

# **Informe de Política Monetaria**

Febrero de 2021



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# **Informe de Política Monetaria**

Febrero de 2021

## 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 evaluación y perspectivas del Banco Central 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 y empleo, sector externo, finanzas públicas, precios y política monetaria.*

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 25 de febrero de 2021.

# Contenidos

**Pág. 4** | **1. Política Monetaria: evaluación y perspectivas**

**Pág. 7** | **2. Contexto Internacional**

**Pág. 21** | **3. Actividad Económica y Empleo**

Pág. 32 | *Apartado 1 / El empleo y la actividad sectorial en los tiempos del COVID-19*

**Pág. 36** | **4. Sector Externo**

Pág. 44 | *Apartado 2 / Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas*

Pág. 48 | *Apartado 3 / Las elasticidades del comercio exterior en Argentina (2004-2019)*

**Pág. 52** | **5. Finanzas Públicas**

**Pág. 62** | **6. Precios**

**Pág. 71** | **7. Política Monetaria**

Pág. 81 | *Apartado 4 / La dinámica del circulante en poder del público en tiempos de pandemia*

**Pág. 85** | **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](mailto: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.*

## **Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación**

El uso de un lenguaje que no discrimine y que permita visibilizar todas las identidades de género es un compromiso institucional del Banco Central de la República Argentina. A su vez quienes hemos realizado esta publicación reconocemos la influencia del lenguaje sobre las ideas, los sentimientos, los modos de pensar y los esquemas de valoración.

En este documento se ha procurado evitar el lenguaje sexista y binario. Sin embargo, a fin de facilitar la lectura no se incluyen recursos como "@" o "x".

# 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

A un año de la irrupción de la pandemia de COVID-19 y pese a los importantes avances científicos logrados para combatirla, todavía se desconoce cuándo el mundo podrá finalmente superarla y alcanzar la nueva “normalidad”.

En este marco global de incertidumbre, la economía argentina siguió avanzando firmemente en el proceso de normalización durante los últimos meses. Cada vez más sectores retomaron sus actividades, implementando protocolos para evitar una aceleración en el ritmo de contagios. La evolución sanitaria y los estímulos fiscales y monetarios sin precedentes facilitaron la recuperación económica iniciada en mayo y que se prolongó durante el resto del año. De este modo, en diciembre el PIB real se ubicó tan sólo 3% por debajo de su nivel prepandemia. El empleo y los salarios acompañaron el mayor dinamismo de la economía y, junto con el menor ahorro precautorio de los hogares, sostuvieron niveles más altos de gasto privado. En el cuarto trimestre de 2020 la inversión volvió a crecer a un ritmo superior al del consumo, vinculada a las actividades de construcción y, en menor medida, a la adquisición de equipo durable de producción.

La inflación en 2020 se redujo 17,7 p.p. respecto al año previo, ubicándose en 36,1% i.a. en diciembre. En los últimos meses del 2020 se concentraron algunos efectos que transitoriamente elevaron los niveles de inflación mensual. Entre ellos se destacaron el fuerte aumento de las carnes, en parte relacionado con los mayores costos de forraje asociados al precio internacional de las materias primas, y las actividades que estuvieron cerradas durante el ASPO y que ajustaron sus precios después de varios meses, cuando comenzaron a operar. Si bien la inflación de enero se mantuvo sin cambios respecto de diciembre, este combinó una moderación en la inflación núcleo con una aceleración de los precios regulados. Para los próximos meses se espera que continúe la tendencia decreciente en la inflación núcleo por el desvanecimiento de los efectos transitorios antes mencionados, dando lugar a una reducción en el nivel general de inflación. En este sentido, el BCRA continuará con su política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a consolidar el proceso gradual de baja en la tasa de inflación. A su vez, dado que en el mediano plazo siguen siendo objetivos centrales la acumulación de reservas y el mantenimiento del superávit externo, el BCRA procurará mantener el tipo de cambio real en un nivel competitivo, acorde a los fundamentos de la economía.

La paulatina recuperación de la actividad económica registrada en el segundo semestre de 2020 permitió una mejora en los ingresos tributarios y una reducción en el gasto público, esto último debido a la menor incidencia de las medidas extraordinarias de alivio a hogares y empresas afectadas por la pandemia. De este modo, el déficit fiscal de 2020 resultó sensiblemente menor al proyectado en la Ley de Presupuesto 2021. Por otra parte, los avances logrados por el Gobierno Nacional en el proceso de reconstrucción del mercado de deuda en moneda doméstica, tras la restauración de la sostenibilidad de la deuda pública, permitieron que el Tesoro Nacional pudiera financiar una mayor proporción de sus necesidades a través del mercado. Lo anterior posibilitó una disminución en los esfuerzos de asistencia financiera al Tesoro Nacional hacia el final del 2020 e incluso la cancelación de Adelantos Transitorios, al tiempo que en lo que va de 2021 no se

realizaron nuevas transferencias por parte del Banco Central. Asimismo, con el objetivo de proveer mayor liquidez y profundidad en el mercado de deuda soberana, el BCRA continuará interviniendo a través de operaciones de mercado abierto.

El menor sesgo expansivo de las políticas fiscal y monetaria en la segunda mitad del año pasado permitió que los agregados monetarios registraran un proceso de moderación. En efecto, desde julio el nivel de M2 respecto al PIB comenzó a descender gradualmente, acompañando el menor dinamismo de los medios de pago y la recuperación de la actividad económica. Así, el M2 terminó el año en torno al 14% del PIB, tan solo 0,9 p.p. por encima del promedio registrado entre 2010 y 2019. Por su parte, la Base Monetaria concluyó el año en un nivel equivalente a 7,4% del PIB, lo cual representa un valor 1,0 p.p. inferior al promedio del período 2010-2019. En ambos casos, los registros de fin de año se ubicaron en línea con lo proyectado en el último IPOM.

En la medida en que se vayan atenuando los riesgos asociados al COVID-19, la política monetaria seguirá enfocada en absorber los esfuerzos anticíclicos de manera de preservar los equilibrios monetario y financiero, asegurando las condiciones necesarias para que el proceso gradual de reducción de la tasa de inflación continúe.

La política de tasas de interés llevada adelante por el BCRA durante 2020 buscó un doble objetivo: proteger el ahorro en pesos y proveer financiamiento en condiciones favorables a las empresas, para compensar la significativa caída registrada en su facturación durante la pandemia. La política de fijación de tasas mínimas para las colocaciones a plazo dio lugar a una marcada expansión de los depósitos a plazo fijo en pesos a lo largo del año. El crecimiento promedio mensual de las colocaciones fue de 5% en el año, ritmo que se mantuvo en el primer mes del 2021. De este modo, en enero la tasa de expansión real interanual fue de 24,4% i.a., ubicándose levemente por encima de los valores máximos registrados entre 2004 y 2019. Puntualmente, en los últimos meses de 2020, las imposiciones denominadas en UVA y aquellas con tasa de interés variable en función del valor del dólar estadounidense (DIVA dólar) exhibieron un gran dinamismo, aunque su participación en el total es todavía relativamente acotada. Dado el carácter transitorio de la aceleración inflacionaria, la disponibilidad de instrumentos de ahorro con tasas variables en función de la inflación y del tipo de cambio, y la incertidumbre acerca de la evolución de la situación sanitaria de los próximos meses, la autoridad monetaria optó por mantener sin cambios las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria.

En lo que refiere a la política crediticia, el objetivo estructural del BCRA es la potenciación del crédito como herramienta de desarrollo productivo y tecnológico. La emergencia desencadenada por la pandemia requirió de una serie de medidas extraordinarias de estímulo al crédito para contener los efectos negativos sobre los ingresos de las familias y empresas. Las políticas llevadas adelante por el BCRA permitieron darle un rol contracíclico al crédito, que en el último mes del año alcanzó un nivel de 8,5% del PIB (1,4 p.p. por sobre el registro de fines de 2019).

La paulatina normalización de la economía permitió que el BCRA pudiera focalizar su política de asistencia crediticia a tasas de interés subsidiadas en los sectores más afectados. Sin embargo,

aún restan importantes desafíos vinculados a la evolución de la pandemia, que requerirán una política crediticia con capacidad de adaptarse rápidamente a las necesidades de una coyuntura dinámica y cambiante. Así, en octubre pasado el BCRA lanzó la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) que concentró en un único instrumento las financiaciones creadas por el BCRA para atender la emergencia y permitió adecuar las tasas de interés a niveles consistentes con las de política monetaria. Desde su implementación, la LFIP ha sido el vehículo utilizado para canalizar el crédito comercial. A finales de febrero esta línea acumulaba desembolsos por un total de \$295.940 millones, lo que implica un crecimiento en términos reales en torno a 200% respecto de finales de noviembre.

En lo que refiere a la política cambiaria, la estrategia de respuesta a la pandemia, en un contexto de limitado espacio fiscal y monetario debido a las restricciones preexistentes, dio lugar a ciertas tensiones en el mercado de cambios. La administración de dichas tensiones puso de manifiesto la relevancia de la política monetaria como instrumento de estabilización financiera y del sector externo. Las medidas cambiarias tomadas al inicio del cuarto trimestre de 2020 fueron complementadas con nuevas regulaciones cambiarias en los últimos meses. En igual sentido, se procura mantener un tipo de cambio competitivo a fin de evitar efectos no deseados sobre los flujos comerciales, los precios internos y la distribución del ingreso. Estas acciones le permitieron al BCRA reducir progresivamente la posición vendedora en el mercado de cambios, hasta tornarse comprador neto desde diciembre de 2020. Así, pese a finalizar el año con una caída en las Reservas internacionales, el BCRA logró revertir la tendencia el último mes del año.

En este contexto, de acuerdo con el artículo 42 de su Carta Orgánica, el BCRA dio a conocer los objetivos y planes para el año 2021 donde se compromete a seguir contribuyendo con la normalización del funcionamiento de la economía, en coordinación con la estrategia fiscal del Gobierno Nacional, a fin de sentar las bases macroeconómicas de un sendero de desarrollo económico con equidad social. A tal efecto, el Banco Central desarrollará su política monetaria, cambiaria, crediticia y financiera durante 2021 persiguiendo favorecer la normalización económica, construir un proceso que reestablezca la confianza en la moneda local, sostener el proceso gradual de desinflación, impulsar el equilibrio externo, profundizar la recuperación del crédito privado, preservar la estabilidad financiera, promover el desarrollo del mercado de capitales y propender a una mayor inclusión financiera<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ver detalle en: <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Institucional/OyP%202021.pdf>.

## 2. Contexto Internacional

El panorama económico global parece determinado por el balance entre "infecciones" (extensión de la pandemia y rebrotes) e "inyecciones" (campañas de vacunación y medidas de apoyo fiscal y monetario de los gobiernos). Desde el IPOM anterior, se extendieron los rebrotes de la pandemia, mientras el virus mutó hacia variantes aparentemente más contagiosas. En las últimas semanas, el ritmo de contagios se estaría moderando: cayó de casi 5 millones de casos nuevos por semana en el mundo a 2,3 millones a fines de febrero. A la vez, comenzaron las campañas de vacunación (92 países hasta ahora), con resultados preliminares alentadores, pero a un ritmo todavía lento.

La recuperación económica mundial perdió dinamismo desde el cuarto trimestre de 2020. Todas las proyecciones apuntan a que se mantenga este año, pero su intensidad está en duda: dependerá de si prima el impacto de la pandemia o el de las intervenciones sanitarias y económicas. Así, el Banco Mundial estima que la vacunación será más lenta, por lo que redujo sus pronósticos de crecimiento global a 4% en 2021. En tanto, el Fondo Monetario Internacional los incrementó (5,5%), esperando que se acelere la campaña de vacunación y continúen las medidas de apoyo.

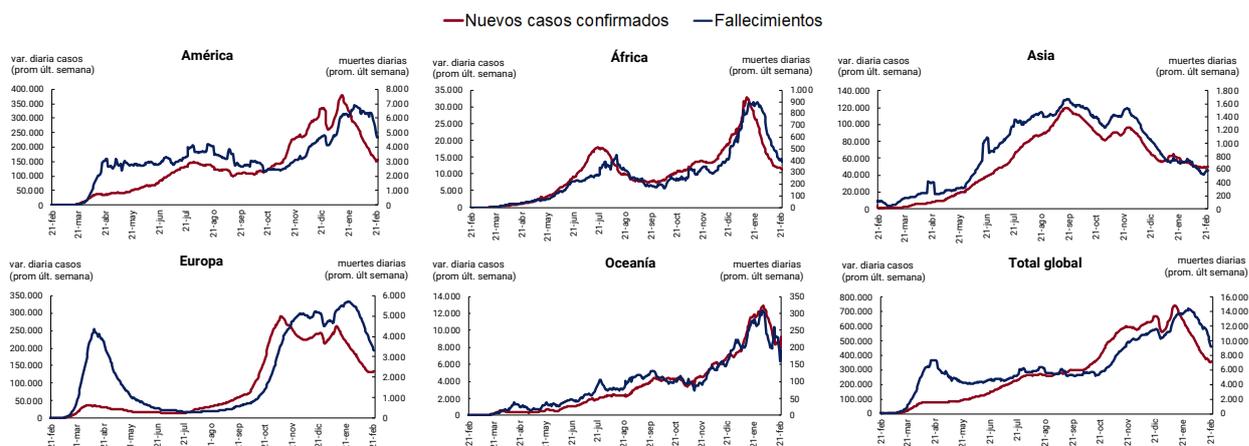
El escenario internacional continúa caracterizado por su alta incertidumbre. Las mayores incógnitas siguen centradas en la velocidad de las campañas de vacunación, qué tipo de inmunidad generarán las vacunas y si habrá mayor cooperación internacional para su distribución. También es incierta la continuidad de las respuestas de políticas monetaria y fiscal. Los paquetes fiscales anunciados recientemente en Estados Unidos y Japón y las posturas de los bancos centrales de los principales países avanzados moderarían este riesgo. Finalmente, ante la desconexión entre el auge de los mercados financieros y la marcha de la economía real, persiste el riesgo de correcciones bruscas de los precios de los activos y, por ende, nuevos eventos de salida de capitales desde los países emergentes.

### **2.1. Se extendieron los rebrotes de la pandemia y las restricciones a la movilidad, al tiempo que comenzaron las campañas de vacunación**

Al momento de la publicación del IPOM anterior ya habían comenzado a registrarse rebrotes de COVID-19 en varios países. Durante estos meses se extendieron a casi todos y siguió creciendo el promedio mundial de casos diarios: el pico se produjo hacia fines de enero, cuando se registraron unos 5 millones de casos nuevos por semana, los máximos desde el inicio de la pandemia. Desde entonces vienen cayendo, y a la fecha de esta publicación se registran unos 2,3 millones de casos nuevos por semana. El epicentro de los rebrotes se ubicó principalmente en Estados Unidos y el Reino Unido, aunque también hubo focos muy importantes en el resto de Europa (ver Gráfico 2.1). A la vez, el virus mutó y surgieron nuevas cepas en el Reino Unido, Sudáfrica, Brasil y Japón. La variante británica está presente en casi todos los países y se estima que es hasta un 70% más contagiosa (como la sudafricana) y mientras que la brasileña y la sudafricana serían más hábiles para evadir al sistema inmune, haciendo potencialmente menos eficaces a las vacunas desarrolladas hasta el momento.

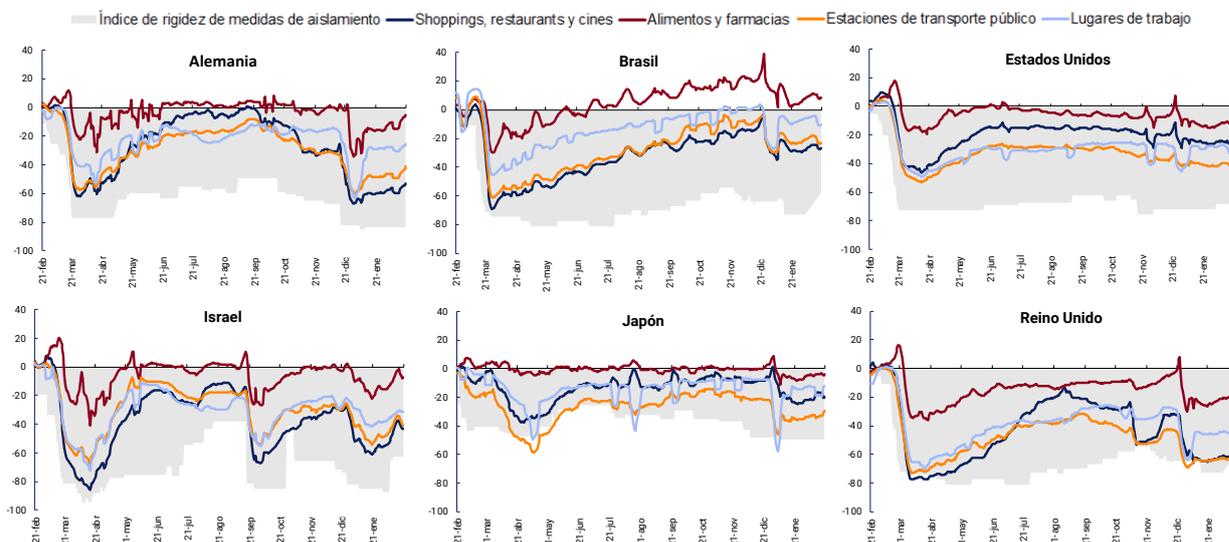
Frente a este escenario, la movilidad se ha reducido desde fines del año pasado; y los países han tendido a mantener o endurecer las medidas de contención (ver Gráfico 2.2).

**Gráfico 2.1 | Nuevos casos confirmados y fallecimientos por COVID-19 por continente por millón de habitantes (promedio móvil últimos 7 días)**



Fuente: BCRA en base a datos de Organización Mundial de la Salud.

**Gráfico 2.2 | Variación de la movilidad (prom. móvil 7 días) e índice de rigidez de medidas de distanciamiento social (-100 = máxima rigidez) de países seleccionados**

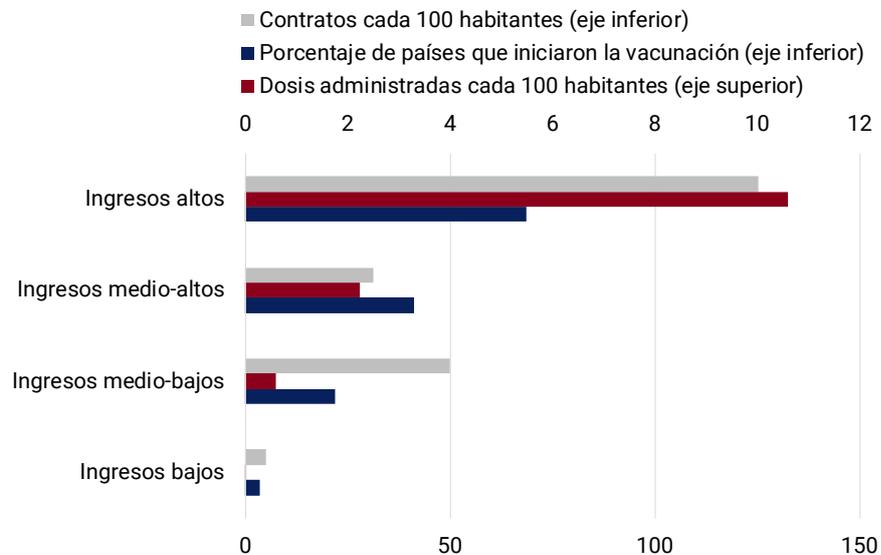


Fuente: BCRA en base a datos de Google Global Mobility Report y Blavatnik School of Government (Oxford University).

A mediados de diciembre pasado comenzaron las campañas de vacunación, y ya se están desarrollando en más de noventa países. Israel lidera, con la mitad de su población ya vacunada con al menos una dosis, mientras que el Reino Unido, Chile y Estados Unidos han acelerado sus campañas (un cuarto de la población vacunada con al menos una dosis en el Reino Unido, menos de un quinto en los otros dos países). Los países de menores ingresos tienen menor acceso a las vacunas: menos contratos y dosis aplicadas por habitante (ver Gráfico 2.3).

**Gráfico 2.3 | Vacunas contratadas y aplicadas por países según ingresos**

(datos al 23/02/2021)

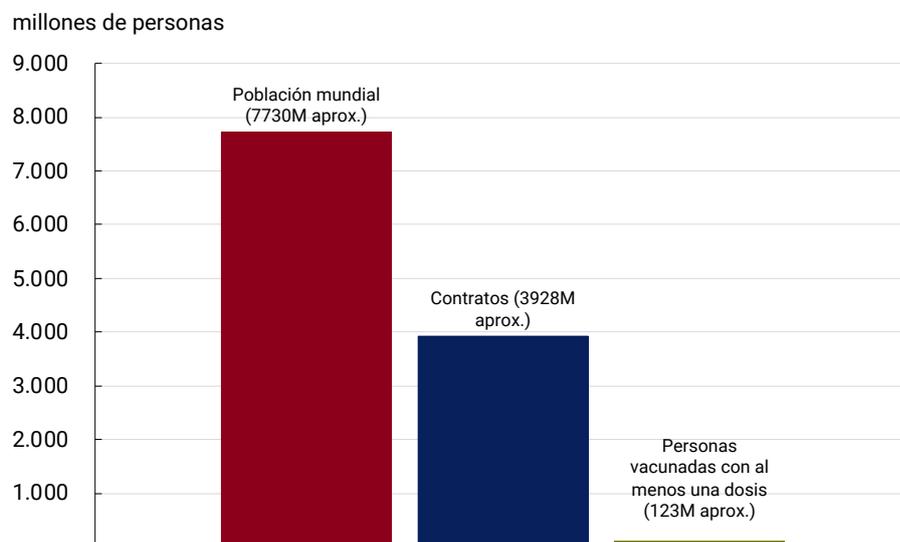


Fuente: BCRA en base a datos de Banco Mundial, Bloomberg y *Our World in Data*.

Como señalamos en el IPOM anterior, la logística de la vacunación es uno de los riesgos claves para la economía internacional en el corto plazo. Según la Organización Mundial de la Salud, aún si se lograran producir y aplicar todas las vacunas contratadas en 2021, se cubriría a menos de la mitad de la población mundial (ver Gráfico 2.4). De todas maneras, en ese caso se conseguiría una baja significativa de muertes si se priorizara vacunar a los grupos más vulnerables al virus.

**Gráfico 2.4 | Vacunas contratadas y aplicadas**

(datos al 23/02/2021)



Fuente: BCRA en base a datos de *Our World in Data* y Bloomberg.

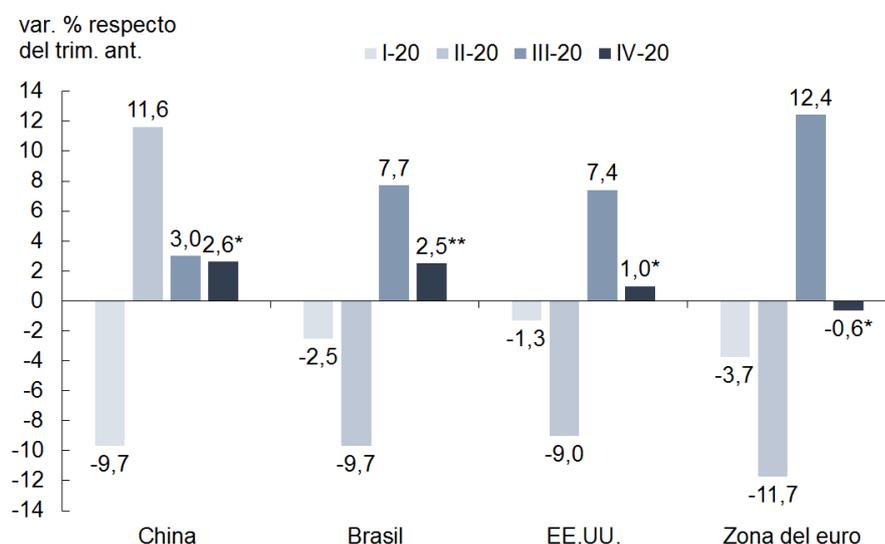
El éxito de las vacunas en contener la enfermedad dependerá de tres factores. El primero es la velocidad de las campañas. El inicio fue más lento que lo planeado, aunque el ritmo de vacunación mundial se acelera a medida que más países comienzan a vacunar y se estudian estrategias alternativas. Ellas incluyen posponer la segunda dosis (para tener más vacunas disponibles para dar primeras dosis a un grupo mayor de personas) o administrar medias dosis (reduciendo el principio activo, pero manteniendo la efectividad). En segundo lugar, depende del desempeño de las vacunas ante las nuevas cepas: los laboratorios están realizando estudios sobre la efectividad de las vacunas ya existentes y desarrollando mejoras para enfrentarlas. Finalmente, el éxito en la contención dependerá de si las vacunas, además de evitar el desarrollo de la enfermedad, evitan la transmisión del virus.

## 2.2. Se prevé una recuperación de la economía en 2021 con algunas señales de debilidad en el inicio del año

En el tercer trimestre del año pasado la economía global registró una fuerte recuperación impulsada por las medidas de estímulo fiscal y monetario y la flexibilización de las cuarentenas en muchos países. Sin embargo, en el cuarto trimestre la recuperación perdió intensidad: esto es esperable de una fase alcista tras una recesión profunda, pero también se debe a los rebrotes de la enfermedad y la reimplantación de restricciones a la movilidad en varios países, particularmente en los avanzados.

Los principales socios comerciales de la Argentina reflejaron esta dinámica. Luego de la fuerte expansión del tercer trimestre, Brasil y Estados Unidos crecieron a un menor ritmo en el último trimestre de 2020, mientras que la zona del euro mostró una caída trimestral (-0,6% sin estacionalidad; ver Gráfico 2.5). China, luego de la marcada recuperación en el segundo trimestre del año, creció en torno a 3% trimestral (sin estacionalidad) en el tercer y cuarto trimestre. Este desempeño convirtió al país asiático en la única de las mayores economías globales que registró una expansión del PIB durante 2020 (+2,3% anual según el FMI).

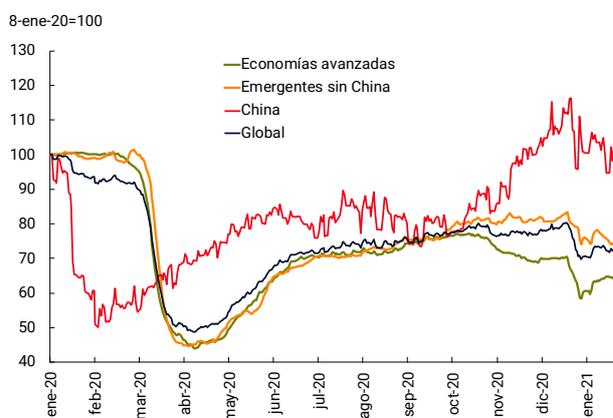
**Gráfico 2.5 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina (sin estacionalidad)**



\* Adelantos de PIB. \*\* Pronóstico de analistas de mercado.  
Fuente: Institutos oficiales de estadísticas y Bloomberg.

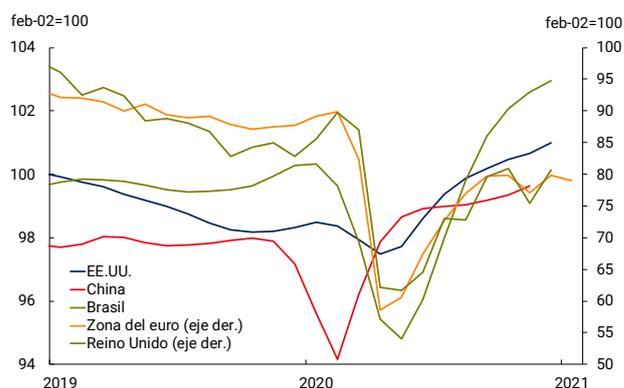
Los datos de alta frecuencia y los indicadores prospectivos también reflejan señales de debilidad en la actividad económica global en los últimos meses. Estos desarrollos se están dando principalmente en los sectores de servicios en los países avanzados. Así, el indicador diario de actividad de Bloomberg registró una tendencia a la baja desde noviembre de 2020 en los países avanzados, con mayor énfasis en Europa y Japón (ver Gráfico 2.6).<sup>2</sup> Si bien las series muestran el impacto de las vacaciones de fin de año por las fiestas, en el comienzo de 2021 siguieron evidenciando, en promedio, menores niveles de actividad. En China también se observó cierta retracción del indicador en el inicio del año, cortando la tendencia creciente que venía mostrando desde octubre del año pasado. Las ventas minoristas de los países avanzados también se vieron afectadas en los últimos meses de 2020 (ver Gráfico 2.7). Por otra parte, las encuestas a gerentes de compras (*Purchasing Managers' Indexes*, PMI) evidenciaron un menor optimismo a nivel global en noviembre, diciembre y enero, que afectó en mayor medida al sector de servicios (ver Gráfico 2.8). La mayor resiliencia del sector industrial que se observa en estas encuestas se confirma con la firmeza que mostró la producción industrial sobre el final del año pasado (ver Gráfico 2.9).

**Gráfico 2.6 | Indicador diario de actividad**



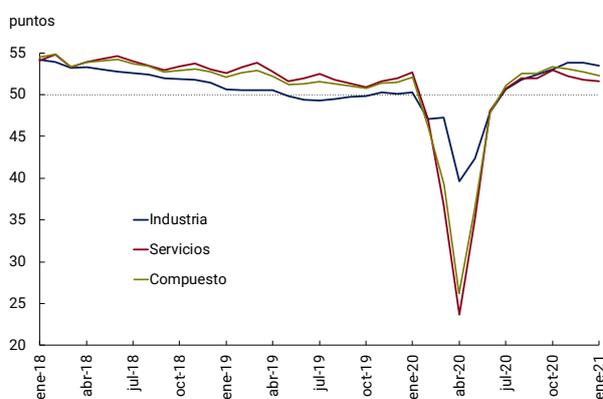
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 2.7 | Ventas minoristas (sin estacionalidad)**



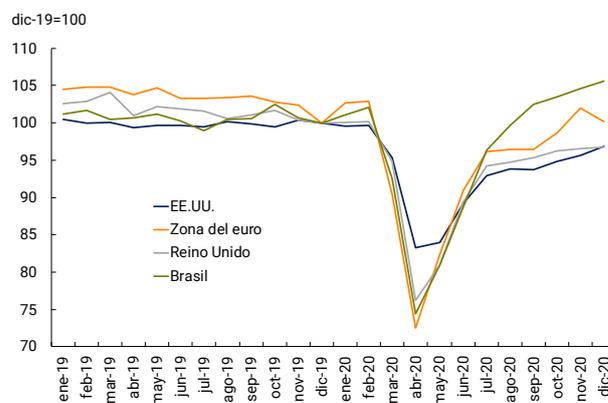
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Reserva Federal de St. Louis.

**Gráfico 2.8 | PMI Global**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

**Gráfico 2.9 | Producción industrial**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Reserva Federal de St. Louis.

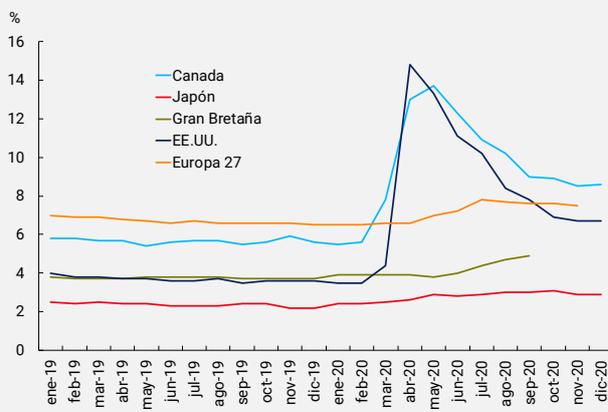
<sup>2</sup> Este indicador se construye en base a información vinculada a la actividad económica y que está disponible con frecuencia diaria como indicadores de movilidad de Google, uso de peajes, demanda de electricidad, índices de mercados financieros y de gasto con tarjetas de crédito y débito.

## Recuadro. La pandemia y los mercados laborales en el mundo

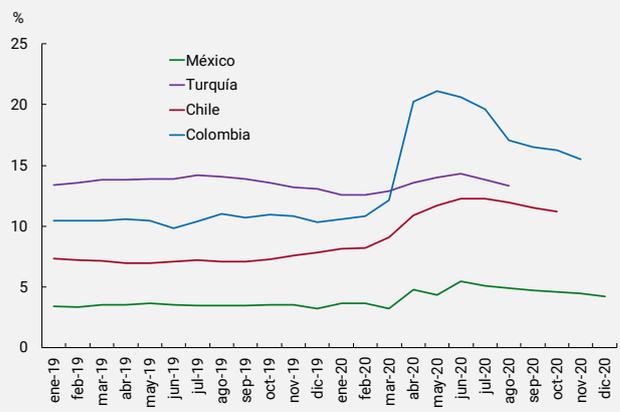
El desempleo global también acusó el impacto de la pandemia. Los países con los mercados laborales más flexibles (Canadá, Estados Unidos y Colombia), que habían sufrido una suba fuerte con el inicio de las restricciones a partir de marzo del año pasado, fueron también los que tuvieron una recuperación más marcada (ver Gráfico 2.10). De todas maneras, en todos los países la tasa de desempleo parece haberse estabilizado en un escalón mayor.

Una mirada más profunda puede mostrarnos la gravedad de la situación del empleo global. Según un informe reciente de la Organización Internacional del Trabajo (OIT)<sup>3</sup>, en 2020 se perdieron 8,8% de horas de trabajo con respecto al cuarto trimestre del 2019, aproximadamente cuatro veces más que durante la crisis financiera mundial de 2009. A nivel mundial, 81 millones de personas quedaron fuera de la fuerza laboral, lo que representa una caída en la tasa de actividad de 2,2 puntos porcentuales en 2020, llegando a 58,4%. A pesar de que para este año se espera una recuperación del empleo, en el escenario base de la OIT seguirá habiendo un déficit de empleos, con un 3% menos de horas trabajadas con respecto al cuarto trimestre del 2019.

**Gráfico 2.10 | Evolución del desempleo**



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.



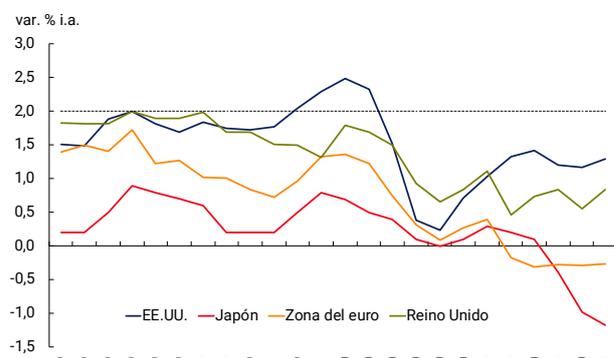
Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

La inflación continuó evolucionando por debajo de 2% anual en los principales países avanzados, incluso con registros de deflación en la zona del euro y en Japón (ver Gráfico 2.11a). Ello se debió en parte a los elevados niveles de capacidad ociosa y la caída del precio del petróleo de la primera parte del año. En los países emergentes, la inflación cayó con el impacto de la pandemia, pero en la mayor parte de los casos se mantuvo dentro o cerca de los rangos meta de los bancos centrales (una excepción fue Turquía; ver Gráfico 2.11b). En los últimos meses se observa un comportamiento más heterogéneo de los precios minoristas, con algunas economías emergentes registrando deflaciones (Tailandia, China y Malasia) y otras, tasas de inflación crecientes (Turquía, Rusia, Filipinas, Brasil y Perú).

<sup>3</sup> ILO Monitor: COVID-19 and the world of work. Seventh edition. 25 de enero de 2021.

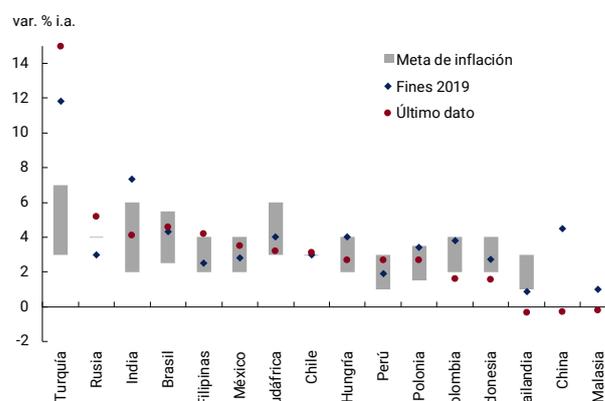
## Gráfico 2.11 | Inflación minorista en países avanzados y emergentes

### a. Países Avanzados



Fuente: BCRA en base a datos de FMI, bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

### b. Países Emergentes



En los próximos meses, el panorama económico estará determinado en gran medida por el balance entre "infecciones" (extensión de la pandemia y rebrotes) e "inyecciones" (campañas de vacunación y medidas de apoyo fiscal y monetario de los gobiernos). En este contexto, los organismos internacionales revisaron sus proyecciones de crecimiento para este año, manteniendo un escenario de recuperación, aunque con alguna debilidad en el crecimiento prevista en el primer trimestre del año, principalmente en los países avanzados. El Banco Mundial estimó una vacunación más lenta, por lo que redujo a 4% anual su pronóstico de crecimiento para 2021. En tanto, el FMI lo elevó a 5,5% anual, esperando que se acelere la campaña de vacunación y que continúen las medidas de apoyo de los gobiernos (ver el Cuadro 2.1).

### Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas

	2019 (FMI)	Banco Mundial				FMI				Otras fuentes	
		Proyecciones enero 2021 2020	Proyecciones junio 2021 2021	Diferencia con proy. junio 2021 2020	Diferencia con proy. junio 2021 2021	Proyecciones enero 2021 2020	Proyecciones junio 2021 2021	Diferencia con proy. junio 2021 2020	Diferencia con proy. junio 2021 2021	2020	2021
<b>PIB Mundial</b>	2,8	-4,3	4,0	0,9	-0,2	-3,5	5,5	0,9	0,3		
<b>Economías avanzadas</b>	1,6	-5,4	3,3	1,6	-0,6	-4,9	4,4	0,9	0,5		
Estados Unidos	2,2	-3,6	3,5	2,5	-0,5	-3,4	5,1	0,9	2,0	-2,4	4,2
Zona del euro	1,3	-7,4	3,6	1,7	-0,9	-7,3	4,2	1,0	-1,0	-7,3	3,9
<b>Mercados emergentes y eco. en desarrollo</b>	3,6	-2,6	5,0	-0,1	0,4	-2,5	6,3	0,8	0,3		
China	6,0	2,0	7,9	1,0	1,0	2,3	8,1	0,4	-0,1	1,8	8,0
América Latina y el Caribe	0,2	-6,9	3,7	0,3	0,9	-7,4	4,1	0,7	0,5		
Brasil	1,4	-4,5	3,0	3,5	0,8	-4,5	3,6	1,3	0,8	-4,4	3,5

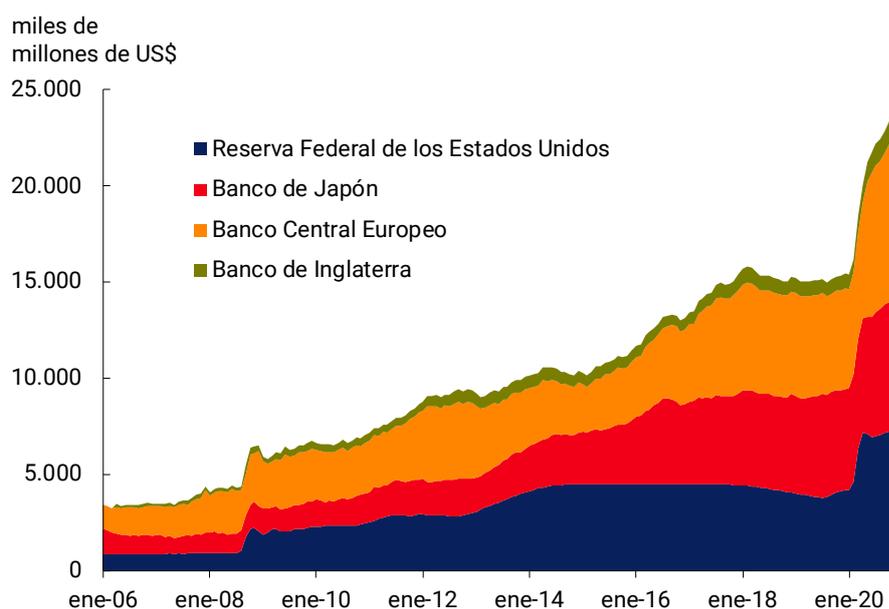
Fuente: Banco Mundial y FMI (WEO). Para "Otras fuentes" los datos surgen para EE.UU. de la Reserva Federal, para la zona del euro del Banco Central Europeo, para Brasil de la encuesta Focus del Banco Central de Brasil y para China de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

## 2.3. El rebrote de las infecciones y la reimplantación de medidas restrictivas llevaron al mantenimiento de las políticas de apoyo

Los gobiernos y los bancos centrales han sostenido las políticas de apoyo puestas en marcha en respuesta a la crisis. Ante las señales de debilidad de la actividad económica y la inflación claramente por debajo de las metas, los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés en valores

mínimos y continuaron con los programas de expansión cuantitativa. Algunos han anunciado la ampliación de sus programas de compra de activos (en la zona del euro, Reino Unido y Japón). Los activos de estos bancos centrales volvieron a alcanzar niveles récord, tanto en términos nominales como en proporción del PIB (ver Gráfico 2.12). El activo de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) llegó a 36% del PIB, el del Banco Central Europeo a 67%, el del Banco de Japón a 137%, y el del Banco de Inglaterra a 47%, acumulando incrementos de entre 16% y 33% del PIB desde febrero del año pasado.

**Gráfico 2.12 | Activos totales de los bancos centrales del G4**



Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos bancos centrales.

Al mismo tiempo, en la comunicación de la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), estos bancos centrales continuaron señalando que mantendrán el sesgo expansivo hasta que, en términos generales, la inflación alcance su nivel objetivo de manera clara y sostenible (ver el Recuadro para apreciar más detalles sobre las condiciones de continuidad del *forward guidance* en cada país).

### **Recuadro. Orientación futura de la política monetaria en los bancos centrales de los principales países avanzados**

En los últimos comunicados de política monetaria, los bancos centrales de los países avanzados vienen anunciando las condiciones por las cuales podrían modificar el sesgo de su política, con algunos matices en cuanto a los factores que dispararían los cambios.

Estados Unidos (Reserva Federal): consistente con el cambio reciente en el marco de política monetaria (ver el IPOM de noviembre de 2020), las tasas de interés se mantendrán en el rango actual hasta que las condiciones del mercado laboral alcancen el nivel de máximo empleo y que la inflación se ubique moderadamente por encima del 2% durante un período sostenido.

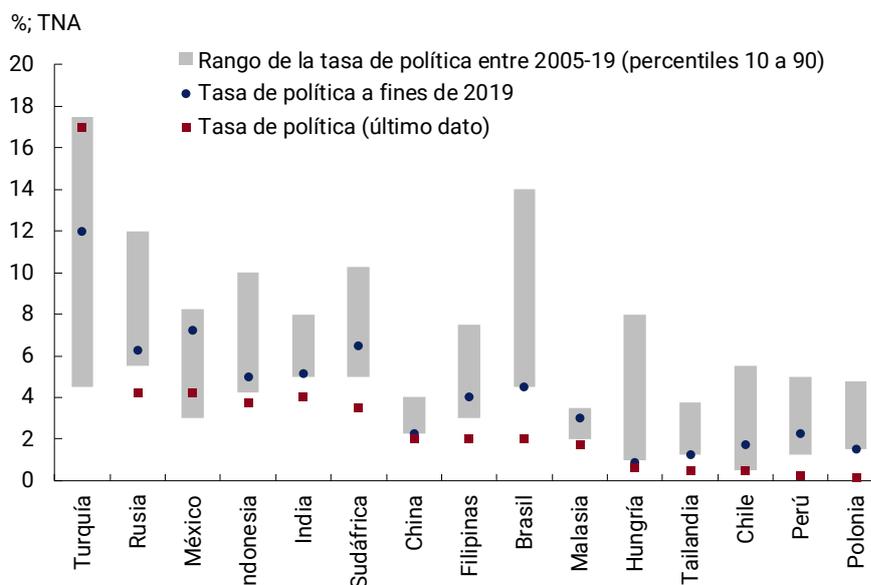
Zona del euro (Banco Central Europeo): las tasas de interés de referencia se mantendrán en su nivel actual o podrán ser menores hasta que el panorama de la inflación converja claramente a un nivel lo suficientemente cercano (pero por debajo) del 2%.

Reino Unido (Banco de Inglaterra): no se aplicará una política monetaria restrictiva hasta que haya una clara evidencia de una significativa reducción de la capacidad instalada ociosa y que se alcance la meta de inflación de 2% de manera sostenible.

Japón (Banco de Japón): continuará la expansión de la base monetaria hasta que el aumento interanual de los precios al consumidor (sin alimentos frescos) exceda el 2% y se mantenga por encima de esta meta de manera estable.

En los países emergentes, el ciclo de reducción de tasas de interés parece haberse frenado en los últimos meses, con la mayor parte de los bancos centrales manteniendo sin cambios sus tasas de referencia desde octubre. Las tasas de interés se encuentran en mínimos históricos para la mayor parte de los países luego de las reducciones realizadas durante el año pasado (ver Gráfico 2.13). Algunos de estos bancos centrales también continuaron aplicando medidas no convencionales de política monetaria. La reciente suba de las expectativas de inflación provenientes de encuestas y de indicadores del mercado de bonos parecen señalar que el actual sesgo de la política monetaria se mantendrá en los próximos meses con los mercados previendo posibles subas recién en un horizonte de uno a dos años.

**Gráfico 2.13 | Tasas de interés de referencia en países emergentes seleccionados**



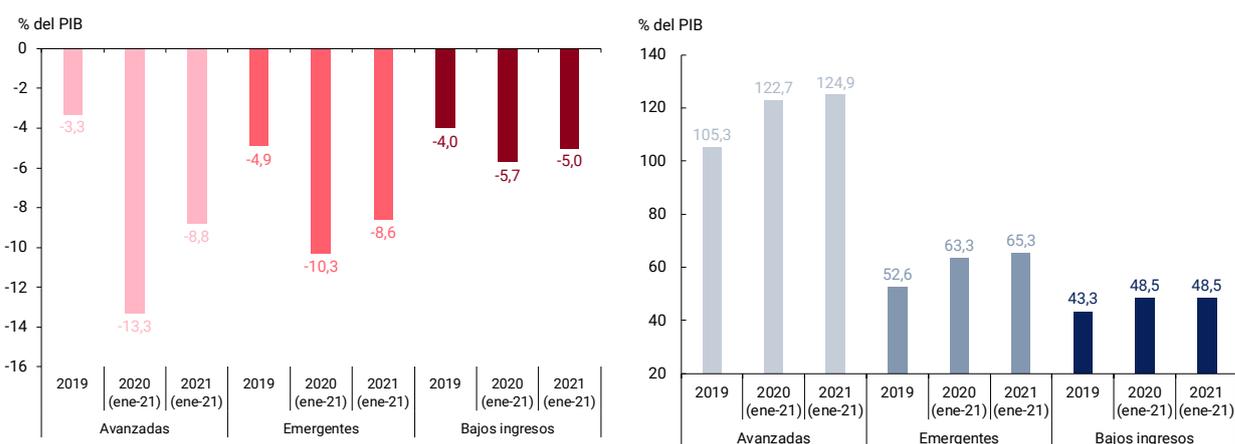
Fuente: BCRA en base a datos de FMI y bancos centrales.

Una excepción a esta tendencia fue el Banco Central de Turquía. Frente a una crisis cambiaria y con la inflación aumentando por el traspaso a precios de las subas del tipo de cambio, incrementó su tasa de referencia varias veces desde septiembre del año pasado. Asimismo, la inflación creciente en los últimos meses en Brasil llevó al banco central de ese país a eliminar la orientación futura de su política expansiva que había sido incorporada a partir de agosto del año pasado. De todas formas, las autoridades monetarias señalaron que esto no implicará un aumento automático de la tasa de interés de referencia, ya que a su juicio las condiciones económicas imponen todavía la necesidad de mantener el estímulo monetario.

Varios países sostuvieron o continuaron expandiendo las medidas fiscales de apoyo a empresas y hogares (principalmente en Australia, Canadá, Francia, Alemania, India, Indonesia, Japón, España, Reino Unido y Estados Unidos). Según los datos del FMI, entre septiembre y diciembre del año pasado la respuesta global de la política fiscal se incrementó en US\$2,2 billones, hasta llegar a los US\$14 billones (13,5% del PIB global).

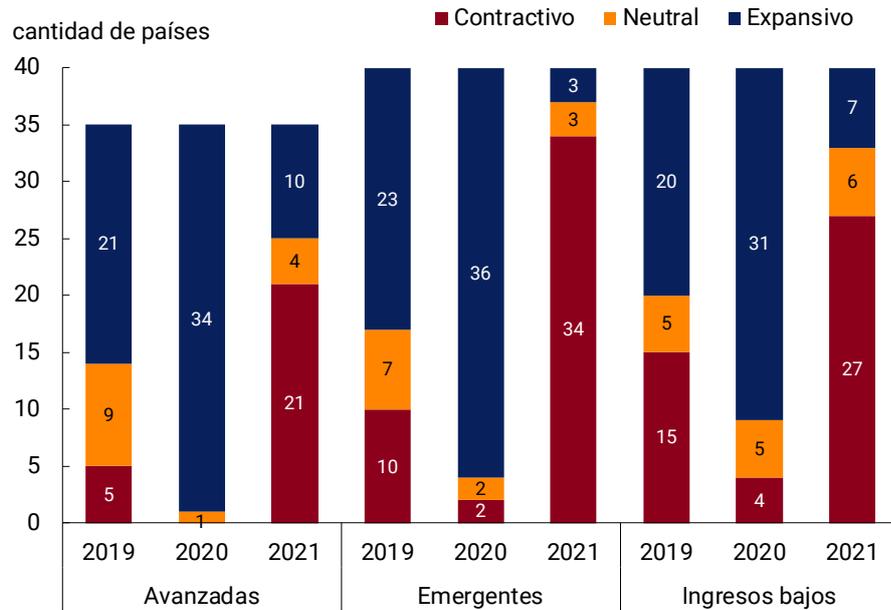
Estas medidas de estímulo, junto con el impacto de la crisis en los ingresos fiscales y en algunos gastos (como los seguros de desempleo), llevaron a un fuerte incremento del déficit fiscal y de la deuda pública durante el año pasado en la mayor parte de los países. Así, el FMI estimó un aumento del déficit fiscal global de 8 puntos porcentuales del PIB y de la deuda pública mundial de 14 puntos porcentuales del PIB en 2020 con respecto a 2019 (hasta alcanzar -11,8% y 98% del PIB, respectivamente). Las economías más avanzadas presentaron un mayor deterioro de sus cuentas públicas y un mayor aumento de la deuda pública frente a sus pares emergentes y de bajos ingresos, ante el espacio de política más holgado con el que cuentan, con déficits que en algunos casos se acercaban a un quinto del PIB (como en Canadá y Estados Unidos; ver Gráfico 2.14).

**Gráfico 2.14 | Resultado financiero (izquierda) y deuda pública bruta (derecha)**



Se prevé que este año la mayoría de los países experimenten déficits fiscales menores a medida que los ingresos aumenten y algunos gastos disminuyan automáticamente con la recuperación y caduquen las medidas relacionadas con la pandemia (ver Gráfico 2.14). En efecto las medidas de sesgo fiscal estimadas por el FMI, que intentan "limpiar" los efectos del ciclo económico sobre las cuentas públicas, muestran a una gran cantidad de países con un sesgo contractivo de su política fiscal en 2021 (ver Gráfico 2.15).

**Gráfico 2.15 | Sesgo de la política fiscal**



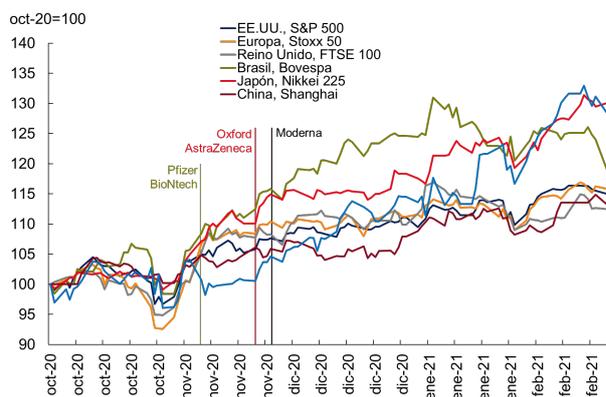
Fuente: Monitor Fiscal, FMI.

Con la economía global operando aún por debajo de los niveles de prepandemia y la incertidumbre sobre la recuperación, resulta clave la continuidad de las medidas de estímulo fiscal hasta que la recuperación esté firmemente en marcha, como vienen remarcando los organismos internacionales (G20, FMI, Banco Mundial, BIS, OCDE, entre otros). Los paquetes fiscales adicionales aprobados en Japón y Estados Unidos a fines del año pasado y el anuncio de un paquete adicional de US\$1,9 billones (9% del PIB) en enero de este año por parte del nuevo presidente norteamericano, que está siendo discutido en el Congreso, van en esa dirección. Los países avanzados cuentan con un mayor espacio de política para mantener el sesgo fiscal expansivo si el panorama económico requiriera un mayor estímulo. Distinta es la realidad de los países emergentes y en desarrollo, en los que la sostenibilidad de la deuda restringiría el margen de acción de sus gobiernos durante este año.

## 2.4. Mercados financieros

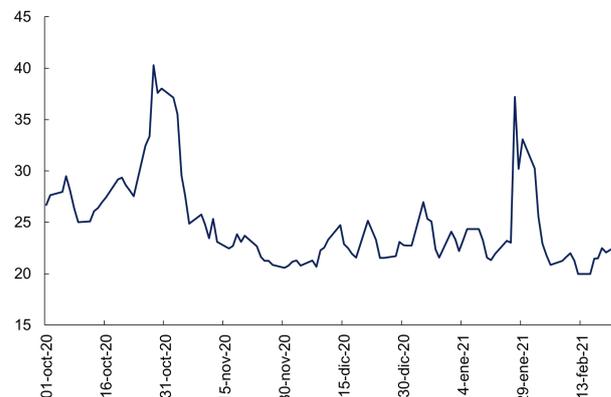
Los mercados financieros continuaron con un desempeño positivo, especialmente en renta variable. Impulsadas por las noticias favorables de las vacunas y los estímulos fiscales y monetarios, las bolsas continuaron subiendo y quebrando récords. Desde el cierre del IPOM anterior el S&P 500 subió un 19%, mientras que el Stoxx europeo trepó un 25% (ver Gráfico 2.16). Las subas fueron considerablemente mayores en las acciones tecnológicas, el índice FANG tuvo un alza de 34% en el mismo período. Los aumentos de las cotizaciones en los Estados Unidos se dieron con un componente importante de especulación mediante opciones: con un mayor volumen diario operado y creciente participación de inversores individuales, incrementando la vulnerabilidad ante cambios súbitos en los mercados.

**Gráfico 2.16 | Índices accionarios**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

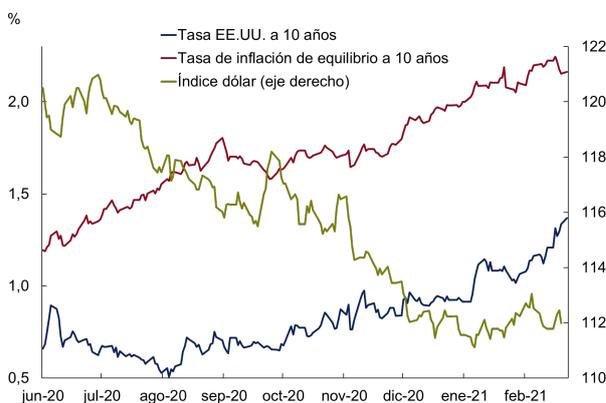
**Gráfico 2.17 | Índice vix (volatilidad)**



Fuente: Bloomberg.

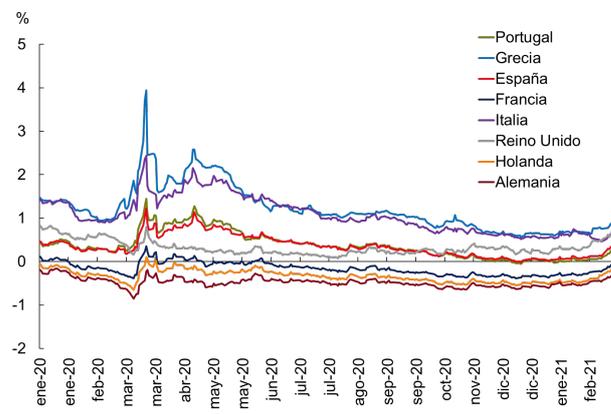
Otros factores del mercado bursátil de los Estados Unidos darían cuenta de un mayor componente especulativo en las subas. La pandemia habría generado un incremento del ahorro precautorio, junto con los fondos disponibles a partir del apoyo monetario y fiscal: en los Estados Unidos, una parte sustancial de los ahorros de las familias se destina a las acciones. Además, el auge de agentes bursátiles que no cobran comisiones para operar, y hasta el cierre de deportes y casinos, se mencionan como factores que pueden haber impulsado la compra de acciones. En una reciente encuesta de la Reserva Federal de Nueva York, el 44,5% de los que respondieron dijeron que gastarían o invertirían un aumento de ingreso inesperado del 10%. El breve pero intenso episodio de volatilidad a fines de enero también abona esta preocupación (ver el Gráfico 2.17).

**Gráfico 2.18 | Rendimiento de los títulos públicos en Estados Unidos e índice dólar**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Reserva Federal de los EE.UU.

**Gráfico 2.19 | Rendimientos de títulos públicos europeos a 10 años**



Fuente: Bloomberg.

Las tasas de interés de mediano y largo plazo de los países avanzados han comenzado a subir, especialmente en los Estados Unidos; mientras que en varios países europeos aún se encuentran en valores negativos (ver Gráficos 2.18 y 2.19). Una de las tasas de referencia del mercado, la del bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, se encuentra en 1,37%, 53 p.b. por encima del cierre del IPOM anterior. La suba ha sido limitada hasta ahora, pero si fuera mayor podría tener efectos sobre los demás activos financieros globales. Los mercados esperan mayor crecimiento y también mayor inflación en Estados

Unidos, como se puede ver en la tasa de inflación de equilibrio a 10 años (es la diferencia entre la tasa del bono del Tesoro a 10 años y la tasa del bono indexado por inflación con la misma duración). En tanto, los diferenciales entre tasas a largo y corto plazo continuaron subiendo: la diferencia entre la tasa a 30 años y la tasa a 5 años es la mayor en seis años (ver Gráfico 2.20).

**Gráfico 2.20 | Diferenciales de tasas de bonos del Tesoro de los Estados Unidos**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Con tasas de interés de largo plazo subiendo más en los Estados Unidos que en el resto de los países avanzados, se plantea el riesgo de que los capitales fluyan marginalmente hacia el primero y el dólar se aprecie; de hecho, el dólar ha dejado de depreciarse en las últimas semanas (ver Gráfico 2.18). Los flujos de capitales hacia Latinoamérica, por ejemplo, están correlacionados negativamente con la tasa de interés a 10 años de Estados Unidos (ver [Apartado 1 / Suba de tasas de interés en los EE.UU. y flujos de capitales: ¿qué impacto tendría en Latinoamérica?](#) del IPOM de abril de 2017).

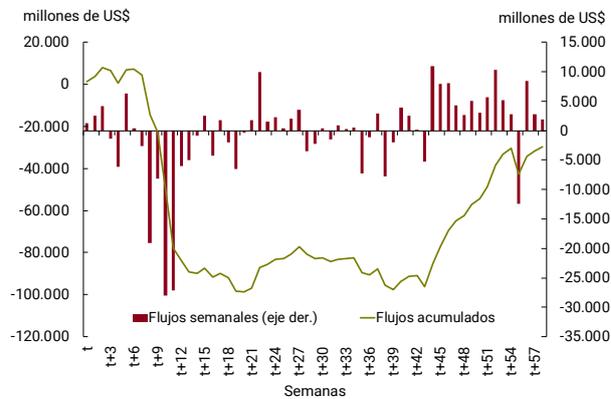
Muchos analistas siguen señalando que los precios de los activos están en un nivel que puede no ser sostenible. Otros destacan que no sólo las tasas de interés de corto plazo (usadas para descontar los flujos y valorar los activos) están bajas, sino que se espera que las mismas continúen así por largo tiempo. Los inversores también parecen apostar al respaldo de medidas fiscales o monetarias ante nuevos contratiempos. En estas condiciones, se está ante el riesgo de una corrección de precios.

Los precios de las materias primas continúan recuperándose luego del impacto sufrido por la crisis (ver [Apartado 2 / Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas](#)).

Los flujos de capitales hacia países emergentes continuaron elevados en los últimos meses, aunque aún no han logrado recuperar el monto de la salida que se dio durante el año pasado, en los momentos de mayor tensión financiera. Desde comienzos de año los flujos acumulados hacia emergentes llegan a US\$24 mil millones, mientras que desde el cierre del IPOM anterior suman US\$80 mil millones. No obstante, en la última semana de enero se registró una salida, coincidente con un período de mayor volatilidad financiera (ver Gráfico 2.21). En este contexto, las colocaciones de deuda de mercados emergentes, tanto de emisores soberanos

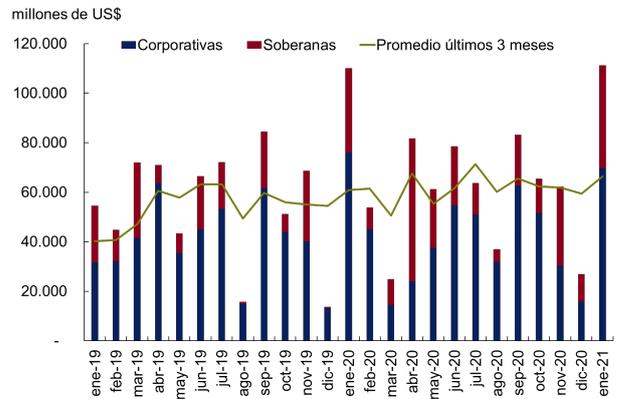
como corporativos, continúan elevadas, con varios países que han aprovechado el buen contexto para adelantar la colocación de sus títulos (ver Gráfico 2.22).

**Gráfico 2.21 | Flujos de capitales acumulados desde el inicio de crisis**



Fuente: BCRA en base a datos de *Institute of International Finance*.

**Gráfico 2.22 | Colocaciones de deuda en países emergentes**



Fuente: BCRA en base a datos de *Bloomberg*.

En resumen, la recuperación de la economía mundial prosigue, pero está sujeta a diversos riesgos. El principal se vincula con la carrera entre rebrotes y campañas de vacunación. Las mayores incógnitas siguen concentradas en la velocidad de las campañas, qué tipo de inmunidad generarán las vacunas (en particular frente a la aparición de nuevas cepas del virus) y si habrá mayor cooperación internacional para su distribución. Otro factor de incertidumbre se concentra en la efectividad y continuidad de las respuestas de política monetaria y fiscal. Los paquetes fiscales anunciados en los últimos meses del año pasado y a principios de este año en Estados Unidos y Japón y las posturas de los bancos centrales de los principales países avanzados van en la dirección de morigerar este riesgo. Finalmente, la desconexión entre el auge de los mercados financieros y la marcha de la economía y los riesgos de insolvencia del sector privado y público, podrían derivar en correcciones bruscas de los precios de los mercados; en sentido similar operaría una suba ulterior de las tasas de interés de mediano y largo plazo en los Estados Unidos. De materializarse, pueden derivar en una apreciación global del dólar y salidas de capitales desde los países emergentes.

### 3. Actividad Económica y Empleo

La actividad continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2020 a partir de la evolución favorable de la pandemia y el control de la situación sanitaria, que permitió la habilitación de gran parte de las actividades y el levantamiento de las restricciones a la movilidad social en todo el territorio nacional. La demanda interna mantuvo su recuperación tanto por Consumo privado como por Inversión, en un contexto en que la demanda externa fue débil.

La reactivación fue significativa, aunque heterogénea entre sectores, con algunas actividades ya operando en niveles cercanos a los de prepandemia. Asimismo, fue acompañada por un aumento del empleo privado independiente y de los asalariados informales. En este contexto, el Gobierno Nacional pudo ir moderando las políticas extraordinarias de sostenimiento de ingresos y profundizar su esfuerzo en medidas para dinamizar ciertos sectores productivos clave en la generación de empleo y divisas.

La suba transitoria de los casos por COVID-19 a nivel país observada entre fines del año anterior y principios de este no derivó en un aumento significativo de los ingresos a terapia intensiva, llevando al Gobierno Nacional a no disponer de nuevas restricciones de magnitud a la movilidad de personas o actividades. Los indicadores adelantados permiten anticipar que la recuperación de la actividad habría continuado durante el primer trimestre de 2021.

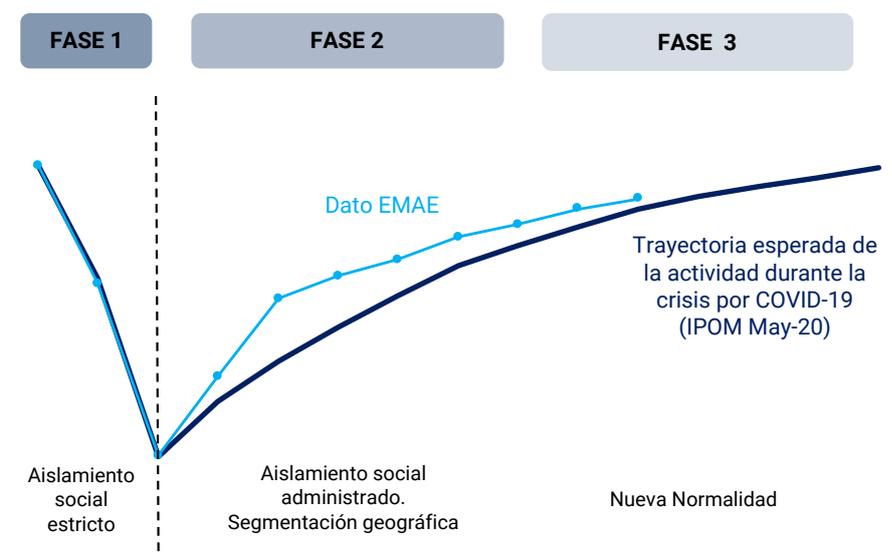
El BCRA prevé que la economía continúe transitando durante 2021 el sendero de crecimiento en un contexto internacional favorable con altos precios de las materias primas y bajas tasas de interés. No obstante, persiste un foco de incertidumbre asociado a la evolución de la pandemia.

#### **3.1. En el cuarto trimestre de 2020 la economía se recuperó a un ritmo superior al previsto en el IPOM anterior, dejando un piso de crecimiento más elevado para este año**

La actividad continuó en aumento en el último trimestre de 2020, de acuerdo la evolución favorable de la pandemia y el control de la situación sanitaria, que permitió la habilitación de gran parte de las actividades y el levantamiento de las restricciones a la movilidad social en todo el territorio nacional. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) se ubicó en diciembre un 3% por debajo de su nivel de febrero, mes previo a la propagación del COVID-19 en el país, dejando un arrastre estadístico de 6,1 puntos porcentuales de crecimiento para el corriente año.

La economía comenzó a transitar la denominada "Nueva normalidad" tal como se había anticipado en el IPOM de mayo de 2020 (ver Gráfico 3.1). Esta fase de recuperación de la actividad se caracteriza por mostrar una elevada heterogeneidad, donde algunos sectores productivos han vuelto a niveles de actividad prepandemia y otros operan todavía en niveles muy bajos, con ciertas restricciones debido a los riesgos de contagiosidad masiva que involucran, como las actividades de servicios comunitarias, recreativas, culturales, deportivas, entre otras. La heterogeneidad característica de esta fase comprende a las distintas regiones del país y se refiere también a las condiciones del empleo que dio lugar a la recuperación económica, que determinan a su vez las decisiones de gasto agregado de las familias y las políticas públicas que acompañan este proceso (ver Apartado 1 / El empleo y la actividad sectorial en los tiempos del COVID-19).

Gráfico 3.1 | Actividad económica



Fuente: BCRA e INDEC.

En el primer trimestre de 2021, la actividad económica continuó en aumento. La estimación del Nowcast-BCRA anticipa un incremento del Producto de 3,6% s.e. en relación con el trimestre anterior. Por su parte, El Indicador Líder de la Actividad Económica (ILA-BCRA), muestra que en enero continuó consolidándose la fase de recuperación<sup>4</sup>.

### 3.1.1. La inversión superó ampliamente su nivel prepandemia y el consumo privado se orientó hacia los bienes más duraderos

En el tercer trimestre de 2020, la demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— se recuperó parcialmente en relación con la severa caída del trimestre anterior. El consumo privado creció 10,2% trimestral s.e. (-14,7% i.a.), el consumo público aumentó 2,7% s.e. (-6,5% i.a.) y la inversión<sup>5</sup> experimentó un fuerte rebote, de 42,9% trimestral s.e. (-10,3% i.a.).

Los datos parciales del último trimestre de 2020 permiten anticipar una nueva suba de la inversión que la ubicarían por encima de los niveles desestacionalizados del cuarto trimestre de 2019. El indicador IBIF-BCRA arroja un aumento trimestral de 14,5% s.e., explicada tanto por el aumento de la construcción como del gasto en equipamiento durable de producción<sup>6</sup>.

4 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE. En esta oportunidad, el fin de una fase recesiva y comienzo de una expansiva. La crisis generada por el COVID-19 ocurrió estando la economía argentina en una fase contractiva del ciclo, es decir que hasta feb-20 el ILA no había señalado aun el piso de la recesión iniciada en nov-17. Si bien en ene-21 el ILA registró su primera caída mensual luego de 8 subas consecutivas, la difusión y la profundidad no cruzaron los umbrales que se requieren para alertar sobre un posible punto de giro en la actividad económica. Es decir, no se ha cumplido ninguna de las condiciones necesarias para señalar la proximidad de una fase recesiva en la economía: tres caídas consecutivas del indicador, media móvil 4 meses de la difusión por debajo del 52,5% y profundidad negativa e inferior a 4,8%. De esta manera, el ILA permite confirmar que la recuperación observada en la actividad económica desde abril representó el comienzo de una fase expansiva de la economía. Para más detalles metodológicos del ILA ver [Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA](#) publicado en el IPOM de enero de 2017.

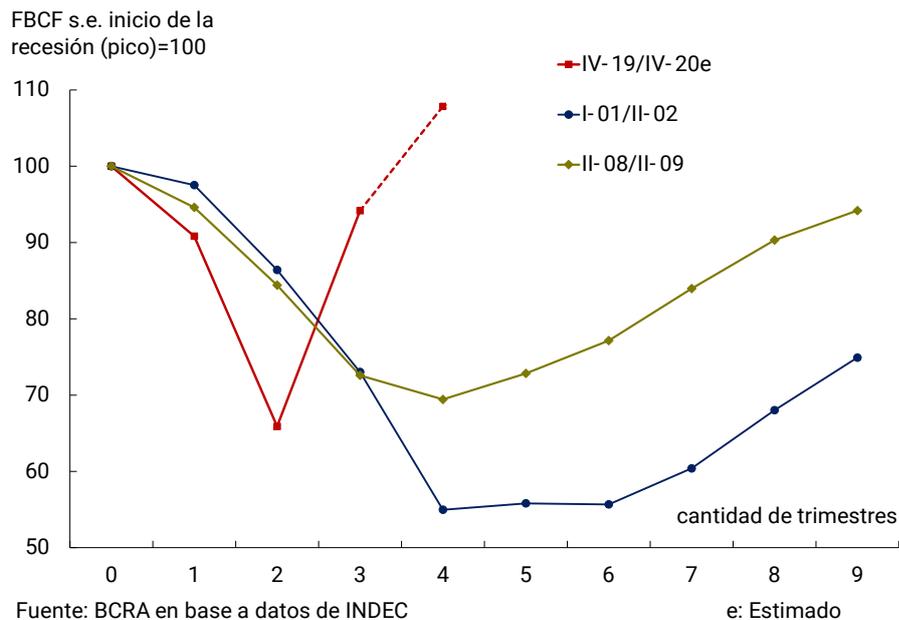
5 Formación bruta de capital fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, nacional e importado).

6 En el IV-20 la actividad de la construcción subió 28,2% trimestral s.e. según el EMAE, en tanto que las cantidades importadas de bienes de capital en base al ICA aumentaron 18,6% trimestral s.e. y la producción nacional de ese tipo de bienes creció 18,9% trimestral s.e. con datos de FIEL.

De esta manera, uno de los rasgos característicos de la crisis por COVID-19 respecto de otros episodios disruptivos de la actividad con distintos desencadenantes, como las grandes recesiones económicas de 2001/2002 y de 2008/2009, ha sido la velocidad de recuperación de la inversión.

En esta ocasión la inversión respondió ante un *shock* de carácter más transitorio y a la magnitud de los estímulos otorgados por las políticas fiscales y monetarias, en un contexto de precios relativos favorables. Así, mientras que en esas dos recesiones los niveles de inversión permanecían muy bajos luego de cuatro trimestres de iniciada la crisis (entre -45% y -30% s.e., respectivamente) en el cuarto trimestre de 2020, el pico previo se habría superado (ver Gráfico 3.2). La tasa de inversión luego de cuatro trimestres de iniciada la recesión era de 9,7% en 2002, de 16,7% en 2009 y superaría el 18% en el cuarto trimestre de 2020.

**Gráfico 3.2 | Desempeño comparado de la inversión**



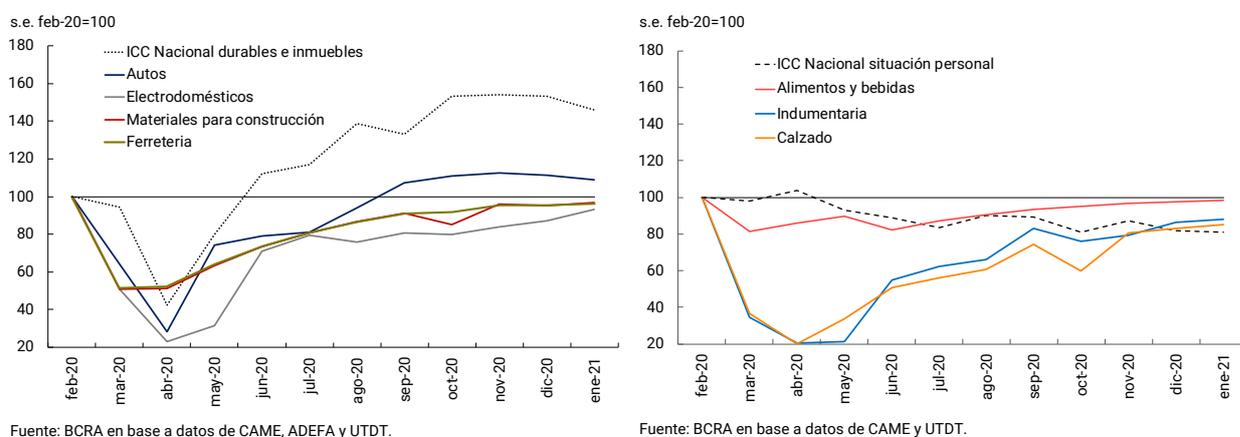
El Consumo total (privado y público) continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2020, aunque la tasa de ahorro nacional se ubicó todavía en niveles más elevados que al momento de iniciarse la propagación de la pandemia. El Indicador de Consumo privado del BCRA arrojó una mejora del 8,1% s.e. en el cuarto trimestre de 2020 respecto del trimestre anterior.

La pandemia continuó afectando la oferta de servicios y los patrones y modalidades de consumo de las familias. En el último trimestre de 2020, el gasto destinado a servicios de transporte, espectáculos, esparcimiento y turismo mostró una recuperación, pero aún continúa en niveles bajos, lejos de la "normalidad". En sentido inverso, las compras de automóviles y de materiales para la construcción superaron los niveles alcanzados un año atrás.

En los volúmenes vendidos por los comercios minoristas relevados por CAME se observan también disparidades, con una recuperación mucho más débil de ciertos rubros como Indumentaria y Calzado que en aquellos más durables, como Ferretería y Electrodomésticos<sup>7</sup>. Esta disparidad se refleja también en la percepción de los consumidores capturada por el Índice de Confianza del Consumidor de la UTDT. El índice que captura el “buen momento para la compra de bienes durables e inmuebles” se ubica 46% por encima del momento prepandemia mientras que la percepción de los consumidores sobre su situación personal se situó en enero de 2021 todavía 19% por debajo de ese nivel (ver Gráfico 3.3).

Las cuentas externas reflejaron la recuperación de la demanda interna en el tercer trimestre de 2020, cuando las importaciones de bienes y servicios medidas a precios constantes subieron 10,9% trimestral s.e. y las exportaciones retrocedieron 1,4% trimestral s.e. Estas tendencias se exacerbaban fuertemente en el último trimestre del año pasado, con un crecimiento acelerado de las importaciones de bienes junto a una inusual caída de las exportaciones de bienes, afectadas negativamente por cuestiones puntuales que podrían revertirse en el primer trimestre de este año (ver Capítulo 4. Sector Externo).

**Gráfico 3.3 | Confianza de los consumidores y volúmenes de ventas por rubros**



### 3.1.2. Los principales sectores productivos recuperaron los niveles registrados previo a la pandemia

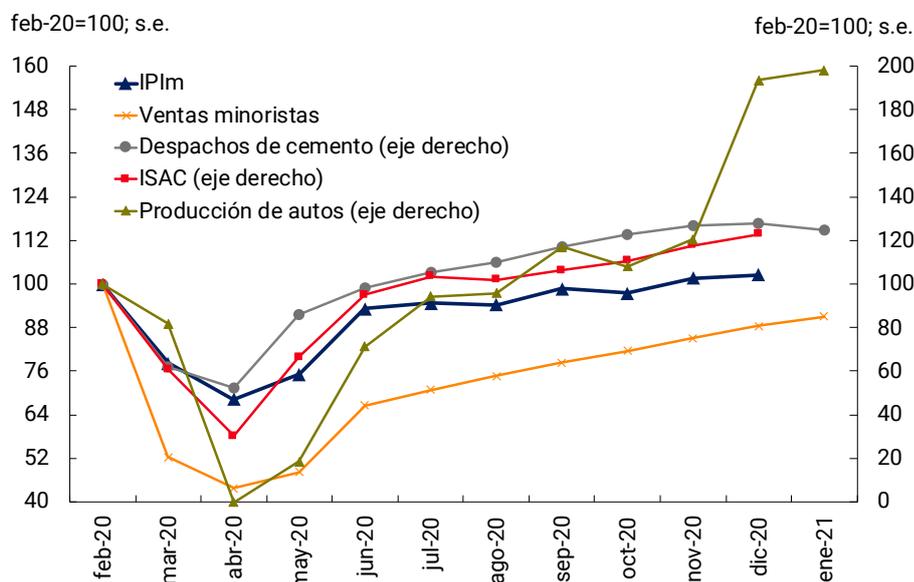
La recuperación de la actividad económica que comenzó en mayo continúa siendo muy heterogénea debido al impacto desigual de la pandemia, y de las restricciones de oferta y cambios en los patrones de consumo que implicó, pudiendo diferenciarse tres grupos de sectores de acuerdo con el ritmo de mejora y el nivel alcanzado a diciembre de 2020.

En primer lugar, se destaca un importante grupo de sectores que operan en condiciones cercanas a la normalidad y han logrado prácticamente alcanzar o incluso superar los niveles de producción que registraban antes de la crisis generada por el COVID-19. A este conjunto ya conformado por Intermediación financiera, y Electricidad Gas y Agua, se sumaron durante el cuarto trimestre la Construcción, el Comercio, la Industria, los servicios asociados a la Salud y la Actividad inmobiliaria. La flexibilización de las restricciones a su funcionamiento, junto a las medidas adoptadas para fortalecer la demanda agregada y el crédito interno, han permitido una rápida recuperación de esos siete sectores productivos, que representaron aproximadamente

<sup>7</sup> En comparación con el volumen de ventas desestacionalizado de febrero de 2020, el rubro Indumentaria se ubicó en ene-21 un 12% por debajo y Calzado, -15%. Mas cerca de esos niveles se encuentran las ventas de Materiales para la construcción (-3%), Ferretería (-3,7%) y Electrodomésticos (-7%).

un 60% de la economía en febrero de 2020. La demanda de bienes durables impulsó a la Industria, la Construcción y el Comercio en el contexto de un cambio en el comportamiento de los consumidores generado principalmente por la pandemia. Los indicadores disponibles a enero dan cuenta de la continuidad en la tendencia positiva de esos tres sectores. (ver Gráfico 3.4).

**Gráfico 3.4 | Indicadores de actividad industrial, comercio y construcción**

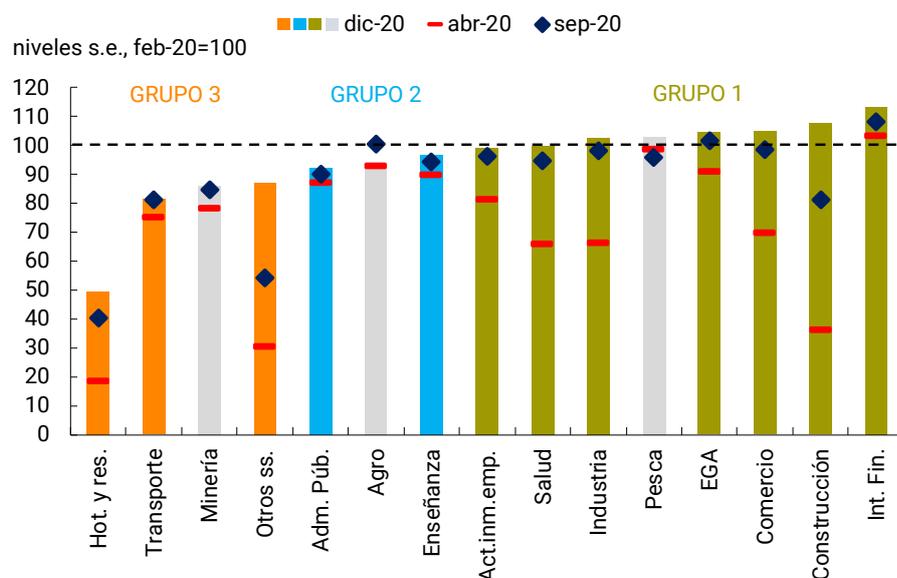


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, CAME, AFCP y ADEFA.

Un segundo grupo incluye a algunos rubros que han sufrido contracciones moderadas entre marzo y abril y que hasta diciembre no pudieron ser totalmente habilitados, manteniéndose en niveles relativamente bajos: Administración pública y Enseñanza. La imposibilidad de retornar a la actividad para ciertas áreas gubernamentales e instituciones educativas ha impedido acelerar la recuperación luego de la contracción sin precedentes que evidenciaron entre marzo y abril. Estos dos sectores han mantenido históricamente una tendencia positiva de largo plazo desvinculada del ciclo económico y es por eso que, en la medida que la situación epidemiológica lo permita y se autorice su pleno funcionamiento, el producto de estas ramas económicas podría retornar rápidamente a su nivel prepandemia y continuar creciendo tendencialmente. En esa dirección, la reciente reanudación de las clases presenciales constituye un factor expansivo para el sector Enseñanza durante el primer trimestre del año en curso.

Un tercer grupo está conformado por sectores —Hoteles y restaurantes, Transporte y Otros servicios— sobre los que aún rigen ciertas restricciones a su funcionamiento y enfrentan una demanda más contenida debido al mayor riesgo sanitario que implican y es por ello, que se mantienen lejos de los niveles prepandemia. En el caso de Hoteles, pero sobre todo en Restaurantes y Otros servicios como teatros, museos, espectáculos deportivos, se aceleró la recuperación impulsada por las flexibilizaciones decididas durante los últimos meses de 2020. La reactivación del turismo interno durante el primer trimestre de 2021 habría dado un nuevo impulso a este tercer grupo de sectores, en este caso de servicios, cuya velocidad de recuperación durante el resto del año dependerá en forma directa de la evolución de la pandemia, las restricciones a su funcionamiento y el comportamiento de los consumidores (ver Gráfico 3.5).

**Gráfico 3.5 | Actividad económica sectorial**



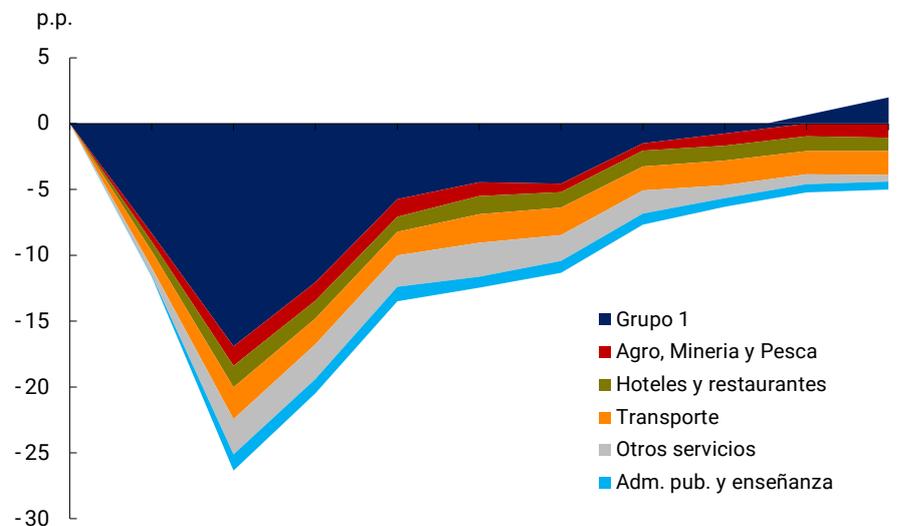
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por último, Agro, Minería y Pesca no han sido incluidos en esos tres grupos ya que su evolución depende de factores idiosincráticos tanto de oferta como de demanda, que están menos vinculados a la pandemia. El producto de la Pesca ha presentado una elevada volatilidad y sus variaciones mensuales han dependido del nivel de capturas sin mostrar ninguna relación directa con las restricciones a la movilidad aplicadas durante 2020, en diciembre el nivel ha superado al registro de febrero. En el caso del Agro, hasta septiembre su producto se mantenía por encima del nivel prepandemia pero en los últimos meses de 2020 sufrió una contracción asociada al magro desempeño de la cosecha de trigo y terminó el año en un nivel cercano al mínimo evidenciado en abril. Por último, en la Minería, que incluye a la extracción de petróleo y gas, la imposibilidad de funcionar normalmente solo estuvo vigente entre marzo y abril, y desde entonces la recuperación ha sido lenta. Durante el cuarto trimestre de 2020 la mejora del contexto internacional y la puesta en vigencia del Plan Gas.Ar<sup>8</sup> han comenzado a impulsar al sector, registrándose un fuerte incremento en el número de etapas de fractura en los pozos que derivará en un importante repunte en la producción de hidrocarburos durante el inicio de 2021.

En resumen, el EMAE sin impuestos se ubicó en diciembre de 2020 un 3% por debajo del nivel de febrero de 2020. Los sectores que explicaron en mayor medida este desvío fueron los que continuaron afectados en forma directa por las restricciones necesarias para enfrentar al COVID-19: Transporte, Hoteles y restaurantes, Administración Pública, Enseñanza, y Otros servicios que incluye actividades culturales y deportivas (Ver Gráfico 3.6). La evolución de todos estos rubros durante 2021 dependerá principalmente de la situación epidemiológica y de las autorizaciones a su normal funcionamiento. Cuando esos 5 sectores, con un peso en la economía de aproximadamente 23%, logren retornar a los niveles prepandemia habrán aportado alrededor de 4,1 p.p. al crecimiento del EMAE sin impuestos. Las actividades primarias —Agro, Minería y Pesca— también explicaron parte del desvío de la actividad económica respecto a su nivel de febrero 2020 aunque, dado que operan sin restricciones, su evolución durante 2021 dependerá en mayor medida de factores idiosincráticos.

<sup>8</sup> Plan de Promoción de la Producción del Gas Natural Argentino.

**Gráfico 3.6 | Contribución sectorial al desvío del EMAE sin impuestos respecto a feb-20**



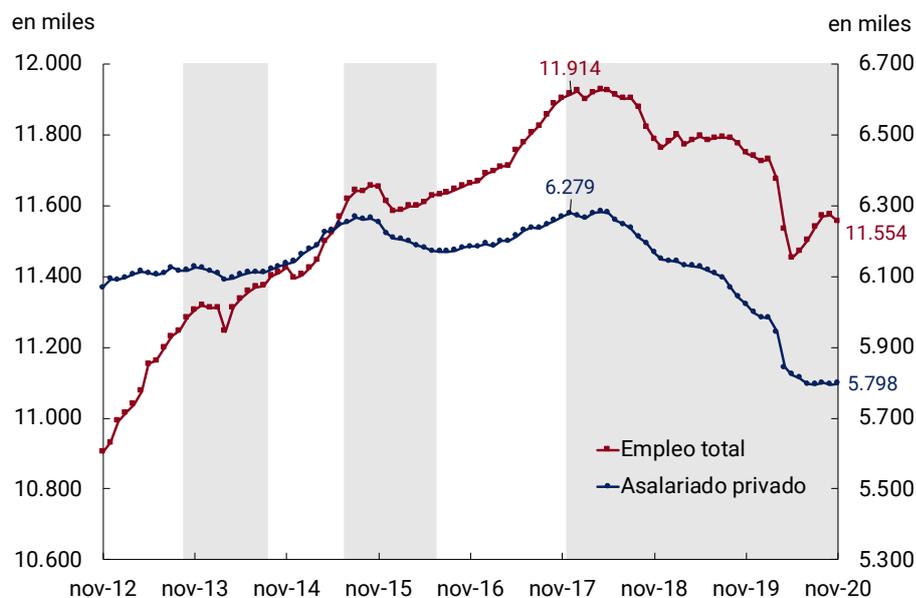
Nota: Grupo 1 se compone de Industria, Comercio, Construcción, Intermediación financiera, Salud, Actividades inmobiliarias y EGA.  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

### 3.1.3. Recuperación en base al empleo independiente registrado e informal

En el contexto de progresivo control de la situación sanitaria, menor restricción a la movilidad y una reapertura de algunas actividades económicas, en términos de mercado laboral se destacan dinámicas positivas que traccionan una paulatina recuperación del empleo, concentradas en algunos sectores asalariados registrados asociados al crecimiento del producto, empleos independientes registrados, empleos asalariados informales y puestos no asalariados (ver Apartado 1 / El empleo y la actividad sectorial en los tiempos del COVID-19).

De acuerdo con los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), el empleo registrado total había mostrado una incipiente recuperación (+0,9% s.e. acumulado desde el mínimo en mayo; ver Gráfico 3.7).

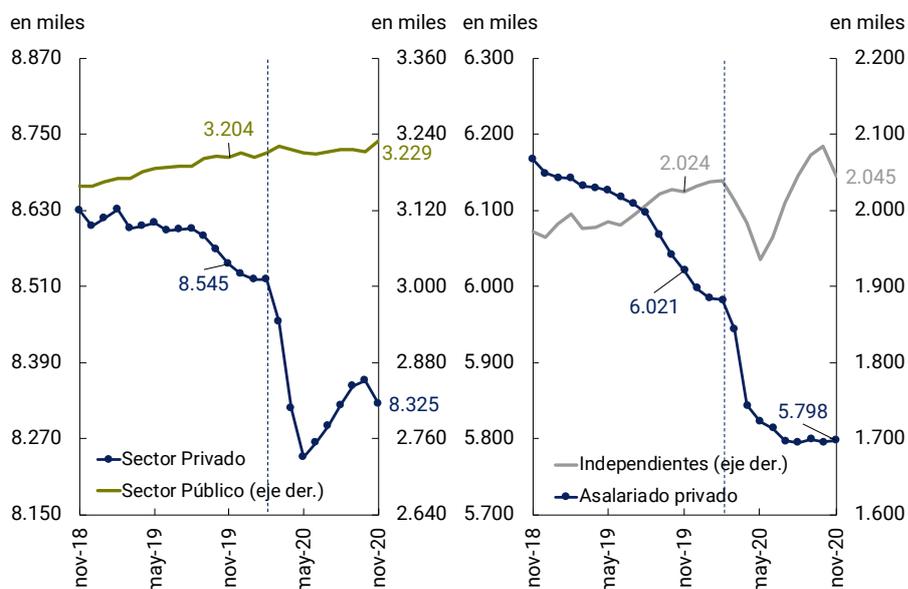
**Gráfico 3.7 | Empleo total y asalariado privado**



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Esta recuperación estuvo motorizada por el incremento de las personas registradas con trabajo independiente (autónomo y monotributista; +7,5% s.e. acumulado desde el mínimo en mayo), dado que el empleo asalariado privado, a pesar de haber detenido su caída, aún no se recupera respecto de su piso en agosto, mientras que el empleo público se mantuvo relativamente estable (Ver Gráfico 3.8).

**Gráfico 3.8 | Empleo público, privado, asalariado privado e independientes**



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

El relevamiento de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) de INDEC al tercer trimestre de 2020 permite comprobar un progreso respecto del segundo trimestre<sup>9,10</sup>, con mejoras en la actividad, desocupación y empleo. La progresiva flexibilización de las medidas de aislamiento social fue vital para la dinámica recuperación de buena parte del mercado laboral. La tasa de actividad creció hasta 40,2%, 2,1 p.p. respecto del trimestre anterior, aunque registre una merma de 5,8 p.p. en términos interanuales. La tasa de desocupación se ubicó en 10,3%, -1,1 p.p. respecto del segundo trimestre, 1,7 p.p. por encima de la del tercer trimestre de 2019<sup>11</sup>.

Respecto del empleo, en el tercer trimestre del año se recuperó el 31% del empleo total perdido durante el peor momento de la pandemia. En el segundo trimestre del año se contabilizaron 3,2 millones de personas ocupadas menos que en el primer trimestre; mientras que, en el tercer trimestre, 1 millón de personas accedieron a un empleo respecto del trimestre anterior. En particular, destaca el crecimiento de personas ocupadas en las modalidades de empleo que resultaron más afectadas durante el segundo trimestre: empleo asalariado no registrado en +438 mil personas incorporadas al mercado de trabajo —25% de la población laboral de la categoría respecto del primer trimestre de 2020— y no asalariado (trabajo por cuenta propia y patrones) en +995 mil personas —78% de quienes habían perdido su puesto laboral respecto del período prepandémico—. Más en detalle, un fenómeno dentro de quienes trabajan en la “nueva normalidad” son las personas ocupadas con trabajo remoto, que crecieron desde un 3,3% en el tercer trimestre de 2019 a 21,1% en el segundo trimestre de 2020 y 21,8% en el tercer trimestre de 2020.

Esta mejora del empleo se extiende asimismo al analizar la estabilización en la caída de horas trabajadas. La Cuenta Generación del Ingreso que elabora el INDEC en base a la EPH para el tercer trimestre de 2020 muestra, en términos interanuales, caídas heterogéneas entre las diferentes categorías ocupacionales, mientras que las horas trabajadas se redujeron en mayor cantidad y en proporciones similares entre modalidades. Esta dinámica sugiere un reacomodamiento del mercado de trabajo respecto del segundo trimestre, apalancado en el crecimiento del empleo y un mejor ajuste en las horas por puesto de trabajo. En términos interanuales, los puestos asalariados registrados cayeron 3,3% i.a., los no registrados lo hicieron en 18,8% i.a. y los no asalariados en 12,2% i.a., mientras que la variación de horas trabajadas fue similar para todas las categorías (22,5% i.a., 22,9% i.a. y 21,4% i.a., respectivamente).

La recuperación económica se reflejó en las expectativas empresariales de contratación de personal. Según la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL), las expectativas netas a tres meses de incremento de la dotación mostraron una progresiva mejora desde mayo de 2020. Las expectativas se ubicaron en terreno positivo en octubre y noviembre y levemente negativo en diciembre, en línea con lo observado con el empleo asalariado privado. Las suspensiones continúan descendiendo (2,5% en diciembre, -6,3 p.p. desde piso en mayo) y la tasa de despidos se mantiene en niveles bajos desde mayo (2,6 cada mil personas ocupadas en diciembre), atribuida en parte al Decreto 39/2021 que prorrogó la prohibición de despidos y extendió la obligatoriedad de la doble indemnización.

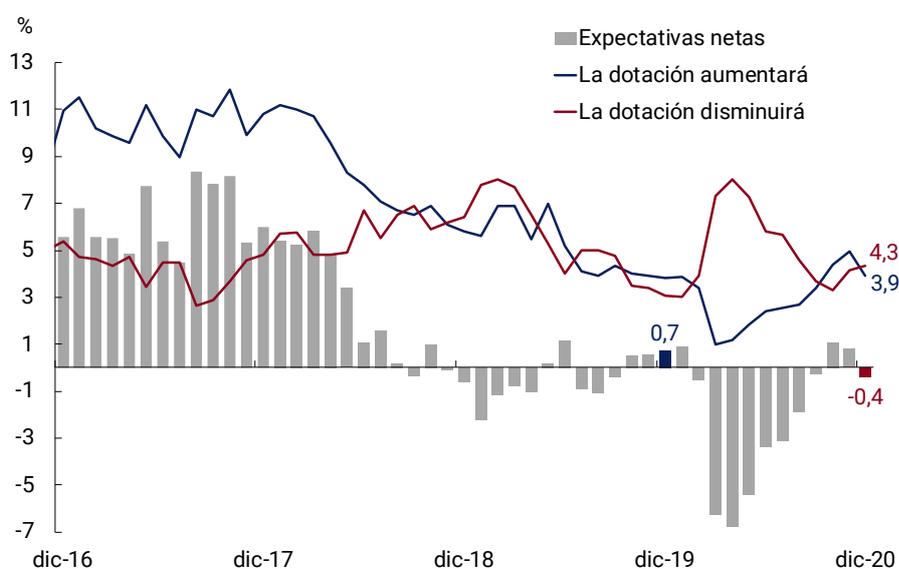
---

9 Los factores estacionales suelen impedir la normal comparación de los indicadores laborales entre trimestres consecutivos, no obstante, dada la magnitud de los fenómenos sucedidos en el mercado de trabajo en el segundo y el tercer trimestre de 2020, admiten un análisis intertrimestral, reconociendo que una proporción acotada de las variaciones presentadas puede obedecer a la incidencia de componentes estacionales.

10 Se utilizaron las tasas de los aglomerados menores de 500 mil habitantes para la extrapolación de la población urbana no relevada por la EPH, considerando que las características de dicha población guardan mayor relación con los aglomerados de menos de 500 mil habitantes que con los del total de la muestra de la EPH.

11 El aumento interanual se debe tanto a la mayor cantidad de personas desocupadas como a la de reducción de la PEA. Buena parte de las personas que dejaron de trabajar no buscaron activamente un nuevo empleo. Esto implicó un fuerte traslado desde la población ocupada hacia la inactividad.

**Gráfico 3.9 | Encuesta de Indicadores Laborales, despidos y suspensiones**



Fuente: EIL - Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

### 3.2. Perspectivas

La actividad económica continuó recuperándose en el último trimestre de 2020 e ingresó en la tercera fase de la crisis del COVID-19 definida como “Nueva normalidad”<sup>12</sup>. En esta etapa, la mayor parte de las actividades productivas están operando con sus respectivos protocolos sanitarios al mismo tiempo que las políticas fiscales y monetarias comienzan gradualmente a enfocarse en los problemas estructurales de la economía.

En su escenario central el BCRA prevé una recuperación sostenida de la economía durante 2021, impulsada en gran medida por la gradual flexibilización de las restricciones al normal funcionamiento de los sectores que aún se encuentran lejos de los registros prepandemia. El ritmo de esta normalización de la actividad económica dependerá parcialmente de la velocidad en el proceso de vacunación en curso y de la evolución de la situación epidemiológica. Asimismo, el BCRA contribuirá a este proceso de recuperación buscando impulsar el crédito con fines productivos y tecnológicos<sup>13</sup> y el consumo privado mediante planes como el Ahora 12/18<sup>14</sup> (ver Capítulo 7. Política Monetaria). Respecto al consumo de las familias se prevé la continuidad en el proceso de mejora y una gradual normalización de los patrones de comportamiento de los consumidores. Se prevé un mayor consumo de servicios, a medida que continúe la flexibilización de las restricciones a las actividades aún vigentes, en un contexto de avance del proceso de vacunación.

Respecto al contexto internacional, el FMI prevé que la recuperación global se fortalezca a medida que se acelere el proceso de vacunación y se controle la pandemia y con ello mejore la confianza. Asimismo, la aprobación del plan de estímulo fiscal adicional anunciado en enero por el actual presidente de los Estados

12 Ver [IPOM de mayo de 2020](#).

13 El BCRA lanzó la Línea de Financiamiento para Inversión Productiva (LFIP) orientada a MiPyMEs tanto para financiar proyectos de inversión como capital de trabajo.

14 Mediante Resol. 730/2020, la Secretaría de Comercio Interior prorrogó la vigencia del nuevo Programa “Ahora 12” hasta el 31 de marzo de 2021. El mismo amplió la cantidad de rubros incluidos e incorporó 3 meses de gracia para los planes en 12 y 18 cuotas.

Unidos mejoraría las expectativas sobre el desempeño de la principal economía mundial con sus consecuentes derrames sobre el resto del mundo. Esta mejora en las perspectivas de crecimiento global y de nuestros principales socios comerciales podría incrementar la demanda externa, lo que, en un contexto de elevados precios de las materias primas, bajas tasas de interés internacionales y un dólar depreciado, generaría efectos positivos sobre las cuentas externas (ver Capítulo 2. Contexto Internacional, Capítulo 4. Sector Externo y Apartado 2 / Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas).

Este escenario de crecimiento de la economía argentina durante 2021 no está exento de riesgos, tanto en el ámbito interno como global. Los primeros estarían asociados a rebrotes y variantes del virus que requieran nuevas restricciones que puedan retrasar o revertir parcialmente la recuperación, en particular en los sectores más sensibles. Otros factores de riesgo podrían ser la persistencia del daño que generó la pandemia sobre la capacidad productiva, un comportamiento precautorio de los consumidores que se mantenga durante más tiempo del esperado, una eventual reducción de la producción agrícola por factores climáticos y un incremento de la volatilidad financiera doméstica. Un proceso de vacunación más veloz al esperado, la firma de un acuerdo de reestructuración de la deuda con el FMI en el primer semestre del año, y una normalización acelerada en el comportamiento de los consumidores constituyen algunos de los factores que podrían aumentar el ritmo de crecimiento por encima del escenario central. Entre los riesgos globales se encuentran la posibilidad de una corrección de los precios de los activos financieros que produzcan una reversión de los flujos de capitales hacia activos considerados seguros, posibles retrasos y dificultades mayores a las esperadas en la producción, transporte y/o distribución de las vacunas, una reducción en la efectividad esperada de dichas vacunas debido por ejemplo a nuevas cepas y, por último, eventuales recortes prematuros de los estímulos económicos en las principales economías del mundo (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

La recuperación de la actividad fue más rápida de lo previsto para 2020, superando las estimaciones del Presupuesto Nacional, del FMI y del REM. El nivel del EMAE de diciembre dejó un arrastre estadístico positivo de 6,1% para 2021. De no materializarse alguno de los riesgos a la baja contemplados, el crecimiento promedio del corriente año sería superior al esperado por analistas económicos y organismos internacionales.

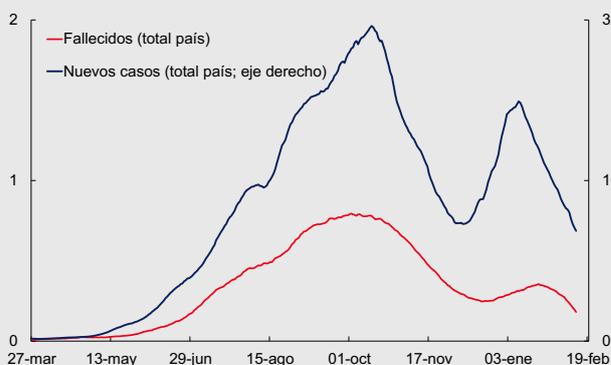
## Apartado 1 / El empleo y la actividad sectorial en los tiempos del COVID-19

La pandemia y las medidas implementadas para mitigar sus efectos sanitarios influyeron de manera determinante sobre la evolución de la actividad y del empleo. En ambas dimensiones, el desempeño a nivel sectorial ha sido heterogéneo y todavía incierto. En este apartado se intentan señalar algunas diferencias y similitudes entre los diferentes segmentos productivos, contrastándose lo ocurrido en la actividad con la evolución de las distintas categorías de ocupación.

Desde la entrada en vigencia del Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio (ASPO) en marzo de 2020, la evolución de la situación epidemiológica y las características y el nivel de acatamiento de las medidas de contención adoptadas por el Gobierno Nacional generaron cambios en los patrones de comportamiento de las personas y del aparato productivo. Mediante indicadores epidemiológicos y de movilidad se pueden representar temporalmente ambos fenómenos, observándose una trayectoria disímil entre los mismos (ver Gráfico 1).

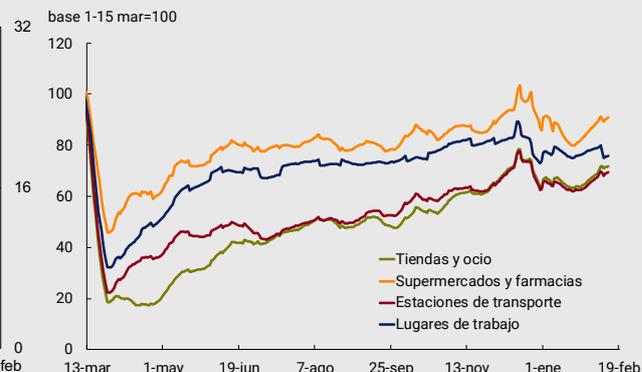
### Gráfico 1 | Evolución epidemiológica

a. Casos de COVID-19 y fallecidos diarios c/100 mil habitantes (media móvil centrada 14 días)



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Salud de la Nación.

b. Movilidad hacia lugares de trabajo y estaciones de tránsito (media móvil centrada 14 días)



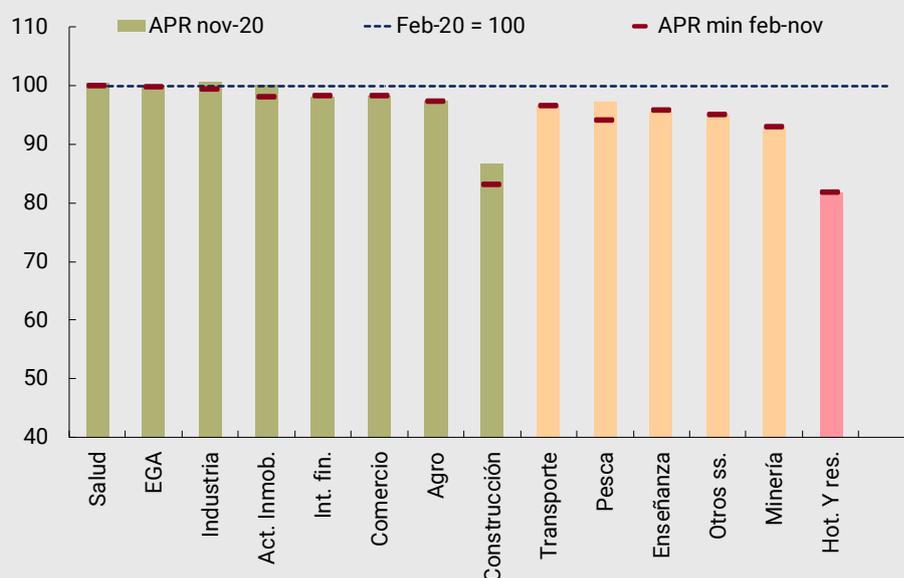
Fuente: BCRA en base a datos de Google Mobility Report.

Tanto la actividad económica como el empleo se vieron influidos por ambos efectos. Las enérgicas medidas adoptadas por el Gobierno Nacional de manera temprana para aplanar la curva de contagios permitieron la puesta a punto del sistema sanitario y la fuerte baja en la movilidad de la población repercutió en los resultados económicos del segundo trimestre. Durante el tercer trimestre, la evolución sanitaria permitió la relajación del ASPO (a distintas velocidades y niveles regionales) y ello se reflejó inmediatamente en mayores niveles de movilidad que redundaron en una reactivación económica. A nivel agregado el PIB cayó un 17% s.e. en el segundo trimestre respecto al primero, para recuperarse un 12,6% trimestral s.e. durante el tercero. En el mismo sentido el empleo total sufrió una caída del 16,9% en el segundo trimestre y un rebote del 8,6% en el tercero.

Cuestiones como las características de las restricciones (sectores esenciales y no esenciales), los riesgos de alta proximidad asociados a las particularidades de distintas actividades y a las diferentes necesidades de traslado en transporte público, fueron algunas de las razones del desempeño económico sectorial dispar (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Dentro de los sectores que a noviembre operaron a niveles superiores o cercanos a los de prepandemia se pueden observar distintas evoluciones. Por un lado, sectores

considerados esenciales como Agro, Electricidad, Gas y Agua (EGA) e Intermediación financiera, no sufrieron grandes caídas, y retornaron rápidamente a sus niveles previos. Por otro lado, sectores como Industria, Comercio, Salud, Actividades Inmobiliarias y Empresariales y Construcción registraron contracciones muy pronunciadas en el segundo trimestre y con la paulatina flexibilización de restricciones y el impulso de las políticas expansivas del Gobierno Nacional y el Banco Central lograron retornar a sus niveles prepandemia. Entre los sectores que aún se encuentran lejos de alcanzar la situación en la que se encontraban en febrero de 2020 (contracciones acumuladas mayores a 5%) también se observan algunas diferencias. Si bien la caída en Enseñanza ha sido leve en comparación con otros sectores, la no presencialidad ha influido en su lenta recuperación. Algo similar ocurrió con transporte, la habilitación para el transporte aéreo y los micros de larga distancia se dilató debido a la prolongación del brote y el riesgo de proximidad que conllevan. Por otro lado, una gran parte del transporte público urbano e interurbano se vio afectada por el fuerte aumento del teletrabajo. La evolución de Minería y Pesca, como se menciona en el Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo, depende de factores idiosincráticos que se encuentran menos vinculados a la pandemia. Por último, Hoteles y Restaurantes es el sector más afectado, que si bien ha crecido en los últimos meses aún se encuentra muy lejos de su nivel prepandemia (-56% de variación acumulada a noviembre).

**Gráfico 2 | Asalariado Privado Registrado (APR)**



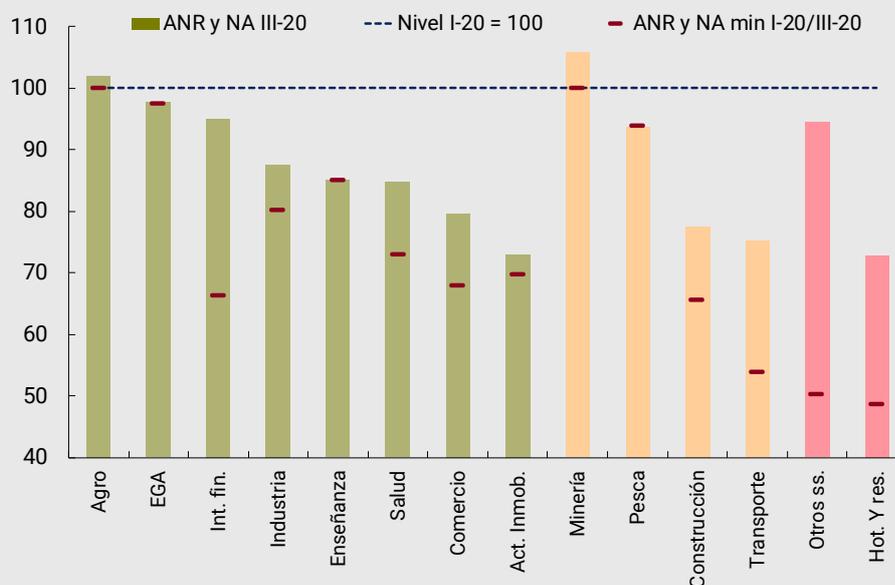
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social e INDEC.

En el Gráfico 2 se puede observar la evolución del empleo Asalariado Privado Registrado (APR) utilizando como referencia los tres grupos de sectores mencionados anteriormente. Dentro del grupo de los sectores que se encuentran operando en niveles similares a los de la prepandemia (barras verdes) se puede destacar el desempeño de Salud, EGA, Industria y Actividades Inmobiliarias y Empresariales que, habiendo tocado un piso, ya se habían recuperado incluso antes de noviembre. Por el contrario, Intermediación Financiera, Comercio y Agro, si bien no han tenido grandes pérdidas de empleo formal, en noviembre aún se encontraban muy cerca de sus mínimos. Por otro lado, Construcción, cuya actividad tuvo una fuerte caída en marzo/abril y una rápida recuperación en los últimos meses que la llevó a su nivel de actividad prepandemia, se encuentra aún 13,4% por debajo de su nivel de empleo registrado de febrero. Del grupo de sectores que no se han recuperado completamente (barras naranjas) Enseñanza, Transporte y Otros servicios sociales registraron su nivel más bajo en noviembre, momento en el que empezó a caer la curva de contagios. Por último, Hoteles

y Restaurantes (barra roja) el sector más golpeado económicamente fue también el más afectado en términos de empleo registrado junto con Construcción, pero a diferencia de este último hasta noviembre no mostraba signos de reactivación del empleo.

El empleo APR representa sólo una porción del mercado laboral total (aproximadamente un 30%). El empleo No Asalariado (NA), Asalariado No Registrados (ANR) y el empleo público completan el cuadro de situación. El sector público es históricamente la categoría más estable y durante la pandemia no fue la excepción (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Lo opuesto sucede con el empleo ANR y el empleo NA. Estas dos categorías ocupacionales fueron las más afectadas durante el segundo trimestre (caídas trimestrales de 33,2% y 31,0% respectivamente) y las que mostraron mayor dinamismo en el tercer trimestre (aumentos trimestrales de 25,5% y 23,0% respectivamente). Utilizando nuevamente el color de las barras como referencia del desempeño económico de cada sector en el tercer trimestre, podemos analizar, utilizando datos publicados en el último informe de CGI del INDEC, lo sucedido para el agregado de ANR y NA.

**Gráfico 3 | Asalariados No Registrados (ANR) y No Asalariados (NA)**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

A primera vista surgen algunas diferencias entre el desempeño de los APR y el agregado de ANR y NA. En primer lugar, las magnitudes tanto de las caídas como de los rebotes son mucho más pequeñas entre los trabajadores APR. Una segunda diferencia es que en el caso de los ANR y NA todos los sectores (salvo Pesca) tocaron su mínimo en el segundo trimestre y comenzaron a crecer, mientras que entre los APR, inclusive con datos más actualizados, ocho sectores aún no habían tocado su piso. Otro punto para destacar es que muchos de los sectores que en el tercer trimestre se encontraban operando cerca de los niveles del primer trimestre, aún estaban muy lejos de sus niveles de empleo ANR y AN previos a la pandemia (Industria, Enseñanza, Salud, Comercio y Act. Inmobiliarias y Empresariales). Por último, entre los dos sectores menos dinámicos en términos de actividad, Otros servicios sociales y Hoteles y restaurantes, este último fue el más afectado en términos de empleo ANR y NA ya que, si bien en ambos el empleo cayó aproximadamente un 50% en el segundo trimestre, en Otros servicios sociales tuvo un fuerte rebote en el tercer trimestre.

Por distintos motivos, el impacto sobre las categorías ocupacionales y el ritmo de actividad resultó ser muy heterogéneo. Con el rebote de ambas variables en ciertos sectores se puede concluir que algunos de dichos efectos han sido transitorios. No obstante, algunos patrones de consumo y metodologías de trabajo generados o exacerbados por la pandemia podrían tener efectos más permanentes que lleven a que algunas actividades económicas se vean obligadas a desarrollar nuevas estrategias para adaptarse a esta “nueva normalidad”.

## 4. Sector Externo

Tras el extraordinario superávit registrado en la primera mitad del 2020, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales se redujo en el segundo semestre del año pasado, en paralelo con la recuperación de la actividad económica. En particular, se observó una caída del superávit comercial de bienes, tanto por un aumento de las importaciones asociadas mayormente al repunte de la inversión, como por una caída de las exportaciones.

Superados los meses donde se registró una elevada demanda de divisas en la cuenta financiera del sector privado (ver IPOM de noviembre de 2020), las medidas adoptadas para promover una asignación más eficiente de las divisas y normalizar el funcionamiento del Mercado de Cambios le permitieron al BCRA registrar en diciembre el mayor aumento de reservas internacionales de todo el año.

Hacia delante, se espera un incremento de las exportaciones de bienes apuntaladas principalmente por la reciente mejora de los precios internacionales de las materias primas que exporta la Argentina. Por su parte, las importaciones de bienes acompañarían el sendero de recuperación de la actividad económica.

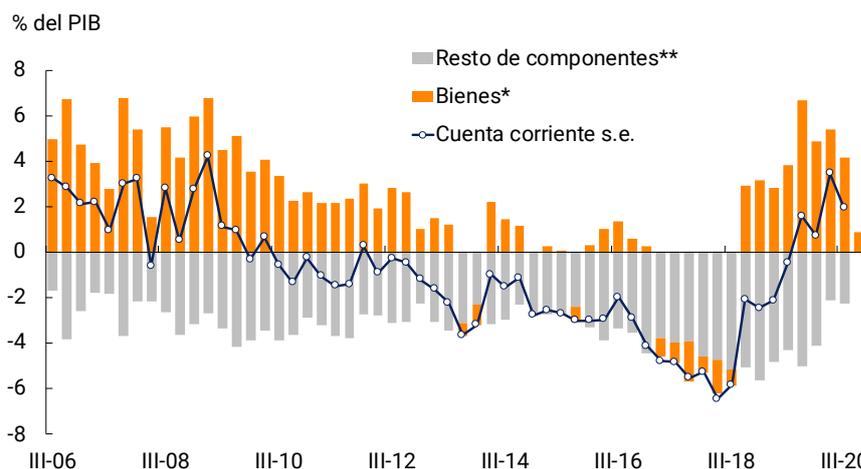
En un contexto de menor volatilidad financiera, se espera que el superávit por bienes del mercado de cambios sea al menos similar al registrado en el balance de pagos. Asimismo, se prevé que continúe mejorando el perfil de vencimiento de la deuda externa financiera tanto del sector privado como del sector público. El sector privado seguirá avanzando en el proceso de refinanciación de pasivos externos iniciado en el tercer trimestre de 2020, que exhibió mayor dinamismo a partir del cuarto trimestre. En tanto, el sector público se encuentra en negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Club de París y, en el caso de algunos gobiernos locales, con los principales tenedores de bonos. Se espera que la combinación de estos factores contribuya a consolidar un proceso de recomposición de las reservas internacionales durante 2021.

Un eventual deterioro del contexto internacional y una reducción de la producción agrícola por factores climáticos se constituyen como los principales riesgos para el sector externo de la economía argentina en 2021.

### **4.1. En el segundo semestre de 2020 se redujo el superávit de la cuenta corriente, en paralelo con la recuperación de la actividad económica**

El resultado de la cuenta corriente del balance de pagos ajustado por factores estacionales se redujo en 1,5 p.p. del PIB en términos anualizados en el tercer trimestre de 2020. Esta baja trimestral del superávit reflejó lo acontecido con el comercio de bienes, en particular, la fuerte suba de las importaciones que se dio a partir de agosto de la mano de la recuperación de la actividad económica y de la inversión (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). En simultáneo, se verificó un leve incremento del déficit del comercio de servicios (por mayores pagos de fletes asociados al aumento de las importaciones de bienes) y también de la cuenta ingreso primario, por una recuperación de las utilidades devengadas (y reinvertidas) por parte de las empresas de inversión directa en el país (ver Gráfico 4.1).

**Gráfico 4.1 | Cuenta corriente sin estacionalidad trimestral anualizada**



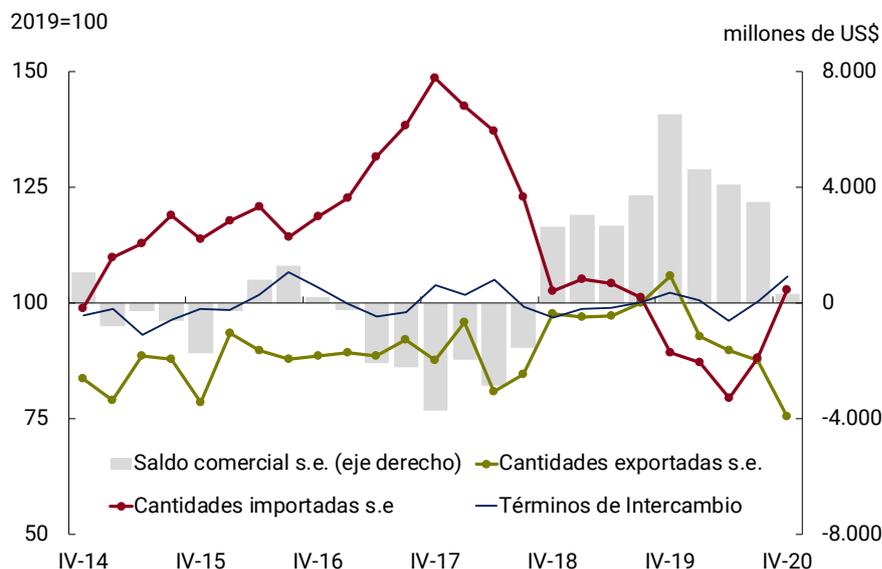
\*IV-20: estimado a partir de datos del comunicado de INDEC sobre Intercambio Comercial Argentino (ICA).

\*\*incluye las cuentas: servicios, ingreso primario e ingreso secundario.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La reducción del superávit comercial de bienes se profundizó en el cuarto trimestre de 2020 tanto por una caída de las exportaciones como por un nuevo incremento de las importaciones. Luego de caer 2,4% en el tercer trimestre, los volúmenes exportados de bienes cayeron 13,8% en el último trimestre de 2020, mientras que los volúmenes importados crecieron 10,9% y 16,5%, respectivamente. Este desempeño de las cantidades fue morigerado por una mejora de los términos de intercambio, que subieron 5,5% en el cuarto trimestre de 2020 y alcanzaron su mayor nivel desde el segundo trimestre de 2016 (ver Gráfico 4.2). Esta evolución favorable de los precios relativos del comercio exterior está asociada a la dinámica de los precios globales de las materias primas que exporta Argentina, en particular de los granos y sus derivados, cuyas cotizaciones alcanzaron en enero de 2021 niveles que no se registraban desde mediados de 2014 (ver Apartado 2 / Evolución reciente de los precios globales de las materias primas).

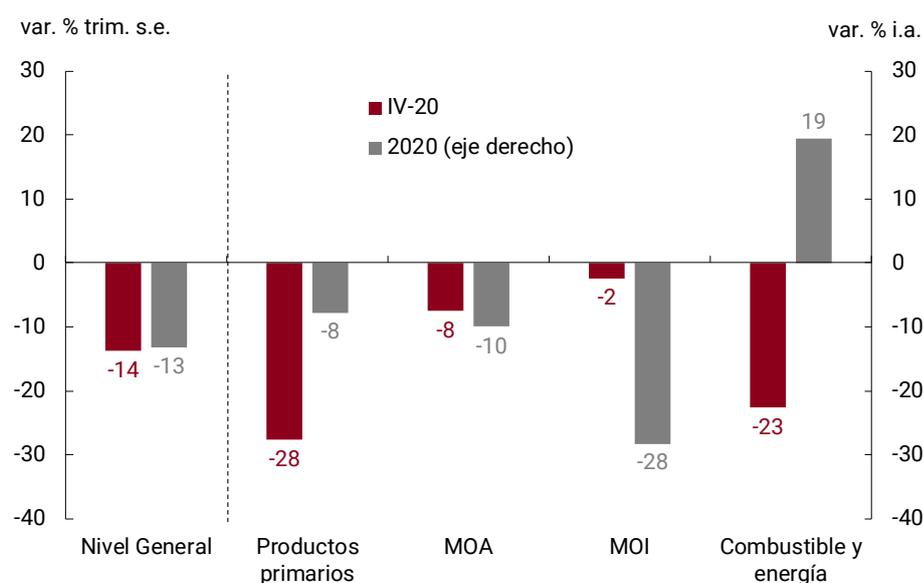
**Gráfico 4.2 | Comercio exterior de bienes y términos de intercambio**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Todos los rubros de exportación contribuyeron a la caída de los volúmenes exportados de bienes en el cuarto trimestre. Se destacaron por su incidencia los menores envíos de oleaginosas y cereales (Productos Primarios —PP—) y de grasas y aceites y residuos de la industria alimenticia (Manufacturas de Origen Agropecuario —MOA—), productos que se vieron severamente afectados por un conflicto gremial que paralizó la actividad comercial en los principales puertos de exportación de granos del país durante 20 días en diciembre<sup>15</sup>. A lo largo de todo 2020, las cantidades exportadas de bienes cayeron 13% respecto al promedio de 2019. La mayor caída se registró en los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), el rubro más afectado por la caída de la demanda externa en el marco de la pandemia. En cambio, se destacó el incremento de los volúmenes exportados de combustibles y energía (en particular de petróleo crudo y de energía eléctrica hacia Brasil) debido a la colocación de saldos exportables generados por la menor demanda energética doméstica (ver Gráfico 4.3).

**Gráfico 4.3 | Volúmenes exportados de bienes**

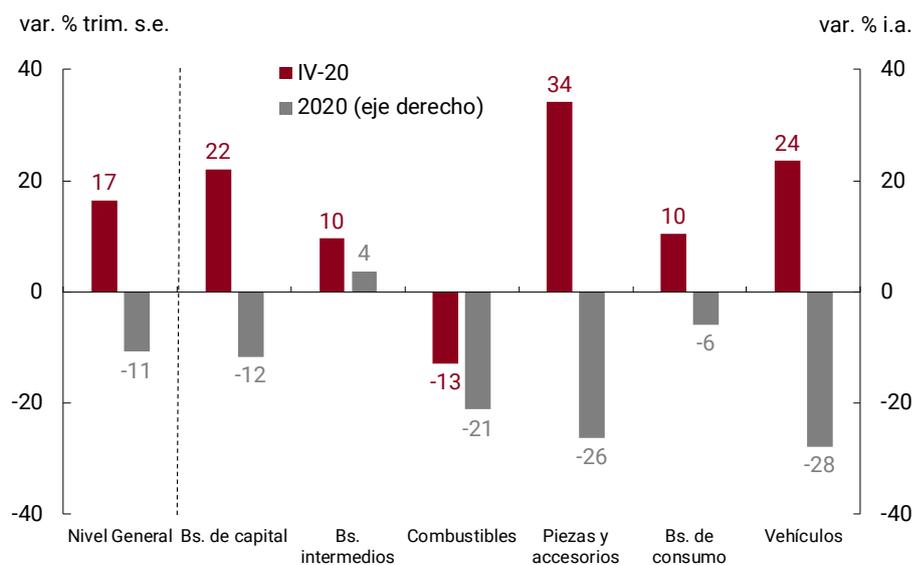


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, a excepción de los combustibles, todos los usos contribuyeron al incremento de los volúmenes importados de bienes en el cuarto trimestre de 2020. Se destacaron por su incidencia los aumentos de las compras externas de bienes de capital y sus piezas y de bienes intermedios que, en conjunto, aportaron 15 p.p. a la variación trimestral del nivel general, lo que sugiere un fuerte aumento de la inversión en el periodo octubre-diciembre (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Si bien en el promedio anual las cantidades importadas registraron una caída de 11% respecto a 2019, la fuerte recuperación del segundo semestre de 2020 permitió que los volúmenes importados se ubicaran en diciembre de 2020 un 23% por encima del nivel prepandemia (feb-20), dejando un arrastre estadístico positivo de 19 p.p. para el 2021 (ver Gráfico 4.4).

<sup>15</sup> En diciembre de 2020 el tonelaje embarcado acumulado de trigo, maíz, porotos de soja y subproductos de soja fue el menor desde marzo de 2014.

**Gráfico 4.4 | Volúmenes importados de bienes**



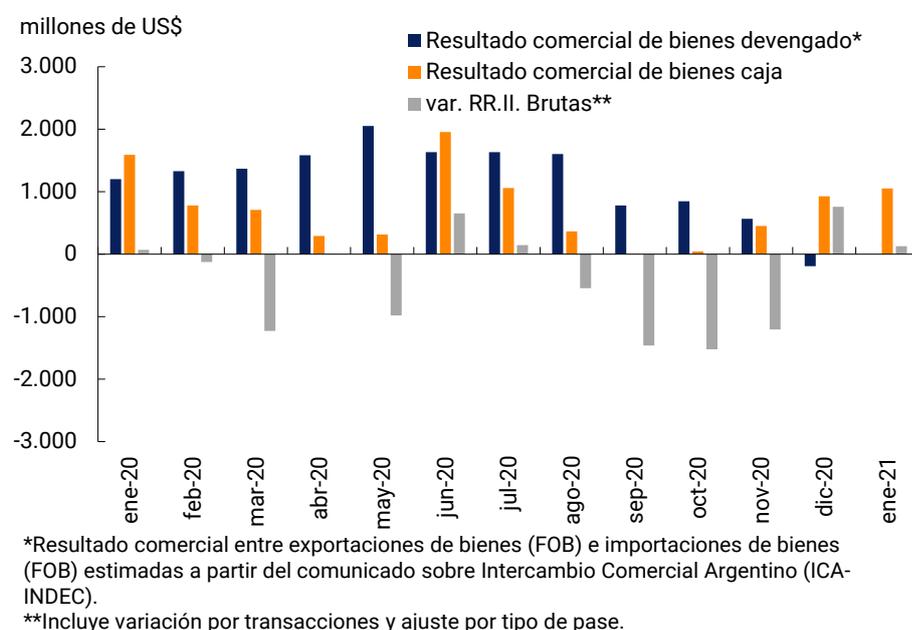
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

#### 4.2. En diciembre, pese al déficit comercial de bienes, el BCRA registró la mayor acumulación de reservas internacionales de todo 2020

La paulatina reducción del superávit comercial de bienes registrada desde septiembre de 2020 se aceleró en diciembre, producto del desplome de los embarques de granos y sus derivados afectados por el conflicto gremial en los puertos. De esta manera, tras 27 meses consecutivos de resultados comerciales superavitarios, en diciembre, el saldo comercial (FOB-FOB<sup>16</sup>) devengado fue de aproximadamente -US\$192 millones. No obstante, durante el mismo mes, el BCRA registró la mayor acumulación de reservas internacionales de todo el año (US\$758 millones). Cabe destacar que, como se comentó en el anterior IPOM, el funcionamiento del mercado de cambios en 2020 se caracterizó por la cancelación neta de deuda externa, tanto del sector privado como del gobierno general, lo que impedía que los superávits comerciales devengados se vieran reflejados en el stock de reservas internacionales. En diciembre se modificó esta dinámica, en un contexto de reducción del diferencial existente entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de compra-venta de títulos y el tipo de cambio oficial, la consolidación del marco normativo que buscó administrar la demanda de divisas en el mercado de cambios y los fuertes ingresos por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones por parte del sector de empresas oleaginosas y cerealeras (ver Gráfico 4.5).

16 Free On Board. Estimado a partir de los datos del comunicado de INDEC sobre el Intercambio Comercial Argentino.

**Gráfico 4.5 | Comercio de bienes y variación de reservas internacionales**



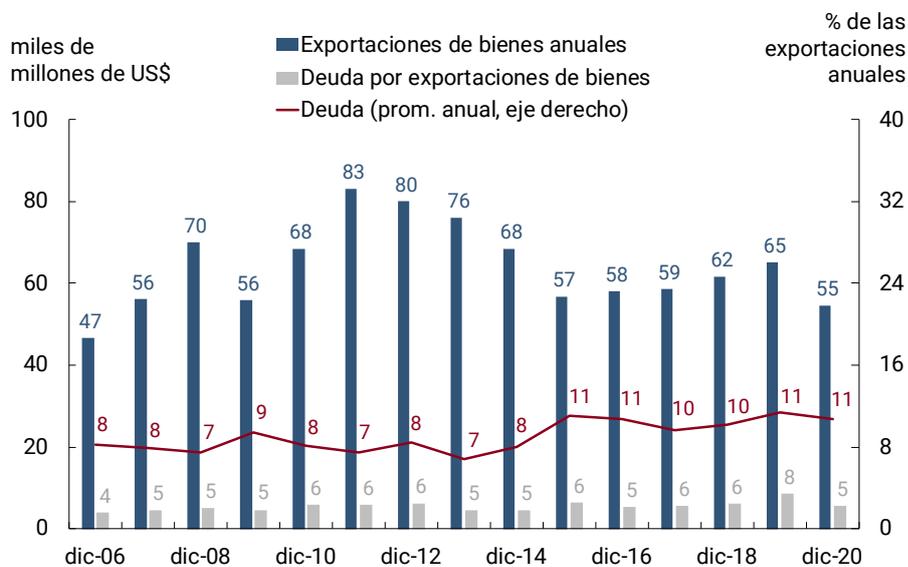
En enero de 2021, el BCRA fue nuevamente comprador neto en el Mercado de Cambios y las Reservas Internacionales aumentaron US\$127 millones en el mes. Esta acumulación de reservas internacionales estuvo apuntalada por el retorno a un superávit comercial devengado estimado para enero, principalmente por un rebote de las exportaciones de granos y derivados, superado el conflicto gremial de diciembre.

Este fenómeno en el que el balance comercial de bienes (devengado) se ve reflejado en gran medida en el resultado de las operaciones de cambio (caja) se espera continúe a lo largo de 2021.

### 4.3. La demanda financiera de divisas se atenuó a partir de los cambios normativos adoptados durante 2020

En primer lugar, los exportadores cancelaron a lo largo de 2020 unos US\$3.000 millones de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones, lo que implicó que la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se mantuviera en un 11%, nivel estable en los últimos seis años. De mantenerse este cociente y en la medida en que las exportaciones cobren dinamismo de la mano de la recuperación de la demanda externa y en función de los mejores precios internacionales de las materias primas, los ingresos a través del Mercado de Cambios por cobros de exportaciones se ubicarían en un nivel al menos similar al de las exportaciones (ver Gráfico 4.6).

**Gráfico 4.6 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones**

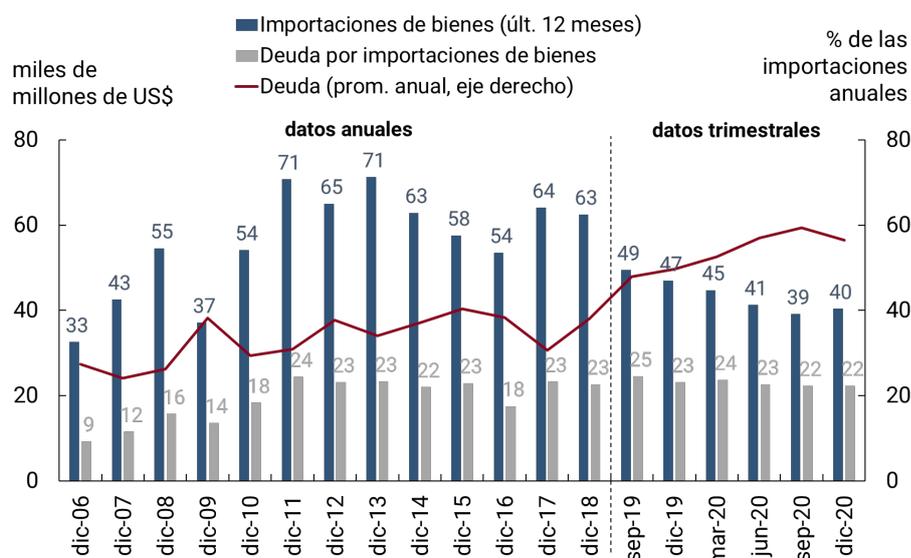


Nota: Deuda del 4º trimestre estimada en función a datos devengados y caja.  
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por el lado de las importaciones de bienes, el Banco Central dispuso una serie de normas que apuntan a promover una más eficiente asignación de las divisas. En este contexto, la cancelación de deuda por importaciones, que se observó desde septiembre de 2019 hasta septiembre de 2020 (unos US\$2.200 millones) se habría frenado, sobre todo a partir de noviembre de 2020, momento en el que se comenzó a observar que los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios se ubicaban en niveles similares a los del total de importaciones de bienes en términos FOB. Es esperable que, con el repunte del nivel de actividad de los próximos meses, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones, que se encuentra cerca del máximo de los últimos 15 años, comience a converger a los promedios históricos, a partir del incremento de las compras externas en vez de por la cancelación neta de pasivos externos (ver Gráfico 4.7)<sup>17</sup>.

17 Un resumen de las modificaciones normativas introducidas a lo largo de 2020, con impacto en los flujos del mercado de cambios, puede leerse en el informe de [Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario de diciembre de 2020](#).

**Gráfico 4.7 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones**



Nota: Deuda del 4º trimestre estimada en función a datos devengados y caja.  
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por último, en lo que respecta a la deuda financiera, luego de que el Gobierno Nacional alcanzara un acuerdo con los principales tenedores de bonos en agosto de 2020, y que los gobiernos locales comenzaran el proceso de renegociación de sus deudas externas, en septiembre de 2020, mediante la Comunicación "A" 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios.

En consecuencia, en el cuarto trimestre de 2020 las empresas comenzaron a renegociar sus deudas financieras para adecuarse a los parámetros requeridos por el Banco Central. En este sentido, los vencimientos de deudas de empresas esperados para el cuarto trimestre eran de US\$700; no obstante, éstas realizaron compras netas por sólo US\$250 millones, lo que implicó un ahorro de unos US\$450 millones.

#### 4.4. Perspectivas

En lo inmediato, los datos adelantados de enero sugieren que el déficit comercial de bienes registrado en diciembre fue circunstancial, y que en el primer mes de 2021 la economía recuperó un saldo comercial superavitario. Las exportaciones de bienes habrían crecido en términos desestacionalizados gracias al rebote de los embarques agrícolas que en diciembre se vieron extraordinariamente afectados por conflictos gremiales en los principales puertos de exportación<sup>18</sup>. Hacia adelante, se espera, a su vez, que las exportaciones industriales consoliden la recuperación que insinuaron en diciembre traccionadas por la mayor demanda externa, principalmente de Brasil y alentadas también por al reordenamiento del esquema de retenciones y reintegros de exportación que incentiva a las ventas externas con mayor valor agregado<sup>19</sup>. Asimismo, de

<sup>18</sup> Desde las últimas semanas de enero de 2021, el paro de los transportistas de cargas, con mayor incidencia en los puertos de Quequén y Bahía Blanca, podría haber afectado transitoriamente el desempeño de las ventas externas de productos agrícolas.

<sup>19</sup> Ver Decretos 789/2020 y 790/2020.

sostenerse los precios internacionales actuales de las materias primas que exporta el país, se esperan mayores ingresos de divisas a partir del segundo trimestre gracias a la revalorización de la cosecha agrícola.

Un potencial deterioro del contexto internacional (ya sea por un recrudecimiento de la pandemia en nuestros socios comerciales o una corrección marcada en las cotizaciones de los activos financieros; ver Capítulo 2. Contexto Internacional) y una eventual pérdida significativa de la cosecha de soja y maíz debido a factores climáticos (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo), se constituyen como los principales riesgos que enfrentan las exportaciones de Argentina en 2021.

Por el lado de las importaciones, los indicadores adelantados de enero sugieren que, luego de haber acumulado un incremento de 44% entre agosto y noviembre, las compras externas habrían aminorado su marcha respecto de diciembre. Hacia delante se espera que las importaciones de bienes acompañen la trayectoria de crecimiento de la actividad económica.

Esta evolución esperada de los flujos comerciales indica que Argentina registraría nuevamente superávit comercial de bienes durante 2021. En un contexto de menores tensiones cambiarias, la regulación vigente contribuirá a que, a diferencia de lo ocurrido durante 2020, el saldo positivo devengado se vea reflejado al menos en magnitud similar en el mercado de cambios.

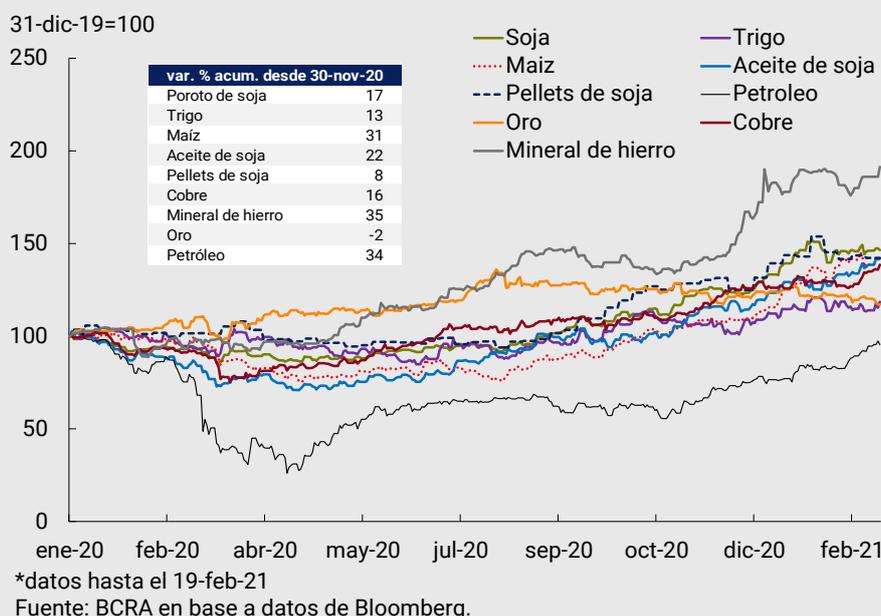
Por el lado de los flujos financieros las nuevas refinanciaciones de deuda privada, que se continuarán cerrando a lo largo del año, mejorarán sustancialmente el perfil de vencimientos a corto plazo y la presión sobre el mercado de cambios. Respecto del gobierno general, mientras que el Gobierno Nacional se encuentra negociando las condiciones de un nuevo acuerdo con el FMI y con el Club de París, se espera que en los próximos meses culminen las renegociaciones de las deudas externas de los gobiernos locales que aún se encuentran pendientes.

## Apartado 2 / Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas

Los precios internacionales de las materias primas mostraron un gran dinamismo desde la publicación del último IPOM (Nov-20) impulsados por la combinación de factores de distinta índole (macroeconómicos, financieros y climáticos). A la luz de la evidencia histórica, se espera que este incremento de los precios de las materias primas tenga efectos positivos sobre las economías emergentes exportadoras netas de materias primas, entre las que se encuentra Argentina.

Los precios globales de las materias primas con mayor peso en la canasta de exportación de nuestro país<sup>20</sup> se incrementaron entre un 8% y un 34% desde fines de noviembre de 2020, a excepción del oro que tuvo una caída del 2%. De esta manera, a fines de 2020, entre estos *commodities*, solo el petróleo crudo cotizaba por debajo de los niveles prepandemia (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Precios internacionales de materias primas seleccionadas**



Este movimiento conjunto de los precios internacionales de diversas materias primas es un fenómeno ya documentado en la literatura<sup>21</sup>. El crecimiento mundial, las condiciones de liquidez global, el apetito por el riesgo y la evolución del tipo de cambio multilateral de Estados Unidos se ubican entre los factores más frecuentemente señalados como *drivers* del precio de los *commodities* (Cornejo, 2020)<sup>22</sup>. En efecto, en el periodo

20 En el periodo dic-19 a nov-20 las ventas externas de trigo, maíz, porotos de soja, aceite de soja, pellets de soja, petróleo crudo y oro representaron el 46% de las exportaciones de bienes totales de Argentina.

21 Con técnicas de análisis factorial, Bastourre, D. et al. (2012) encuentran que dos factores son suficientes para explicar al menos el 70% de la varianza del precio real de 14 materias primas en el período Dic-91 a Mar-11. Fernandez, A. et al. (2018) construyen índices de precios de materias primas a medida de 13 economías emergentes y hallan que el primer componente logra capturar el 78% de la varianza de todas las series, a pesar de que el peso de los *commodities* incluidos en cada serie varía sustancialmente.

22 Vinculado con las condiciones de liquidez global y el apetito por el riesgo puede mencionarse también a la evolución de las principales bolsas del mundo, las cuales también han tenido un desempeño muy favorable recientemente (ver Capítulo 2. Contexto Internacional)

2004-2020 la correlación entre el tipo de cambio nominal multilateral de Estados Unidos y el índice de precios globales de materias primas del FMI fue de 0,73. No puede descartarse que la recuperación de las cotizaciones internacionales de estos productos a partir de mayo de 2020 se relacione, al menos parcialmente, con el debilitamiento relativo del dólar (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Valor del dólar y precios de materias primas**



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos y FMI.

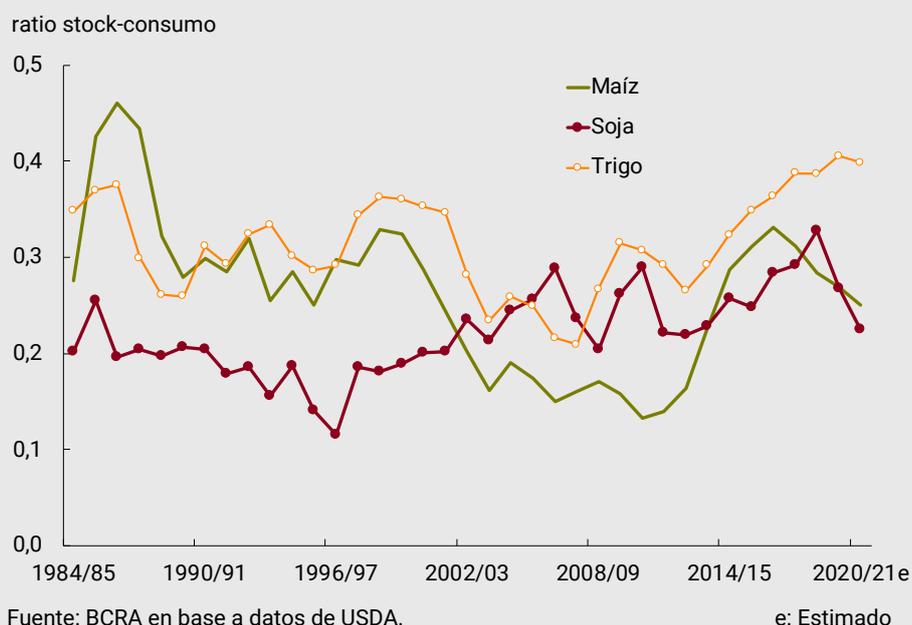
Factores idiosincrásicos de cada mercado también parecen haber jugado un rol importante en el comportamiento de los precios de las materias primas<sup>23</sup>. Las cotizaciones de los principales productos agrícolas responderían en el margen también al deterioro de las previsiones de cosecha de granos para la campaña 2020/21 en regiones productoras de Estados Unidos y Sudamérica, en el marco de los efectos adversos provocados por el evento climatológico “La Niña”<sup>24</sup>. Esta menor producción coincidiría con una fuerte recuperación del consumo forrajero de China, incitado por la recomposición de stocks de cerdos tras superar la peor parte de la fiebre porcina africana en 2018 y 2019. Las restricciones de oferta y el aumento de la demanda se reflejaron en una caída del ratio stock-consumo estimado para fines de la campaña 2020/21 para la soja y para el maíz. En el caso del trigo las proyecciones del USDA apuntan a una situación más holgada (ver Gráfico 3).

23 La recuperación de la producción industrial de China estimuló la revalorización de los metales básicos y el leve aumento de la tasa de interés real de los Estados Unidos generó caídas en el precio de los metales preciosos (en particular, el oro y la plata). En tanto, el precio del petróleo crudo en su variedad Brent se ubicaba por encima de los US\$ 63 por barril a mediados de febrero de 2021, luego de haber sido extraordinariamente afectado por la irrupción de la pandemia (ver [Apartado 3 / Caída del precio del petróleo del IPOM de mayo de 2020](#)).

24 El departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés) en su informe de feb-21 recortó la proyección de producción global de granos esperada para la campaña 2020/21 en 6,3 millones de toneladas respecto a su previsión de dic-20. Las mayores caídas se dan en la cosecha estimada de maíz en Estados Unidos (-8 millones de toneladas) y de soja en Argentina (-2 millones de toneladas). En este contexto, el consumo global de granos esperado para la campaña 2020/21 supera en 87 millones de toneladas al del periodo 2018/19, principalmente de la mano de China.

En este contexto, a mediados de enero el poroto de soja llegó a cotizar por arriba de los US\$ 520 dólares la tonelada y el maíz por encima de los US\$ 200 la tonelada en el mercado de Chicago, valores no observados desde el segundo trimestre de 2014. El trigo acompañó esta suba, pero en términos relativos los niveles actuales son menos elevados.

**Gráfico 3 | Relaciones mundiales de stock-consumo de los principales granos**



El aumento de los precios de las materias primas tiene efectos directos e indirectos sobre la economía argentina. En primer lugar, la suba de las cotizaciones de los *commodities* (en particular de los granos y sus derivados) se refleja en una suba de los precios de exportación en dólares. Todo lo demás constante, esto implica mayor ingreso de divisas por exportaciones, mayor recaudación tributaria, y mayores ingresos del sector privado. En la medida en que los productos de exportación constituyan alimentos, también agregan cierta presión sobre el índice de precios al consumidor.

En segundo lugar, el aumento de los precios internacionales de productos que no son relevantes en la canasta de exportación de Argentina, pero sí de sus socios comerciales (mineral de hierro en Brasil, cobre en Chile), genera efectos favorables indirectos, en la medida en que eleva la demanda externa de los productos que Argentina exporta hacia esos destinos (principalmente manufacturas)<sup>25</sup>.

Existe la posibilidad de que algunos de los factores que impulsaron recientemente a los precios de los *commodities* pierdan fuerza en los próximos meses. No puede descartarse un retorno a medidas de mayores restricciones al movimiento de personas por un desborde la pandemia (lo que afectaría principalmente a los metales y los combustibles), ni tampoco una corrección considerable en las principales bolsas del mundo (lo que, a priori, golpearía a todas las materias primas). Bajo los efectos de "La Niña", a esos factores se le suma

<sup>25</sup> Analizando una muestra de 138 economías en el período 1960-2014, Fernandez A. et al. (2017) encontraron que más de un tercio de la varianza del Producto del país "mediano" puede atribuirse a shocks en los precios internacionales reales de tres agrupados de materias primas: agricultura, energía y minerales/metales.

el desarrollo incierto de la producción agrícola de maíz y soja, principalmente en Sudamérica. Una exacerbación de las pérdidas estimadas podría elevar un poco más las cotizaciones, mientras que una mejora en las condiciones climáticas podría materializarse en un retroceso de los precios.

## Referencias

Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., & Sardi, M. (2012). Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los *commodities* y determinantes globales. Documento de trabajo BCRA (No. 2012/57).

Cornejo, M. (2020): Modelización de los determinantes de los precios de las *commodities*. Revista Ensayos Económicos BCRA (No. 2020/75).

Fernández, A., González, A., & Rodríguez, D. (2018). *Sharing a ride on the commodities roller coaster: Common factors in business cycles of emerging economies*. *Journal of International Economics*, 111, 99-121.

Fernández, A., Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2017). *World shocks, world prices, and business cycles: An empirical investigation*. *Journal of International Economics*, 108, S2-S14.

## Apartado 3 / Las elasticidades del comercio exterior en Argentina (2004-2019)

En países como Argentina, que recurrentemente enfrentan problemas de escasez de divisas, aumentar la oferta exportable y disminuir la demanda de importaciones se presenta como un desafío central de política económica. Sin embargo, no existe un consenso en la literatura sobre la forma “virtuosa” de afectar los flujos de comercio exterior y mejorar el resultado de la balanza comercial, esto es, en consonancia con una economía en expansión.

Una parte de la literatura tiende a enfatizar la relevancia de los efectos sustitución (precio), destacando en este proceso el rol del tipo de cambio real. Una depreciación real, se afirma, abarata las exportaciones y favorece una expansión de las ventas al exterior, mientras que al mismo tiempo encarece las importaciones, incentivando una contracción de las compras al resto del mundo y su reemplazo por el consumo de bienes y servicios producidos domésticamente. Sin embargo, la literatura empírica que ha examinado esta problemática en los países latinoamericanos en general, y en Argentina en particular, ha mostrado que los efectos precio no tienen la intensidad suficiente para modificar la composición del producto de modo de mejorar el saldo comercial. Esto obedece a que, según los resultados obtenidos en esos trabajos (ver Tablas 1 y 2), las condiciones Marshall-Lerner no se cumplen en estas economías<sup>26</sup> (Albornoz, 2019; Zack, 2016; Berrettoni y Castresana, 2009).

**Tabla 1 | Estimaciones de elasticidades de largo plazo para Argentina**

Autores	Período	Importaciones		Exportaciones	
		Elasticidad ingreso	Elasticidad TCR	Elasticidad ingreso	Elasticidad TCR
Albornoz (2019)	1993-2014	1,98	-0,29	1,03	0,17
Aravena (2005)	1996-2004	3,62	-0,33	0,83	0,06
Berrettoni y Castresana (2009)	1993-2008	2,76	-0,34	1,84	0,30
Zack (2016)	1996-2013	1,72	-0,30	0,85	0,07

Fuente: Albornoz (2019), Aravena (2005), Berrettoni y Castresana (2009), Zack (2016).

**Tabla 2 | Estimaciones de elasticidades de largo plazo para economías en desarrollo**

País	Período	Importaciones		Exportaciones	
		Elasticidad ingreso	Elasticidad TCR	Elasticidad ingreso	Elasticidad TCR
Brasil*	1993-2014	1,79	-0,47	2,33	0,46
Brasil**	1991-2001	2,60	-0,30	1,50	0,29
Bolivia*	1993-2014	1,54	-0,39	1,01	0,67
Chile***	1996-2004	1,13	-0,12	0,41	0,08
México****	1990-2000	0,94	-0,41	2,80	0,32
Uruguay*	1993-2014	1,33	-0,22	1,96	-0,26

Fuente: \*Albornoz (2019); \*\*Paiva (2003); \*\*\*Aravena (2005); \*\*\*\*Garcés Díaz (2008).

Una posible explicación a la debilidad de los efectos sustitución observados en las economías latinoamericanas podría encontrarse en su patrón de especialización. Su matriz productiva incompleta genera una fuerte dependencia por parte de la producción doméstica tanto de insumos como de bienes de capital importados

<sup>26</sup> De acuerdo a las condiciones Marshall-Lerner, partiendo de una situación de equilibrio comercial, una depreciación real mejora el saldo comercial si la suma del valor absoluto de las elasticidades de las exportaciones e importaciones respecto al tipo de cambio real es mayor a uno, y deteriora dicho saldo si la suma es menor a la unidad. (Marshall, 1920; Lerner, 1944).

que no son —ni pueden ser, al menos en el corto y mediano plazos, por falta de conocimiento técnico, infraestructura o economías de escala— producidos localmente. A su vez, la base primaria de su matriz exportadora (bienes salarios o manufacturas de origen primario) hace que la demanda externa sea relativamente rígida o poco sensible a los cambios en los precios (Bernat, 2015).

En este apartado retomamos la discusión sobre el “optimismo” versus el “pesimismo” de las elasticidades del comercio exterior estimando dichas elasticidades de largo plazo para la Argentina respecto al tipo de cambio real (TCR) y al ingreso, durante el período 2004-2019.

Para el caso de las exportaciones se utilizaron las series de cantidades exportadas nivel general y grandes rubros informadas por INDEC, el PIB de los socios comerciales ponderados por comercio<sup>27</sup>, el TCR bilateral con Estados Unidos y Brasil según el caso y el TCRM con el resto de los socios comerciales provenientes de la información del BCRA. Para las importaciones, se utilizaron las series de cantidades importadas nivel general y por usos económicos que reporta INDEC, el TCR bilateral con Estados Unidos y el TCR con el resto de los socios comerciales, y el PIB Argentina publicado por INDEC. La estimación se realizó mediante la metodología de cointegración de Johansen-Juselius<sup>28, 29</sup>.

Las Tablas 3 y 4 resumen los resultados de las estimaciones. Cabe recordar, que los coeficientes reportados en estas tablas representan las elasticidades del comercio exterior, las cuáles miden el porcentaje de variación de las cantidades exportadas o importadas ante un cambio de un 1% en el ingreso o en los precios relativos. En primer lugar, puede apreciarse que la suma de las elasticidades precio de las exportaciones e importaciones es menor a la unidad, lo cual da sustento a la visión “pesimista”: las depreciaciones reales persistentes, por sí solas, no parecen ser la manera adecuada de solucionar la falta de competitividad internacional<sup>30</sup>. En segundo lugar, la elasticidad ingreso de las importaciones más que duplica a la de las exportaciones. Ello sugiere que, en ausencia de cambio tecnológico y/o de precios relativos, tenderá a verificarse un deterioro paulatino del saldo comercial, si la tasa de crecimiento de Argentina y sus socios comerciales fuese la misma.

Si bien las exportaciones a nivel general presentan una baja elasticidad precio, al considerar los resultados para la desagregación por grandes rubros puede observarse que algunos sectores son más sensibles a los cambios en los precios relativos (ver Tabla 3). Por ejemplo, las exportaciones de manufacturas de origen industrial (MOI) exhiben una respuesta más elevada al tipo de cambio real que las exportaciones de productos primarios que, como se mencionó, poseen una oferta relativamente rígida.

---

27 Dada la naturaleza de las exportaciones agropecuarias argentinas, en las que las restricciones de oferta podrían ser más relevantes que las de demanda, parece plausible computar la elasticidad ingreso tomando la producción doméstica de los productos agropecuarios y sus derivados. No obstante, para que los resultados de las elasticidades ingreso presentados en este apartado sean comparables con los obtenidos por la literatura empírica para Argentina, se decidió incluir como determinante al PIB de sus principales socios comerciales. En tanto, para las manufacturas de origen industrial se consideró utilizar a la producción industrial de Brasil.

28 El análisis de “largo plazo” o de cointegración permite encontrar relaciones que tiendan a mover el comportamiento conjunto de las variables, en promedio, durante períodos largos de tiempo. En el caso de las estimaciones de las elasticidades del comercio exterior argentino para 2004-2019, se encuentra una única relación de largo plazo entre las cantidades exportadas y las cantidades importadas y sus determinantes, respectivamente. Asimismo, los tests convencionales de exogeneidad débil, dan cuenta de que tanto las cantidades exportadas como las cantidades importadas son las variables que responden a los desequilibrios de la relación de largo plazo, es decir, se comportan como variables endógenas en cada una de las ecuaciones.

29 En las estimaciones se incluyeron distintas variables de control y variables binarias que dan cuenta de la existencia, dentro de la muestra, de distintos períodos de política económica y de comercio exterior.

30 En el caso de las exportaciones nivel general los coeficientes para el TCR bilateral y el TCR resto no son diferentes estadísticamente, con un p-valor de 0.8681. Tomando en cuenta este resultado, la elasticidad precio de las exportaciones totales es 0,19. Dado que al hacer las estimaciones por grandes rubros las elasticidades precio con los TCR bilaterales y TCR resto son en su mayoría diferentes estadísticamente, se decidió mostrar los dos coeficientes tanto para las exportaciones totales como para sus desagregados.

**Tabla 3 | Exportaciones. Elasticidades de largo plazo estimadas para Argentina (2004-2019)**

Determinantes	Exportaciones	Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)	Productos Primarios	Manufacturas de Origen Industrial (MOI)*	Combustibles y energía
TCR bilateral*	0,198	0,333	0,324	0,407	no signif.
TCR resto**	0,150	0,167	0,285	no signif.	0,263
PIB socios***	0,720	0,596	0,817	0,907	0,899

\*Tipo de cambio real bilateral peso-dólar excepto en las MOI que es el tipo de cambio real bilateral peso-real.

\*\*Tipo de cambio real multilateral (tcrm) excluido el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos para MOA, Productos Primarios y Combustibles y energía y tcrm excepto el tipo de cambio bilateral con Brasil para MOI.

\*\*\* Para el caso de las MOI corresponde a la Producción Industrial de Brasil.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Al observar los resultados para los diferentes tipos de bienes importados, se encuentra que las importaciones de bienes de capital presentan una elasticidad precio menor a la exhibida por los bienes de consumo, dando cuenta de la dependencia tecnológica de nuestro sistema productivo respecto a los proveedores del resto del mundo (ver Tabla 4).

**Tabla 4 | Importaciones. Elasticidades de largo plazo estimadas para Argentina (2004-2019)**

Determinantes	Importaciones	Bienes de Consumo	Bienes de Capital
TCR bilateral*	-0,426	-0,481	-0,342
TCR resto**	-0,208	-0,496	-0,384
PIB***	1,929	1,5703	1,188

\*Tipo de cambio real bilateral peso-dólar.

\*\*Tipo de cambio real multilateral excepto el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

\*\*\*PIB doméstico

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Adicionalmente, se realizó un análisis a nivel sectorial dentro de los grandes rubros de las exportaciones y de los usos económicos de las importaciones. Si bien en términos generales los resultados están en línea con la agrupación a la que pertenecen, se encuentra que algunos sectores exhiben una mayor reacción al tipo de cambio que otros (ver Tabla 5). Sin embargo, estos resultados deben interpretarse con cuidado, pues en algunos sectores, por ejemplo el de minerales<sup>31</sup>, podrían estar sesgados por comportamientos específicos o por cuestiones coyunturales que conducen a la existencia de relaciones positivas espurias entre el tipo de cambio y las cantidades exportadas. También se observa una mayor sensibilidad de los productos regionales a la evolución de los precios relativos, lo cual indicaría que sus exportaciones podrían verse favorecidas por una mejora del TCR. Respecto a las importaciones, no se muestran las elasticidades desagregadas dentro de los usos económicos porque los resultados no difieren significativamente de los valores informados para bienes de consumo y bienes de capital.

**Tabla 5 | Exportaciones por grandes rubros. Elasticidades de largo plazo para Argentina (2004-2019)**

Determinantes	Exportaciones de MOA			Exportaciones de Productos Primarios			Exportaciones de MOI			
	Pescados y mariscos elaborados	Frutas secas o procesadas	Preparados de legumbres y hortalizas	Pescados y mariscos sin elaborar	Minerales metalíferos, escorias y cenizas	Hortalizas y legumbres sin elaborar	Frutas	Metales comunes y sus manufacturas	Papel, cartón, impresos y publicaciones	Textiles y confecciones
TCR bilateral*	0,346	0,347	0,349	0,362	0,611	0,325	0,371	0,474	0,501	0,492
TCR resto**	0,486	0,463	0,469	0,369	0,475	0,344	0,333	no signif	no signif	no signif
PIB socios***	0,846	0,642	0,612	0,737	1,202	0,529	0,836	0,8691	0,654	0,569

\*Tipo de cambio real bilateral peso-dólar excepto en el caso de las MOI que es el tipo de cambio real bilateral peso-real.

\*\*Tipo de cambio real multilateral (tcrm) excepto el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos para MOA y Productos Primarios y tcrm excepto el tipo de cambio bilateral con Brasil para MOI.

\*\*\* Para el caso de las MOI corresponde a la Producción Industrial de Brasil.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

31 Tal es el caso del cobre, rubro en el cual coincidió un agotamiento del mineral con un período de apreciación del tipo de cambio.

## Conclusión

De las estimaciones realizadas para Argentina durante el período 2004-2019, pueden extraerse tres tipos de conclusiones. En primer lugar, que la elasticidad ingreso de las importaciones es superior a la elasticidad ingreso de las exportaciones; por lo que, a una misma tasa de crecimiento que la de los principales socios comerciales, tenderá a observarse un paulatino deterioro del saldo comercial. De este modo, para lograr que el sendero de crecimiento económico sea sostenible a largo plazo desde el punto de vista externo, debería lograrse un incremento de la competitividad que permita generar una mayor participación relativa de las exportaciones en el producto y disminuir la de las importaciones. Sin embargo, dado que las elasticidades precio del comercio exterior no cumplen con las condiciones Marshall-Lerner, la segunda conclusión es que las políticas comerciales que se basan exclusivamente en afectar al tipo de cambio real no serían las más efectivas para aumentar la competitividad y mejorar la balanza comercial. Finalmente, los resultados muestran que hay algunos sectores exportables que sí exhiben cierta sensibilidad a los precios relativos y por lo tanto al tipo de cambio real. En este caso, sin embargo, aplicar una política horizontal como lo es la devaluación de la moneda, (la cual, además, puede tener efectos negativos sobre distribución del ingreso, el empleo y el producto), no parece ser la política más adecuada. Parecería ser más eficiente implementar políticas sectoriales específicas que modifiquen el tipo de cambio efectivo enfrentado por aquellos sectores sensibles a los precios relativos (por ejemplo, a través de subsidios o cambios en las condiciones de financiamiento)<sup>32</sup>, de forma de lograr una mayor inserción de este tipo de bienes en los mercados internacionales y aumentar la participación relativa de las exportaciones en el Producto.

## Referencias

- Albornoz, M., 2019. "Elasticidades del comercio en el Mercosur", *Revista de Investigación en Modelos Financieros*, 1, 23-40.
- Bernat, G. (2015). "Tipo de cambio real y diversificación productiva en América del Sur", *Serie Estudios Estadísticos y Perspectivas*, CEPAL, N° 43.
- Aravena, C., 2005. "Demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para Argentina y Chile", *SERIE Estudios estadísticos y prospectivas*, CEPAL, N°36.
- Berrettoni, D. y S. Castresana, 2009. "Elasticidades de comercio de la Argentina para el periodo 1993-2008", *Revista del Centro de Economía Internacional*, 16, 85-97.
- Garcés Díaz, D, 2008. "Análisis de las funciones de importación y exportación de México (1980-2000)", *El Trimestre Económico*, vol. LXXV (1), núm. 297, enero-marzo, 2008, pp. 109-141.
- Lerner, A. P., 1944. *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. Nueva York: Macmillan.
- Marshall, A., 1920. *Principles of Economics*. Octava edición (publicado originalmente en 1890). Londres: Macmillan and Co., Ltd.
- Paiva, C., 2003. "Trade Elasticities and Market Expectations in Brazil", *IMF Staff Working Paper*, 03/140.
- Zack, G., 2016. "Una aproximación a las elasticidades del comercio exterior de la Argentina", *Documentos de Trabajo IELAT*, N° 82.

---

32 Por supuesto, esto siempre puede ser complementado con políticas industriales o de promoción directa de exportaciones que permitan mejorar el resultado comercial.

## 5. Finanzas Públicas

A lo largo de 2020 el Gobierno Nacional realizó un significativo esfuerzo fiscal para morigerar el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre las familias y las empresas y adecuar el sistema de salud para enfrentar el desafío sanitario. La contención de la emergencia sanitaria, económica y social implicó, de acuerdo con lo informado por el Ministerio de Economía, un monto equivalente a aproximadamente 4,2% del PIB de 2020. Si se contemplan también las medidas de fomento al crédito que el BCRA tomó en este contexto la ayuda total asciende a 6,9% del PIB.

La recaudación tributaria continuó fortaleciéndose durante el último trimestre del año pasado desde su menor dinamismo registrado en el segundo trimestre de 2020. El conjunto de medidas tributarias impulsadas a partir de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva a fines de 2019 constituyeron un sostén significativo de los ingresos del sector público, al tiempo que el resto de los impuestos reflejó la recuperación de la actividad económica. Esta mejora se sostuvo durante el comienzo de 2021.

En tanto, las erogaciones mostraron un desempeño más contenido durante el cuarto trimestre de 2020 debido a la menor incidencia de las medidas extraordinarias de alivio a hogares y empresas afectadas por la pandemia. Ya definida por ley la fórmula de movilidad previsional que protegerá el poder adquisitivo de las pasividades, para este año se espera que la política fiscal promueva la reactivación del aparato productivo, previéndose un particular esfuerzo en la inversión en infraestructura intensiva en mano de obra, sin descuidar la atención de situaciones críticas derivadas de la emergencia económica y social.

El déficit fiscal primario se acentuó significativamente en 2020 por el esfuerzo fiscal desplegado desde el comienzo de la pandemia en el país. El resultado primario fue equivalente al -6,5% del PIB en 2020, exhibiendo un significativo aumento con respecto al del año 2019 (-0,4% del PIB) y constituyéndose como un valor máximo en al menos los últimos 37 años. De acuerdo con el Presupuesto Nacional 2021, se verificaría una reducción del déficit fiscal primario del SPNF hasta 4,2% del PIB. Esta mejora del resultado sería posible debido a la menor necesidad de masivas asistencias extraordinarias a las familias y empresas que caracterizaron lo ocurrido desde abril de 2020.

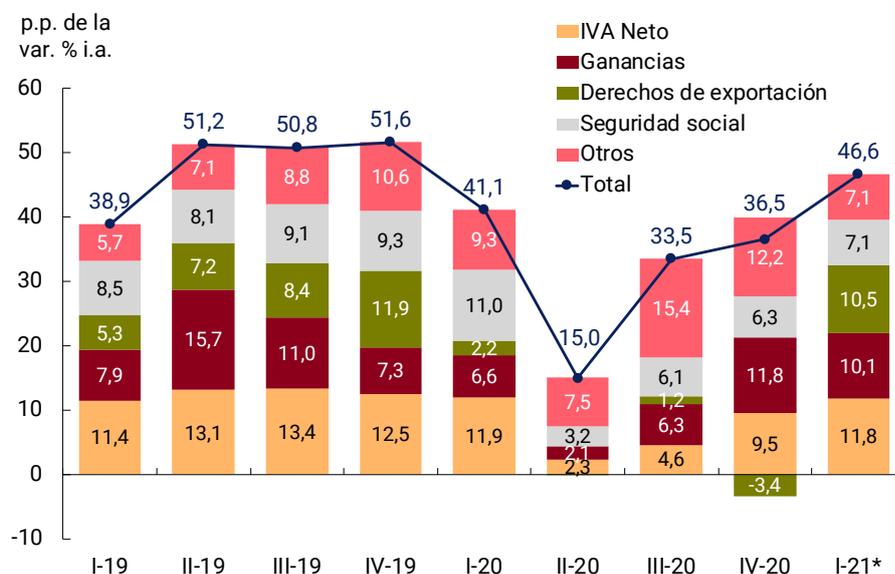
Durante la última parte de 2020 se observó un mayor financiamiento del Tesoro Nacional en el mercado doméstico de deuda que permitió requerir una menor asistencia financiera del BCRA, planteando un auspicioso panorama para una mayor participación del mercado local en el financiamiento de las necesidades fiscales del año 2021. El Gobierno Nacional continúa las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional y el Club de París. Entre los riesgos que se enfrentan en el escenario fiscal, se destaca un eventual recrudecimiento de la pandemia antes de que pueda verificarse una efectiva vacunación de la población.

## 5.1. Los ingresos fiscales continuaron reflejando la recuperación de la actividad económica

La recaudación tributaria nacional se incrementó 39,4% i.a. en el cuarto trimestre de 2020, acelerándose respecto del trimestre anterior (ver Gráfico 5.1). En términos reales este desempeño implicó un aumento de 7 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la variación registrada durante el tercer trimestre (-5% i.a.). En enero de 2021 la suba nominal fue de 46,6% i.a. (+5,8% i.a. en términos reales).

Durante 2020 se observaron dinámicas diferentes entre los grupos de impuestos. Por un lado, se destacó el elevado dinamismo de los tributos que fueron impulsados por la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva sancionada en diciembre de 2019. El impuesto a los Bienes Personales registró un aumento muy significativo, al tiempo que la instauración del Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS)<sup>33</sup> contribuyó con \$134.971 millones (aportando un 2% de la recaudación total). Por su parte, otros tributos con menor incidencia también registraron incrementos considerables, como los impuestos internos.

**Gráfico 5.1 | Contribución al crecimiento nominal de la recaudación tributaria nacional por tributo**



Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

\*Datos a ene-21.

Por otro lado, los impuestos que históricamente evidenciaban mayor peso en la recaudación total exhibieron un mejor desempeño en el margen, consistente con la recuperación económica en el contexto de la pandemia. El Impuesto al Valor Agregado (IVA) neto creció 38% i.a. en el cuarto trimestre<sup>34</sup> en comparación con el aumento de 14,9% i.a. que se había registrado en el tercero. El impuesto a las ganancias mostró una fuerte suba en el cuarto trimestre al expandirse 71% i.a., muy por encima de la expansión que se había verificado en el

<sup>33</sup> El impuesto aplica básicamente sobre la compra de moneda extranjera para atesoramiento, compras con tarjetas de crédito o débito realizadas en moneda extranjera y abonadas en pesos, la adquisición de servicios de agencias de viajes en el exterior y la compra de pasajes con destino al exterior.

<sup>34</sup> La base de comparación del último trimestre de 2019 se vio afectada por la reducción transitoria de la alícuota del IVA sobre los alimentos básicos.

trimestre previo<sup>35</sup>. Por su parte, los recursos de la seguridad social continuaron con un avance más acotado, influidos por la evolución de los salarios y del empleo: crecieron 24,3% i.a. entre octubre y diciembre, similar al aumento observado entre julio y septiembre<sup>36</sup>. En enero continuó registrándose una recuperación en la recaudación tributaria, reflejando tanto la mayor actividad económica y diversas modificaciones tributarias —algunas de las cuales fueron incluidas en la Ley de Presupuesto Nacional 2021—.

En tanto, incluso pese a la suba de alícuotas dispuesta a fines de 2019, los impuestos asociados al comercio exterior tuvieron un magro desempeño durante el año pasado. En el cuarto trimestre registraron una merma nominal de 16,3%, luego de haberse incrementado 12,4% i.a. durante el trimestre previo. Sobre el desempeño del trimestre afectó el atípico adelantamiento en el pago de derechos de exportación de los productos agrícolas que había ocurrido a fines de 2019 ante la previsión de la suba de alícuotas y otros cambios normativos. Asimismo, desde octubre comenzó a incidir la reducción transitoria de alícuotas de derechos de exportación sobre el complejo sojero y otras modificaciones en el tributo<sup>37</sup>. Sobre este último tributo impactaron además las medidas de fuerza en zonas portuarias durante el mes de diciembre. En enero de 2021 los derechos de exportación aumentaron 231% i.a. explicado también en parte por mayores liquidaciones pospuestas por los conflictos de diciembre y por los mejores precios de exportación.

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 53,3% i.a. en enero de 2021 y 25,2% i.a. entre octubre y diciembre de 2020, tras haberse incrementado en una magnitud similar durante el trimestre previo<sup>38</sup>. La evolución interanual negativa del resto de los ingresos del SPNF se explicó por la eximición del cobro de intereses sobre los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) a las personas beneficiarias de prestaciones previsionales y sociales y por los menores recursos disponibles por parte de la ANSeS para financiar el pago de las obligaciones derivadas del programa de Reparación Histórica a jubilados y pensionados<sup>39</sup>.

Por, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento similar al observado a nivel nacional: de acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos. En el último trimestre del año el avance nominal de los recursos propios se habría sostenido en torno al 33% i.a. luego de crecimientos en torno al 25% i.a. y al 14% i.a. en el tercer y segundo semestre, respectivamente.

Se espera que durante el primer trimestre de 2021 continúe fortaleciéndose la recaudación, favorecida por la sanción de la Ley 27605<sup>40</sup> que instaura el Aporte Solidario y Extraordinario para Ayudar a Morigerar el Impacto de la pandemia.

---

35 El impuesto a las ganancias se vio impulsado en el cuarto trimestre también por la percepción de 35% sobre las operaciones alcanzadas por el Impuesto PAIS a cuenta del impuesto. Asimismo, impactó una serie de factores entre los que se destacaron la prórroga este año hasta agosto de la presentación de la declaración jurada para personas humanas y del pago del saldo del tributo correspondientes al período fiscal 2019, y las medidas de alivio tributario luego de las elecciones PASO de agosto 2019: el Gobierno Nacional aumentó el mínimo no imponible y la deducción especial para jubilados y empleados en relación de dependencia del impuesto a las ganancias, al tiempo que implementó un cronograma de devolución de lo retenido por el impuesto.

36 En relación con los aportes personales a la seguridad social, en agosto de 2019 se había dispuesto temporalmente la eximición de parte del pago de aportes personales durante los meses de septiembre y octubre.

37 Decretos 789/2020 y 790/2020.

38 Sobre estos recursos continuó incidiendo el último tramo de la devolución anual acordada con las provincias, equivalente a 3 p.p. de la masa coparticipable que se destinaba a financiar al Sistema Nacional de la Seguridad Social (de acuerdo con el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de fines de 2015).

39 De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 121 de la Ley 27467 de Presupuesto Nacional 2019, los recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) destinados al pago del Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados, aprobado por la Ley 27260, se registraron como un recurso de capital de la ANSeS. A fines de 2020 se promulgó la Ley 27574 de Defensa de los Activos del FGS, con el objetivo de protegerlo frente al pago de la Reparación Histórica.

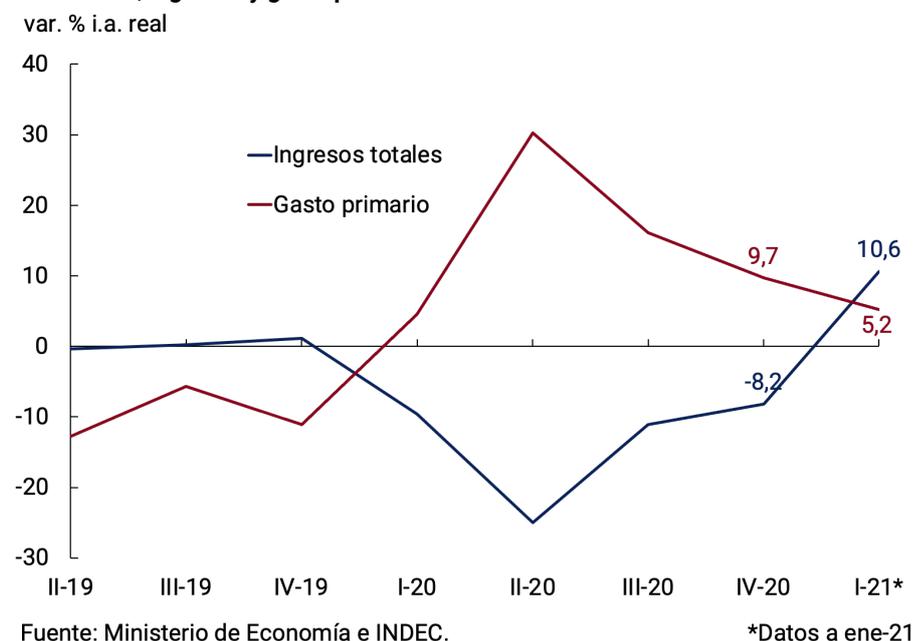
40 <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/345000-349999/345364/norma.htm>.

## 5.2. Mientras los ingresos se recuperan, el gasto se modera a partir de la disminución de los estímulos extraordinarios del Gobierno Nacional con los cuales se hizo frente a la crisis

El gasto primario exhibió un aumento nominal de 45,8% i.a. en enero de 2021 y 49,6% i.a. en el cuarto trimestre del año pasado, en un contexto en el que los ingresos crecieron al 53,3% i.a. y 25% i.a. en los mismos períodos, reduciéndose significativamente la diferencia entre ambos desempeños en relación con el tercer trimestre de 2020. En términos reales, los gastos crecieron 10% entre octubre y diciembre mientras que los ingresos cayeron 8% en el período (ver Gráfico 5.2).

Los gastos nacionales en el marco de la emergencia sanitaria por el COVID-19 se vieron fuertemente incrementados por medidas específicas destinadas a proteger los ingresos de las familias y las empresas, auxiliar financieramente a las administraciones provinciales, fortalecer el sistema de salud y reactivar la producción y el empleo. El resto de la dinámica del gasto se explicó por la atención de los haberes previsionales, de las remuneraciones a las y los empleados públicos (incluyendo las universidades), de los programas de inclusión social y por la contratación de servicios básicos. Otros rubros de gasto mantuvieron una evolución más contenida, incluyendo el gasto de capital no vinculado a la salud —rubro que mostró un importante dinamismo en el último mes del año (+158% i.a.) y en el comienzo de 2021 (+193% i.a. en enero 2021)—.

**Gráfico 5.2 | Ingresos y gasto primario del SPNF**



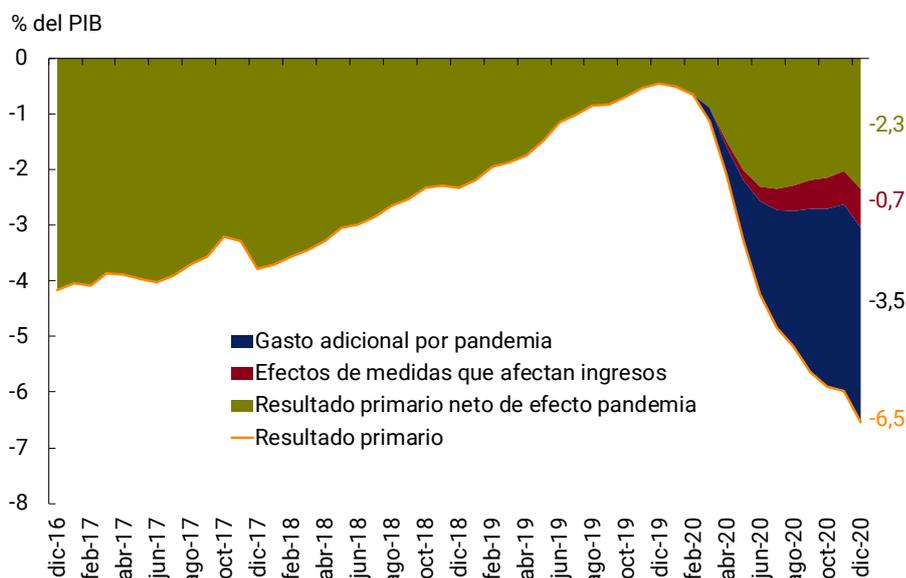
Se espera que para 2021 los estímulos extraordinarios del Gobierno Nacional con los cuales se hizo frente a la crisis por la pandemia vayan disminuyendo gradualmente a medida que la actividad gane impulso. Las erogaciones se focalizarán en el fortalecimiento de la recuperación económica a partir de la inversión en infraestructura y en el sostenimiento de las prestaciones sociales. En este sentido, la nueva ley que definió la fórmula de movilidad previsional<sup>41</sup> (con la cual se ajustan las jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares; ver Recuadro Modificación a la Ley de Movilidad Previsional) protegerá, a diferencia de la ley que había

41 Ley 27609: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/345000-349999/345950/norma.htm>.

sido promovida por el gobierno anterior, el poder adquisitivo de las prestaciones, lo que permitirá sostener el dinamismo de las transferencias de carácter social. Asimismo, se espera que durante el presente año el gasto de capital se constituya, de acuerdo con los lineamientos del Presupuesto Nacional 2021, como uno de los principales impulsores del gasto público, continuando con el dinamismo observado en el último mes del año pasado y en el primer mes de 2021.

El déficit primario del SPNF durante 2020 representó aproximadamente 6,5% del PIB, tras el 0,4% del Producto registrado en 2019<sup>42</sup> (ver Gráfico 5.3), el registro máximo en al menos los últimos 37 años. Una gran parte del déficit primario se explica por el efecto de la pandemia de COVID-19: se estima que 3,5 p.p. del PIB fueron gastos extraordinarios relacionados a medidas de contención social, económica y sanitaria, mientras que 0,7 p.p. del Producto representan efectos de medidas paliativas de política que afectaron los ingresos del SPNF (como la eximición del cobro de contribuciones patronales o del cobro de intereses a los préstamos de beneficiarios de la ANSeS). El Presupuesto Nacional 2021 prevé que el resultado primario deficitario se reduzca hasta 4,2% del PIB.

**Gráfico 5.3 | Resultado primario del SPNF**  
(acumulado 12 meses)



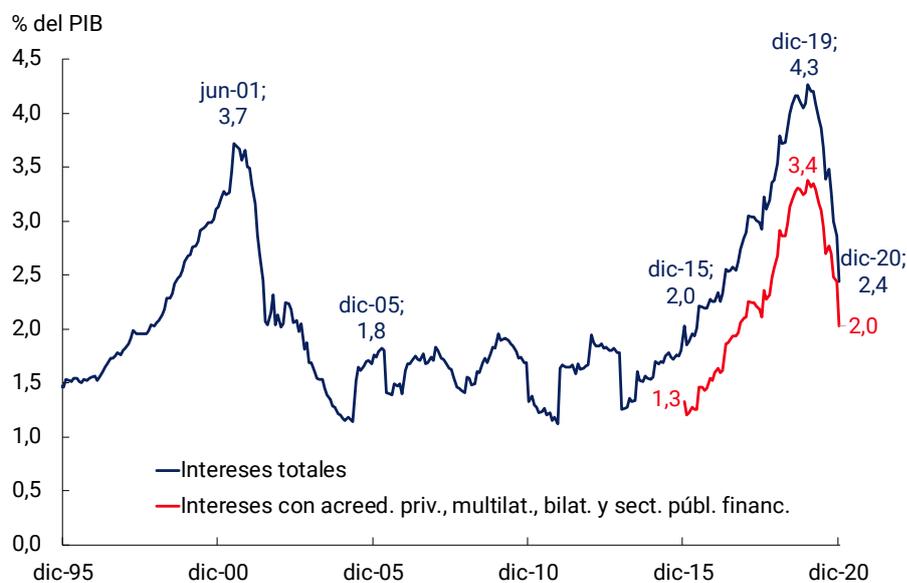
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

La exitosa reestructuración de deuda denominada en moneda extranjera y la reconstrucción del mercado local de deuda permitieron disminuir la carga de intereses que afrontó el Gobierno Nacional. Los intereses con acreedores privados, multilaterales, bilaterales y con el sector público financiero pasaron de representar 3,4% del PIB en 2019 a alrededor de 2% del PIB en 2020 (ver Gráfico 5.4). Este desempeño se encuentra en línea con el objetivo de dotar de sostenibilidad intertemporal a las finanzas públicas.

42 En 2019 se registró la incidencia de ingresos extraordinarios y de otros factores atípicos, como el adelantamiento del pago de derechos de exportación de productos agrícolas por un monto equivalente a 1,3% del PIB, según la Secretaría de Hacienda.

**Gráfico 5.4 | Intereses del SPNF**

(acumulado 12 meses)



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC

### Recuadro. Modificación a la Ley de Movilidad Previsional

Las prestaciones previsionales conforman, por su gravitación y alcance, una de las herramientas más importantes que dispone el Estado para garantizar cierto nivel de ingresos a las personas de la tercera edad. El mecanismo de actualización de las prestaciones, principalmente en la previsión social, es uno de los factores más relevantes para dotar de previsibilidad, suficiencia y sostenibilidad al sistema previsional.

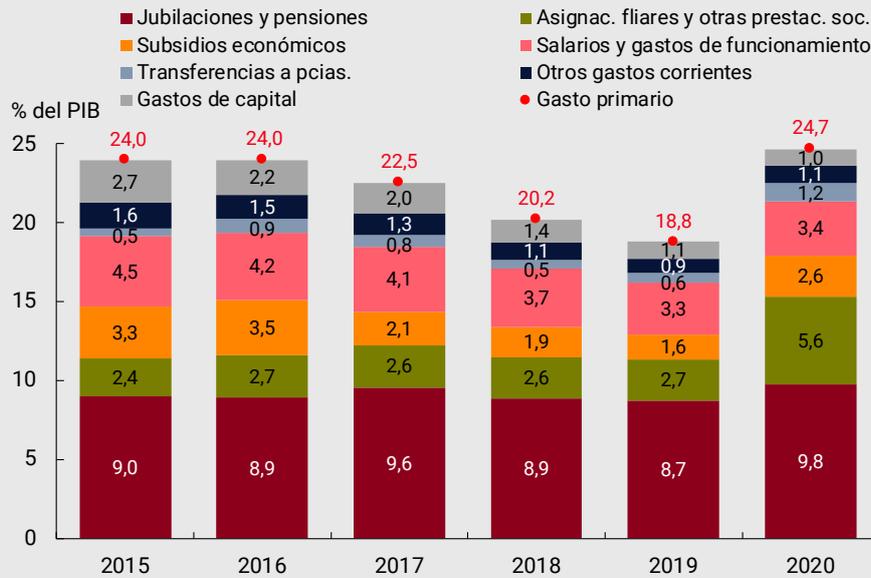
La experiencia de actualización automática de las prestaciones de la seguridad social forma parte solo de la historia reciente de nuestro país. Posteriormente a la reforma de 1994, la Ley “de solidaridad previsional”<sup>43</sup> estableció que “las prestaciones (...) tendrán la movilidad que anualmente determine la Ley de presupuesto conforme al cálculo de recursos respectivo”. Así, jubilaciones y pensiones permanecieron congeladas hasta mediados de 2002, sufriendo esos haberes una fuerte pérdida de poder adquisitivo. A partir de entonces, comenzó un período de seis años de aumentos discrecionales por decreto que lograron una recuperación del poder adquisitivo de las prestaciones, principalmente las de los/as beneficiarios/as de los haberes más bajos. Esta situación incorporó al sistema una fuente de litigiosidad<sup>44</sup>. Recién fue en 2008 que se sancionó, por ley<sup>45</sup>, una fórmula de actualización semestral de los haberes previsionales que comenzó a regir en 2009 y que consideraba entre sus determinantes a los recursos impositivos y de la seguridad social, y las evoluciones de los salarios y de los beneficios previsionales.

43 Ley 24463 de marzo de 1995.

44 Ley 27260 del Programa Nacional de Reparación de Histórica para Jubilados y Pensionados atendió en parte esta problemática.

45 Ley 26417 de octubre de 2008. Mediante la Ley 27160 de mediados de 2015, dicha fórmula se extiende también a las asignaciones familiares contributivas y no contributivas, así como a los tramos del ingreso del grupo familiar que las determinan.

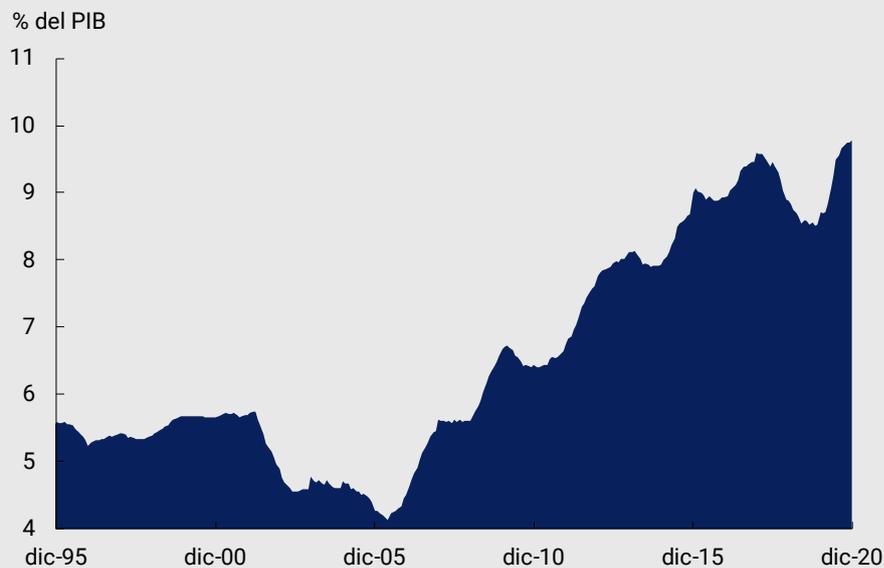
**Gráfico 5.5 | Sector Público Nacional no Financiero. Composición del Gasto Primario**



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

El gasto en previsión social es el principal componente de las erogaciones públicas en la Argentina, representa la cuarta parte del total del gasto público consolidado (Nación, provincias y municipios) y el 40% de los gastos primarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF; ver Gráfico 5.5). Las erogaciones por jubilaciones y pensiones crecieron desde el 4,3% en 2005 hasta alrededor del 9,0% una década más tarde, impulsado también por las moratorias previsionales que incorporaron al sistema alrededor de 3,5 millones de beneficiarios (ver Gráfico 5.6).

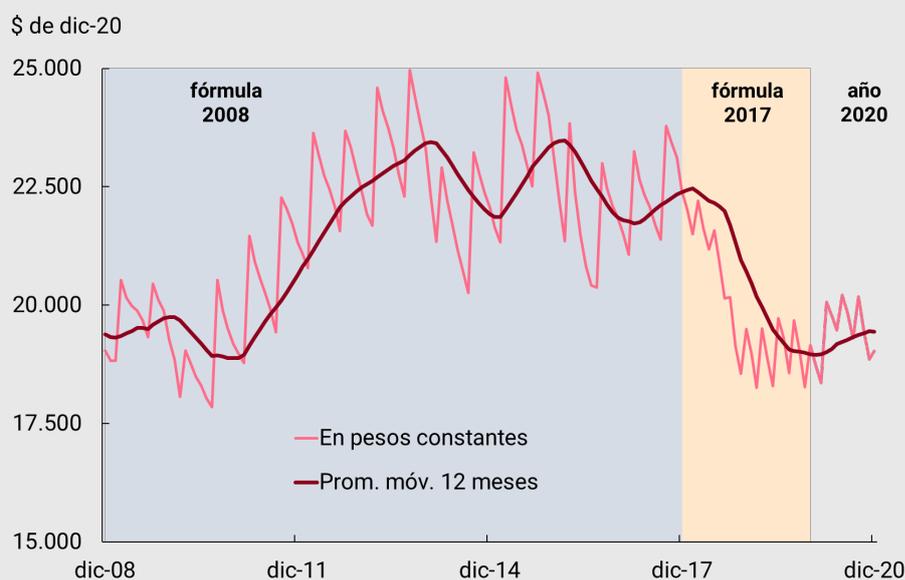
**Gráfico 5.6 | Sector Público Nacional no Financiero. Gasto en Prestaciones de la Seguridad Social (acumulado 12 meses)**



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

La caída que se observa en el gasto previsional desde inicios de 2018 coincide con la sanción la Ley<sup>46</sup> de reforma previsional que cambió la mencionada movilidad por una de actualización trimestral compuesta, mayormente, por la evolución de los precios y, en menor medida, por la dinámica salarial. La citada reforma en la movilidad impactó negativamente sobre el poder adquisitivo de los haberes —en particular los haberes mínimos— en un escenario de fuerte aceleración inflacionaria (ver Gráfico 5.7).

**Gráfico 5.7 | Haber jubilatorio mínimo (a precios de dic-20)**



Fuente: ANSeS, BCRA e INDEC

A fines de 2019<sup>47</sup>, se suspendió, primero por seis meses y luego, como consecuencia de la pandemia del COVID-19, por el término de un año, la aplicación de la movilidad. La misma Ley creó una Comisión que propuso una fórmula de movilidad que fue aprobada en diciembre último<sup>48</sup> y que recupera la esencia de la ley de movilidad previsional de 2008.

En 2020 las prestaciones de la seguridad social recuperaron espacio en el gasto primario del SPNF y representaron 9,8% del PIB. A su vez, el gasto que se actualiza por movilidad, incluyendo las asignaciones familiares y otras prestaciones alcanzadas, representa aproximadamente el 10,3% del PIB, constituyéndose como el rubro más relevante del gasto en el Presupuesto Nacional. El derrotero de la movilidad incide en los presupuestos de la mayoría de las familias argentinas, consolidando un impacto macroeconómico de relevancia<sup>49</sup>.

De acuerdo con la nueva movilidad previsional actualmente vigente, el ajuste de los haberes se realizará trimestralmente, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, a partir del cálculo de un índice que considera la variación de los recursos tributarios de la ANSeS por beneficio, la variación del índice de salarios elaborado por el INDEC, el RIPTTE publicado por la Secretaría de Seguridad Social del MTEySS y los Recursos totales por beneficio que percibe la ANSeS, y contempla un tope anual de crecimiento para garantizar la sostenibilidad del sistema.

46 Ley 27426 de diciembre de 2017.

47 Ley 27541 de diciembre de 2019 de "solidaridad social y reactivación productiva".

48 Ley 27609 de diciembre de 2020.

49 Carpenter, S. (2020), "La movilidad previsional argentina en debate", Realidad Económica, Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE).

### Fórmula de movilidad de los haberes a partir de marzo de 2021:

Movilidad aplicable en el mes de marzo de cada año:  $m_m = 0,50 \times RT_m + 0,50 \times W_m$

Movilidad aplicable en el mes de junio de cada año:  $m_j = 0,50 \times RT_j + 0,50 \times W_j$

Movilidad aplicable en el mes de septiembre de cada año:  $m_s = 0,50 \times RT_s + 0,50 \times W_s$

Movilidad aplicable en el mes de diciembre de cada año:

$$m_d = \begin{cases} a = 0,50 \times RT_d + 0,50 \times W_d & \text{si } a \leq b \\ b = \left\{ \frac{(1 + (1,03 \times R))}{(1 + m_m) * (1 + m_j) * (1 + m_s)} \right\} - 1 & \text{si } a > b \end{cases}$$

donde:

*RT*: es la variación de los recursos tributarios de la ANSES, por beneficio (netos de eventuales aportes del Tesoro Nacional para cubrir déficits de la Administración Nacional de la Seguridad Social), de acuerdo a los datos del organismo. El mismo comparará trimestres idénticos de años consecutivos.

*W*: es la variación del Índice General de Salarios (IS) publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos o la variación del índice - Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE), publicado por la Secretaría de Seguridad Social, la que resulte mayor. En ambos casos se comparan trimestres consecutivos.

*R*: es la variación de los recursos totales por beneficio de la Administración Nacional de la Seguridad Social (netos de eventuales aportes del Tesoro Nacional para cubrir déficits del organismo). El mismo compara períodos de 12 meses consecutivos.

### 5.3. El Gobierno Nacional siguió afrontando sus necesidades básicamente a partir de fuentes domésticas de financiamiento

Durante el último bimestre del año se realizaron diferentes operaciones de financiamiento en el mercado de deuda local, logrando obtener un refinanciamiento promedio del 112%<sup>50</sup>. Cabe resaltar que durante el mes de noviembre se realizaron operaciones de canje de activos en pesos con vencimientos de corto plazo, aliviando significativamente los vencimientos que operaban durante el último mes del año<sup>51</sup>. Por otro lado, en el contexto del canje de títulos en moneda local en tenencia de acreedores externos, se colocaron U\$S 400 millones en el mes de diciembre, los cuales permitieron aliviar las tensiones sobre las cotizaciones del dólar que surgen de la compraventa de activos financieros.

Durante 2020, el Gobierno Nacional obtuvo un financiamiento neto positivo de \$386.727 millones, representando un refinanciamiento del 119% del total de vencimientos de capital e intereses. Mediante canjes voluntarios y operaciones de conversión de activos, el Tesoro Nacional (TN) logró una reducción de 8,3% en el stock de deuda denominada en moneda extranjera. Las políticas llevadas a cabo para la reconstrucción del

50 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-tesoro-nacional-supero-la-meta-del-ultimo-bimestre-y-cerro-2020-con-financiamiento-neto>.

51 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultados-de-la-licitacion-de-lepase-y-lecer-por-efectivo-y-de-la-conversion-de-titulos>.

mercado en pesos en el año 2020 mostraron resultados alentadores en el segundo semestre de 2020 al requerirse una menor proporción de asistencia financiera del BCRA al TN (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

En efecto, el BCRA, en sintonía con sus lineamientos de política monetaria para el año 2020, asistió excepcionalmente al TN, facilitando el financiamiento necesario de las medidas fiscales de apoyo a las empresas y hogares. Así, durante 2020, el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$1,6 billones asociados a las utilidades correspondientes al ejercicio 2019, otorgó \$407.720 millones de adelantos transitorios netos y US\$3.244 millones de reservas internacionales de libre disponibilidad a cambio de letras intransferibles. Asimismo, durante 2020 suscribió nuevas letras intransferibles en moneda extranjera por unos US\$113,6 millones, en el marco del Decreto 346/20<sup>52</sup>.

Para 2021, se espera que el Gobierno Nacional continúe con su agenda de fortalecimiento del mercado de deuda en moneda local, profundizando su desarrollo y normalización para cumplimiento de los objetivos macroeconómicos de corto y mediano plazo. En el primer mes del año, el Tesoro Nacional logró obtener un refinanciamiento promedio del 115%. Se plantea así un auspicioso panorama para una mayor participación del mercado local en el financiamiento de las necesidades fiscales del año 2021. El Gobierno Nacional continúa las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional y con el Club de París. El principal riesgo que se avizora para el escenario fiscal se relaciona con un eventual recrudescimiento de la pandemia antes de que pudiera verificarse una efectiva vacunación de la población.

---

52 En lo que va del año 2021 se suscribieron letras intransferibles por US\$7.511 millones en el marco del artículo 86 de la Ley 27591, básicamente por el vencimiento de una letra intransferible del TN en cartera del BCRA cuyo vencimiento operó el 7 de enero de 2021.

## 6. Precios

Durante 2020 la inflación se ubicó en 36,1% i.a., 17,7 p.p. por debajo de la observada en diciembre de 2019. La desaceleración de la inflación minorista en términos interanuales respecto de 2019 se explicó por el menor dinamismo de la componente núcleo y por el bajo dinamismo del segmento de precios regulados. En contraste, los precios de los bienes y servicios estacionales mostraron una recuperación de su valor relativo al resto de los ítems de la canasta de consumo.

Al interior del IPC se observaron dinámicas heterogéneas, en un año donde el comportamiento de los precios fue afectado por las medidas de aislamiento y distanciamiento social en el marco de la pandemia del COVID-19. Las subas salariales acotadas, junto con el congelamiento de las tarifas de servicios públicos y un conjunto de bienes cuya evolución de precios estuvo coordinada por programas gubernamentales, contribuyeron a desacelerar la inflación.

Los registros mensuales de inflación del último trimestre del año se ubicaron por encima de los del trimestre previos y de los primeros 9 meses del año, en un contexto en que la actividad agregada tuvo una fuerte recuperación. Esta dinámica respondió tanto a las mayores subas de los precios bienes como de los servicios privados. Dentro de los bienes se destacaron las fuertes alzas en los precios de los alimentos frescos, particularmente las carnes, y los aumentos en autos, medicamentos, artículos para el hogar e indumentaria. Los precios de los servicios privados se aceleraron en aquellas actividades que comenzaron a operar a partir de la flexibilización de las medidas sanitarias. A estos se sumaron incrementos en las expensas, servicio doméstico y cuotas de medicina prepaga.

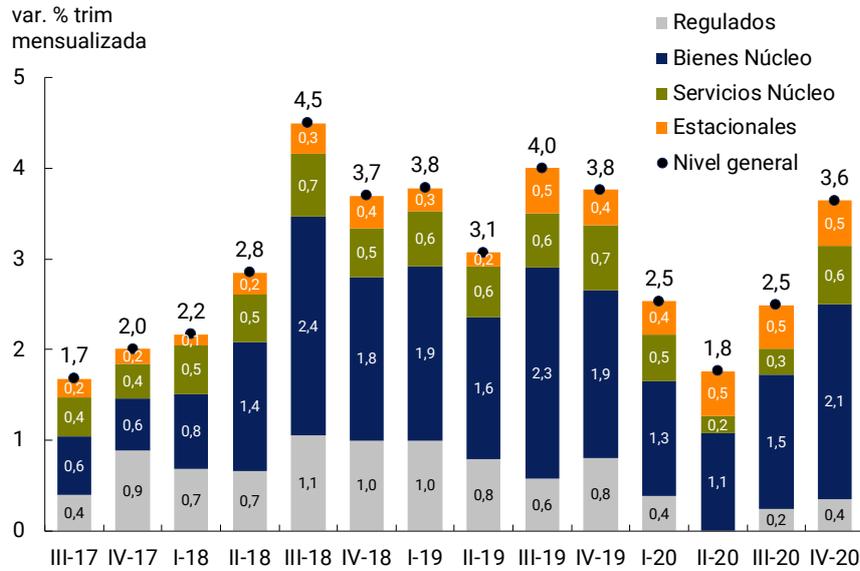
Para 2021, a medida que continúe la normalización de la actividad, se espera un reajuste gradual de los precios relativos. La iniciativa del Gobierno Nacional de convocar a sectores empresarios y sindicatos para encarar un acuerdo de precios y salarios amplio y flexible apunta a morigerar la puja distributiva, coordinando expectativas para que el ritmo de aumento de los precios y el crecimiento de los salarios queden alineados a la pauta inflacionaria del 29% i.a. en dic-21 contemplada en la Ley de Presupuesto 2021. El BCRA acompañará dicho proceso a partir del uso de todos los instrumentos que dispone para calibrar la liquidez del mercado y ajustar la evolución del tipo de cambio a las necesidades que emanen de la coyuntura.

### 6.1. El ritmo de suba mensual de los precios se aceleró durante el último trimestre de 2020

En el último trimestre de 2020 los precios minoristas registraron un alza mensualizada de 3,6%, por encima del trimestre previo (2,5% promedio mensual) y de los primeros nueve meses del año (2,3% promedio mensual).

El mayor incremento obedeció fundamentalmente a algunos efectos que transitoriamente afectaron la dinámica de la Núcleo y avanzando así 4,1% mensual en los últimos tres meses del año. Los ítems Regulados tuvieron una suba acotada de 1,8% pero también contribuyeron a la aceleración del Nivel general de precios, al elevarse por encima del tercer trimestre (1,1% mensual). Los Estacionales aumentaron a un ritmo similar al trimestre previo, aunque continuaron subiendo por encima del resto de las categorías (4,2% mensual; ver Gráfico 6.1).

**Gráfico 6.1 | IPC. Contribuciones trimestrales de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios**

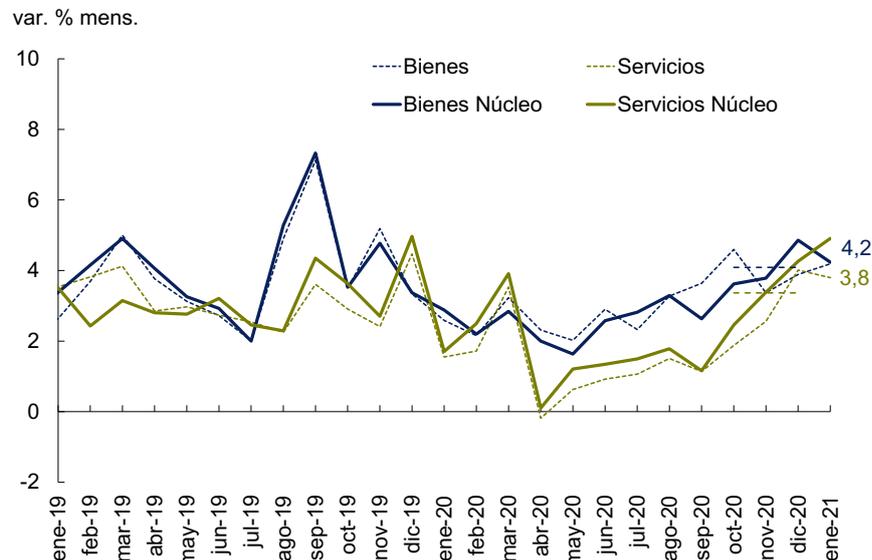


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En el último trimestre del año los precios de los servicios aceleraron su tasa de aumento, achicando la brecha respecto a los precios de los bienes. De todos modos, con excepción del mes de diciembre, los bienes subieron por encima de los servicios, patrón observado desde el inicio de la pandemia y que también se verificó en el primer mes de 2021.

La suba transitoria de la inflación Núcleo reflejó el aumento tanto de los precios de los bienes como de los servicios privados. Durante el último trimestre, los servicios privados subieron a un ritmo promedio mensual de 3,4% (1,9 p.p. por encima del trimestre anterior) y los bienes crecieron al 4,1% (+1,2 p.p. respecto al trimestre previo; ver Gráfico 6.2), aunque esta tendencia se revirtió en enero, cuando los precios de los servicios incluidos en la componente núcleo crecieron por encima de los de los bienes.

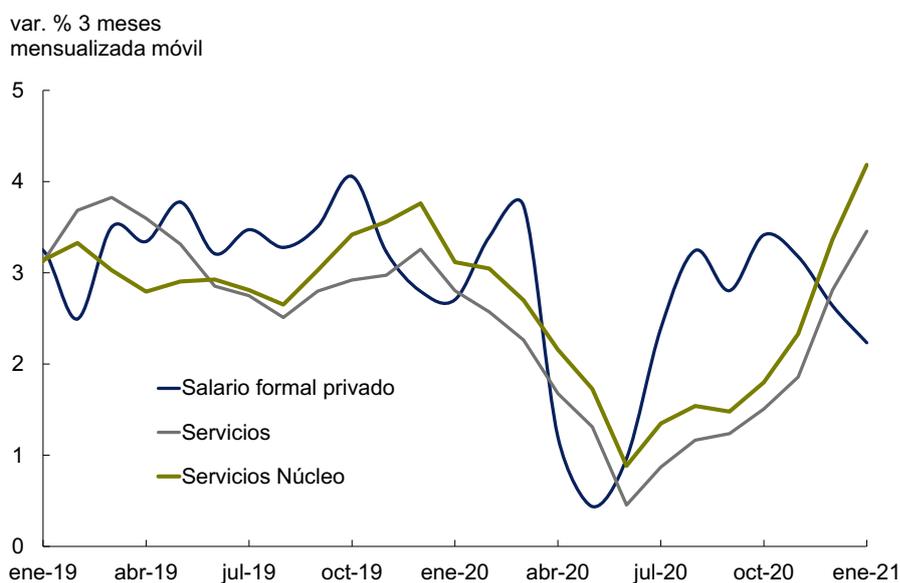
**Gráfico 6.2 | IPC. Bienes y Servicios**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La aceleración de los precios de estos servicios respondió a rubros que fueron nuevamente habilitados, luego de haber permanecido sin actividad y escasos cambios de precios en los meses de cuarentena más estricta. Es el caso de los servicios recreativos, deportivos y culturales, a los que se sumaron en diciembre los servicios turísticos<sup>53</sup>, vinculados con alojamiento y transporte, coincidiendo con el inicio de la temporada alta. Los precios de la comida fuera del hogar también contribuyeron a la aceleración de los servicios de la Núcleo. Si bien algunos restaurantes continuaron operando mediante los servicios de *delivery* y *take away* durante el ASPO, en el último trimestre de 2020 se habilitaron los servicios de comedor bajo protocolos de salubridad. La actualización salarial en varios gremios también habría impactado en la dinámica de los servicios, más intensivos en mano de obra (ver Gráfico 6.3). Algunos de los principales aumentos estuvieron directamente vinculados con las paritarias sectoriales, como el caso de las expensas, que subieron por la incorporación de nuevos tramos de aumentos en los sueldos de los encargados de edificio y el incremento de las remuneraciones al personal de casas particulares que tuvo lugar en diciembre. En enero, el mayor dinamismo de los servicios respondió principalmente a los aumentos en los precios de los alimentos preparados en restaurantes, bares y casas de comidas y en los servicios turísticos. Los servicios de telefonía e internet junto con subas en abono de TV por cable operaron en el mismo sentido, aunque habrían tenido subas por encima las autorizadas por el Ente Nacional de Comunicaciones (ENACOM) y sus tarifas podrían retrotraerse parcialmente en los próximos meses de no autorizarse nuevas subas.

**Gráfico 6.3 | Precio de los servicios y salarios**

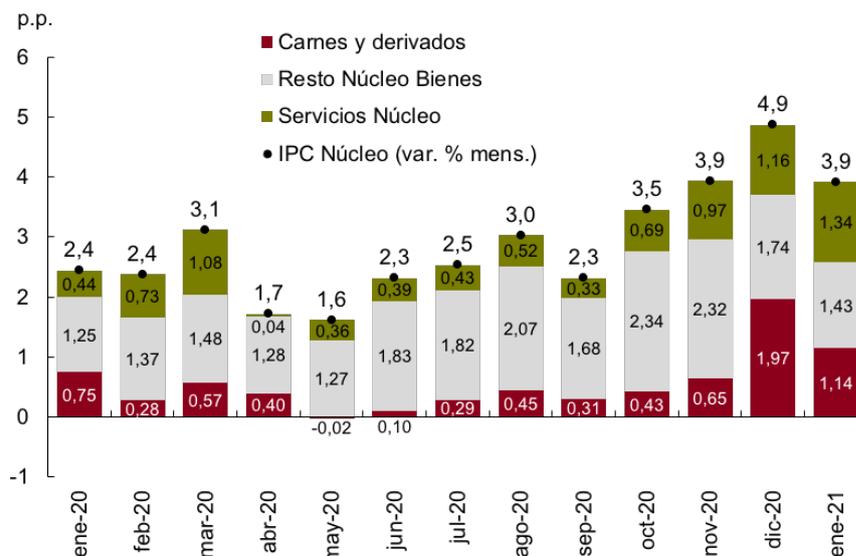


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad

A pesar del mayor dinamismo de los servicios en los últimos meses del año, fueron los bienes los que más contribuyeron a la inflación núcleo en el cuarto trimestre de 2020 y enero de 2021. El principal impulso provino de las subas transitorias en los precios de la carne vacuna, que trasladaron parcialmente la significativa suba de las cotizaciones del ganado en pie observadas en diciembre (ver Gráfico 6.4). Estos aumentos estuvieron en parte vinculados con los mayores costos de forraje que respondió al alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas.

<sup>53</sup> Si bien los servicios turísticos están incluidos en la categoría Estacionales se los menciona aquí porque no tuvieron oferta durante los meses de cuarentena más estricta, siendo sus precios imputados para el cálculo de los Índices de Precios, y en diciembre se conjugó la aparición de la oferta con el inicio de la temporada alta para estos servicios.

**Gráfico 6.4 | IPC Núcleo. Variación mensual y desagregación por componentes seleccionados**

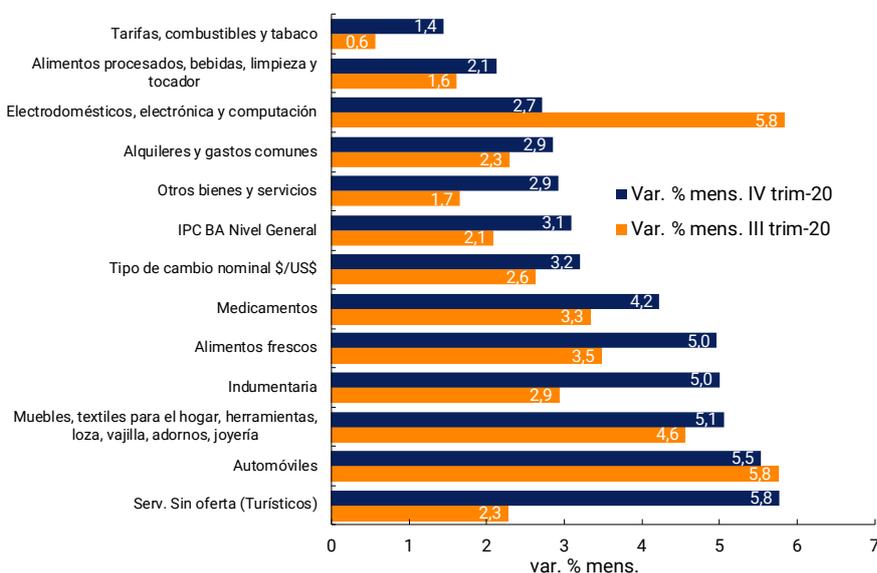


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Durante enero la dinámica mensual de los Bienes continuó reflejando los incrementos en los precios de los alimentos (principalmente de las carnes, aunque en menor magnitud a la fuerte suba observada en diciembre), de los automóviles y de los medicamentos, sumado al impulso de algunos ítems regulados asociados al alza de combustibles y lubricantes para vehículos de uso del hogar así como de los cigarrillos.

Dentro del conjunto de bienes que tuvieron subas significativas de precios durante el cuarto trimestre, se destacan los medicamentos, automóviles, y muebles y textiles para el hogar. En tanto, los electrodomésticos, artículos de electrónica y computación mostraron subas menores a las del segundo y tercer trimestre, probablemente correlacionado con una estabilización de la brecha entre el tipo de cambio oficial y las cotizaciones implícitas en operaciones de compra y venta de activos financieros (ver Gráfico 6.5).

**Gráfico 6.5 | IPC. Var. % promedio mensual por trimestre de los principales componentes**



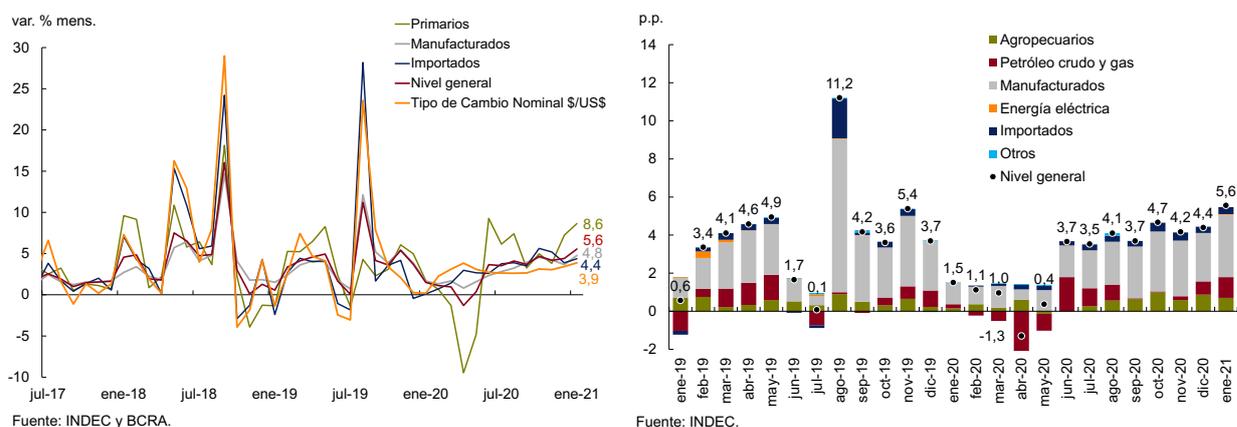
Fuente: BCRA en base a datos de Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires.

Los alimentos y bebidas procesados, artículos de limpieza y tocador, subieron por encima del trimestre anterior, pero tuvieron subas relativas acotadas acorde a las actualizaciones de las listas en el marco de los Programas de Precios Máximos y Cuidados autorizadas.

La mayor inflación de los bienes y servicios Regulados durante el último trimestre de 2020 respondió principalmente a las actualizaciones de los precios de los combustibles para el automotor, cigarrillos y cuotas de medicina prepaga autorizadas en diciembre, junto con ajustes en transporte público automotor en el interior del país y subterráneo en GBA. En enero, en cambio, se destacó el aumento de las comunicaciones por encima de lo autorizado por el Enacom<sup>54</sup>. Finalmente, los precios de los productos estacionales continuaron creciendo por encima de los del componente núcleo a fines de 2020, pero mantuvieron el ritmo de suba del tercer trimestre. Al interior se combinaron incrementos en los precios de la indumentaria, junto con aumentos en las frutas y en los servicios turísticos hacia fin de año. Por otro lado, las cotizaciones de las verduras retrocedieron en el período quitando presión sobre los precios al consumidor. En enero, sin embargo, la inflación de los ítems Estacionales se ubicó por debajo de la de los incluidos en la Núcleo.

Los índices de precios mayoristas (IPIM), compuestos prácticamente en su totalidad por bienes, se aceleraron en el cuarto trimestre de 2020 al crecer a una tasa promedio mensual de 4,4% (+0,6p.p. respecto del tercer trimestre, ver Gráfico 6.6). Esta dinámica se continuó observando a comienzos de 2021.

**Gráfico 6.6 | IPIM. Evolución mensual del Nivel general, divisiones, TCN y contribuciones**

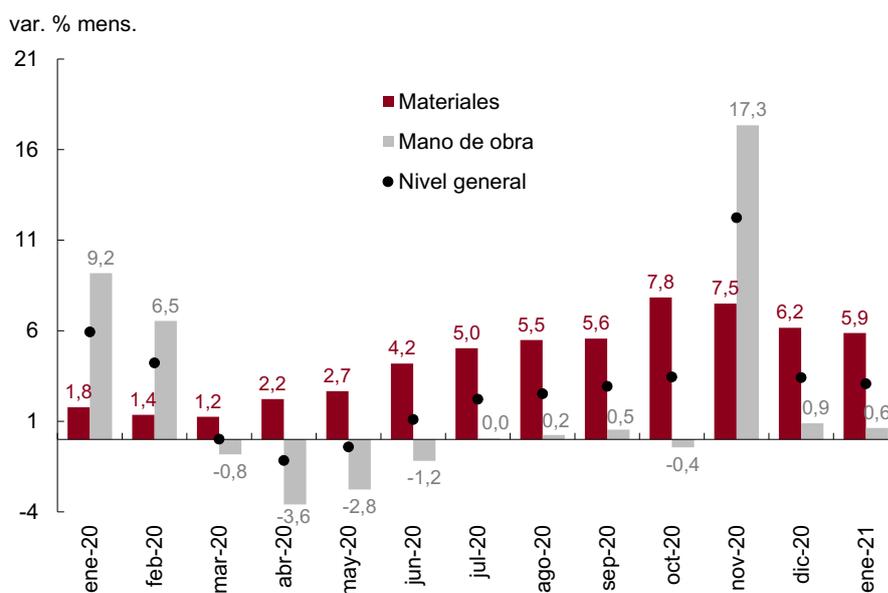


La principal contribución a la mayor inflación mayorista a finales de 2020 provino de los Productos manufacturados (4,1% mensual en el cuarto trimestre, +0,8 p.p. en relación con el período previo), reflejando la dinámica de los Alimentos y bebidas, donde se verificó una mayor incidencia de los Productos cárnicos (8,4% promedio mensual, +3,6 p.p. por encima del tercer trimestre) y de las Aceites y grasas vegetales (11,5% promedio mensual, +3,9 p.p. por encima del tercer trimestre). Por su parte, los Bienes primarios, tras registrar caídas durante el primer semestre, mantuvieron el dinamismo del trimestre previo al crecer 5,3% promedio mensual (-0,3 p.p. respecto al tercer trimestre). Hacia el interior de este conjunto de bienes, se destacó la aceleración los productos agropecuarios. Finalmente, los productos importados también incrementaron su tasa de expansión hasta 4,9% promedio mensual (+1,2 p.p.), por encima del incremento del Tipo de cambio nominal durante ese período. En términos interanuales, el IPIM registró una suba de 35,4% i.a. en 2020, -23,2 p.p. respecto a diciembre de 2019 y por debajo de la variación del Tipo de cambio nominal. Durante enero la inflación mayorista mensual se ubicó en 5,6%, profundizando las dinámicas observadas en el cuarto trimestre de 2020.

54 Decreto 690/2020.

Los costos de la Construcción, al igual que los precios minoristas y mayoristas, mostraron también una aceleración en el último trimestre del año previo. El ICC promedió una suba mensual de 6,3% en el cuarto trimestre, (+3,7% respecto al período previo). El mayor dinamismo del ICC se explicó tanto por la aceleración del capítulo Mano de obra como de los materiales. El componente de mano de obra reflejó el primer tramo del acuerdo paritario entre los trabajadores de la construcción que se concretó en noviembre, luego de 8 meses sin registrar subas. En tanto, los materiales siguieron con aumentos elevados al incrementarse 7,2% promedio mensual en el cuarto trimestre de 2020. De esta manera, en 2020, el ICC subió 42,3% i.a., ubicándose 8,8 p.p. por debajo del registro de diciembre de 2019, evidenciando una marcada disparidad entre los costos de la Mano de obra (27,1% i.a.) y los Materiales (64,4% i.a.) a lo largo del año (ver Gráfico 6.7). En enero el ICC registró un aumento de 3,1%, traccionado por los precios de los materiales, que implicó una leve desaceleración en el margen respecto a diciembre.

**Gráfico 6.7 | Costos de la construcción**



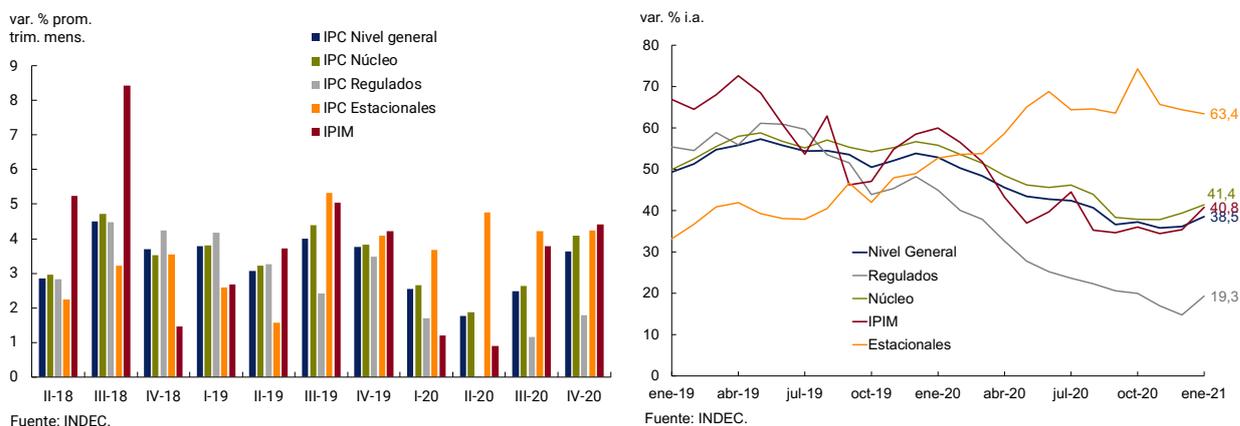
Fuente: INDEC.

## 6.2. Desde una perspectiva anual, los precios minoristas subieron 36,1% durante 2020, sintetizando una gran heterogeneidad a nivel más desagregado

El IPC marcó una suba de 36,1% i.a. a fin de 2020, 17,7 p.p. por debajo de la observada en diciembre de 2019. La estrategia de flotación administrada del tipo de cambio nominal implementada por el BCRA fue determinante en reducir la inflación. Los precios mayoristas también acumularon una suba en términos interanuales muy por debajo de la del año 2019, al elevarse 35,4% i.a. en diciembre (ver Gráfico 6.8).

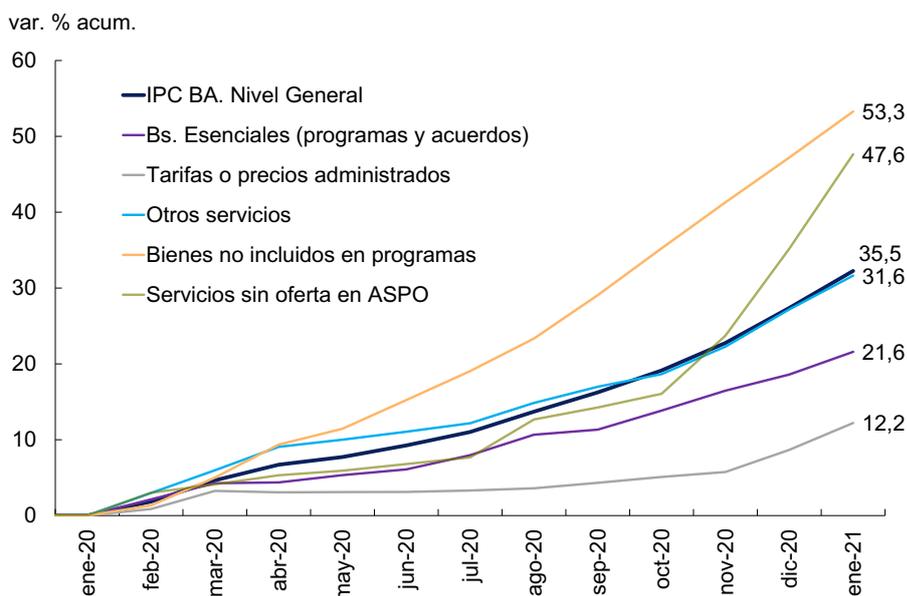
El descenso de la inflación minorista en término interanuales se explicó por el menor dinamismo del componente núcleo y por la ausencia de ajustes de tarifas de servicios públicos. En contraste, los precios de los bienes y servicios estacionales mostraron una recuperación de su valor relativo al resto.

**Gráfico 6.8 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPI) variaciones trimestrales (izquierda) e interanuales (derecha)**



Utilizando información del IPC de la Ciudad de Buenos Aires a partir de la mayor apertura pública disponible, los servicios sin oferta durante los meses de cuarentena estricta se fueron acelerando cuando fueron habilitados, ganando dinamismo desde el último trimestre de 2020. Así, a enero 2021 acumularon un alza interanual de 47,6% (ver Gráfico 6.9).

**Gráfico 6.9 | Dinámicas heterogéneas al interior del IPC BA**



El conjunto de bienes no incluidos en programas o acuerdos promediaron subas de 53,3% i.a. a enero de 2021, por encima de la suba del Nivel general y de la variación de la cotización oficial del dólar. En este conjunto se incluyen los productos con alto contenido importado, como los artículos de electrónica, computación y electrodomésticos, otros bienes no esenciales como los textiles para el hogar, artículos de joyería, juguetes, muebles, automóviles e indumentaria entre otros. Estos enfrentaron restricciones tanto de oferta interna (por el COVID-19) como externa y una significativa recuperación de la demanda, sumado a cierta

incertidumbre sobre los costos de reposición. También se incluyen en esta categoría los alimentos frescos, como los productos de carne y derivados y las verduras y hortalizas.

Un conjunto de servicios no alcanzados directamente por programas o acuerdos gubernamentales (alquileres, servicios financieros, seguros, gastos comunes para la vivienda, mantenimiento y reparación del hogar) promediaron una suba más acotada (31,6% i.a. a ene-21), en línea con el Nivel General, durante los últimos 12 meses.

Los bienes considerados esenciales sujetos a acuerdos o programas gubernamentales (Alimentos procesados, Bebidas no alcohólicas y alcohólicas, productos de limpieza y artículos de tocador y cuidado personal) tuvieron una suba de 21,6% i.a. en enero, por debajo de la del Nivel general.

Por último, el agrupado que menores subas registró durante los últimos 12 meses, fue el que contiene a los servicios públicos o privados bajo regulación gubernamental. Estos servicios aumentaron 12,2% i.a. a enero, promediando subas significativamente por debajo del resto de los ítems del IPC y contribuyendo a contener la inflación en el período.

### 6.3. Perspectivas

Ante un contexto de pandemia cuya duración todavía es incierta, el conjunto de analistas de mercado que participan del REM mantuvo relativamente estable sus proyecciones de inflación para dic-21, previendo que la misma se acelere respecto a la de 2020. En el último relevamiento de enero, quienes encabezan las primeras 10 posiciones del ranking del REM para el IPC Nivel general, estiman en promedio que la inflación interanual aumente hasta 44,9% a diciembre de 2021, 8,8 p.p. más que la de 2020. Para el total de los participantes encuestados, la mediana de las respuestas se ubicó en 50,0%, 13,9 p.p. por encima del año anterior (ver Gráfico 6.10).

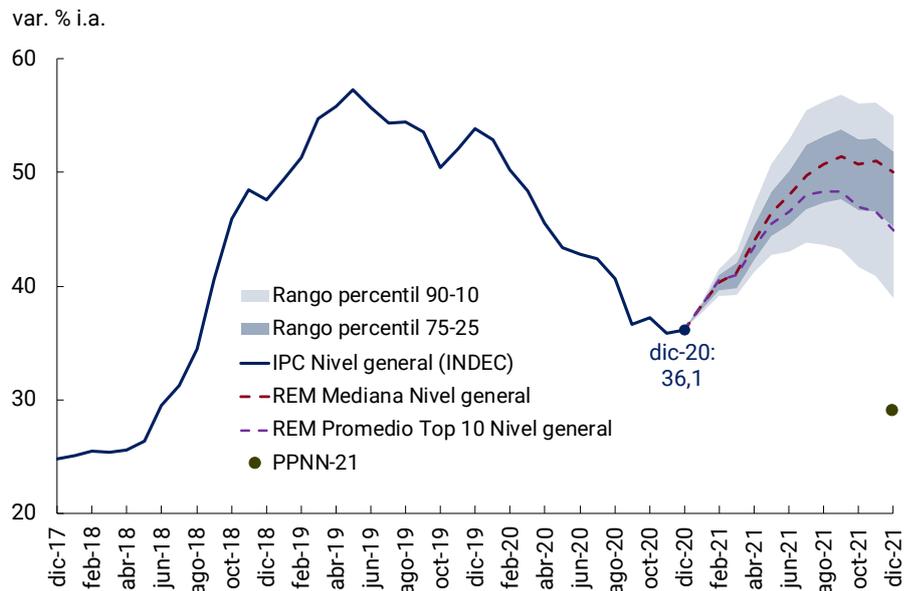
En los próximos meses, se espera que la inflación núcleo se desacelere en parte por la ausencia de los efectos transitorios antes mencionados. A medida que la campaña de vacunación avance y continúe el proceso de apertura de las distintas actividades, los precios relativos de algunos servicios privados se recuperarían, tras haber quedado visiblemente rezagados frente a la evolución reciente de los precios de los bienes.

La suba que experimentaron los precios de los *commodities* recientemente podrían ejercer presión sobre el proceso de formación de precios a medida que se consolide la recuperación económica. La iniciativa del Gobierno Nacional de convocar a sectores empresarios y sindicatos para encarar un acuerdo de precios y salarios amplio y flexible apunta a que el ritmo de aumento de los precios y el crecimiento de los salarios queden alineados a la pauta inflacionaria del 29% i.a. en dic-21 contemplada en la Ley de Presupuesto 2021. Allí se prevé que las tarifas de los servicios públicos aumentarían en torno con el nivel general de precios durante 2021. La implementación de cuadros tarifarios de transición y tarifas sociales adecuadas a la capacidad de pago de los usuarios permitiría evitar imprimir presiones adicionales sobre el ritmo de suba de los precios. La continuidad de los programas y acuerdos de precios gubernamentales orientados a fijar precios de referencia para un conjunto de bienes de primera necesidad procura contribuir a alinear las expectativas de inflación a los objetivos buscados y preservar el poder adquisitivo de los salarios.

En el marco de la estrategia de flotación administrada, el BCRA continuará adecuando el ritmo de variación del tipo de cambio gradualmente para aliviar tensiones en el sector externo y anclar las expectativas inflacionarias, procurando mantener el tipo de cambio real multilateral en un nivel competitivo, alineado con el

objetivo de acumulación de reservas internacionales. La menor volatilidad financiera y las perspectivas favorables sobre la dinámica del sector externo durante 2021 contribuirán a acotar la incertidumbre sobre los costos de reposición en sectores con alta incidencia de las importaciones. Asimismo, el manejo de la política monetaria contempla el uso de todos los instrumentos disponibles para hacer frente a las necesidades de la coyuntura a fin de calibrar la liquidez del mercado (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

**Gráfico 6.10 | Distribución de las variaciones de precios de los distintos bienes y servicios del IPC**



Fuente: INDEC, Oficina Nacional de Presupuesto y REM-BCRA (ene-21).

## 7. Política Monetaria

La pandemia del COVID-19 fue un shock sin precedentes, que encontró a la economía argentina en una situación de emergencia, sin acceso a los mercados de crédito y con espacio muy limitado para hacer política anticíclica. En este contexto, el Gobierno Nacional y el BCRA utilizaron todos los instrumentos disponibles para diseñar una estrategia de respuesta a la pandemia que contribuyera a contener el impacto de la crisis sobre las condiciones de vida de las y los argentinos. Una vez superada la fase inicial del ciclo COVID-19, la economía doméstica entró en una fase de recuperación gradual, que fue acompañada por la exitosa reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera con tenedores privados y la reconstrucción del mercado de deuda en pesos. La recomposición de los ingresos del sector privado durante este lapso permitió reducir los esfuerzos de asistencia del Gobierno Nacional y del BCRA, y pasar a un esquema de mayor focalización de dichas políticas.

Como resultado de ello, se observó durante la última parte del año una moderación en el ritmo de expansión de los agregados monetarios, que finalizaron 2020 en valores próximos al promedio histórico en términos del PIB. La amplia disponibilidad de instrumentos de ahorro en pesos y la fijación de tasas de interés mínimas permitieron una expansión en términos reales históricamente elevada de las colocaciones a plazo. En tanto, las medidas tendientes a la administración del flujo de divisas permitieron que el BCRA registrara una posición compradora en el mercado de cambios desde diciembre.

El escenario para 2021 presenta ciertos factores de incertidumbre. La consolidación de un sendero de crecimiento del Producto dependerá en gran medida de la evolución de la pandemia. En este contexto, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social. Para ello, avanzará en la focalización del crédito, la administración del tipo de cambio con el fin de contener presiones inflacionarias y la esterilización de eventuales excedentes monetarios.

### **7.1. Se adecuó el enfoque de la política monetaria a las cambiantes condiciones económicas**

El 2020 fue un año signado por la irrupción de una pandemia sin precedentes y de duración todavía incierta. Las políticas desplegadas por el Gobierno Nacional y el BCRA contribuyeron a contener el impacto económico y sanitario. La asistencia del BCRA al Tesoro Nacional permitió implementar las políticas de contención social, en un contexto en el que el acceso a los mercados de deuda estaba limitado. La gestión de la tasa de interés permitió proteger el ahorro en moneda doméstica y asegurar el financiamiento necesario para que las familias y empresas pudieran hacer frente a la caída transitoria de sus ingresos.

A partir de mayo economía comenzó gradualmente a recuperarse, debido al mayor número de sectores que retomaron su actividad comercial y al impulso a la demanda efectiva inducido por las políticas fiscal y monetaria. El mayor dinamismo de la actividad económica permitió focalizar los esfuerzos de asistencia al sector privado. Puntualmente, el BCRA llevó adelante una armonización progresiva de las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria, reduciendo la amplitud del corredor de tasas. Asimismo, se comenzaron a ajustar, de forma paulatina, el conjunto de medidas de emergencia tomado ante la irrupción de la pandemia. Por otro lado, la estrategia de respuesta a la pandemia, en un contexto de crisis y restricciones preexistentes, dio lugar también a algunas tensiones macroeconómicas, en especial en el mercado de cambios, que debieron ser administradas a través de modificaciones en el marco regulatorio vigente.

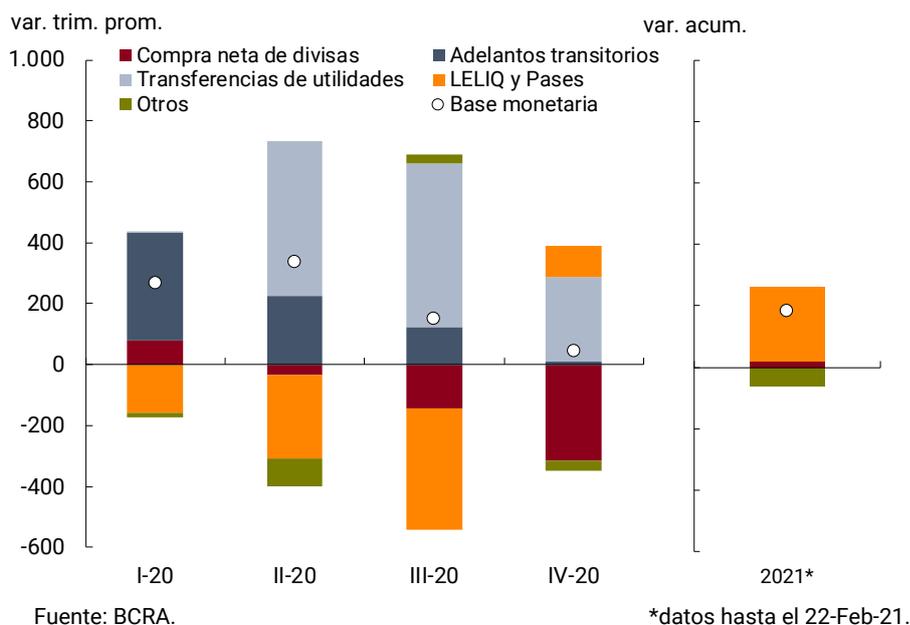
La focalización de las políticas de asistencia al sector privado se vieron reflejadas en la evolución durante el cuarto trimestre de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios. En las siguientes secciones se realiza un análisis detallado de la evolución de estas variables.

### 7.1.1. En la última parte de 2020 se registró una moderación en el ritmo de expansión de los agregados monetarios, que se espera continúe durante este año

La paulatina recuperación de la actividad económica registrada en el segundo semestre permitió una mejora en los ingresos y una moderación en el gasto público (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas). Puntualmente, en los últimos meses del año, la focalización de las medidas fiscales redundaron en una reducción de las prestaciones sociales, que presentaron un crecimiento excepcional entre abril y septiembre.

Los avances logrados por el Gobierno Nacional en el proceso de reconstrucción del mercado de deuda en pesos, tras la restauración de la sostenibilidad de la deuda pública, permitieron canalizar una mayor proporción de las necesidades de financiamiento a través del mercado. De este modo, el Tesoro Nacional logró en 2020 un financiamiento neto positivo de \$386.727 millones, lo que representó un porcentaje de refinanciamiento de 119% en el año<sup>55</sup>. De esta forma, en el último bimestre del año el Tesoro logró cumplir el objetivo comunicado a principios de noviembre de alcanzar un refinanciamiento promedio superior al 110%, alcanzando un valor de 112% en el último bimestre del año. Esto permitió una disminución en los esfuerzos de asistencia financiera al Tesoro Nacional hacia el final del 2020, al tiempo que en lo que va del primer bimestre de 2021 no se realizaron nuevas transferencias (ver Gráfico 7.1).

**Gráfico 7.1 | Factores de expansión de la base monetaria**

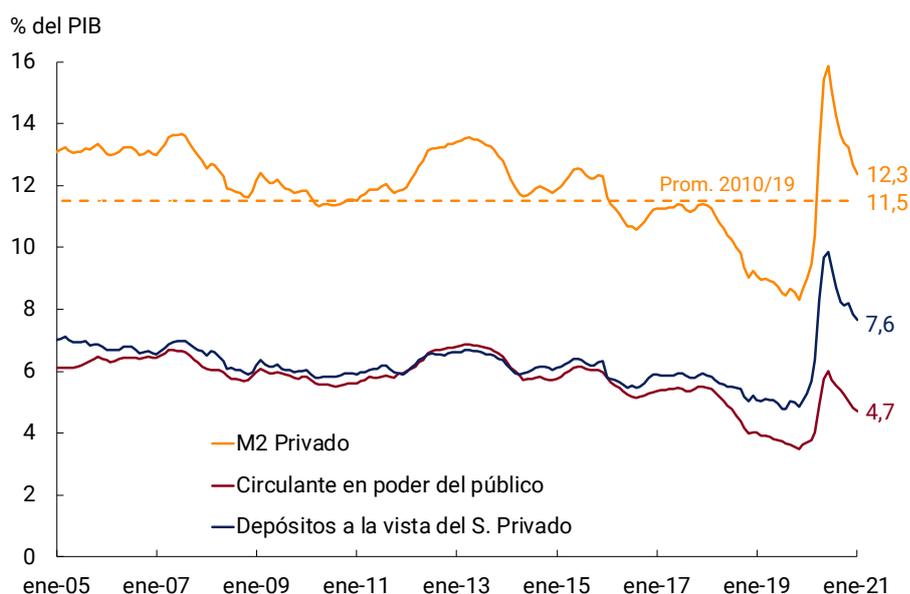


La política monetaria menos expansiva de la segunda parte del año, en un marco de recuperación gradual de la actividad económica, permitió que los agregados monetarios continuaran con el proceso de moderación. Así, el M2 privado registró una expansión promedio mensual de 1,6% nominal sin estacionalidad (s.e.)

<sup>55</sup> Informe de Deuda en Pesos del Sector Público Nacional

en el último trimestre del año, que implicó una contracción real de 2,3%<sup>56</sup>. En lo que respecta a la composición del crecimiento de los medios de pago, prácticamente todo el impulso provino de los depósitos a la vista, dado que el circulante en poder del público se mantuvo casi inalterado. Este cambio en la composición de la demanda de medios de pago revirtió parcialmente el crecimiento relativo experimentado por el circulante entre abril y septiembre (ver Apartado 4 / La dinámica del circulante en poder del público en tiempos de pandemia). Así, los medios de pagos, tanto a precios constantes como en términos del PIB, finalizaron el año en línea con los valores proyectados en el último IPOM y se mantuvieron ligeramente por sobre el registro promedio de 2010-2019 (ver Gráfico 7.2).

**Gráfico 7.2 | Medios de pago como porcentaje del PIB**



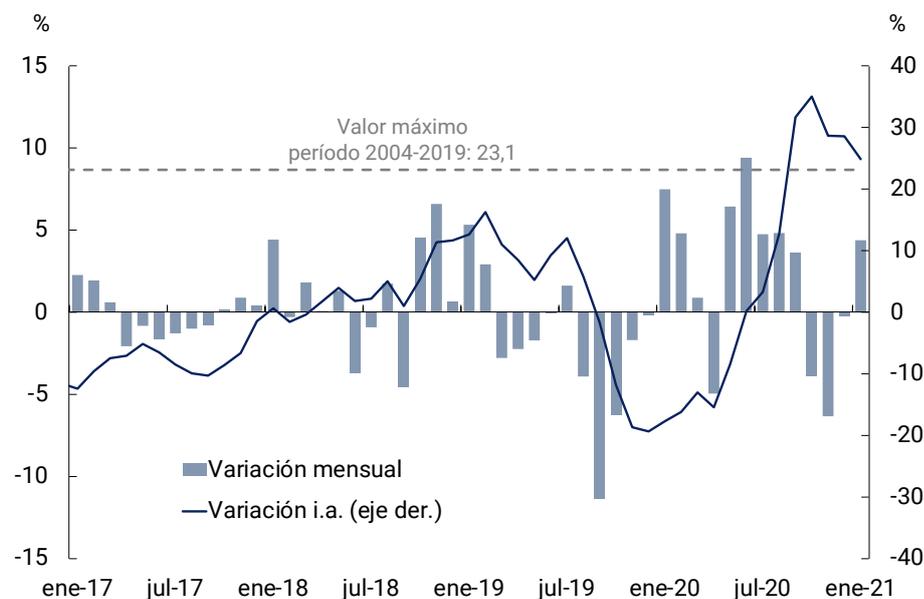
Fuente: BCRA.

### 7.1.2. Los instrumentos de ahorro en moneda local continuaron creciendo en la última parte del año

Los depósitos a plazo fijo en pesos presentaron una marcada expansión en 2020. El crecimiento promedio mensual de las colocaciones a plazo fue de 5,0% en el año. Puntualmente, en diciembre y enero la tasa de crecimiento nominal ascendió a 6,3% s.e., presentando nuevamente en enero una tasa de expansión positiva a precios constantes. De este modo, en enero de 2021 la tasa de expansión real interanual fue de 24,4% i.a., ubicándose 10 p.p. por debajo del máximo alcanzado en octubre y levemente por encima de los valores máximos registrados entre 2004 y 2019 (ver Gráfico 7.3).

<sup>56</sup> Todas las tasas de variación reales del capítulo están calculadas tomando como referencia el componente núcleo del IPC Nacional que publica el INDEC.

**Gráfico 7.3 | Colocaciones a plazo fijo a precios constantes y sin estacionalidad**

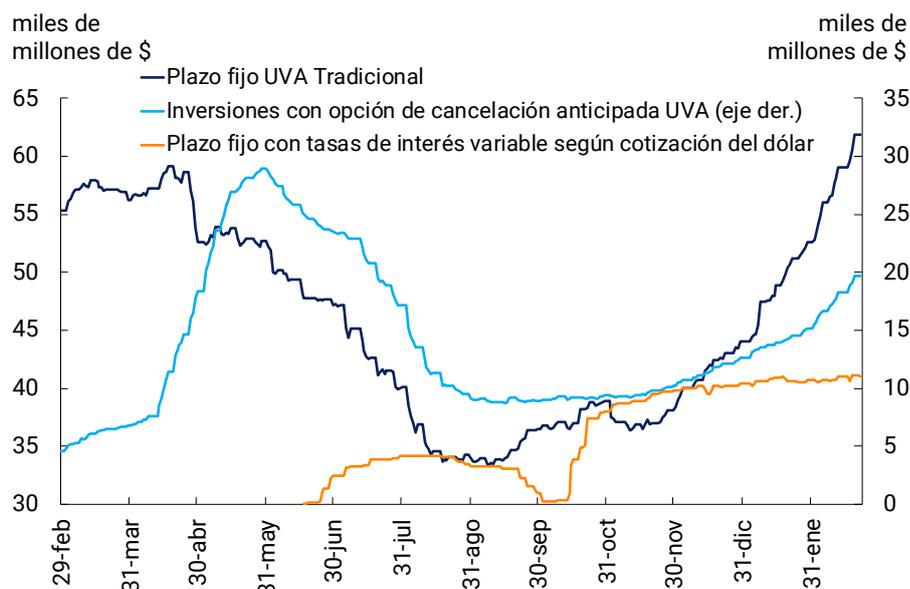


Fuente: BCRA.

Distinguiendo por estrato de monto, el segmento mayorista (más de \$20 millones) fue el más dinámico a precios constantes. El crecimiento de estas colocaciones sólo se vio interrumpido en octubre por un cambio transitorio en la composición de la cartera de los prestadores de servicios financieros. Por otra parte, las colocaciones de menos de \$1 millón presentaron cierta estabilidad real a fines de 2020, para luego comenzar a crecer en enero de 2021 alentadas por el mayor ingreso disponible de las familias tras el pago del medio salario anual complementario (SAC) y por el inicio del período vacacional.

El segmento denominado en UVA presentó un mayor dinamismo desde mediados de noviembre de 2020. Las colocaciones tradicionales a plazo en UVA crecieron 14,4% promedio mensual entre noviembre de 2020 y enero de 2021, lo que implica una expansión interanual de poco más del 60% a enero. Por otro lado los agentes pueden realizar colocaciones precancelables, que tienen una tasa garantizada del 1% (siempre y cuando se lo mantenga por el plazo mínimo de 90 días). Este último tipo de colocaciones aumentaron a una tasa cercana a 21% entre noviembre y enero. El crecimiento de estas imposiciones en UVA continuó en febrero y el total ascendió a \$81.508 millones a fines de dicho mes. Por otro lado, para las personas con actividad agrícola están disponibles las imposiciones a plazo fijo con tasa variable vinculada al valor del dólar (DIVA dólar). Estas colocaciones aceleraron su ritmo de crecimiento en el último trimestre de 2020, alcanzando los \$10.000 millones a fin de año, para luego moderar su ritmo de expansión en enero y febrero de 2021 (ver Gráfico 7.4).

**Gráfico 7.4 | Depósitos a Plazo Fijo en UVA y DIVA dólar**



Fuente: BCRA.

El mayor dinamismo de los depósitos a plazo denominados en UVA y DIVA dólar respondió a una aceleración de la inflación en el último trimestre del año, que estuvo vinculada fundamentalmente a cambios en los precios relativos de algunos componentes de la canasta con elevada ponderación. Por este motivo, de no mediar nuevos shocks, la inflación se moderaría en el primer trimestre del año (ver Capítulo 6. Precios). Dado el carácter transitorio de la aceleración en el crecimiento de los precios registrada en los últimos meses, la disponibilidad de instrumentos de ahorro con tasas variables en función de la inflación y del tipo de cambio, y la incertidumbre acerca de la evolución de la situación sanitaria de los próximos meses, la autoridad monetaria mantuvo sin cambios las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria.

La tasa de interés de las LELIQ permaneció en 38% n.a. (45,44% e.a) desde mediados de noviembre, al tiempo que las tasas a las que el BCRA remunera los pasivos a un plazo de 1 y 7 días continuaron en 32% (37,7% e.a.) y 36,5% (43,9% e.a.), respectivamente. Debido a los cambios en los saldos de los instrumentos de política monetaria, la tasa promedio ponderada por montos registró una ligera suba hasta 37,4% n.a. (44,8% e.a.). En igual sentido, tampoco se realizaron correcciones a la tasa de interés mínima garantizada para las colocaciones a plazo fijo, que se ubican, desde mediados de noviembre en: 37% (44% e.a.) para las colocaciones a plazo fijo de personas humanas por hasta \$1 millón y en 34,2% (39,8% e.a.) para el resto de los depósitos.

### 7.1.3. Focalización de la Política de Crédito

La política crediticia del BCRA tiene como objetivo estructural la potenciación del crédito como herramienta de desarrollo productivo. La emergencia desencadenada por la pandemia requirió de una serie de medidas extraordinarias de estímulo al crédito para contener los efectos negativos sobre los ingresos de las familias y empresas. Las políticas llevadas adelante por el BCRA permitieron darle un rol contracíclico al crédito. Desde mediados de año la economía avanzó en el proceso de gradual normalización en la mayor parte de las regiones del país, lo que permitió que más sectores retomaran su actividad comercial. Esto permitió que

el BCRA pudiera focalizar su política de asistencia crediticia a tasas de interés subsidiadas en los sectores más rezagados, criterio que seguirá a lo largo de 2021. Sin embargo, aún restan importantes desafíos, como el riesgo que conllevan las nuevas cepas, el proceso de vacunación y la finalización del verano, que requerirán una política crediticia con capacidad de adaptarse rápidamente a las necesidades de una coyuntura dinámica y cambiante.

Con el objetivo de adaptar rápidamente las líneas de asistencia financiera a familias y empresas en función de las necesidades de la coyuntura, en octubre pasado el BCRA lanzó la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP). Esta línea concentró en un único instrumento las financiaciones creadas por el BCRA para atender la emergencia, al tiempo que permitió un alargamiento de los plazos y una adecuación de las tasas de interés a niveles consistentes con las tasas de interés pasivas y de política monetaria. Este instrumento permitirá adecuar rápidamente las líneas de asistencia a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) en caso que la situación sanitaria de lugar a una nueva caída en los ingresos.

Desde su implementación, la LFIP fue el vehículo utilizado para canalizar el crédito comercial. A finales de febrero esta línea acumulaba desembolsos por un total de \$295.940 millones, lo que implicó un crecimiento de 235% respecto de finales de noviembre. En cuanto al destino de estos fondos, alrededor del 84% del total desembolsado correspondió a capital de trabajo, mientras que el 16% restante se destinó al financiamiento de proyectos de inversión. Cabe señalar hasta el momento de esta publicación unas 80.870 empresas accedieron a esta línea.

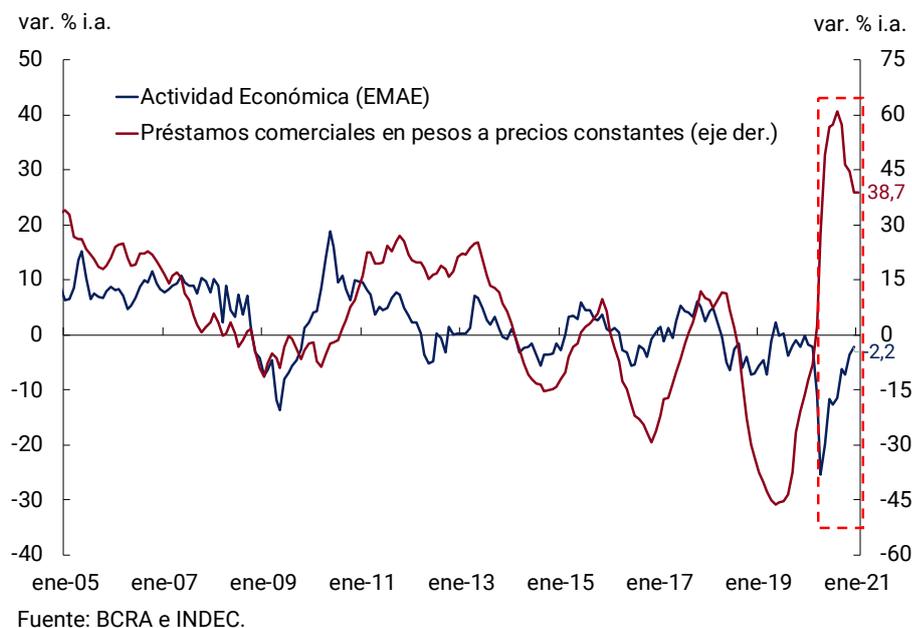
Simultáneamente, continuaron otorgándose las líneas de financiamiento a tasas de interés subsidiadas incluidas dentro del “Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción” (ATP), las cuales acumularon al 22 de febrero desembolsos por un total de \$14.192 millones, que llegaron a 20.900 empresas y a 603.500 empleados y empleadas. En la última versión de la línea se estableció que estuvieran destinadas al pago de sueldos para empresas de hasta 800 trabajadores y trabajadoras (un monto máximo de \$20.000 por persona empleada), cuya facturación haya presentado un crecimiento interanual de entre 0% y 35% (tasa de interés 33% n.a.) y también para aquellas empresas que prestan actividades no críticas, cuya facturación nominal interanual haya sido negativa (tasa de interés 27% n.a.), independientemente de la cantidad de empleados<sup>57</sup>.

En 2020 las líneas de asistencia crediticia establecidas por el BCRA permitieron otorgarle un carácter contracíclico al crédito comercial, que registró una tasa máxima de crecimiento interanual a precios constantes de casi 61% en agosto del año pasado (ver Gráfico 7.5). Si consideramos la totalidad de las líneas de emergencia desplegadas, los desembolsos acumulados a la fecha equivalen aproximadamente a un 2,8% del PIB.

---

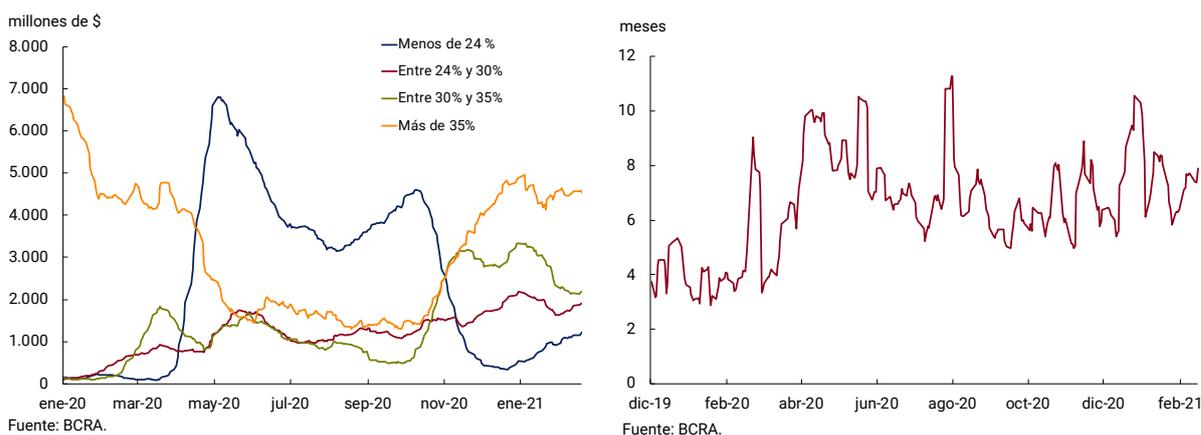
57 Comunicación “A”7151 y Decisión Administrativa 1954/2020 de la Jefatura de Gabinete de Ministros.

**Gráfico 7.5 | Rol contracíclico del crédito comercial**



Las condiciones de acceso al crédito comercial experimentadas a inicios de 2021 son considerablemente mejores a las registradas con anterioridad al inicio de la actual gestión. En cuanto al plazo promedio del crédito comercial a lo largo del año se observó una duplicación de la vida media de los créditos. En la última parte del año influyó la creación de la LFIP, que fijó un plazo mínimo requerido de 36 meses para la línea de financiación de proyectos de inversión a MiPyME (ver Gráfico 7.6). Las tasas de interés activas presentaron dos claras etapas a lo largo del año: una primera etapa para hacer frente a la emergencia con niveles inferiores a los de las tasas de interés pasivas y una segunda etapa, luego del proceso de armonización llevado adelante por el BCRA, con valores consistentes con el resto de las tasas de interés del sistema. De este modo, las tasas de interés activas comerciales cerraron el año en valores cercanos al 35% n.a., ubicándose de este modo casi 15 p.p. por debajo de los registros de inicios de 2020.

**Gráfico 7.6 | Monto otorgado de crédito comercial por estrato de tasa de interés (media móvil de 20d; derecha) y Plazo promedio del crédito comercial (media móvil 5d; izquierda)**



Recientemente, y en coordinación con otros organismos del Estado, el BCRA puso en funcionamiento el Sistema de Circulación Abierta (SCA) de la Factura de Crédito Electrónica (FCE), que permitirá que las MiPyMEs puedan endosar, ceder y descontar este tipo de documentos desde una cuenta bancaria<sup>58</sup>. El sistema entrará en vigencia a partir del 1 de abril y tendrá una operatoria similar a la del Cheque Electrónico (ECHEQ). Esto permitirá que las MiPyMEs proveedoras de Grandes Empresas puedan acceder a una mayor cantidad de fuentes de financiamiento anticipado así como también mejorará la certeza de cobro, ya que la falta de pago al vencimiento de las facturas se verá reflejada en la Central de Deudores del Banco Central.

Por otro lado y de manera transversal al mercado de crédito, con el objetivo de contribuir a la situación financiera de familias y empresas, el BCRA extendió hasta el 31 de marzo de 2021 la medida que establecía que las cuotas impagas de financiaciones (excluyendo tarjetas de crédito) sean incorporadas al final de la vida del crédito, sólo pudiendo cobrarse el interés compensatorio a la tasa contractual.

En línea con cierta mejora en el ingreso de las familias, las líneas vinculadas al consumo presentaron un mayor dinamismo. En particular, durante los últimos meses de 2020 el impulso provino mayormente de las financiaciones con tarjeta de crédito, alentadas por las mejores condiciones del programa "Ahora 12". Este efecto fue parcialmente compensado por el menor ritmo de crecimiento de las financiaciones a tasa cero a monotributistas y autónomos, que aumentaron aproximadamente \$860 millones desde fines de noviembre, hasta alcanzar desembolsos por \$66.340 millones a fines de febrero. Por su parte, las financiaciones a tasa cero cultura (también a monotributistas y autónomos) alcanzaron acreditaciones por \$295 millones.

En lo que refiere a la tasa de interés que se paga por las financiaciones en tarjetas de crédito, en abril de 2020 el BCRA fijó una tasa máxima de 43% n.a.<sup>59</sup> Recientemente, se dispuso que dicha tasa sólo estará vigente a partir de la facturación correspondiente a febrero de 2021 para el financiamiento de saldos impagos de tarjetas de crédito hasta \$200.000 por cada tarjeta emitida<sup>60</sup>. Las entidades financieras podrán aplicar una tasa diferencial hasta el máximo permitido por la ley de Tarjetas de Crédito, establecido en un 25% más que la tasa de interés que perciben por los créditos personales, para los saldos a financiar a partir de los \$200.000.

El saldo del crédito total en pesos al sector privado acumuló entre marzo de 2020 y enero de 2021 un crecimiento nominal desestacionalizado de 45,3% (8,5% real) y de 52,7% i.a. (8,0% i.a. real). Como resultado de la expansión del crédito observada a lo largo del año, impulsada fundamentalmente por las líneas de emergencia, el ratio de crédito a PIB pasó de registros mínimos de los últimos años (7% en feb-20) a 8,5% en el último mes del año. En 2021, luego de la marcada expansión de 2020, el crédito al sector privado moderaría su ritmo de crecimiento en términos reales. El impulso provendría del financiamiento al consumo y, en menor medida, del crédito para la inversión productiva.

#### **7.1.4. La política cambiaria logró contener las tensiones observadas en el mercado de cambios**

La estrategia de respuesta a la pandemia, en un contexto de crisis y restricciones preexistentes, dio lugar a algunas tensiones en el mercado de cambios. La administración de dichas tensiones puso de manifiesto la relevancia de la política monetaria como instrumento de estabilización financiera y del sector externo. En efecto, el BCRA complementó su objetivo estructural de acumulación de reservas internacionales mediante el mantenimiento del tipo de cambio real competitivo y estable con una estrategia de corto plazo tendiente

---

58 Comunicación "A" 7219.

59 Comunicación "A" 6964.

60 Comunicación "A" 7198.

a promover una asignación más eficiente de las divisas y dotar de una mayor volatilidad al tipo de cambio en función de las necesidades de la coyuntura.

Las medidas cambiarias tomadas al inicio del cuarto trimestre de 2020 fueron complementadas con nuevas regulaciones cambiarias en los últimos meses. Se extendió hasta el 31 de marzo el requisito de contar con conformidad previa para acceder al mercado de cambios para la realización de pagos de importaciones y para la cancelación de servicios de capital por endeudamientos externos, cuando el acreedor sea una contraparte vinculada al deudor<sup>61</sup>. Asimismo, este requisito se extendió a personas que figuren en la base de facturas apócrifas<sup>62</sup>, a los bienes suntuarios y a algunos bienes finales específicos, en estos dos últimos casos excepto que el acceso al mercado de cambios se de después de transcurridos 90 o 365 días (dependiendo de la posición arancelaria específica) desde el despacho a plaza de los productos<sup>63</sup>. Por otro lado, se flexibilizó el acceso a la importación de bienes que pueden incrementar la capacidad productiva del país, al permitir utilizar la totalidad de los ingresos de anticipos y prefinanciaciones del exterior que el importador ingresó y liquidó en el mercado, cuando el destino sea la realización de pagos anticipados de bienes de capital<sup>64</sup>.

En la misma dirección, y en concordancia con el Ministerio de Desarrollo Productivo, se lanzó una nueva letra interna del BCRA (LEMIN) destinada a empresas mineras<sup>65</sup>. Si bien estas letras estarán denominadas en pesos, se liquidarán según la evolución del tipo de cambio nominal (Com. "A" 3500). Estas letras tendrán un rendimiento nulo y su plazo será de 180 días, aunque podrán ser rescatadas total o parcialmente a partir de los 30 días de su suscripción<sup>66</sup>. Las empresas podrán suscribir las LEMIN siempre que hayan liquidado en el día de la suscripción ingresos por cobros, anticipos o prefinanciaciones de exportaciones de bienes del exterior por al menos el equivalente en moneda extranjera del importe a suscribir en pesos. Esta nueva herramienta permite preservar el valor en pesos a las empresas que liquiden divisas producto de la exportación de bienes, reduciendo así la especulación en torno al momento en que se realiza la venta de dólares en el mercado de cambios. Adicionalmente, desde los primeros días de febrero, el BCRA comenzó a ofrecer LEGAR. Estas letras están denominadas en pesos y son liquidables por el tipo de cambio de referencia. Están destinadas a la constitución de garantías en moneda extranjera por parte de los mercados autorizados por la CNV, vinculadas a la concertación de operaciones de futuros, opciones y otros productos derivados cuyos subyacentes sean commodities con cotización en dólares<sup>67</sup>.

De manera complementaria, se ha procurado mantener un tipo de cambio competitivo y estable a fin de evitar efectos no deseados sobre los flujos comerciales, los precios internos y la distribución del ingreso (Gráfico 7.7). En este sentido, se fue ajustando la volatilidad del tipo de cambio nominal y adaptándola a las necesidades de la coyuntura. Como resultado de esta política, el Tipo de Cambio Real se mantuvo prácticamente 5% por encima del registro histórico. A su vez, los valores actuales son próximos a los experimentados entre mediados de 2010 y de 2011, período en el que la economía alcanzó un superávit comercial acumulado cercano a los US\$10.000 millones.

Los cambios normativos iniciados a mediados de septiembre le permitieron al BCRA reducir progresivamente la posición vendedora en el mercado de cambios, hasta tornarse comprador neto en diciembre (ver Gráfico 7.7). Así, el nivel de Reservas Internacionales cerró 2020 en un valor cercano a los US\$40.000. Vale

---

61 Comunicación "A" 7193. Códigos de concepto B05, B06, B07, B10, B12, B13, B15, B16 y P13.

62 Excepto para la cancelación de financiaciones en moneda extranjera otorgadas por entidades financieras locales.

63 Comunicación "A" 7201.

64 Comunicación "A" 7193.

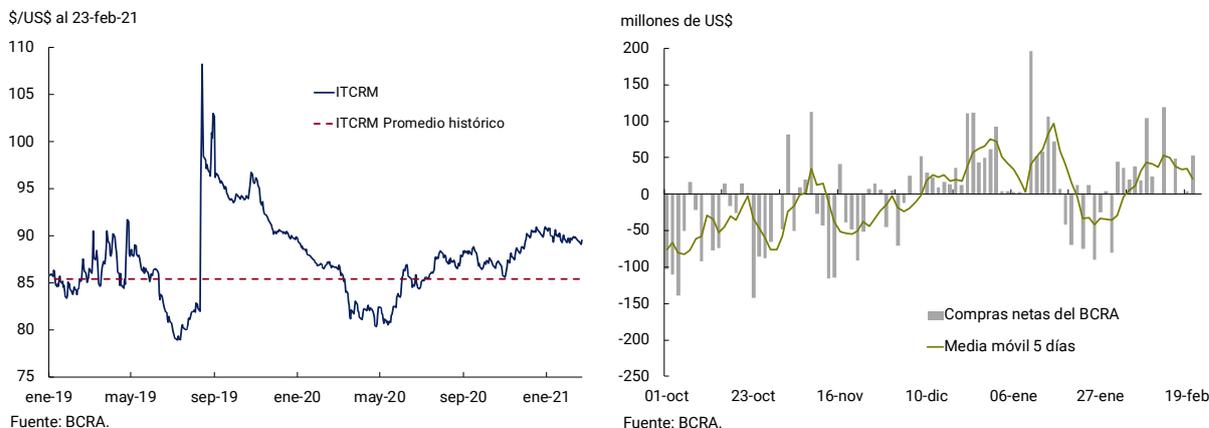
65 Inscriptas en el Registro Fiscal de Actividades Mineras y comprendidas dentro de la Ley 24196.

66 Comunicación "A" 7191.

67 Comunicación "A" 7220.

destacar que en diciembre el BCRA logró cambiar la tendencia de las Reservas e incrementar las mismas en US\$758 millones, de los cuales US\$608 millones correspondieron a compra de divisas.

**Gráfico 7.7 | Tipo de Cambio Real Multilateral (izquierda) y Compra neta de divisas del BCRA (derecha)**



## 7.2. Objetivos de la política monetaria para el año en curso

La evolución sanitaria y las políticas de estímulo facilitaron la recuperación económica en el segundo semestre del año. La consolidación de un sendero de crecimiento del Producto dependerá en gran medida de la evolución de la pandemia. Desde el punto de vista sanitario, este proceso podría verse condicionado por un rebrote en los contagios que requiera nuevas restricciones a la movilidad.

Por otra parte, tras la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública. Aún resta avanzar en el proceso de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y avanzar en la reestructuración de los pasivos con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París. En el primer caso, se busca fijar un cronograma de vencimientos más razonable, en comparación con el actual, excesivamente concentrado en el corto plazo y producto de un acuerdo *stand-by* que no cumplió sus objetivos.

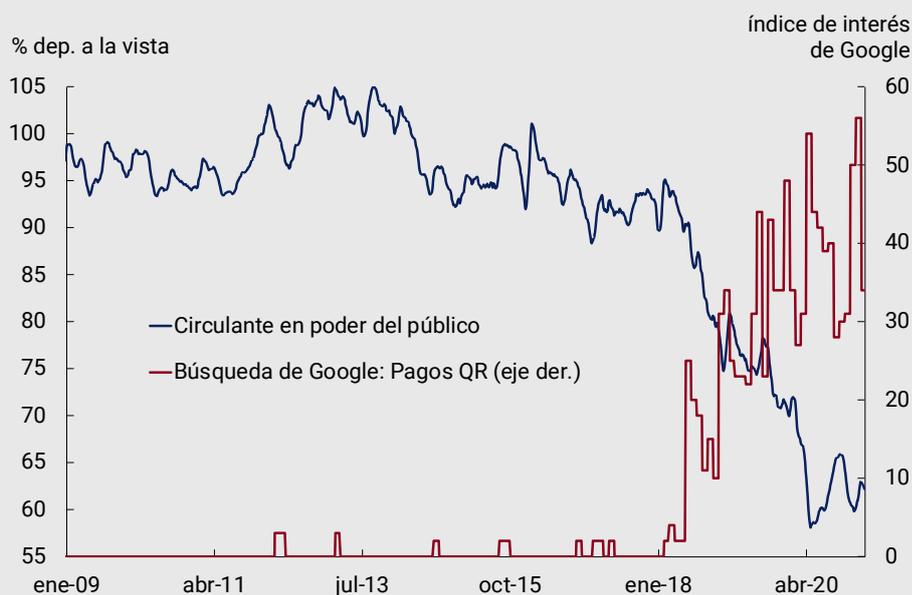
En este contexto de incertidumbre, el BCRA continuará con su política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a consolidar el proceso gradual de baja en la tasa de inflación. Asimismo, la autoridad monetaria continuará empleando todos los instrumentos disponibles para calibrar la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios.

## Apartado 4 / La dinámica del circulante en poder del público en tiempos de pandemia

A inicios de 2020 la irrupción de una pandemia sin precedentes, y de duración todavía incierta, afectó en múltiples dimensiones el normal desempeño de la economía. El shock en sí y las medidas sanitarias y económicas adoptadas para contener la emergencia dieron lugar a modificaciones en el comportamiento y las preferencias de los agentes, que se reflejaron en dinámicas atípicas de algunas variables del mercado monetario.

La implementación de nuevas tecnologías de pago a nivel global dio lugar a una caída en el uso de efectivo. Nuestro país no fue ajeno a dicha transformación. Desde 2018, con la introducción del código de pago QR se observó una tendencia descendente de la participación del circulante en poder del público en los medios de pago. Sin embargo, la irrupción de la pandemia marcó un punto de inflexión en dicha tendencia (ver Gráfico 1). Desde el establecimiento del Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO) el circulante en poder del público experimentó un crecimiento mayor al de los depósitos a la vista, dinámica que persistió hasta fines de septiembre. Como resultado, se observó una reversión parcial en la evolución del ratio entre circulante y depósitos a la vista iniciada en 2018. No obstante, este comportamiento parecería haber sido sólo transitorio, ya que desde octubre las colocaciones a la vista volvieron experimentar un crecimiento relativo superior.

**Gráfico 1 | Circulante en poder del público y búsquedas de Google de "Pago QR"**

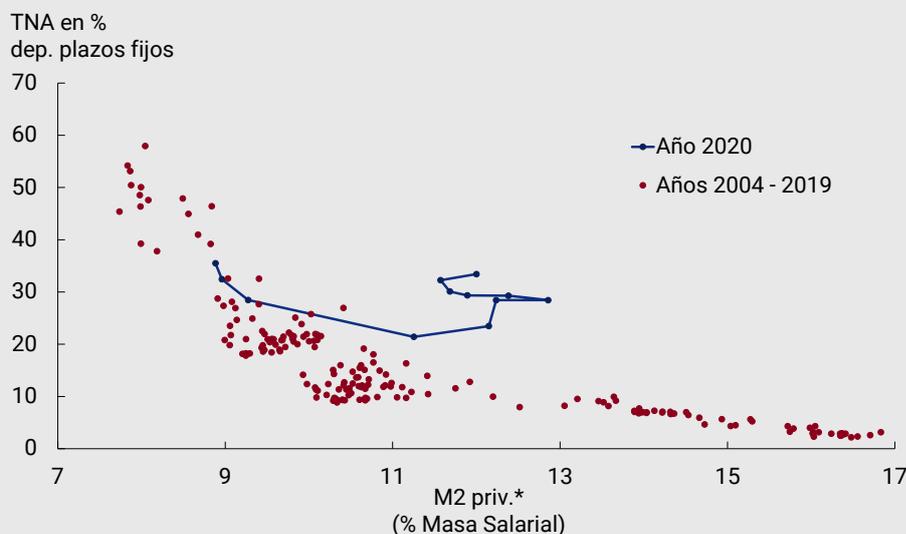


Fuente: BCRA y Google.

Los determinantes tradicionales de la demanda de saldos reales (M2 privado) no logran explicar plenamente el comportamiento observado durante la pandemia. En términos del PIB se registró una marcada suba que se debió al significativo aumento de los medios de pago, combinado con una fuerte contracción de la actividad económica. El otro determinante tradicional es la tasa de interés nominal, que refleja el costo de oportunidad del dinero. Cuando analizamos la relación entre la tasa de interés de depósitos a plazo fijo totales del sector privado y el ratio entre los medios de pago y la masa salarial encontramos la relación negativa que predice la literatura y para 2020 niveles de demanda superiores a los esperados para el nivel de ingreso y

tasa de interés<sup>68</sup> (ver Gráfico 2). Esto último pone de manifiesto que durante la pandemia hubo un incremento de la demanda de saldos reales por motivos ajenos a los determinantes habituales.

**Gráfico 2 | Demanda de Saldos Reales**



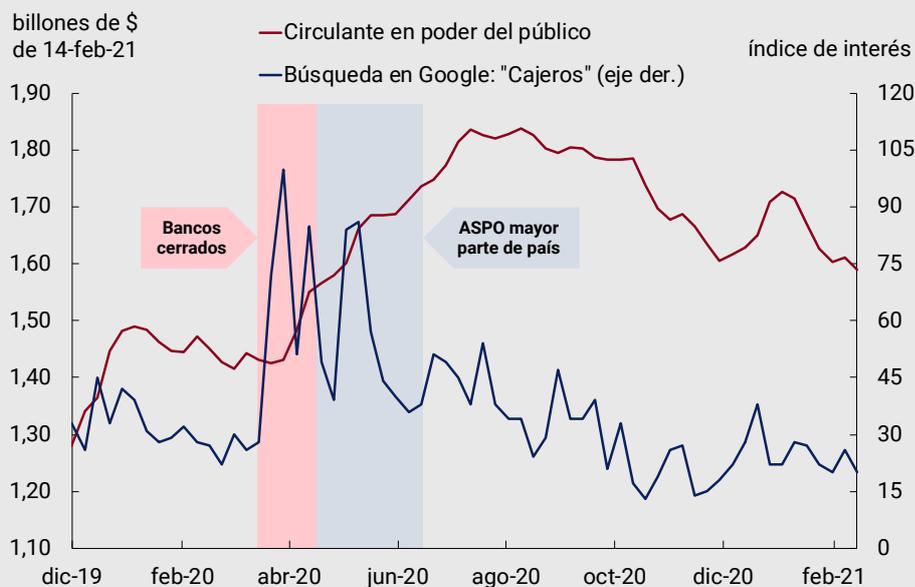
\*Masa salarial: salario neto de los trabajadores registrados del sector privado por empleo asalariado registrado del sector privado.  
Fuente: BCRA, Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social e INDEC.

Puntualmente, detrás del comportamiento atípico del circulante en poder del público pueden identificarse diversos factores explicativos: a) un aumento en la demanda de dinero por motivo precautorio y operacional, b) un incremento extraordinario de las prestaciones sociales y c) un cambio en el patrón de consumo de las familias.

En una primera etapa del ASPO, la demanda de circulante aumentó por motivos precautorios, en un contexto de elevada incertidumbre vinculada a las medidas de aislamiento social para contener el impacto sanitario de la pandemia. Este comportamiento se vio potenciado por el cierre de las sucursales bancarias al público en general y la dificultad que ello conllevó para efectuar depósitos. Esto generó que algunos agentes, en particular los comercios, tuvieran una mayor cantidad de billetes que lo deseado. Por otro lado, las restricciones a la movilidad llevaron a que una mayor cantidad de gente demandara efectivo y a un incremento en los montos extraídos para reducir la cantidad de operaciones en el cajero automático. Esto último se reflejó en un incremento en las búsquedas de Google del término “cajeros”, en particular durante el período de mayor intensidad de las restricciones (ver Gráfico 3).

68 Para esta relación se utilizó la masa salarial privada que presenta un comportamiento menos volatilidad que el PBI, a fin de limitar el efecto de la contracción de la actividad económica durante la cuarentena.

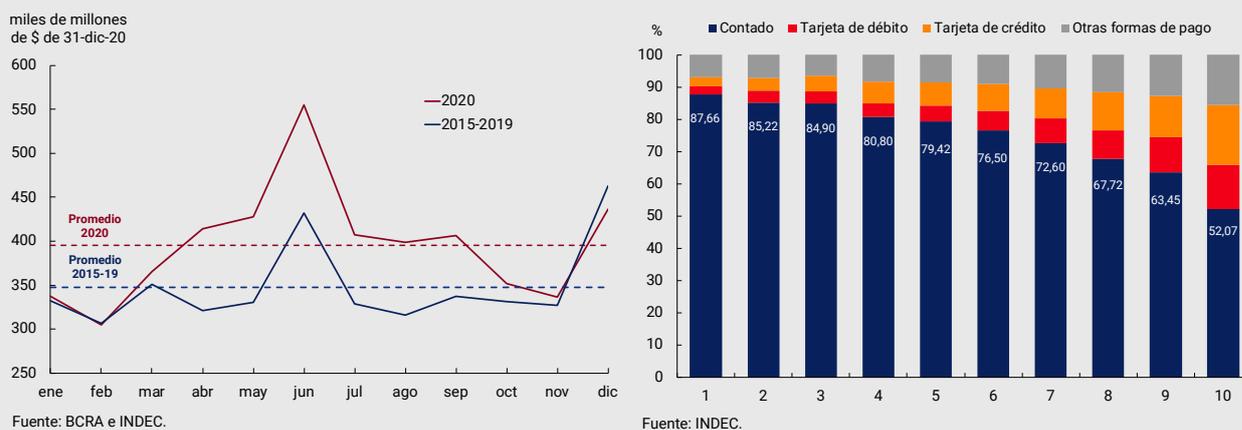
**Gráfico 3 | Circulante a precios constantes y demanda precautoria**



Fuente: BCRA, INDEC y Google.

Como ya se mencionó la demanda de circulante en poder del público, presenta una correlación positiva con la evolución de la masa salarial. Sin embargo, en el contexto del ASPO, se observó un comportamiento opuesto entre el crecimiento de la masa salarial y el circulante. En este período particular el crecimiento del efectivo respondió a las medidas de emergencia desplegadas por el Gobierno Nacional que permitieron evitar interrupciones en la cadena de pagos y sostener el ingreso de las familias. Como consecuencia de estas políticas se observó un crecimiento extraordinario de las prestaciones sociales para el período comprendido entre abril y septiembre de 2020, que resultó muy superior al de años previos. La transferencia de recursos llevada adelante por el Gobierno Nacional se canalizó fundamentalmente hacia los sectores sociales más vulnerables, que hacen un uso más intensivo del dinero en efectivo. En efecto, según la última Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares de 2017/18 (ENGHo 2017/18), los primeros 4 deciles de la distribución del ingreso realizan más del 80% de sus gastos en<sup>69</sup> (ver Gráfico 4).

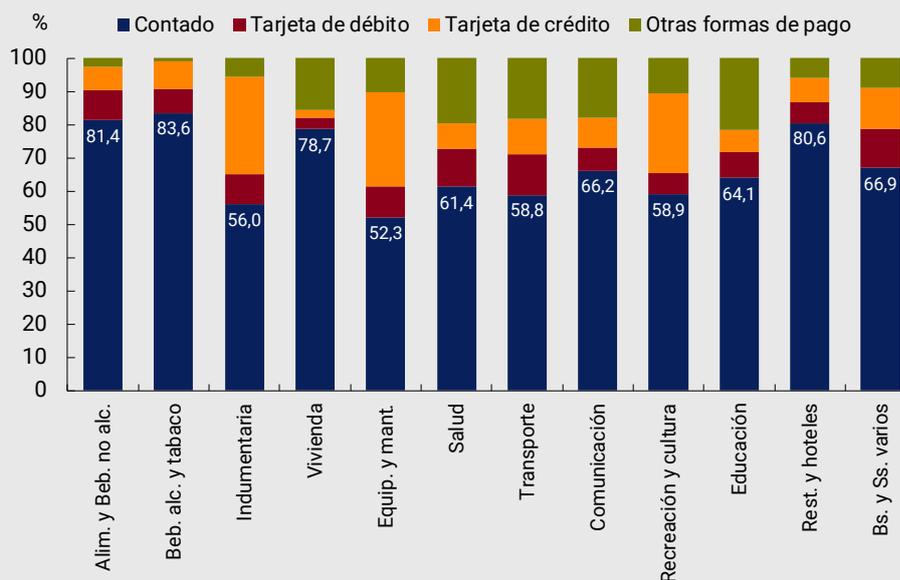
**Gráfico 4 | Prestaciones sociales (izquierda) y Medios de pago usados por decil de ingreso (derecha)**



69 La última ENGHo se realizó entre noviembre de 2017 y noviembre de 2018.

Por último, otro factor que incidió en el crecimiento del circulante durante el segundo trimestre de 2020 fue el cambio en el patrón de consumo de las familias. En este sentido, las restricciones a la movilidad de las personas llevaron a que inicialmente sólo se pudieran realizar compras de bienes considerados esenciales, como alimentos y bebidas, en comercios de cercanía. Según los datos de la ENGHo 2017/18, la proporción de uso de efectivo para gastos en alimentos y bebidas es superior al 80% (ver Gráfico 5). A su vez, los gastos realizados en autoservicios y negocios especializados hacen un uso más intensivo de efectivo que aquellos realizados en supermercados e hipermercados.

**Gráfico 5 | Medios de pago utilizado por división del IPC**



Fuente: INDEC.

En el segundo semestre se flexibilizaron las restricciones a la movilidad y se habilitó el desarrollo de la actividad de una mayor proporción de sectores. Por su parte, la recomposición de los ingresos del sector privado permitió reducir los esfuerzos de asistencia a través de medidas de emergencia y pasar a un esquema de mayor focalización de dichas políticas. Todo esto permitió una normalización en el comportamiento de los agentes. De este modo, a partir del segundo semestre del año pasado, y, en especial, durante el último trimestre del año, el circulante comenzó a crecer a una tasa menor a la de los depósitos a la vista, volviendo a perder participación en los medios de pagos y en relación con el PIB se ubicó en niveles similares a los de fin de 2018.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

**ADEFA:** Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

**AFCP:** Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AMBA:** Área Metropolitana de Buenos Aires

**ANSES:** Administración Nacional de la Seguridad Social

**ASPO:** Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

**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)

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**BOTE:** Bono del Tesoro Nacional

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CAME:** Confederación Argentina de la Mediana Empresa

**CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

**CEPAL:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CyE:** Combustibles y Energía

**DECNU:** Decreto de Necesidad y Urgencia

**DISPO:** Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales

**EMAE:** Estimador Mensual de la Actividad Económica

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

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**EUR:** Euros

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FSB:** Financial Stability Board

**G20:** Grupo de los 20

**GBA:** Gran Buenos Aires

**i.a.:** Interanual

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**ILA:** Indicador Líder de la Actividad Económica

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

**IPC BA:** Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**IPIM:** Índice de Precios Internos al por Mayor

**IPOM:** Informe de Política Monetaria

**ISAC:** Indicador Sintético de la Construcción

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LELIQ:** Letrax de Liquidez del Banco Central de la República Argentina

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

**MiPyMEs:** Micro, pequeñas y medianas empresas

**Mens:** mensual/mensualizada

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

**n.a.:** Nominal anual

**NEA:** Noreste argentino

**NOA:** Noroeste argentino

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**p:** Proyectado

**PAIS:** Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PMI:** Purchasing Managers' Index

**PP:** Productos primarios

**PyMEs:** Pequeñas y medianas empresas

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**US\$:** Dólares Americanos

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**UVA:** Unidad de Valor Adquisitivo

**Var.:** Variación

**WEO:** World Economic Outlook elaborado por el FMI

Reconquista 266  
(C1003ABF) Buenos Aires  
República Argentina  
[www.bcra.gob.ar](http://www.bcra.gob.ar)



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA