1° de septiembre del año pasado.

Finalmente, se buscará facilitar el acceso del sector privado al crédito bancario con el objeto de estimular la recuperación de la economía y de aliviar la situación de sobreendeudamiento de algunas familias y empresas, en particular de las MiPyMEs.

6.1 La política monetaria en el marco de la emergencia económica y social

La política monetaria se lleva adelante en concomitancia con la Ley [27541](#) de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (Ley de SSyRP) y el Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad, los cuales buscan estabilizar la macroeconomía y sentar las bases de un desarrollo sostenible.²⁷ Al mismo tiempo, está en línea con el mandato múltiple del BCRA de “promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas deestablecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.²⁸ En este contexto, se definieron los siguientes lineamientos de política monetaria y financiera: 1) llevar adelante una política monetaria prudente que permita disminuir la tasa de inflación de forma consistente con los objetivos del acuerdo social, 2) mantener

27 El Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad se suscribió entre el Gobierno, los representantes de los trabajadores, el empresariado y los movimientos sociales con el objeto de construir un conjunto de consensos para lograr un desarrollo inclusivo y sostenible.

28 Artículo 3 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (Ley [24144](#)).

una flotación administrada del tipo de cambio en el marco actual de regulación cambiaria y acumular reservas internacionales, y 3) estimular la oferta de crédito al sector privado, particularmente el destinado a las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs).

6.1.1 Una política monetaria prudente que permita disminuir la tasa de inflación de forma consistente con los objetivos del acuerdo social

El año 2019 cerró con una inflación de 53,8% anual, la más elevada desde 1991, y el período recesivo más largo desde el colapso de la convertibilidad en 2001/02 (ver Capítulos: 3. Actividad, empleo e ingresos y 5. Precios). La política monetaria de tasas de interés reales elevadas no sólo ha sido inefectiva para lograr una baja sostenible de la inflación, sino que tuvo un impacto negativo sobre la actividad económica.

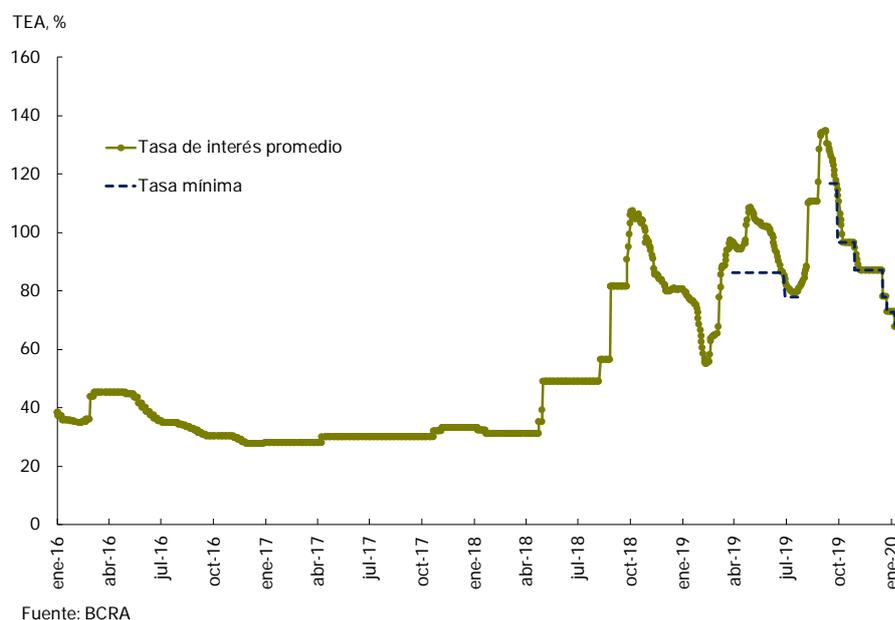
Las dificultades para reducir la inflación en los últimos cuatro años se explicaron, fundamentalmente, por las limitaciones de utilizar exclusivamente la tasa de interés como instrumento en simultáneo con correcciones de tarifas de servicios públicos y recurrentes depreciaciones cambiarias disparadas por la reversión de flujos de capitales, en un contexto de apertura total de la cuenta capital y financiera. También se explican por los diversos mecanismos formales e informales de indexación, que dieron impulso al componente inercial de la inflación, y por la pérdida de credibilidad de la política monetaria por fijarse metas de inflación que fueron sistemáticamente incumplidas. Por último, la política de tasas altas de interés agravó las crecientes necesidades de refinanciamiento de deuda tanto del sector público como del Banco Central (ver Gráfico 6.4 y Apartado 2 / Evolución reciente de la Deuda Pública).

Un enfoque coordinado, que conjugue la prudencia monetaria y fiscal con los acuerdos de precios y salarios surgidos del Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad, permitirá atacar el problema de la inflación de forma integral. En este contexto, las regulaciones cambiarias contribuyen a preservar la estabilidad financiera y brindan espacio para una política monetaria prudente, compatible con una gradual reducción de la inflación pero que favorezca la recuperación de la actividad económica y el empleo.

La convocatoria al acuerdo económico y social y la búsqueda de un esquema sustentable para la deuda del Gobierno Nacional hacen prever una evolución nominal de las variables económicas relevantes por debajo de la observada en los últimos meses. Por ello, el Directorio del Banco Central inició un proceso gradual de reducción del mínimo de la tasa de interés de las LELIQ, que pasó de 63% anual el 18 de diciembre a 48% anual a partir del 30 de enero (87% a 60,6% en términos efectivos) (ver Gráfico 6.1).²⁹ Esta baja de la tasa nominal implicó una reducción de la tasa de interés real desde los niveles máximos de los últimos meses, los más elevados desde la crisis de 2001-2002, hasta volver a los niveles previos a la corrida cambiaria de 2018 que derivó en el acuerdo *stand-by* con el FMI (ver Gráfico 6.2).

²⁹ Ver las decisiones del Directorio del [19 de diciembre de 2019](#), del [26 de diciembre de 2019](#), del [9 de enero de 2020](#), del [16 de enero de 2020](#), el [23 de enero de 2020](#) y del [30 de enero de 2020](#).

Gráfico 6.1. Tasa de interés de referencia



La baja de las tasas de interés propiciará una recuperación del crédito que estimulará la actividad económica. Al mismo tiempo, ambos factores permitirán aliviar la situación financiera de las familias y las empresas más endeudadas, especialmente de las MiPyMes, y a comenzar paulatinamente a revertir el deterioro creciente en los niveles de morosidad registrados en el sistema financiero (ver Apartado 3 / El desafío de impulsar el crédito).³⁰

El Directorio del Banco Central tomó una serie de medidas para complementar la reducción de tasas de interés y contribuir con los esfuerzos del Tesoro para construir una curva de rendimientos en moneda doméstica. Por un lado, estableció que la autoridad monetaria podrá realizar operaciones de mercado secundario y licitaciones de compra de títulos del Gobierno Nacional emitidos luego del 20 de diciembre de 2019, de las cuales sólo podrán participar los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a través de las entidades financieras.³¹ Por otra parte, la autoridad monetaria podrá ofrecer pases activos en pesos y en dólares a los FCI, mientras que dejó de ofrecer pases pasivos a los mismos a partir de febrero.^{32,33}

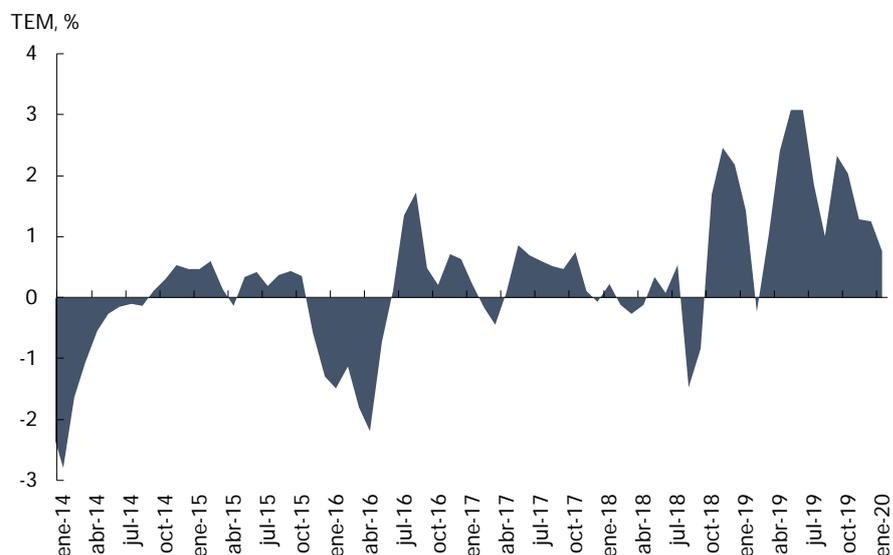
30 Ver el [Informe sobre Bancos](#) de noviembre de 2019.

31 Ver la Comunicación "A" [6848](#).

32 Se limita para cada FCI un monto para tomar pases activos con el BCRA por hasta un máximo de 20% del patrimonio de cada FCI al momento de la subasta. Asimismo, se establece un aforo de hasta 50% sobre los colaterales a utilizar. Si durante la vigencia del pase activo para este BCRA, el precio del activo subyacente resultase inferior en un 10% respecto del pactado originalmente, la entidad contraparte deberá integrar un aforo adicional en títulos hasta recomponer la relación de aforo inicial establecida.

33 Ver la Comunicación "A" [6860](#).

Gráfico 6.2. Tasa de interés real de referencia (Ex post)



Nota: tasa promedio mensual nominal deflactada por promedio de la inflación del mes corriente y el siguiente (para enero y febrero se utiliza REM). La tasa de política corresponde a la de licitaciones de LEBAC (promedio ponderada) hasta el 15/12/15, LEBAC a 35 días hasta el 31/12/16, centro del corredor de pasés hasta el 02/05/18 y, luego, LELIQ.
Fuente: INDEC y BCRA

En este proceso de reducción gradual de las tasas de interés es importante mantener atractivos los rendimientos que reciben los depositantes en pesos para preservar la estabilidad financiera y externa de la economía. Esto último supone un manejo de tasas de interés donde se evitará que caiga en niveles reales negativos. En este sentido, el Directorio del Banco Central creó un nuevo instrumento financiero que tiene como objetivo brindar una alternativa de ahorro en moneda local a una tasa real positiva.³⁴ Este nuevo tipo de depósito que deben ofrecer las entidades financieras, debe tener una tasa de interés que no sea inferior a la evolución de la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA) más 1% nominal anual para las colocaciones en pesos a 90 días. Además, debe contemplar la posibilidad de ser precancelado a partir de los 30 días a una tasa fija equivalente al 70% de la tasa de interés de referencia al momento de realizar el depósito (esta tasa es publicada diariamente por el BCRA en su página web³⁵).

Partiendo de la necesidad de revertir la tendencia hacia la aceleración de la inflación de los últimos dos años, el objetivo de reactivación de la actividad económica y el empleo se implementará a través de una política monetaria prudente, que sea consistente con los objetivos derivados del acuerdo económico y social. En la presente coyuntura, la oferta monetaria está influenciada por varios factores. En primer lugar, en el marco de las regulaciones cambiarias implementadas a partir del 1º de septiembre de 2019, el Banco Central compra divisas en el mercado de cambios (principalmente provenientes del superávit de cuenta corriente) para recomponer el nivel de reservas internacionales, que se encontraba en niveles bajos luego de las recurrentes crisis cambiarias iniciadas en abril de 2018.

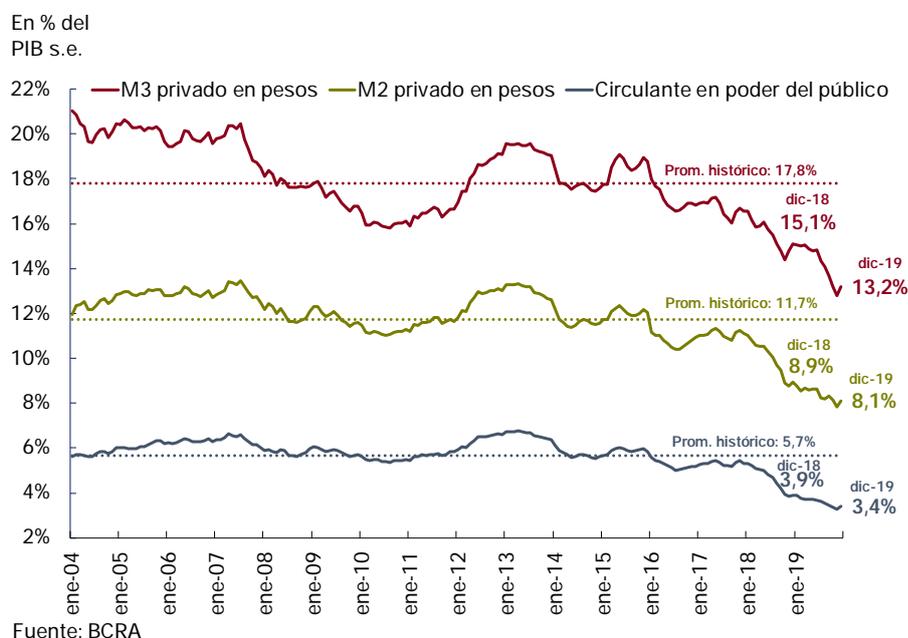
34 Ver la Comunicación "A" [6871](#).

35 Ver "Tasa fija de precancelación para depósitos con opción de cancelación anticipada en UVA" dentro de "[Principales variables](#)".

En segundo lugar, la estrategia de endeudamiento de la administración anterior derivó en una concentración de vencimientos de deuda pública en 2021-2023, incluyendo los del préstamo tomado con el FMI, y cuyos recursos no se tradujeron en un incremento de la capacidad de pago de la economía. El posterior cierre de los mercados de deuda para que el Tesoro cubra sus necesidades de financiamiento ha dejado al Banco Central como única alternativa de financiamiento para evitar un incumplimiento de las obligaciones de deuda del sector público. El gobierno se encuentra en un proceso de renegociación con sus acreedores con el objetivo de lograr una posición sustentable para su deuda y recuperar el acceso a los mercados de capitales a tasas de interés razonables. En esta transición, las medidas fiscales incluidas en la Ley de SSyRP y la reapertura de las licitaciones de deuda en pesos contribuyen a relajar el programa financiero en moneda local del gobierno nacional y a limitar la emisión monetaria destinada a cubrir estas necesidades financieras (ver Apartado 1 / Primeras medidas sociales y fiscales del Gobierno).

El BCRA realizará una administración prudente de estos factores de expansión monetaria para que sean consistentes con la demanda de dinero. Los agregados monetarios en pesos se encuentran en niveles mínimos de los últimos veinte años (ver Gráfico 6.3) fruto de los sucesivos episodios de estrés financiero registrados desde 2018. Un contexto de mayor calma cambiaria y financiera, de reducción de la tasa de inflación y de reactivación de la actividad económica dará lugar a una recuperación de la demanda de dinero, que permitirá absorber gran parte del incremento de la oferta monetaria. Al mismo tiempo, posibles excedentes monetarios se esterilizarán con los diversos instrumentos de regulación monetaria del Banco Central.

Gráfico 6.3. Principales agregados monetarios en pesos (promedio mensual de saldos diarios en porcentaje del PIB s.e.)

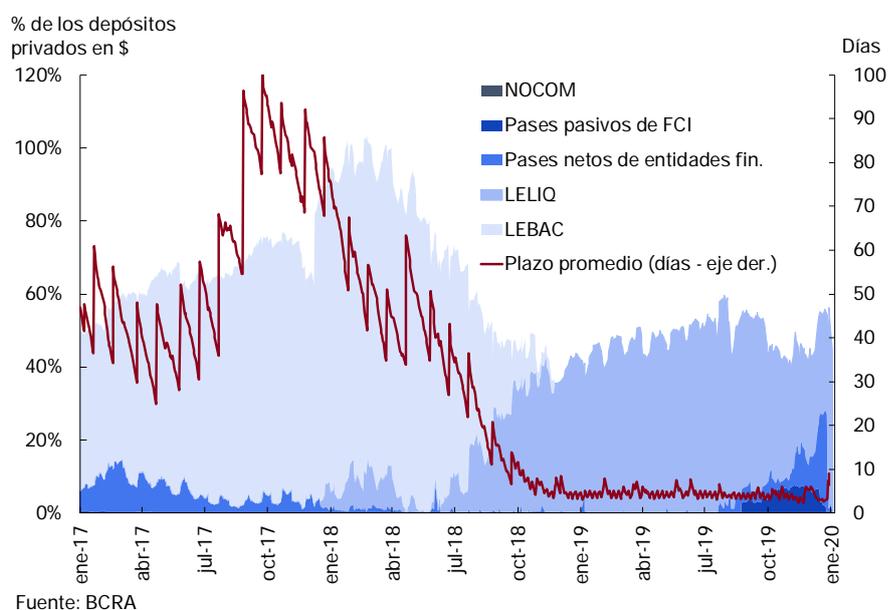


Si bien la compra de divisas en el mercado cambiario y las transferencias al Tesoro derivaron en una expansión de \$574.069 millones desde el 28 de octubre del año pasado hasta el 23 de enero de este año, la base monetaria creció sólo \$110.101 millones, con una parte relevante de este incremento explicada por la reducción del coeficiente de encaje de los depósitos a la vista que las entidades financieras podían

integrar con LELIQ.³⁶ La esterilización de este aumento de la oferta de base monetaria implicó un crecimiento de los pasivos remunerados del Banco Central de \$559.518 millones (ver Gráfico 6.4).³⁷ En consecuencia, la base monetaria se contrajo 2,4% en términos reales sin estacionalidad entre octubre y diciembre (sin considerar el mencionado efecto del cambio de encajes).

En este contexto, la política de absorción de excedentes monetarios apuntará a reducir el riesgo de los pasivos remunerados en pesos de la autoridad monetaria a través de dos vías. Por un lado, se busca extender los vencimientos de estos pasivos, que se encontraban muy concentrados en el corto plazo (pases pasivos a 1 día y LELIQ a 7 días), para reducir el riesgo de renovación (ver Gráfico 6.4). En este sentido, a fines de enero comenzaron a licitarse LELIQ con 14 y 21 días de plazo.³⁸ Por otra parte, la baja de la tasa de interés de referencia contribuirá a mejorar el resultado cuasifiscal y a reducir el riesgo de que los pasivos remunerados del Banco Central adquieran una dinámica no sostenible.

Gráfico 6.4. Pasivos remunerados del Banco Central (stock en porcentaje de los depósitos privados en pesos y plazo promedio)



6.1.2 Flotación administrada y acumulación de reservas internacionales

Se implementará un esquema de flotación administrada del tipo de cambio para evitar fluctuaciones pronunciadas de la paridad cambiaria que generen efectos negativos sobre la competitividad, los precios internos y la distribución del ingreso. La política cambiaria también propiciará la acumulación preventiva de reservas

36 La eliminación de la posibilidad de integrar la exigencia de efectivo mínimo con LELIQ para los depósitos a la vista se definió a partir de noviembre, con un efecto estimado de mayores depósitos en cuenta corriente de los bancos en el Banco Central (mayor demanda de BM) de \$154.000 millones. Ver la Comunicación "A" 6817.

37 Los pasivos remunerados en pesos incluyen pases netos, LELIQ y NOCOM (hasta diciembre de 2018 incluían también las LEBAC).

38 A partir del 21 de enero de este año, las subastas de LELIQ pasaron a realizarse dos veces por semana (martes y jueves) con un único llamado diario, finalizando la modalidad de dos llamados por día hábil. En este contexto, la tasa de política monetaria quedó definida como la tasa promedio ponderada de la LELIQ de menor plazo subastada en la última licitación adjudicada, la cual se mantiene vigente hasta el siguiente proceso de subasta (ver la Comunicación "A" 6879).

internacionales, para recuperar grados de libertad en el manejo de la política económica y de asegurar la estabilidad financiera.

Mientras la disponibilidad de divisas no alcancen para cubrir las necesidades de la economía, se mantendrán las regulaciones cambiarias implementadas a partir del 1° de septiembre del año pasado.³⁹ Entre las últimas modificaciones más relevantes a estas medidas se destacaron: la reducción de US\$10.000 a US\$200 del límite mensual de formación de activos externos por parte de personas físicas residentes a fines de octubre y la eliminación del límite mensual de US\$100 para la compra de divisas por parte de no residentes que pasó a quedar sujeta a la conformidad previa del BCRA a fines de diciembre.⁴⁰ Por otra parte, a mediados de enero se decidió flexibilizar la remisión de utilidades y dividendos, para que las empresas puedan acceder al mercado de cambios sin solicitar permiso a la autoridad monetaria por un monto equivalente al 30% de los nuevos aportes de inversión extranjera efectuados previamente (y liquidados en el mercado).⁴¹

Asimismo, en el marco de la Ley de SSyRP, se definió la aplicación de un impuesto del 30% que afecta la compra de moneda extranjera para atesoramiento, los pagos realizados en el exterior con tarjeta de crédito y débito (incluyendo las extracciones y adelantos y las compras en sitios de Internet que se realicen en moneda extranjera), la adquisición de servicios del exterior contratados a través de agencias de turismo y la compra de pasajes al exterior.⁴²

A partir de la implementación de las nuevas regulaciones cambiarias, el Banco Central pasó a realizar compras de divisas en el mercado cambiario, lo que le permitirá acumular las reservas internacionales necesarias para administrar la política cambiaria y que el Tesoro pueda seguir atendiendo sus obligaciones en moneda extranjera. Luego de una caída de US\$34.375 millones desde su máximo nivel del 9 de abril de 2019 hasta el 7 de noviembre, las reservas internacionales crecieron US\$2.281 millones desde entonces, con el Banco Central realizando compras netas en el mercado de cambios por US\$3.834 millones en ese lapso.⁴³ Así, las reservas internacionales alcanzaron a US\$45.387 millones al 23 de enero de este año (ver Gráfico 6.5).

39 Para mayores detalles sobre las regulaciones cambiarias implementadas a partir del 1° de septiembre de 2019, ver el [Informe de Política Monetaria de octubre de 2019](#).

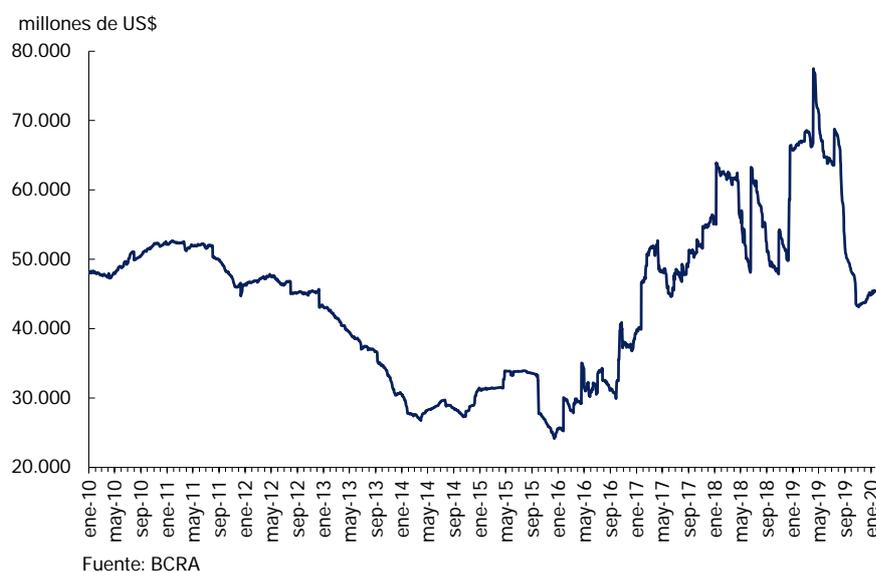
40 Ver la Comunicación "A" [6815](#) y la Comunicación "A" [6855](#), respectivamente.

41 Ver la Comunicación "A" [6869](#).

42 Impuesto Para una Argentina Integrada y Solidaria (PAIS). Para mayores detalles, ver Capítulo 6 de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva ([Ley 27541](#)).

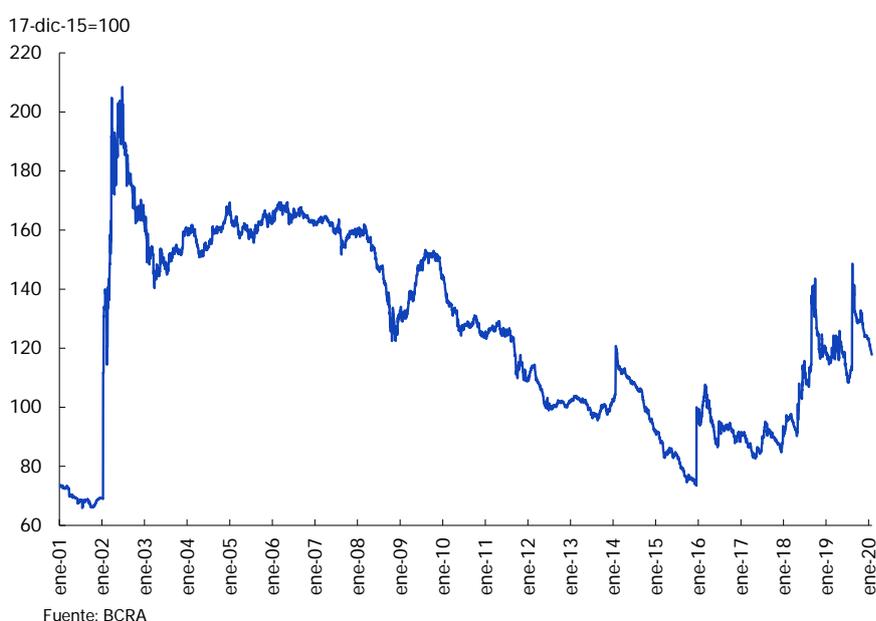
43 En el marco de Ley de SSyRP, el Banco Central entregó al Tesoro Nacional US\$1.326,6 millones para el pago de deuda en moneda extranjera recibiendo a cambio una letra intransferible denominada en dólares, a diez años de plazo, con amortización íntegra al vencimiento, y que devenga una tasa de interés igual a la de las reservas internacionales para el mismo período y hasta un máximo de la tasa LIBOR anual menos un punto porcentual. El monto total que podría utilizarse bajo esta modalidad asciende a US\$4.571 millones según lo autorizado por la ley. A partir de la decisión del Directorio del Banco Central del 7 de enero de 2020, las letras pasaron a valuarse a valor técnico en el balance de la autoridad monetaria. Este criterio fue modificado por la gestión anterior en base al acuerdo con el FMI de junio de 2018 que contemplaba una cancelación anticipada de las letras que finalmente no ocurrió. A partir de lo dispuesto en la Ley 27.541 se vuelve al criterio de valuación original dado que el Banco Central no utiliza estas letras en operaciones de mercado abierto para su función de regulación monetaria. Los títulos valores que cumplen esa función sí están valuados a valor de mercado.

Gráfico 6.5. Reservas internacionales del Banco Central



El tipo de cambio se mantuvo estable en torno a \$60 por dólar desde fines de octubre del año pasado, acumulando un incremento anual de 62,2%.⁴⁴ Por su parte, el tipo de cambio real multilateral se mantuvo en niveles competitivos, registrando valores similares a los de principios de 2011 (ver Gráfico 6.6).

Gráfico 6.6. Tipo de cambio real multilateral



6.1.3 Estimular la oferta de crédito al sector privado

Luego de dos años de inestabilidad cambiaria, caída de la actividad económica y tasas de interés reales elevadas, los préstamos del sistema financiero al sector privado en términos del PIB se encuentran en

⁴⁴ Tipo de cambio mayorista, Comunicación "A" [3500](#).

valores mínimos y la morosidad en niveles elevados (ver Apartado 3 / El desafío de impulsar el crédito). En este contexto, además de la reducción de la tasa de interés de referencia, el Banco Central implementó una serie de medidas para facilitar el acceso del sector privado al crédito bancario con el objeto de estimular la reactivación de la economía y de aliviar la situación financiera de familias y empresas, en particular de las MiPyMEs:

- **Creación de préstamos vinculados a la variación del dólar.** Los préstamos locales en dólares al sector exportador disminuyeron en los últimos cuatro meses: frente a ello, el BCRA intentó dotar al sistema financiero de una herramienta que permita recuperar la capacidad de financiamiento a las exportaciones. Así, la autoridad monetaria permitió a las entidades financieras otorgar financiaciones en pesos basadas en la variación del dólar con limitaciones similares a los destinos que tienen los préstamos en moneda extranjera. Estos préstamos se otorgarán en pesos y devengarán la tasa de variación del tipo de cambio más un *spread* a convenir entre las partes. El exportador devolverá estas financiaciones con los pesos resultantes de la liquidación de sus exportaciones.⁴⁵
- **Extensión del beneficio para los préstamos hipotecarios UVA.** El Banco Central acordó con el Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat extender durante el mes de enero de 2020 los beneficios para compensar el aumento en las cuotas de los tomadores de créditos hipotecarios ajustables por UVA, las cuales se mantendrán en el valor de agosto de 2019. También acordó, a partir de febrero, establecer un mecanismo de convergencia de las cuotas, que implica un esfuerzo compartido entre las entidades financieras y los deudores. Este mecanismo evita el salto del 26% en la cuota previsto a partir de febrero y, en su lugar, establece una convergencia a lo largo de 12 meses, con la cuota no pudiendo superar el 35% de los ingresos familiares.⁴⁶
- **Mayor deducción sobre los requisitos de encaje para los préstamos "AHORA 12".** Se definió un aumento de la deducción máxima sobre la exigencia de efectivo mínimo que este tipo de financiaciones permite de 1% a 1,5% de los pasivos en pesos sujetos a encajes.⁴⁷
- **Deducción sobre los requisitos de encaje para los préstamos a MiPyMes.** Se estableció una deducción máxima sobre la exigencia de efectivo mínimo para las financiaciones en pesos a MiPymes con tasa de interés fija menor al 40% anual por hasta un máximo del 2% de los pasivos en pesos sujetos a encaje.⁴⁸

6.2 El sistema financiero en el cuarto trimestre del año

6.2.1 La reducción de la tasa de interés de referencia se trasladó a las tasas interbancarias

Desde mediados de diciembre, el Directorio del BCRA inició un proceso gradual de reducción del piso de la tasa de interés de las LELIQ, que pasó de 63% anual el 18 de diciembre a 50% anual el 17 de enero, en un contexto en el que las regulaciones cambiarias permitieron que la volatilidad financiera disminuyera. El mercado interbancario se acopló a la tendencia bajista de la tasa de interés de referencia, lo que resultó

45 Ver la Comunicación "A" [6846](#).

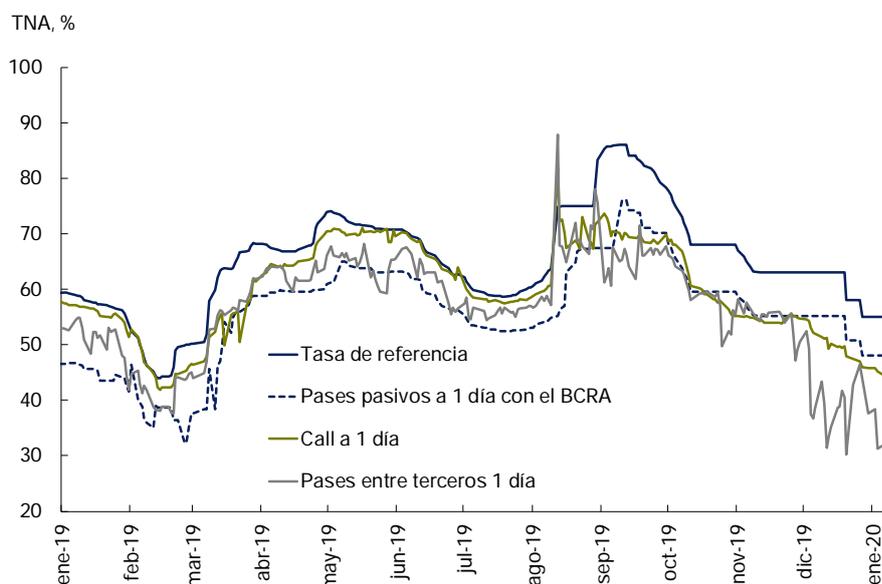
46 Para mayores detalles, ver <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/Deudores-hipotecarios-uva.asp>.

47 Estos préstamos permiten una reducción de la exigencia de efectivo mínimo de 20% de la suma de las financiaciones en pesos que cada entidad otorgue. Ver la Comunicación "A" [6857](#).

48 Estos préstamos permiten una reducción de la exigencia de efectivo mínimo de 30% de la suma de las financiaciones en pesos que cada entidad otorgue. Ver la Comunicación "A" [6858](#).

en una caída de 24 p.p. de la tasa de call a 1 día en el trimestre hasta 45,8% anual en diciembre y de 30 p.p. de la tasa de pases entre terceros al mismo plazo hasta 37,7% anual (ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7. Tasas de interés de referencia y del mercado interbancario



Fuente: BCRA

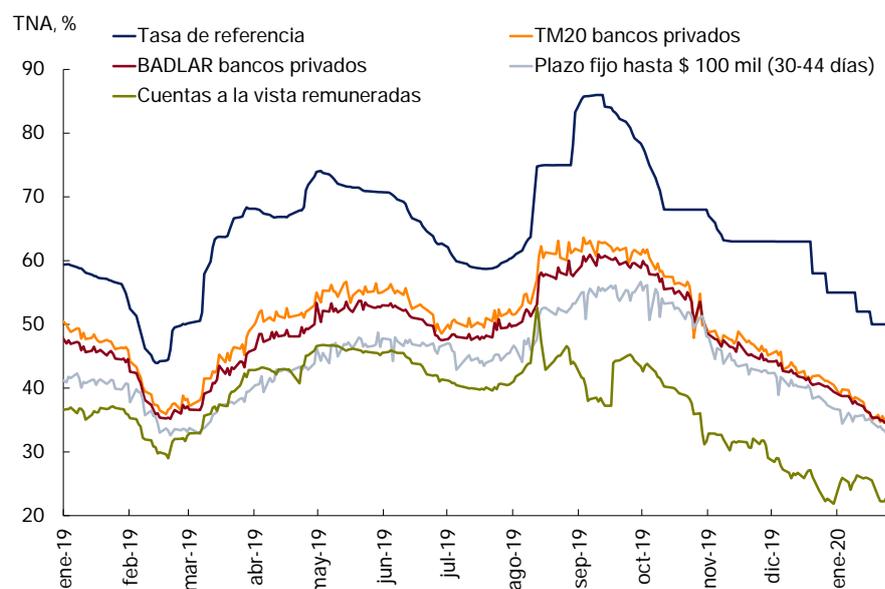
6.2.2 Los depósitos en pesos comenzaron a recuperarse a partir de la segunda mitad del trimestre

Las tasas pagadas por los bancos a los depositantes mostraron una tendencia bajista en el cuarto trimestre, acompañando los sucesivos recortes de la tasa de interés de referencia. En consecuencia, entre fines de septiembre y fines de enero las tasas de depósitos a plazo fijo minoristas y BADLAR y TM20 ofrecidas por bancos privados cayeron alrededor de 24 p.p., 25 p.p. y 26 p.p., respectivamente, alcanzando niveles de tasas anuales de 32,4%, 34,3% y 35% (ver Gráfico 6.8). Por su parte, la tasa de remuneración de las cuentas a la vista de fondos comunes de inversión y de otras personas jurídicas disminuyó en el mismo periodo unos 22 p.p. hasta 23,6% anual.⁴⁹

⁴⁹ El 10 de enero el Directorio del BCRA decidió dejar de operar a partir del 3 de febrero pases pasivos con FCI. Decidió realizarlo de forma gradual, estableciendo un sendero decreciente para el ratio entre la tasa de pases a un día de los FCI y la de las entidades financieras (60% para las operaciones concertadas hasta el 17/01, 40% entre el 20/01 y el 24/01 y 20% entre el 27/01 y el 31/01). Ver la Comunicación "A" [6861](#).

Los spreads de las principales tasas pasivas con respecto a la tasa de referencia se mantuvieron en niveles elevados con respecto a lo observado en los últimos años, aunque exhibieron una tendencia levemente decreciente a partir de las reducciones de la tasa de interés de las LELIQ desde la segunda mitad de diciembre. Asimismo, se observó una compresión de los spreads entre las tasas de interés minoristas y mayoristas. De este modo, la diferencia entre la BADLAR y la minorista pasó desde 5 p.p. en el promedio de septiembre a 2 p.p. en diciembre, mientras que el spread entre la BADLAR y la TM20 descendió desde 2,1 a 0,9 p.p. en el mismo lapso.

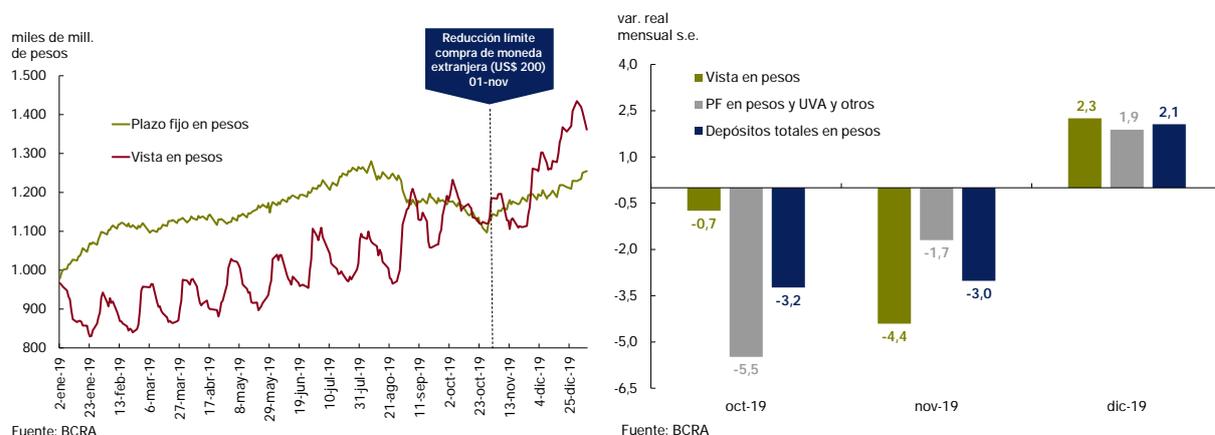
Gráfico 6.8. Principales tasas de interés pasivas del sistema financiero



Fuente: BCRA

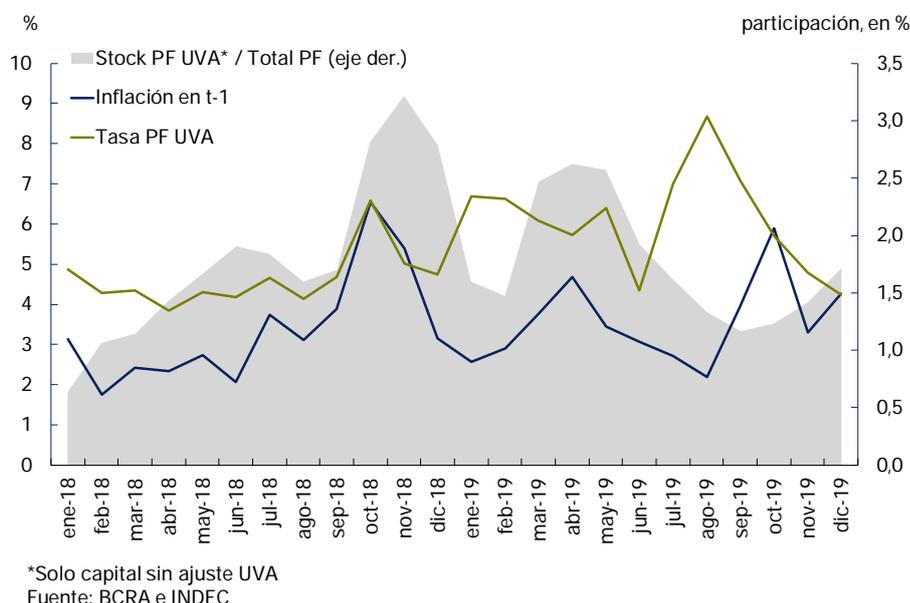
A partir de noviembre y fundamentalmente durante diciembre se observó una recuperación de los depósitos en pesos del sector privado, impulsados por las nuevas regulaciones establecidas para la compra de moneda extranjera y por los pagos extraordinarios a jubilados y pensionados y beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (ver Apartado 1 / Primeras medidas sociales y fiscales del Gobierno). Así, en el último mes del año el total de los depósitos en pesos se incrementó 2,1% mensual real desestacionalizado como resultado del crecimiento tanto de las imposiciones a plazo como a la vista, que aumentaron un 1,9% y 2,3% mensual, respectivamente. De esta forma, los depósitos a la vista cayeron 8% en términos reales durante 2019, mientras que las imposiciones a plazo fijo se redujeron 19% (ver Gráfico 6.9).

Gráfico 6.9 | Depósitos del sector privado en pesos



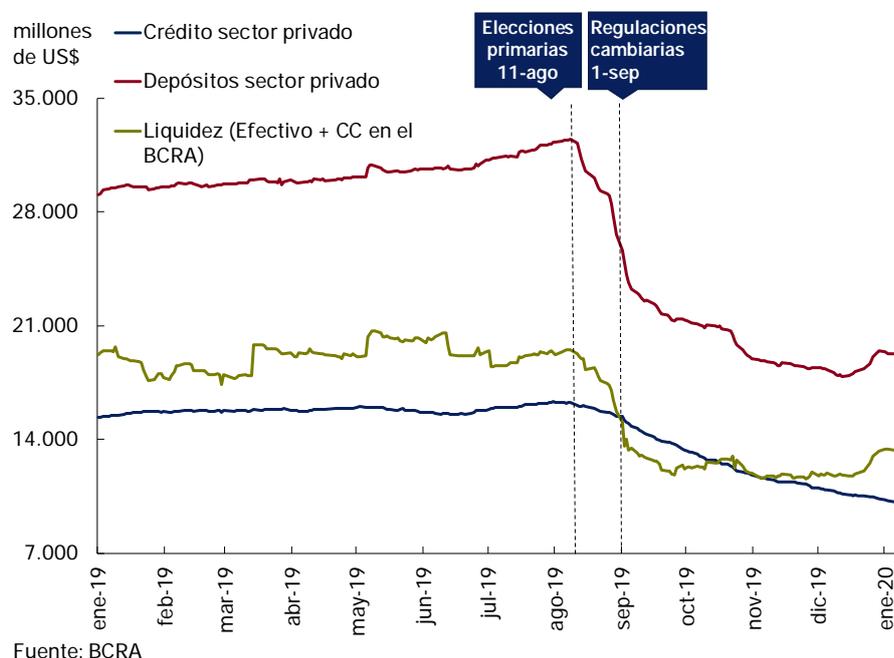
Los depósitos a plazo fijo denominados en UVA mostraron un mayor dinamismo en relación con el resto de los plazos fijos durante el trimestre, en un contexto de mayor inflación y tasas nominales decrecientes. Así, su participación en el total de imposiciones a plazo pasó de 1,2% en septiembre a 1,7% en diciembre, mientras que su remuneración decreció 2,8 p.p. en el trimestre hasta 4,2% anual (ver Gráfico 6.10).

Gráfico 6.10. Saldo y remuneración de depósitos a plazo fijo en UVA e inflación mensual



En el último trimestre de 2019 los depósitos en moneda extranjera recortaron el ritmo de caída que venían registrando tras las elecciones primarias de agosto del año pasado (-7% mensual promedio; ver Gráfico 6.11); e incluso mostraron una recuperación entre diciembre y enero. Los bancos fondearon la disminución de sus pasivos en moneda extranjera contrayendo principalmente la oferta de crédito en dólares al sector privado.

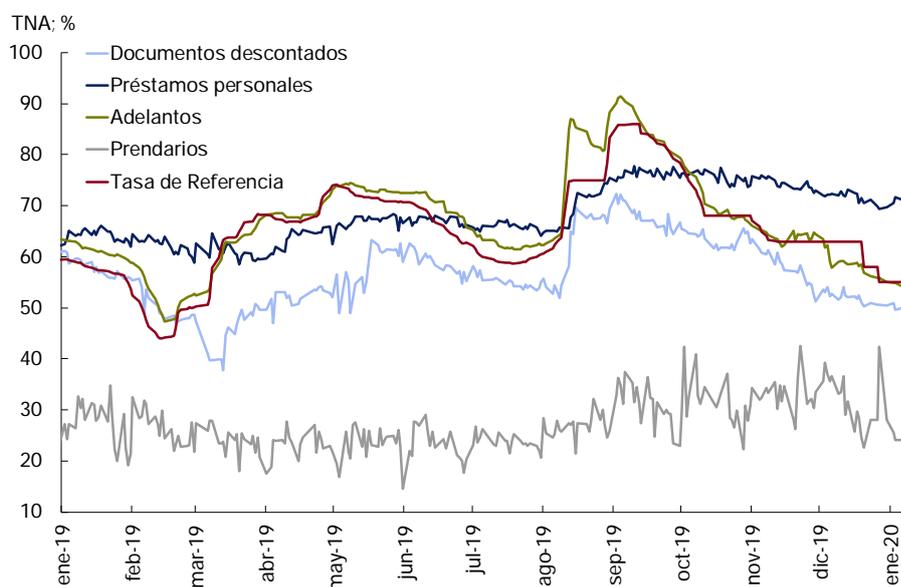
Gráfico 6.11. Saldos diarios de depósitos, créditos y liquidez bancaria en moneda extranjera



6.2.3 Los préstamos bancarios en pesos al sector privado moderaron su caída en el último trimestre del año

Las tasas de los préstamos bancarios al sector privado acompañaron la reducción de la tasa de referencia observada durante el trimestre. En particular, se observó una mayor caída en las líneas de más corto plazo y destinadas a empresas: las tasas de adelantos y documentos descontados cayeron unos 24 p.p. y 16 p.p. entre finales de septiembre y diciembre, respectivamente, alcanzando niveles de 55,1% anual y 50% anual. Por su parte, los préstamos personales y prendarios exhibieron bajas más acotadas, reduciéndose unos 6 p.p. y 1 p.p., respectivamente, alcanzando tasas de 69,8% anual y 24% anual. Asimismo, durante el mes de enero continuaron cayendo en línea con la tasa de referencia (ver Gráfico 6.12).

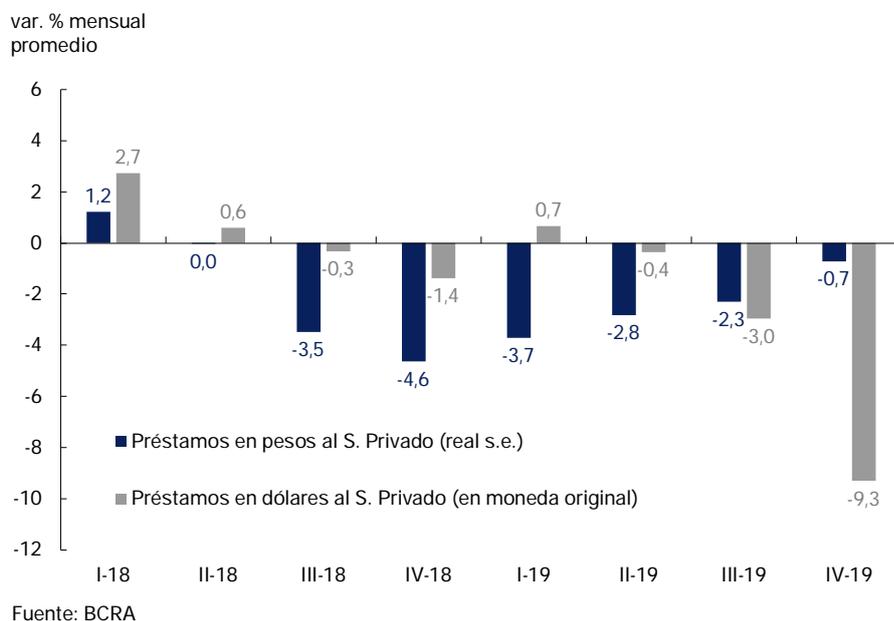
Gráfico 6.12. Principales tasas de interés activas del sistema financiero



Las tasas de interés de los créditos hipotecarios denominados en UVA se mantuvieron estables en el trimestre, alcanzando un 7,5% anual en promedio en diciembre, mientras que las de prendarios y personales cayeron 2,2 p.p. y 2,3 p.p. hasta registrar valores de 12,3% y 15% anual promedio durante ese mes, respectivamente. Finalmente, la tasa de descuento de documentos aumentó unos 2 p.p. en el trimestre hasta 15% anual en promedio en el último mes del año.

Los préstamos en pesos al sector privado moderaron su ritmo de caída respecto al trimestre previo. Se redujeron en un 0,7% promedio mensual real sin estacionalidad durante los últimos tres meses de 2019 (+3,3% nominal sin estacionalidad), alcanzando el mínimo nivel en porcentaje del PIB desde 2005 (ver Apartado 3 / El desafío de impulsar el crédito y Gráfico 6.13). Esta mejor performance del crédito en moneda local se dio en el marco de una sustitución de crédito en moneda extranjera que impulsó a las líneas de financiamiento a empresas —adelantos y documentos— y de recuperación del crédito de corto plazo asociado al consumo de los hogares —tarjetas de crédito—. Así, los saldos de adelantos, documentos y tarjetas de crédito mostraron aumentos reales de 2,2%, 3,0% y 3,8% mensual promedio durante el trimestre, respectivamente, mientras que los préstamos personales y prendarios se redujeron un 4,2% y 6% mensual, respectivamente.

Gráfico 6.13. Préstamos al sector privado en pesos y en dólares (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad y en moneda original)



El segmento de préstamos denominados en UVA se mantuvo estable nominalmente durante el trimestre (+0,1% promedio mensual). Mientras que los créditos hipotecarios⁵⁰ y el descuento de documentos mostraron subas mensuales de 0,6% y 3,2% en promedio, respectivamente, los prendarios y personales exhibieron caídas nominales de 1,1% y 2%.

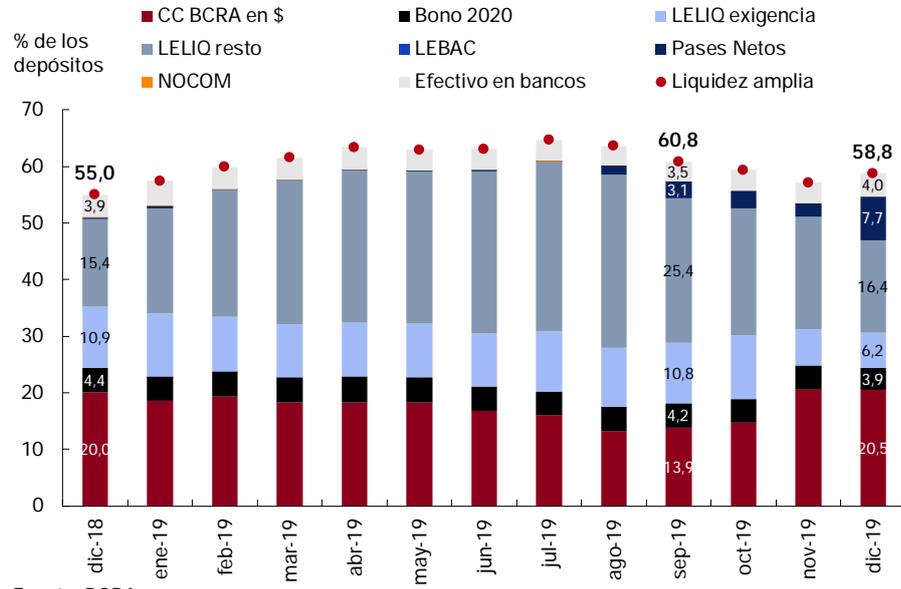
El crédito al sector privado en moneda extranjera continuó con una tendencia fuertemente decreciente, dado que los bancos fondearon con estos recursos gran parte de la caída de los depósitos denominados en esta moneda. En promedio en los últimos tres meses del año cayeron a un ritmo de 9,3% mensual (ver Gráfico 6.11).

6.2.4 La liquidez en pesos de las entidades financieras se contrajo en el trimestre

En el último trimestre del año pasado, la liquidez amplia de las entidades financieras (cuenta corriente en el BCRA, efectivo, LELIQ, NOCOM, pases netos e integración con Bono 2020) registró una reducción de 2 p.p. en relación con los depósitos totales, aunque desde niveles muy elevados. Esta contracción fue explicada fundamentalmente por la caída de LELIQ aplicadas a la integración de efectivo mínimo (-4,6 p.p.) - explicada por la decisión del BCRA de que a partir de noviembre la opción de integrar parte de los encajes con LELIQ sólo esté disponible para los depósitos a plazo- y de LELIQ de libre disponibilidad (-9,1 p.p.), parcialmente compensada por el incremento de los pases netos (+4,6 p.p.) y del saldo en cuentas corrientes en el BCRA (+6,6 p.p.) (ver Gráfico 6.14).

⁵⁰ Ver Sección 6.1.3 para más detalles sobre las medidas tomadas por el BCRA relacionadas a los créditos hipotecarios UVA.

**Gráfico 6.14. Liquidez en pesos de las entidades financieras
(% de los depósitos en pesos)**

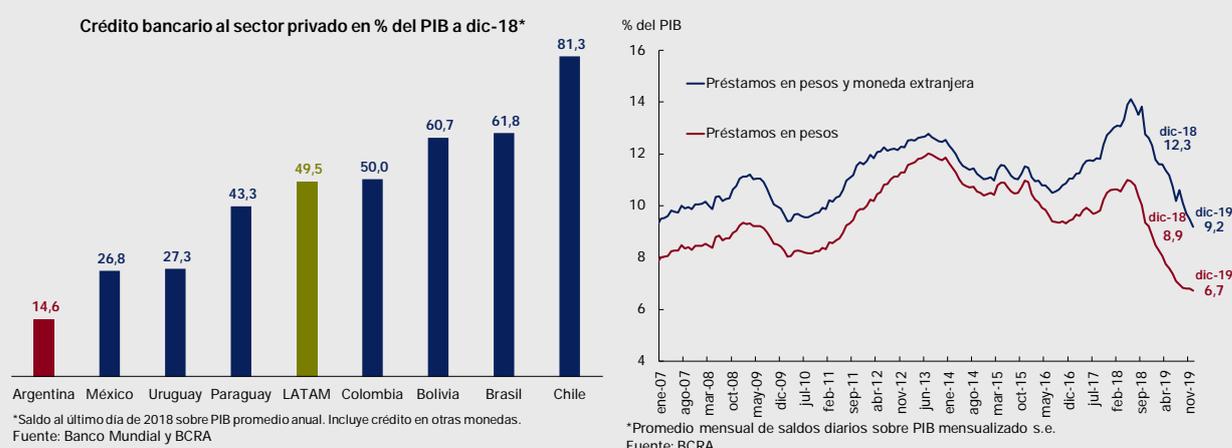


Fuente: BCRA

Apartado 3 / El desafío de impulsar el crédito

Argentina tiene uno de los sistemas financieros más pequeños de la región. Mientras que Latinoamérica y el Caribe muestra un promedio de crédito al sector privado de alrededor del 50% del PIB a fines de 2018, nuestro país solo alcanza el 14,6% al tomar tanto préstamos en pesos como en moneda extranjera (ver Gráfico 1). El bajo tamaño del crédito bancario se debe a una multiplicidad de factores: las sucesivas crisis que atravesó el sistema financiero en los últimos 50 años, la inestabilidad nominal, el alto grado de dolarización de la economía y la elevada informalidad, entre otros.

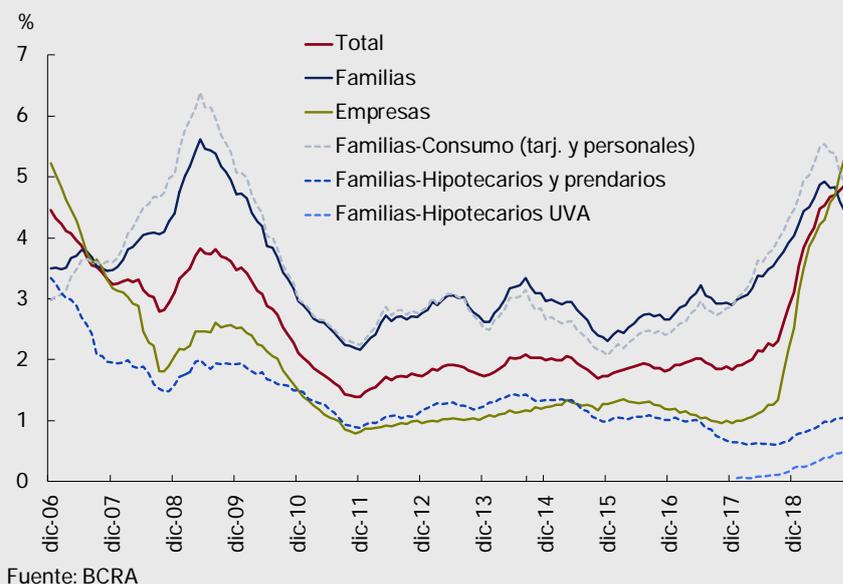
Gráfico 1 | Crédito bancario al sector privado en % del PIB – Comparativa internacional y evolución reciente



Recientemente, la política de tasas de interés reales elevadas y la caída de la actividad económica de estos últimos años tuvieron como consecuencia una caída de los préstamos bancarios totales de 4,9 p.p. hasta un 9,2% del PIB entre el nivel máximo de junio de 2018 y fines de 2019 y un empeoramiento de las condiciones financieras de empresas y familias que se reflejó en un fuerte incremento de la morosidad hasta niveles comparables con los observados durante la crisis financiera internacional de 2008/9 (+3,2 p.p. entre diciembre de 2017 y noviembre de 2019; ver Gráfico 2).

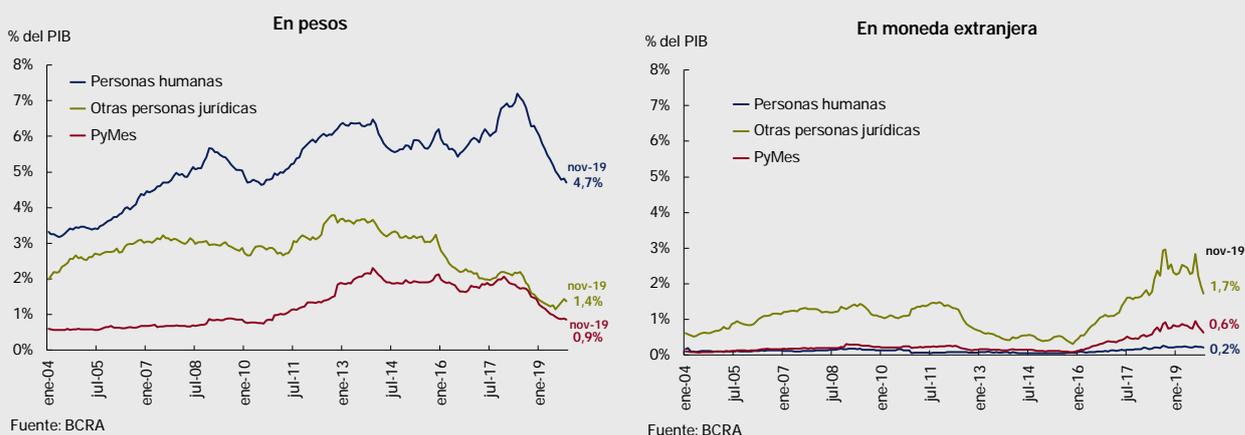
En el segmento en pesos se verificó una caída del crédito hasta valores mínimos desde agosto de 2005 (-4,2 p.p. entre junio 2018 y diciembre 2019; ver Gráfico 1). Así, mientras que los préstamos en pesos a las personas humanas se redujeron principalmente por la caída del crédito al consumo (personales y tarjetas) hasta alcanzar niveles de 2010, aquellos dirigidos a PyMEs y grandes empresas se contrajeron hasta alcanzar mínimos de los últimos 10 y 15 años, respectivamente (ver Gráfico 3).

Gráfico 2 | Irregularidad del crédito al sector privado



Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado se contrajeron 1,7 p.p. del PIB entre el máximo alcanzado en octubre de 2018 y diciembre de 2019 —a pesar del importante incremento en su valuación en pesos por la suba del tipo de cambio— fundamentalmente por la reducción de los préstamos a grandes empresas. Esta caída se aceleró en la segunda mitad de 2019 con la abrupta salida de depósitos en dólares luego de las elecciones primarias nacionales (ver Gráfico 6.11) ya que los bancos se hicieron de la mayor parte de los recursos para atenderla reduciendo préstamos en moneda extranjera (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Préstamos bancarios al sector privado - Promedio mensual de saldos diarios



En este contexto, el Banco Central tomó recientemente una serie de medidas con el objetivo de recuperar el crédito bancario productivo, dinamizar la recuperación del consumo y la actividad económica y mejorar la compleja situación de sobreendeudamiento de algunos hogares y empresas. Entre ellas se encuentran la reducción de la tasa de interés de referencia, la creación de préstamos vinculados a la variación del dólar para el sector exportador, la decisión de amortiguar el incremento de las cuotas de préstamos hipotecarios UVA mediante un mecanismo de esfuerzo compartido entre entidades financieras y deudores y las mayores deducciones sobre los requisitos de encaje para los préstamos “AHORA 12” y para préstamos a MiPyMES con tasas menores al 40% anual (ver Sección 6.1.3 para mayores detalles).

Apartado 4 / La volatilidad del tipo de cambio y su implicancia en la elección del régimen monetario

En la elección de un régimen monetario, es crucial tener en cuenta el rol del tipo de cambio, para que las decisiones monetarias y cambiarias tengan consistencia entre sí. Más aún en una economía periférica con las características de la Argentina.

Existen varias razones macroeconómicas para que los países en desarrollo tengan tipo de cambio flotante pero administrado: esto es, con intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado de cambios y en un marco de regulaciones cambiarias que brinden previsibilidad al funcionamiento de dicho mercado. Saltos bruscos del tipo de cambio pueden afectar negativamente no sólo la estabilidad monetaria y financiera sino también el crecimiento económico. Aghion *et al.* (2009), por ejemplo, hallan que la volatilidad del tipo de cambio real reduce el crecimiento de largo plazo de la productividad en países con mercados financieros subdesarrollados. Asimismo, hay múltiples episodios de países en desarrollo en que la falta de liquidez externa estuvo asociada a crisis financieras de gran magnitud, con repercusiones sobre la economía real. Por su parte, Pérez Caldentey y Moreno-Brid (2019) señalan que el desempeño del crecimiento económico de las economías en desarrollo está fuertemente condicionado por la capacidad de generar divisas tanto para sus necesidades corrientes como las requeridas para su desarrollo de largo plazo.

En un trabajo del Banco Internacional de Pagos, [BIS \(2013\)](#), basado en encuestas a bancos centrales de países emergentes, se concluyó que si bien la flexibilidad del tipo de cambio juega un papel crucial para suavizar la volatilidad del producto en esas economías, un tipo de cambio demasiado inestable podría aumentar la volatilidad del producto y convertirse en sí mismo en una fuente de vulnerabilidad macroeconómica. Por lo tanto, muchas de las autoridades de esos bancos centrales que operan bajo esquemas de tipo de cambios flexibles indicaron que usaban intervenciones cambiarias para limitar la volatilidad excesiva.

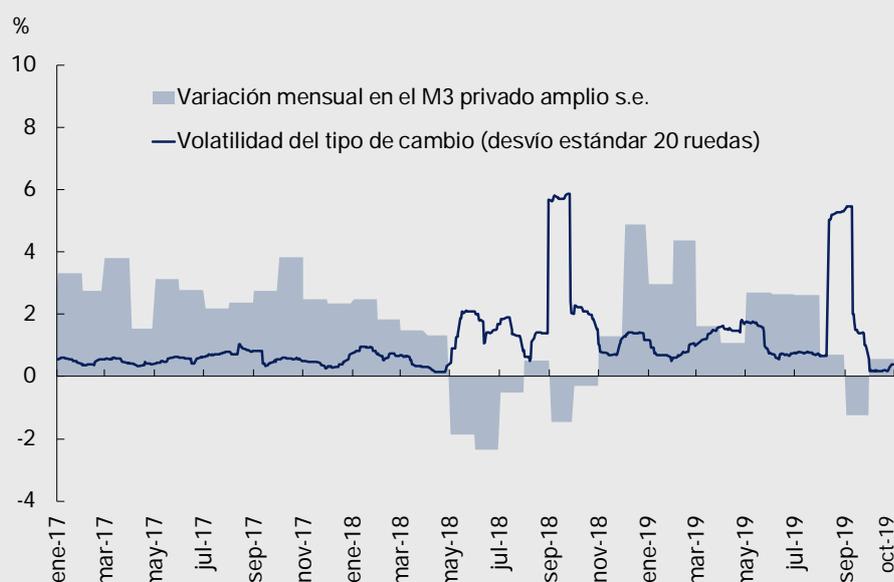
Si bien suele argumentarse que el tipo de cambio flotante actúa eficazmente para que la economía absorba *shocks* externos, la excesiva volatilidad cambiaria puede ir en detrimento de la estabilidad financiera. La presencia de activos y/o pasivos dolarizados y/o de cambios bruscos de portafolio de activos en moneda local hacia activos en dólares puede exacerbar de manera nociva los movimientos del tipo de cambio nominal (BIS, 2019). Por su parte, Ostry y otros (2012) señalan que, en países con descalces de moneda significativos en los balances de empresas, hogares y/o gobiernos, alto traspaso del tipo de cambio a la inflación y movilidad limitada de factores intersectoriales, ignorar la volatilidad del tipo de cambio resulta costoso. Por su parte, Hofman y otros. (2020) plantean que, ante mercados financieros menos desarrollados, mayor exposición a *shocks* externos, o cuando el canal financiero domina sobre el comercial, el tipo de cambio completamente flexible puede actuar más como un amplificador de *shocks* que ayudar a absorberlos. Esto es especialmente cierto en la Argentina actual debido al elevado endeudamiento en dólares del sector público, y fue muy relevante para el sector privado durante la convertibilidad; la normativa del BCRA vigente desde 2002, que limita el descalce de monedas para deudas bancarias, ha morigerado sensiblemente dicho riesgo (ver el apartado 4 del Informe de Estabilidad Financiera, segundo semestre de 2019).

Más allá de las políticas que cada país pueda implementar para acotar su volatilidad, algunos autores, como Kregel (2009), sostienen que, como los flujos financieros internacionales son el mecanismo de propagación para transmitir la inestabilidad financiera entre los países, para gestionar la volatilidad se requiere

de instituciones que promuevan la estabilidad financiera, y que garanticen que la inestabilidad de un país no se transmita internacionalmente.

En Argentina el sistema financiero está escasamente desarrollado y basado en banca transaccional, a la vez que existe una elevada dolarización de portafolios. El bajo desarrollo del mercado financiero significa que la transformación de plazos por los bancos se lleva a cabo de forma muy limitada. Más que en la sustitución intertemporal a través de la intermediación financiera, las decisiones del sector privado se concentran fundamentalmente en el grado de dolarización de la cartera. Ello refuerza el impacto de las oscilaciones del tipo de cambio sobre la estabilidad financiera. Los cambios en las tenencias de los activos denominados en pesos del sector privado (definidos como el circulante en poder del público, los depósitos a la vista y plazo fijo, la tenencia de letras del Banco Central por parte del sector privado no financiero y fondos comunes de inversión) muestran una correlación negativa del 72% con la volatilidad del tipo de cambio (Gráfico 1).

Gráfico 1 | Volatilidad cambiaria y activos en moneda local

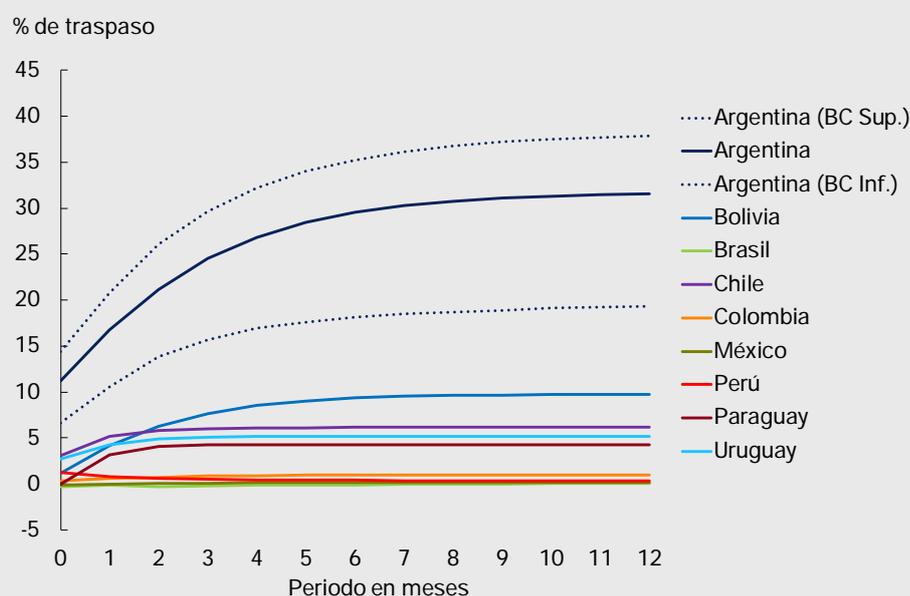


Fuente: BCRA

La trayectoria del tipo de cambio también incide sobre la estabilidad monetaria: si bien el traslado a precios de las depreciaciones cambiarias o *pass-through* ha tendido a descender en Latinoamérica en las últimas décadas, sigue siendo mayor al de los países avanzados (Jašová *et al.* 2016). La evidencia indica que el *pass-through* disminuye con el nivel de ingreso per cápita y el nivel de desarrollo, mientras que aumenta con la variabilidad de la inflación y del tipo de cambio, como también con el grado de apertura comercial. Por lo tanto, en países con desempeños inflacionarios históricamente volátiles o expuestos a *shocks* externos fuertes, la intervención cambiaria es una herramienta útil que contribuye a disminuir las repercusiones sobre precios de la depreciación cambiaria.

En este sentido, es necesario entender el rol crucial que tiene el tipo de cambio en Argentina como determinante de la inflación.⁵² Según estimaciones hechas en el BCRA, el coeficiente de *pass-through* para Argentina es mucho más alto que el de otros países latinoamericanos: 3 veces mayor que el de Bolivia, el segundo país con mayor coeficiente de traspaso, y más de 5 veces más elevado que el de Chile, el tercer país con mayor coeficiente de traspaso. Por otra parte, el efecto de un shock cambiario sobre la inflación es más duradero. En todos los países de la muestra, el *pass-through* prácticamente se extingue como máximo en el octavo mes (Bolivia), mientras que en Argentina sigue teniendo efectos aún en el mes doce. Más aún, si se excluye a Bolivia los efectos del tipo de cambio sobre los precios se extinguen en el quinto mes⁵³ (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Coeficiente de *pass-through* en América Latina (febrero de 2004 - septiembre de 2019)



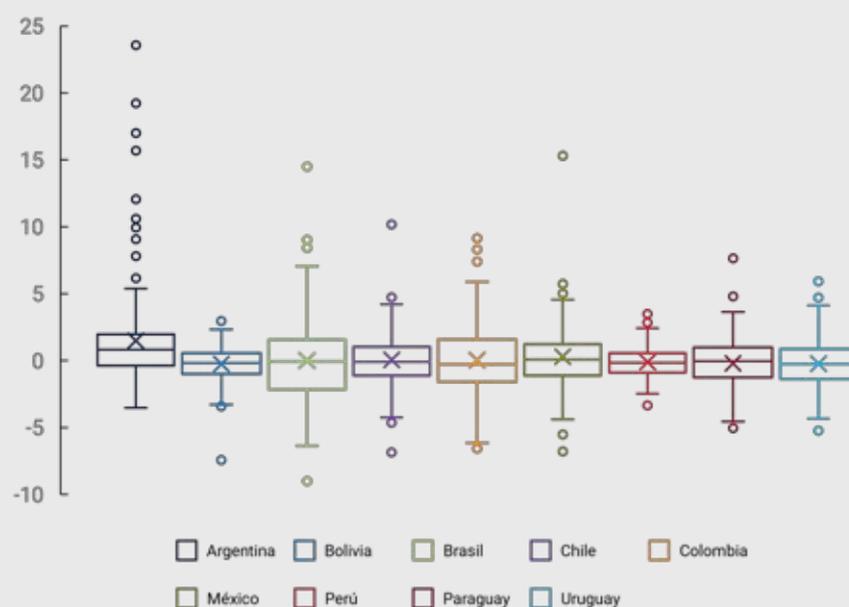
Fuente: BCRA en base a datos de <https://bruegel.org/>

Asimismo, en comparación al resto de los países de la región, en Argentina los *outliers* (variaciones extremas) del tipo de cambio nominal son más pronunciadas en promedio y más frecuentes. Además, el resto de los países experimentan también apreciaciones cambiarias mucho más frecuentemente que Argentina (ver Gráfico 3).

52 Para un análisis del impacto de la devaluación sobre la inflación en Argentina en perspectiva histórica, véase Vernengo y Perry (2018).

53 Para el computo del coeficiente de traspaso, primero se estima un modelo de vectores autorregresivos, para cada país, con las variables depreciación nominal del tipo de cambio e inflación núcleo (se incluyen también índices de precios internacionales como controles). Luego se calculan, asumiendo un orden de Cholesky, las respuestas de ambas variables a un shock no anticipado en el tipo de cambio. El coeficiente de traspaso, para un horizonte dado, se obtiene como el ratio de la respuesta acumulada del índice de precios, dividido la respuesta del tipo de cambio, expresada en puntos porcentuales. Para cada país, la línea sólida indica la estimación puntual del coeficiente de traspaso, y para Argentina también se agregan las líneas punteadas que representan bandas de confianza de 95% computadas con un método de Bootstrap.

Gráfico 3 | Variaciones mensuales del tipo de cambio nominal



Nota: Respecto al diagrama de caja, la cruz dentro de la caja simboliza el promedio de las variaciones del tipo de cambio, mientras que la línea que divide la caja en partes iguales, la mediana. Los bordes inferior y superior de la caja, representan el primer y el tercer cuartil respectivamente; mientras que finalmente, los bigotes o las líneas que se extienden desde los bordes de la caja hasta 1,5 veces el rango intercuartílico, brindan un panorama acerca de los valores extremos de la distribución. Nótese que para el caso de Argentina, la distribución de variaciones del tipo de cambio, se halla severamente sesgada en favor de valores positivos, comparado al resto de los países.

Estas variaciones mayores y más frecuentes del tipo de cambio implican un mayor riesgo de que se desanclen las expectativas inflacionarias de manera más rotunda. De hecho, muchos países que implementan Metas de Inflación (MI) como régimen monetario⁵⁴, con distinto grado de éxito, no lo adoptan en su estado más puro o *naïve*, que involucra flotación pura de la moneda. Por el contrario, como señalan Agénor y Pereira (2019) el esquema de MI se aplica con mucha menos flexibilidad cambiaria respecto a lo esperable según los lineamientos teóricos de un esquema de MI puro. Esto sucede incluso en muchos países avanzados.

Según una clasificación de [Iizetzki et al. \(2017\)](#), más del 90% de los regímenes cambiarios de los países con metas de inflación difieren de la flotación “pura”. Además, más allá del régimen cambiario que los países dicen tener (*de jure*), ninguno de los 28 países que han implementado MI desde 1991 ha tenido en todo momento un tipo de cambio perfectamente flotante *de facto*.

En definitiva, en la elección de un régimen monetario es necesario tener en cuenta distintas especificidades productivas, institucionales y sociales de la economía en cuestión. En el caso de Argentina, el tipo de cambio constituye una variable crucial, con implicancias sobre la inflación, el crecimiento y la distribución del ingreso. Por ello, el régimen monetario a adoptar debe tener entre sus pilares la adopción de un esquema cambiario que evite la excesiva volatilidad cambiaria.

54 Los regímenes de metas de inflación se identifican con el uso de una tasa de interés de corto plazo como principal —o incluso único— instrumento de política monetaria, junto con la adopción de un tipo de cambio flotante que pueda actuar como amortiguador de *shocks*.

Referencias

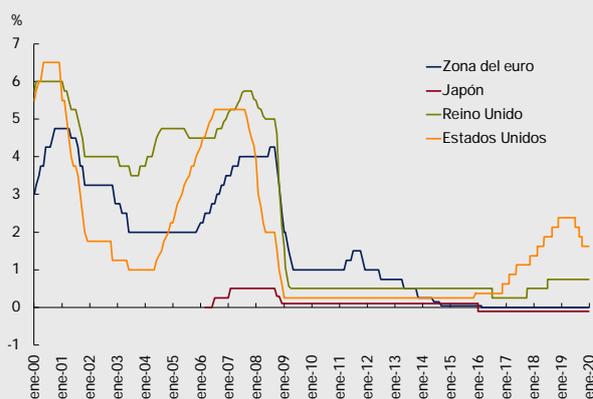
- Agénor, P. y Pereira da Silva, L. (2019).** "Integrated inflation targeting. Another perspective from the developing world". BIS, Febrero 2009.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R. y Rogoff, K. (2009).** "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development". *Journal of Monetary Economics*, 56, pp. 494-513.
- Bank of International Settlements (2013).** "Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?". BIS Papers No. 73.
- Bank of International Settlements (2019).** "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability" BIS Annual Economic Report.
- Hofman, D., Chamon, M., Deb, P., Harjes, T., Rawat, U. y Yamamoto, I. (2020).** "Intervention Under Inflation Targeting—When Could it Make Sense?". IMF Working Paper No. 20/9.
- Iizetzki, E., C. Reinhart y K. Rogoff (2017).** "Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?". Working Paper No. 503441, Harvard University OpenScholar.
- Jašová, M., Moessner, R., Takáts, E. (2016).** "Exchange rate pass-through: What has changed since the crisis?". BIS Working Papers No 583.
- Kregel, J. (2009).** "Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World". The Levy Economics Institute WP No 558.
- Ostry, J., A. Ghos y M. Chamon (2012).** "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies". IMF Staff Discussion Note No. 12/01.
- Pérez Caldentey, E. y Moreno-Bird, J. C. (2019)** Foreign Financial Flows and the Balance of Payments Constraint on Latin America's Growth. In "China's Financing in Latin America and the Caribbean", Publisher: Universidad Nacional Autónoma de México, pp. 21-40.
- Vernengo, M. y Perry, N. (2018).** Exchange Rate Depreciation, Wage Resistance and Inflation in Argentina (1882–2009), Economic Notes, Volume 47, Issue 1, Pages 125-144.

Apartado 5 / La coordinación entre la política monetaria y la política fiscal: el debate internacional reciente

La política monetaria fue usada extensamente en los países avanzados en respuesta a la crisis financiera global, primero a través de agresivas reducciones de las tasas de interés y luego mediante políticas cuantitativas (aumento de la cantidad de dinero contra compra de activos). Desde el año pasado, ante nuevos riesgos a la baja para el crecimiento global, muchos bancos centrales han respondido manteniendo sin cambios o renovando el impulso monetario. Sin embargo, parece haber menos espacio para que la política monetaria se haga más expansiva en los países avanzados. Ello ha llevado a analistas y gestores de política económica a reclamar la puesta en marcha de políticas fiscales expansivas. También se oyen argumentos en pos de una coordinación de la política monetaria y fiscal para enfrentar una potencialmente nueva fase adversa del ciclo económico global. Este apartado reseña estos argumentos y su fundamentación.

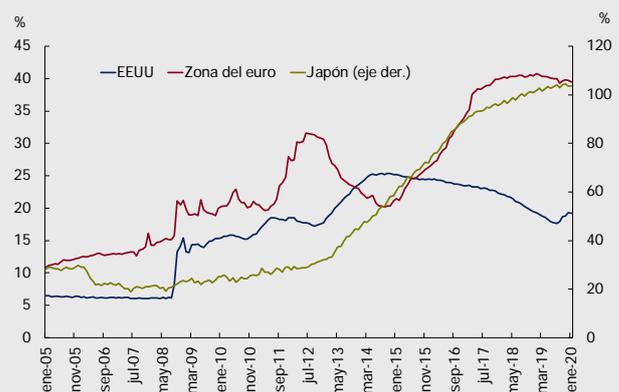
Las tasas de interés de política monetaria se mantienen bajas desde una perspectiva de largo plazo (Gráfico 1a). De hecho, las tasas de política están aún en sus mínimos históricos en la zona del euro, Japón y Suiza, así como en varios países emergentes; y si bien la tasa de interés de política en EE.UU. se ha incrementado de la mano de la fase expansiva del ciclo económico, aún se encuentra bien por debajo de los valores previos a la crisis global. A la vez, los balances de los bancos centrales de países avanzados han tendido a duplicarse en la última década, evidenciando las políticas “no convencionales” (ver Gráfico 1b). Frente a un *shock* adverso (como la reducción del crecimiento global por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, o bien las tensiones geopolíticas en Medio Oriente), es muy probable que las tasas de política encuentren rápidamente un límite inferior efectivo. Esta cota inferior podría ubicarse incluso debajo de cero (el llamado *zero lower bound*).

Gráfico 1a | Tasas de Interés de Referencia de los Bancos Centrales



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

Gráfico 1b | Activo de los Banco Centrales como porcentaje del PIB



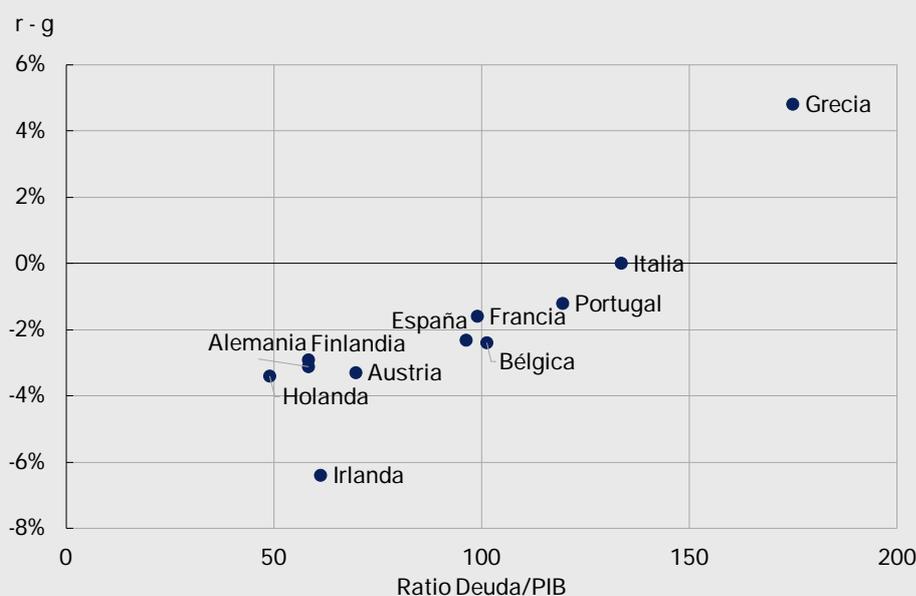
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

Esto pone un límite a la política monetaria convencional, pero también a la “no convencional” que en última instancia busca afectar a toda la curva de tasas de interés: si la mayor “aversión al riesgo” global permanece, reforzando la demanda por activos en monedas percibidas como seguras como el dólar (ver [“Apartado 2 / La provisión de activos seguros y el rol del dólar en los mercados internacionales”](#) corres-

pondiente al IPOM de octubre de 2019), el impacto de una expansión cuantitativa se ve limitado. En el mismo sentido, frente a un contexto internacional más incierto, el ahorro precautorio puede incrementarse (mayor demanda de liquidez), mientras que tasas de interés aún más bajas pueden servir de poco para estimular la actividad económica (frenada por la incertidumbre).

Frente a la menor potencia del canal de tasa de interés de la política monetaria, se recomienda complementar el accionar de los bancos centrales con medidas fiscales expansivas, que tienden a mostrarse más potentes en contextos de elevada incertidumbre. La política fiscal se ve potenciada por un ambiente de tasas de interés bajas: el costo del financiamiento es menor; y si la tasa de crecimiento del país supera a la tasa de interés de la deuda, es posible reducir el peso la deuda aún con un mayor déficit (Blanchard, 2019). Bajo ciertas condiciones, el incremento del gasto puede aumentar el producto en mayor medida que la tasa de interés a la que se financia. Esto es particularmente así en países que emiten deuda en su propia moneda y para la cual hay demanda sostenida por parte de los inversores. De Grauwe y Ji (2019) estiman que en la Unión Europea la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento brinda un espacio fiscal del orden de 3% a 4% del PIB según el país (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Espacio fiscal: deuda y diferencial entre tasas de interés y de crecimiento. Europa (2019)



Fuente: BCRA en base a De Grauwe y Ji (2019)

En la situación actual, la potencial expansión fiscal también reconoce límites. Los ratios de deuda a producto de muchas economías están en niveles altos, ubicándose en promedio casi 20 puntos porcentuales por encima de sus niveles de 2008 para un conjunto amplio de países⁵⁵. Por otra parte, la política fiscal actúa con mayor lentitud: típicamente, es más compleja y lleva tiempo de implementar (entre la

⁵⁵ Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Colombia, Chile, China, Corea del Sur, Dinamarca, Gran Bretaña, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, Polonia, Rusia, Suecia, Sudáfrica, Suiza, Tailandia, y Turquía.

toma de la medida y su impacto efectivo sobre quienes toman decisiones de consumo e inversión). Las estimaciones difieren, pero coinciden en el esfuerzo fiscal necesario para impactar el ciclo en esta coyuntura: diferentes multiplicadores del gasto público total estimados para EE.UU. y Europa oscilan entre 0,9 y 1,3 (aumento del producto al cabo de doce meses ante un aumento temporario —un año— del gasto); cuando la expansión fiscal es acompañada por una política monetaria en el mismo sentido, los multiplicadores pueden incrementarse hasta 2,2 en el caso de Europa ([Coenen y otros, 2010](#)).

Así, las políticas monetarias y fiscales trabajando en la misma dirección pueden potenciarse. [Bartsch y otros \(2019\)](#) señalan que la coordinación implícita o explícita permitirá brindar un estímulo más efectivo. Una forma extrema de coordinación sería el financiamiento monetario de la deuda del gobierno; sin embargo, los mismos autores indican los altos riesgos de esta opción, que es casi imposible de calibrar para llegar a un nivel dado y estable de inflación. En cambio, proponen un esquema de coordinación contingente a la situación económica: una “facilidad de emergencia fiscal” (adicional a los estabilizadores automáticos) que se active cuando las tasas de interés ya no puedan reducirse y la diferencia con la meta de inflación se haga muy significativa en el horizonte relevante para la política monetaria. En ese caso, el banco central emitiría en la magnitud necesaria para llevar la tendencia del nivel de precios de nuevo hasta su meta, explicitando el “punto de salida” de su estrategia. Si se implementa de manera creíble, implicaría un menor esfuerzo fiscal-monetario para mantener una meta de inflación dada.

Por su parte, [Pereira da Silva y Mojon \(2019\)](#) proponen la coordinación monetaria, fiscal y de política de ingresos para superar las “trampas de baja inflación” en países avanzados. Parten de casos históricos concretos, en que se usaron combinaciones de política fiscal y monetaria contractiva, junto con acuerdos de precios y salarios para reducir gradualmente la inflación: Israel en 1985, Francia e Italia en la primera mitad de los años ochenta, España en 2010-12 y Finlandia en 2016. Todos ellos compartieron: medidas “gatillo” para coordinar expectativas; un componente de política macroeconómica; y una secuencia apropiada para la implementación. Las primeras incluyeron acuerdos de precios y salarios, así como medidas para eliminar la indexación contractual. La segunda, política fiscal (y monetaria) contractiva. Finalmente, el banco central apoyó explícitamente el proceso. Los autores argumentan que, así como la política coordinada permitió a estos países desinflar gradualmente la economía, ahora podría permitir incrementar el crecimiento y la inflación en aquellos países que muestran ambos por debajo de su tendencia y sus metas.

Más allá de las particularidades de distintas propuestas, el rasgo común es que en los países avanzados se advierte crecientemente la necesidad de rebalancear el “mix” de políticas, incorporando un rol más activo para la política fiscal, y utilizando un menú más amplio de instrumentos ([Carstens, 2019](#); [Bernanke, 2016](#)). Su aplicación debe reconocer las particularidades del ciclo económico de cada país, y de los instrumentos involucrados. Por ejemplo: la posibilidad de endeudamiento en moneda local y la demanda por activos en esa moneda determina en parte el espacio para políticas expansivas. En el caso de la política fiscal, el impacto del gasto sobre el nivel de actividad depende no sólo de su nivel sino también de su composición: varios estudios encuentran un efecto sustancialmente mayor de la inversión pública respecto del consumo ([Izquierdo y otros, 2019](#); [BID, 2018](#)). Finalmente, en el debate actual gana un rol creciente la coordinación de distintas políticas para estabilizar el ciclo económico y mantener la estabilidad de precios, en un conjunto que incluya no solo la política monetaria y la fiscal sino también la política de ingresos.

Referencias

Bartsch E., Boivin J, Fischer S. y Hildebrand P. (2019). “Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination”. SUERF Policy Note, Issue No 105.

Bernanke B. (2016). "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money". Brookings.edu. April 11, 2016.

Blanchard O. (2019). "Public Debt and Low Interest Rates". Peterson Institute for International Economics.

Carstens A. (2019). "Time to ignite all engines". Speech by the General Manager of the BIS, on the occasion of the Bank's Annual General Meeting, Basel, 30 June 2019.

De Grauwe P., Yuemei J. (2019). "Rethinking fiscal policy choices in the euro area". VoxEU.org

Coenen G. et al. (2010). "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models". IMF Working Paper 10/73.

Izquierdo A., Pessino C. y Vuletin G. (2018). "Mejor gasto para mejores vidas". BID. Septiembre 2018.

Pereira da Silva L., Mojón B. (2019). Keynote speech at the Eighth High-level Policy Dialogue between the Eurosystem and Latin American Central Banks, Cartagena de Indias, Colombia, 28-29 November 2019.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

BADLAR: Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate* (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

CEMBI+AR: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus Argentina*

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CIFRA: Centro de Investigación y Formación de la República Argentina – Central de Trabajadores de la Argentina (CTA)

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMBI+AR: *Emerging Markets Bond Index Plus Argentina*

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

FOB: *Free on Board* (operaciones de compraventa que se realiza por barco)

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice de Confianza del Consumidor elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

IGA-OJF: Índice General de Actividad de Orlando J. Ferreres

ILA: Índice Líder de la Actividad

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

IPC: Índice de Precios al Consumidor de cobertura nacional difundido por el INDEC

IPCBA: Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

IPC Córdoba: Índice de Precios al Consumidor de la Provincia de Córdoba

IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

IPC San Luis: Índice de Precios al Consumidor de la Provincia de San Luis

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LELIO: Letras de Liquidez del Banco Central de la República Argentina

LFPIF: Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

Mens.: mensual

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones

Min.: Ministerio

MIP: Matriz insumo-producto

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MRO: *Main refinancing operations*

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NEA: Noreste argentino

NG: Nivel general

NOA: Noroeste argentino

NOCOM: Notas de Compensación de Efectivo del Banco Central de la República Argentina

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OPEP: Países Exportadores de Petróleo

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados

PCE: *Personal consumption expenditures*

PCP-BCRA: Predicción contemporánea del PIB del BCRA

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PMI: *Purchasing Managers' Index*

PP: Productos primarios

Prom. móv.: Promedio móvil

Prom.: Promedio

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

R\$: *Real*

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

REPO: *Repurchase Agreement* (Operación de Recompra)

ROE: Registros de Operaciones de Exportación

Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado

S.A: Sociedad Anónima

s.e.: Serie sin estacionalidad

SSPM: Indicador de Consumo Privado elaborado por el Ministerio de Hacienda

TFF: Tasa de fondos federales

tn.: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCI: Utilización de la capacidad instalada

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

Vol.: Volumen

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima

Reconquista 266
(C1003ABF) Buenos Aires
República Argentina
www.bcra.gob.ar



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA