

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2020



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2020

Prefacio

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

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

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

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

El informe se publica de manera trimestral e incluye un primer capítulo con la 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, empleo y sector externo, sector fiscal, precios y política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 19 de mayo de 2020.

Contenidos

- Pág. 4** | **1. Política Monetaria: evaluación y perspectivas**
- Pág. 7** | **2. Contexto Internacional**
- Pág. 16 | *Apartado 1 / El impacto global del COVID-19*
- Pág. 19 | *Apartado 2 / La necesidad de un abordaje internacional coordinado frente a la crisis*
- Pág. 22 | *Apartado 3 / Caída del precio del petróleo*
- Pág. 24** | **3. Actividad Económica, Empleo y Sector Externo**
- Pág. 38 | *Apartado 4 / Medidas Sociales y Fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19*
- Pág. 40** | **4. Finanzas Públicas**
- Pág. 46 | *Apartado 5 / Multiplicadores fiscales en Argentina*
- Pág. 50 | *Apartado 6 / Oferta de canje de títulos públicos emitidos bajo ley extranjera*
- Pág. 54** | **5. Precios**
- Pág. 61** | **6. Política Monetaria**
- Pág. 67 | *Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia*
- Pág. 70 | *Apartado 8 / El rol contracíclico del crédito en la pandemia*
- Pág. 73 | **Glosario de Abreviaturas y Siglas**

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

En los últimos meses, el mundo ha dedicado sus mayores esfuerzos a lidiar con el impacto del COVID-19. Argentina no fue la excepción. Luego de implementar medidas tempranas de contención, ante la aparición del primer caso confirmado en el país el Gobierno Nacional decretó el aislamiento social, preventivo y obligatorio el 19 de marzo. El impedimento de concurrir a los lugares de trabajo interrumpió el normal funcionamiento de las actividades económicas, con excepción de aquellas consideradas esenciales. Ante la imposibilidad de contar con un tratamiento antiviral efectivo ni con vacunas, la adopción temprana de esta acción de mitigación evitó hasta el momento la saturación del sistema de salud, y acotó significativamente el número de muertes en el país.

La pandemia golpeó al país en el medio de la emergencia económica y social desatada por los efectos negativos de la crisis de balance de pagos y de deuda de 2018-2019, atravesando una recesión de más de dos años —la más larga desde la crisis de 1998-2002— y con inflación récord desde comienzos de los años noventa. El momento más duro de la cuarentena coincidió con el lanzamiento de la oferta de reestructuración de la deuda pública bajo legislación extranjera. Era precisamente en esta etapa de la negociación con los bonistas que se esperaban los momentos de mayor volatilidad financiera en la plaza local.

La magnitud del impacto local e internacional de la pandemia todavía es incierta, pero los indicadores tempranos de actividad, así como las proyecciones disponibles, dan cuenta de dimensiones sólo comparables con la Gran Depresión de los años 30. La profundidad de la recesión dependerá varios factores, tales como: la duración y efectividad de las políticas sanitarias de mitigación; el comportamiento precautorio de hogares y empresas que afectan el consumo y la inversión del sector privado; y la efectividad de las políticas fiscales y monetarias desplegadas durante la fase de emergencia. En el caso argentino, también incide la sincronización entre el ciclo económico local y global. Con un alto grado de incertidumbre, las proyecciones preliminares más optimistas de caída de la actividad global para el año 2020 se ubican alrededor de 3%, el doble de los guarismos registrados durante la crisis financiera global de 2008-2009; y se estima que en la Argentina la contracción del PIB sería aún más significativa.

En marzo y abril los indicadores de alta frecuencia comenzaron a evidenciar la magnitud de la crisis económica que afronta el país por los efectos de la pandemia. Las ventas totales de comercios minoristas se redujeron a la mitad. Las inéditas rebajas nominales de salarios, acordadas por empresas y sindicatos a cambio de preservar los puestos de trabajo en los sectores no esenciales, frenaron la incipiente recuperación del salario real impulsada por el Gobierno desde diciembre último, y hacen prever también un bajo dinamismo en el consumo. Asimismo, el comportamiento de la oferta, captado por el consumo de energía no residencial, muestra caídas de hasta 25% en actividades esenciales y entre 75% y 90% en aquellas directamente afectadas por las restricciones a la movilidad del trabajo. La producción industrial y la actividad de la construcción se contrajeron 17% y 32%, respectivamente, entre febrero y marzo.

La naturaleza epidemiológica del shock y el consecuente abordaje sanitario de la crisis permite anticipar tres fases dentro de este ciclo económico, marcado por fuertes restricciones de oferta en una primera etapa, y una flexibilización progresiva luego, hasta alcanzar finalmente una vuelta

a la “nueva normalidad”. Esta dinámica también se verá reflejada en el sesgo de las políticas económicas. En la primera fase, prevalecieron las medidas de aislamiento social que imposibilitaron el desarrollo de las actividades productivas consideradas “no esenciales”; y se contrajo fuertemente el producto, pese a alguna flexibilización en el margen tanto geográfico como del espectro de actividades esenciales. En dicha etapa, la política económica se orientó a sostener los sectores más vulnerables y a preservar el tejido productivo y financiero. En una segunda fase, que estaríamos empezando a transitar al cierre de esta edición, se flexibiliza la circulación de personas con estrictas normas sanitarias y se restablecen progresivamente las actividades de la mayoría de los sectores productivos con protocolos de seguridad, dando lugar al inicio de la recuperación. En esta fase, las medidas de estímulo a la demanda se tornarán gradualmente más relevantes. Finalmente, en una tercera fase, transitando la recuperación de la actividad económica y ya sin restricciones del lado de la oferta por la normalización plena de las condiciones sanitarias, se espera alcanzar un nivel de actividad cercano al registrado previamente al shock.

Dentro de la primera fase, el Gobierno Nacional se abocó a evitar una interrupción de los ingresos de los hogares, asistir a las empresas para preservar el empleo y garantizar el abastecimiento y el normal funcionamiento de los servicios esenciales, junto con el fortalecimiento del gasto público en salud. Estas políticas acumularon hasta el momento 2 puntos del PIB. El costo fiscal de la crisis, teniendo en cuenta tanto las mayores erogaciones como la reducción de los ingresos fiscales derivados del alivio tributario y de la caída en la actividad, se estima en alrededor de 4% del PIB.

El Banco Central ha ocupado un rol fundamental en amortiguar el impacto de la crisis, focalizando sus esfuerzos en: (1) adecuar el funcionamiento del sistema financiero al aislamiento social, preventivo y obligatorio; (2) aliviar la situación financiera de empresas y familias; (3) proteger el ahorro en pesos de los hogares; y (4) impulsar el crédito al sector productivo.

El Banco Central resguardó el ahorro en pesos de personas humanas y jurídicas estableciendo una tasa de interés mínima para los plazos fijos, en un nivel de 70% de la tasa de Leliq. De este modo, en la actualidad la tasa de interés nominal anual se ubica en 26,6% (30,1% en términos efectivos anuales). Este instrumento, junto con los plazos fijos UVA precancelables, garantizan que el pequeño ahorrista tenga una tasa de remuneración positiva en términos reales.

Con el objetivo de impulsar el crédito productivo, el BCRA implementó líneas de financiamiento a tasa de interés subsidiada, acompañándolas con una expansión regulada de la liquidez a través de las Leliqs y los Pases para facilitar su concreción inmediata. Estas medidas propiciaron un récord histórico de otorgamiento de crédito para el sistema financiero, por el monto y la velocidad en que se volcaron al mercado. Para alcanzar a las MiPyMes no bancarizadas, se implementó una línea especial, PYME PLUS, instrumentada con garantía FoGAR. Al cierre de esta edición, los montos aprobados y en proceso de aprobación de crédito a MiPyMes, principales generadoras de empleo en la Argentina, y a prestadoras de servicios de salud, ascendían a \$223.280 millones. Los desembolsos por \$183.870 millones alcanzaban a 113.618 empresas. Asimismo, la asistencia financiera para monotributistas y autónomos a través de la línea de crédito a tasa cero, a 15 días de su vigencia, alcanzaba a 151.443 individuos por un monto total de \$19.890 millones.

Por último, la autoridad monetaria aportó los recursos necesarios para financiar las medidas fiscales implementadas por el Gobierno, sin acceso al crédito internacional y en pleno proceso de reestructuración de los pasivos externos. Los controles de capitales vigentes permitieron acotar la

volatilidad cambiaria, evitando mayores presiones inflacionarias y contribuyendo a preservar la estabilidad financiera. Bajo este paraguas, las reservas internacionales se mantuvieron estables.

La flotación administrada del tipo de cambio que propició el Banco Central, junto con la postergación en el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, favoreció el descenso de la inflación. Durante el primer trimestre de 2020 la inflación mensual registró, en promedio, una tasa de 2,5%, ubicándose 1,3 p.p. por debajo de la observada entre septiembre y diciembre de 2019. En este contexto, algunos productos de alto consumo sufrieron aumentos proporcionalmente altos debido a la finalización de la exención del IVA. Con el objetivo de garantizar el abastecimiento y controlar el abuso de precios en la emergencia sanitaria, el Ministerio de Desarrollo Productivo dispuso la fijación de Precios Máximos para alimentos de la canasta básica y productos de primera necesidad. Asimismo, se acordaron precios de medicamentos con referentes del sector. Estas políticas se sumaron al programa de Precios Cuidados y contribuyeron a la menor inflación de abril, que se espera continúe en niveles acotados durante los próximos meses.

La gestión de la política monetaria en la emergencia requerirá de una importante expansión de la liquidez. Una vez superada la pandemia, el crecimiento de la demanda de dinero que trae aparejada la recuperación económica contribuirá a absorber una importante porción de los recursos volcados al mercado. En este sentido, la monetización de la economía argentina se encontraba al inicio de este proceso en niveles históricamente bajos, y este Banco Central cuenta con una amplia gama de herramientas para esterilizar los excesos de liquidez que pudieran emerger una vez superada la crisis. En paralelo, el compromiso asumido junto al Ministerio de Economía de la Nación, en vistas de desarrollar un potente mercado de deuda en moneda local, favorecerá la canalización de los excesos de liquidez hacia las necesidades de financiamiento latentes en nuestra economía.

2. Contexto Internacional

Como consecuencia de la pandemia de COVID-19, el mundo cambió drásticamente en tan sólo unos pocos meses. Se encuentra atravesando el mayor desafío humanitario desde la segunda guerra mundial y la peor crisis económica desde la gran depresión de 1930.

La pandemia llevó a que las regiones que sumaban en el peor momento de la crisis más del 50% del PIB mundial implementaran fuertes medidas de restricción social. Esto produjo un *shock* que retrajo la oferta, por el cierre temporal de empresas y la imposibilidad de los trabajadores de movilizarse hasta sus empleos. Luego dio lugar a una caída de la demanda: primero por un comportamiento de tipo precautorio, y más tarde ante la caída en el ingreso de los hogares y de las empresas, con su impacto en el consumo y la inversión privada.

La gran incertidumbre produjo en los mercados financieros una volatilidad aún mayor que la observada en la crisis financiera global de 2008-09 (CFG), desatando una “huida hacia la calidad” en todas las categorías de activos. La salida de capitales de mercados emergentes quintuplica la que se produjo en la CFG. En consecuencia, muchas monedas se depreciaron respecto del dólar. Es así que la moneda del principal socio comercial de la Argentina, el real brasileño, se depreció más de 45% desde fines de 2019. A su vez, se observó una caída generalizada de los precios de la mayoría de las materias primas, lideradas por el petróleo, que en situaciones extraordinarias llegó a cotizar a precios negativos.

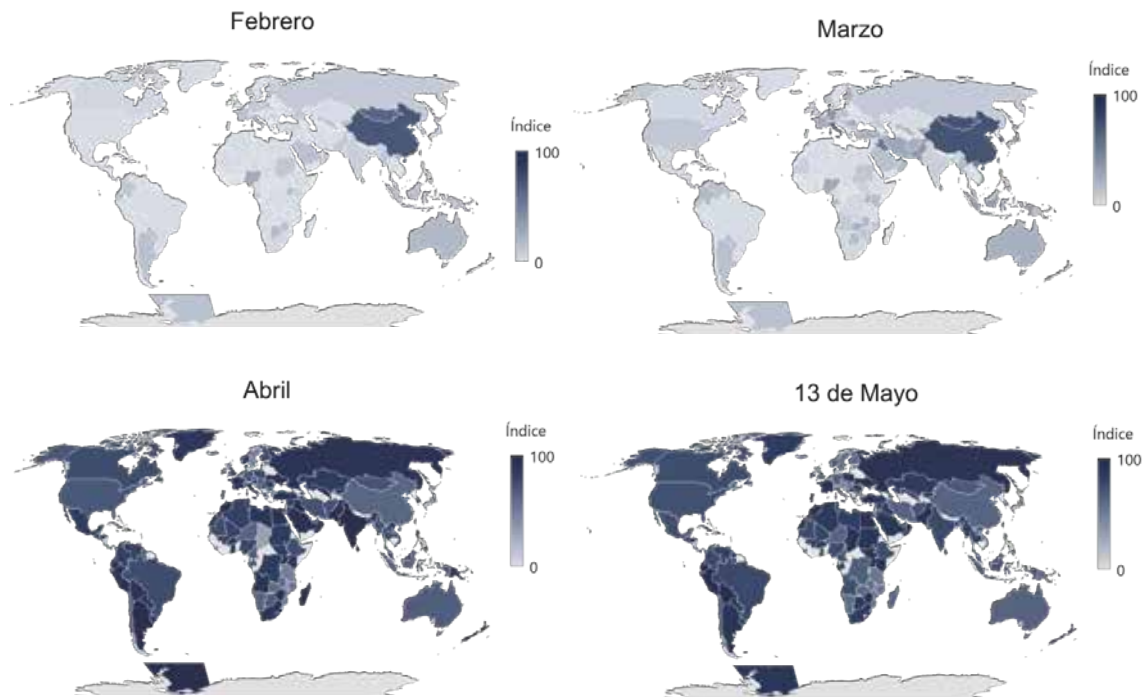
Ante este escenario, los países tomaron una serie de medidas fiscales y monetarias, que resultan varias veces superiores a las adoptadas durante la CFG. Este conjunto de medidas es de apoyo y no de estímulo. Buscan evitar un colapso masivo del entramado económico brindando asistencia a sectores con reducción temporal de ingresos que, sin la ayuda correspondiente, podrían tener problemas de solvencia con quiebras masivas. Todo esto en el contexto de un mayor esfuerzo de coordinación y cooperación económica internacional, que incluyó una cumbre de Líderes del G20 realizada de manera virtual.

El mundo enfrenta una situación de alta incertidumbre. Sin una vacuna o un tratamiento médico efectivo, aunque se relajen las medidas de distanciamiento social, el riesgo latente de contraer COVID-19 continuaría impactando en la actividad. Por ello, el escenario base del FMI es que el PIB mundial caería 3% en 2020 —casi el doble que durante la CFG—, transitando por una recuperación gradual durante el resto de este año y el próximo.

2.1 La actividad económica global signada por la pandemia de COVID-19

Desde principios de este año la economía mundial enfrenta la pandemia generada por el SARS-COV-2 que produce COVID-19, el mayor desafío humanitario desde la segunda guerra mundial. Se trata de un virus que se propaga muy rápidamente y que llevó a gobiernos de todo el mundo a implementar políticas sanitarias tendientes a reducir el contacto entre las personas, para disminuir la velocidad de infección y evitar que se produzca un colapso del sistema de salud.

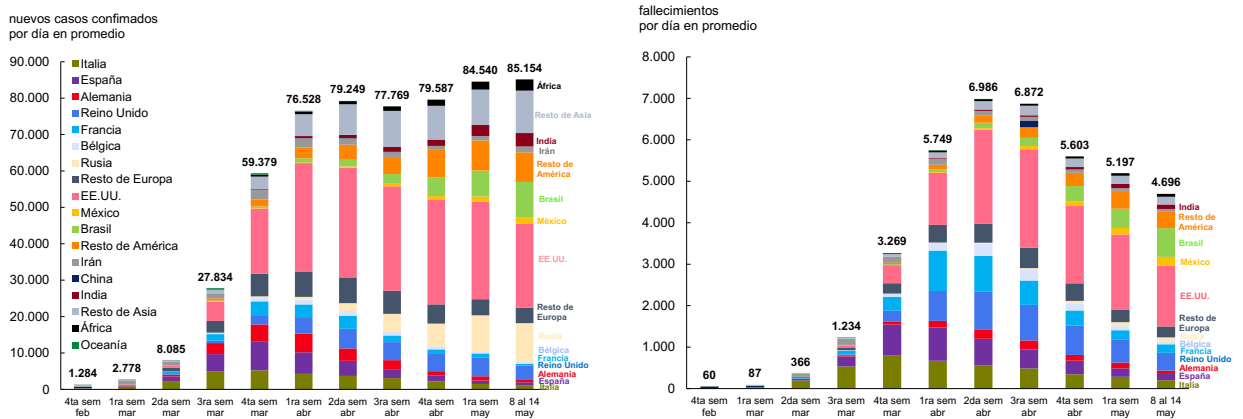
Gráfico 2.1 Evolución del índice de rigidez de las medidas de aislamiento en el mundo



Nota: Valor del índice al primer día de cada mes excepto se afirme lo contrario.
Fuente: Blavatnik School of Government - Oxford University

Las medidas de distanciamiento social, aplicadas en gran parte del mundo con mayor o menor intensidad (ver Gráfico 2.1)¹, permitieron que se produjera un amesetamiento de la cantidad de nuevos casos confirmados y fallecimientos a nivel mundial. Esto fue particularmente notorio en aquellos países que hasta el momento se han visto más afectados por la enfermedad, como EE.UU., Italia, España, Francia y Reino Unido, que acumulaban alrededor de 70% del total de fallecidos por COVID-19 a mediados de mayo (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 Nuevos casos confirmados y fallecimientos diarios en promedio por semana



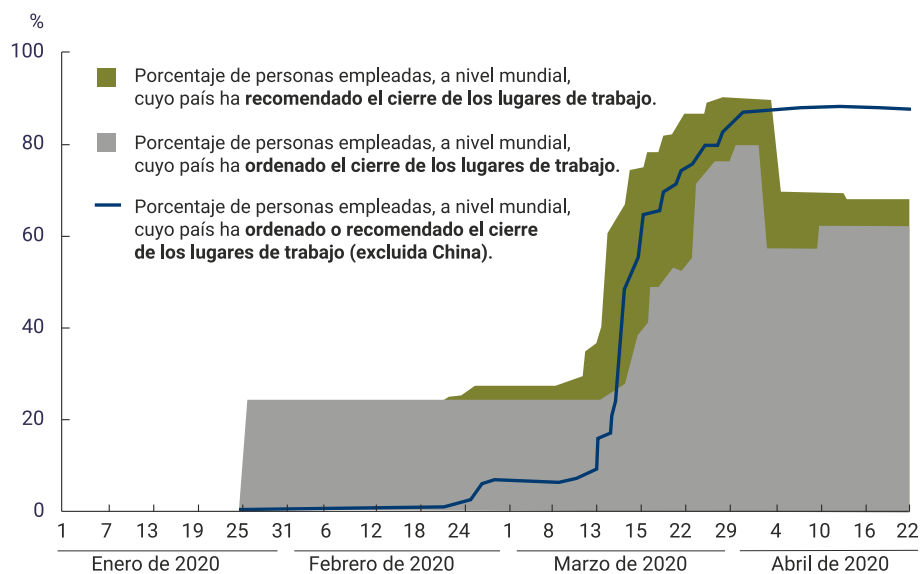
Fuente: BCRA en base a datos de European Centre for Disease Prevention and Control

1 Para mayor información respecto a las políticas sanitarias implementadas por los países del mundo, ver el [Oxford COVID-19 Government Response Tracker](#).

Estas políticas necesarias para “*aplanar la curva epidemiológica*” tienen un fuerte impacto negativo en la actividad económica, al limitar el movimiento de las personas, impidiendo a los trabajadores asistir con normalidad a sus trabajos, reduciendo la producción y el consumo de bienes y servicios (ver Gráfico 2.3 y Gráfico 1 del Apartado 1 / El impacto global del COVID-19).

El impacto inicial del COVID-19 se podría caracterizar como un *shock* de oferta. Tuvo como epicentro Wuhan, una de las ciudades industriales más importantes de China y uno de los más importantes *hubs* de las cadenas globales de valor. Rápidamente las medidas de aislamiento social se trasladaron a casi todo el resto de China, afectando la producción en otras regiones, mientras que el COVID-19 se transformaba en una pandemia global. De esta manera, la pandemia llevó a que las regiones que sumaban en el peor momento de la crisis más del 50% del PIB mundial implementaran fuertes medidas de restricción social.

Gráfico 2.3 Proporción de la fuerza de trabajo a nivel mundial en países con medidas de aislamiento recomendadas u obligatorias



Nota: La proporción de empleo en países que han recomendado el cierre de los lugares de trabajo se suma a la de los países donde el cierre es obligatorio.

Fuente: OIT²

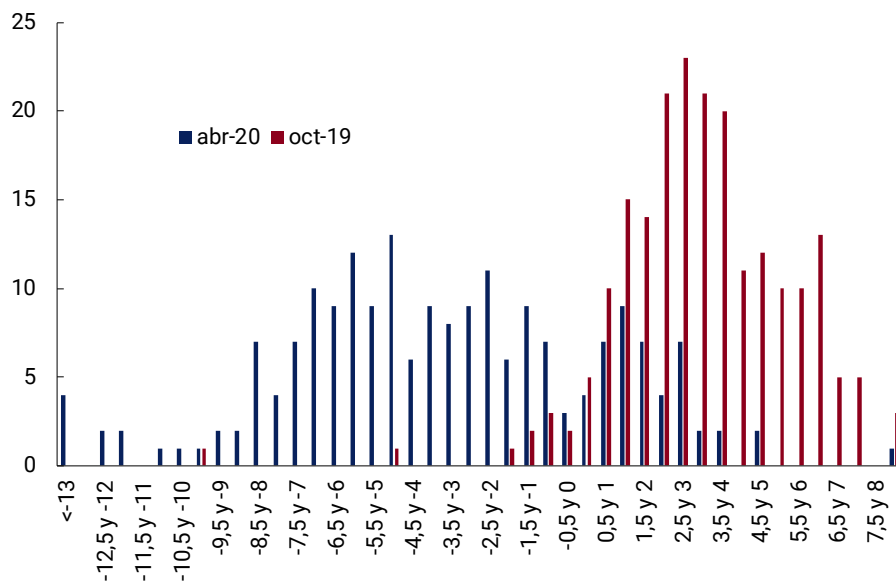
En muy poco tiempo, ante el avance territorial del brote y su transformación en pandemia, se produjo un *shock* de demanda. En primer lugar, esto sucedió por el comportamiento precautorio de los consumidores ante el temor a contagiarse. Esto afectó principalmente a salidas recreativas, turismo y a consumo no esencial, entre otras categorías. Pero a esto se le sumó muy rápidamente el impacto de crecientes despidos o pérdidas de ingresos y restricciones de liquidez para empresas y trabajadores que llevaron a una retracción muy significativa del consumo y la inversión privada. El impacto económico de la pandemia en parte va a depender de cuán efectivas sean las respuestas de política para hacer frente a esta retracción sin precedente de la absorción privada (ver sección 2.4 Las respuestas de política).

Las distintas proyecciones de crecimiento, tanto de organismos multilaterales como del sector privado, se deterioraron marcadamente en un plazo muy breve, a la vez que aumentó la dispersión en un contexto de gran incertidumbre (ver Gráfico 2.4). Por ello, el FMI en el *World Economic Outlook* de abril de 2020 presenta

2 Ver [Monitor del impacto del COVID-19 tercera edición - Organización Internacional del Trabajo](#).

un escenario base y dos alternativos. En uno, se supone que la pandemia dura más de lo esperado en 2020, en otro, que se produce un rebrote en 2021 y en el más severo se conjugan ambos supuestos. De acuerdo con estos escenarios, la economía mundial podría caer entre 3,03% y 5,85% en 2020 y en 2021 podría recuperarse 3,87% o caer 1,5% adicional dependiendo si la pandemia se extiende más en 2020 y/o tiene un rebrote en 2021. Así, la pandemia de COVID-19 tendría un costo económico de casi el doble de la CFG (ver Gráfico 2.5 y Apartado 1 / El impacto global del COVID-19).

Gráfico 2.4 Distribución de frecuencia de las proyecciones del Panorama Económico Mundial

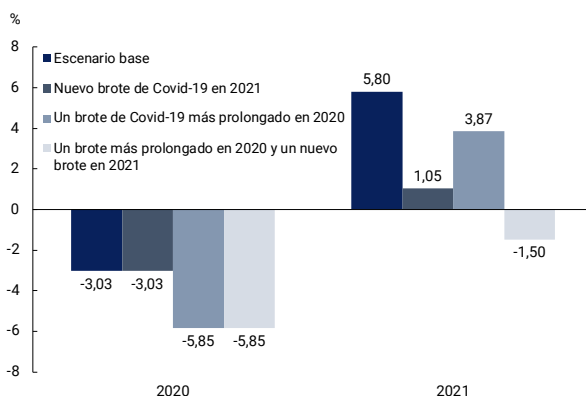


Fuente: BCRA en base a datos de FMI

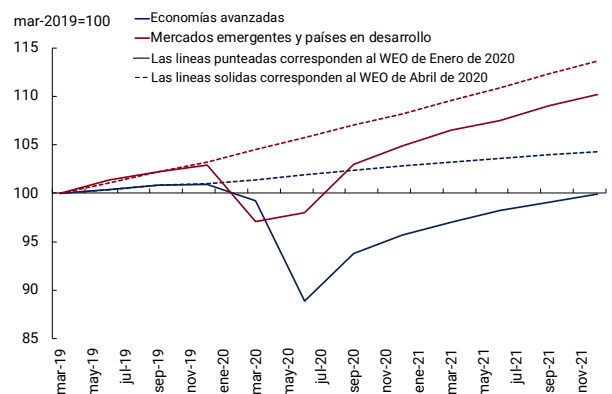
2.2 Algunos indicadores económicos ya empezaron a reflejar los efectos de la crisis

El mundo está lidiando con una crisis económica sin precedentes desde la Gran Depresión de 1930. El Índice de Seguimiento del Nivel de Actividad Económica revela caídas en marzo de 2020 de casi 14 puntos y 16 puntos para países avanzados y emergentes, respectivamente. Estas caídas se dieron a una velocidad mucho mayor que la registrada en la GFC, y si bien aún no se alcanzaron los mínimos de 2009, no se puede garantizar que se haya tocado un piso (ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.5 | Escenario alternativo de proyecciones del FMI. Variación del PIB mundial



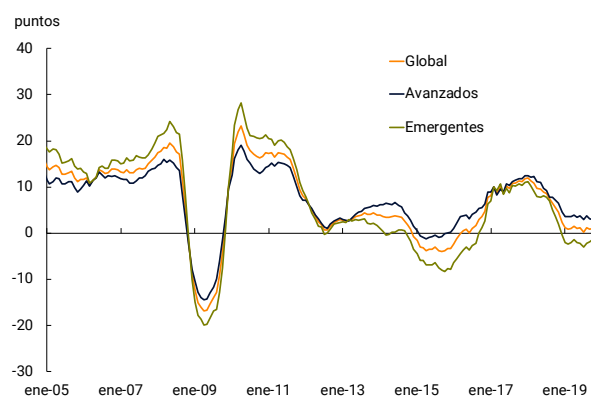
Fuente: BCRA en base a datos de FMI



Fuente: BCRA en base a datos de FMI

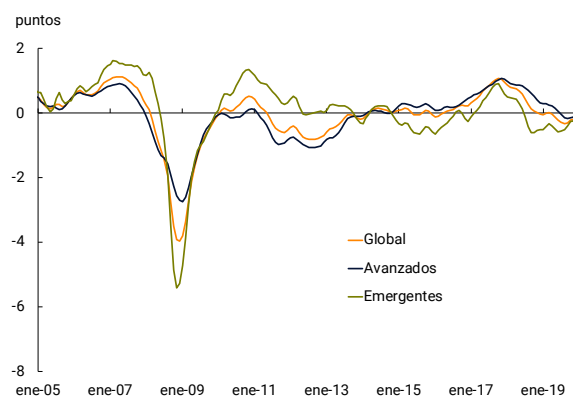
Algunos países ya publicaron estimaciones preliminares del PIB del primer trimestre donde se observa la magnitud del impacto de la pandemia de COVID-19, a pesar de que ésta sólo afectó severamente una parte del trimestre. En el primer trimestre, en los EE.UU. el PIB se contrajo un 1,2%, mientras que en la zona del euro cayó un 3,8% (ambos sin estacionalidad). En el caso de China, donde se inició el brote, en el primer trimestre el PIB cayó un 9,8% respecto del trimestre anterior, y 6,8% i.a., la primera caída en más de veinticinco años, quebrando de esta manera un ciclo de crecimiento ininterrumpido que había comenzado en 1992.

Gráfico 2.6 | Índice de Seguimiento del Nivel de Actividad



Fuente: Financial Times y Brookings Institution

Gráfico 2.7 | Índices de confianza (empresarial y de los consumidores)



Fuente: Financial Times y Brookings Institution

En cuanto a las proyecciones para lo que resta de 2020, los *nowcasts* de la Reserva Federal de Nueva York y de Atlanta esperan caídas para el segundo trimestre de 31,1% y 42,8%, respectivamente (variaciones anualizadas). Además, el Banco Central Europeo (BCE) presentó recientemente tres escenarios alternativos (leve, medio y severo) de acuerdo con la duración de las restricciones, los cuales muestran una caída en el PIB de la zona del euro de 5%, 8% y 12% respectivamente en 2020. Mientras que el Banco de Inglaterra³ (BoE) espera una caída del PIB de 14% para todo el año.

Los indicadores globales de confianza del consumidor y empresarial se desplomaron (ver Gráfico 2.7), con su correlato en el consumo y la inversión privada, respectivamente. En tan sólo tres meses desde el comienzo de la pandemia la serie alcanzó mínimos históricos. En el caso de Brasil, el principal socio comercial de Argentina, el índice de confianza del consumidor de abril⁴ registró el valor mínimo de la serie histórica, en el marco de los problemas en este país para coordinar la respuesta ante la pandemia.

En el mercado de trabajo fue sin duda donde las medidas de distanciamiento social generaron variaciones más dramáticas. En EE.UU., donde se tienen datos con frecuencia semanal, se observa que los nuevos pedidos de subsidios por desempleo alcanzaron un máximo de 6.867.000 en la semana del 27 de marzo (un 933% más que en la peor semana de la crisis de 2008-09). En las últimas ocho semanas, cuando más se sintió el golpe de la pandemia en los EE.UU., se destruyeron casi 37 millones de puestos de trabajo, y el desempleo llegó al récord de posguerra de 14,7% de la PEA, 11,2 p.p. más que en febrero (ver Gráfico 2 del Apartado 1 / El impacto global de COVID-19). En el caso de EE.UU., en parte la magnitud de la destrucción de empleo se puede deber a las características más flexibles de su mercado laboral. Sin embargo, el costo no sería tan grande por la compensación por desempleo que otorga el gobierno federal. El impacto en el mercado de trabajo global es de tal magnitud que, en muchos sectores, se estaría quebrando la rigidez nominal a la baja de los salarios.

3 Para mayor detalle acceder a los siguientes links: [Reserva Federal de Nueva York](#), [Reserva Federal de Atlanta](#), [BCE](#) y [BoE](#).

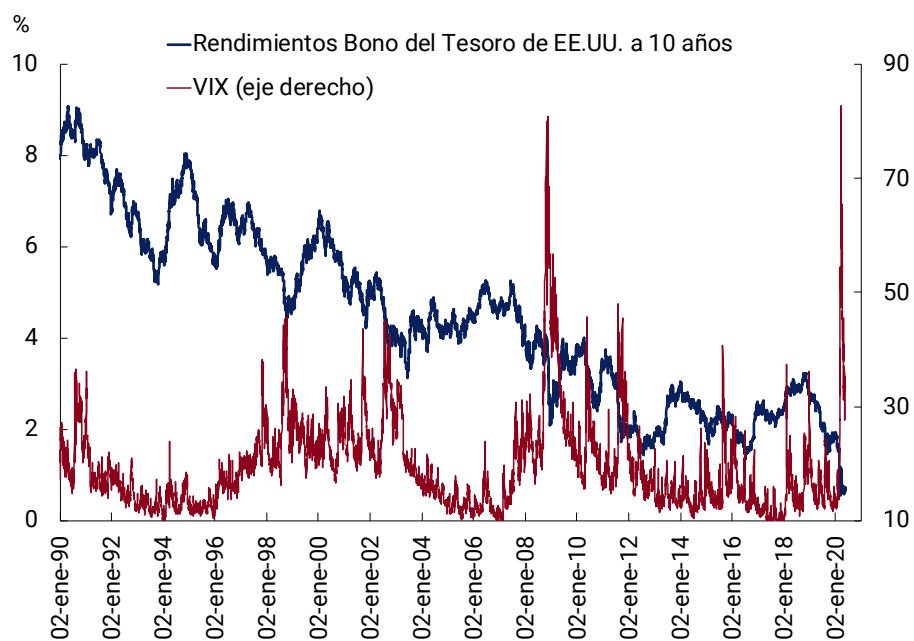
4 Ver más detalle en el siguiente [link](#).

2.3 Impacto en los mercados financieros

Los mercados financieros globales reflejaron el efecto de la elevadísima incertidumbre respecto del devenir de la economía real, con caídas en el precio de la mayoría de los activos y una “huida hacia la calidad”, hacia aquellos activos considerados más seguros. Esto puede verse tanto en las salidas de fondos desde países emergentes, como en la baja de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años (ver gráfico 2.8), que llegó a valores mínimos de 0,54% anual a mediados de marzo. La contracara de esto fue lo que ocurrió con la aversión al riesgo. El índice VIX, que mide la volatilidad implícita de las opciones llegó a un máximo de 82,69 superando el valor alcanzado en medio de la CFG.

Una de las características distintivas de esta crisis en los mercados financieros fue la rapidez con la que se produjo la corrección. El índice S&P 500 de los EE.UU., pasó del máximo del día 19 de febrero al mínimo del 23 de marzo, acumulando una caída de 33,9% en tan sólo 33 días (y las bolsas de los demás países tuvieron comportamientos similares). Durante la CFG se alcanzó una caída de magnitud similar en un período de 365 días (desde el 9 de octubre de 2007 al 8 de octubre de 2008).

Gráfico 2.8 | Bono del Tesoro de EE.UU. y volatilidad del S&P 500



Fuente: BCRA en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis

La recuperación posterior de los mercados se dio con fuerte volatilidad, en la que se sucedieron días en los que se registraron o bien la mayor caída o la mayor alza en años, mientras el mercado incorporaba información tanto sobre la gravedad de la pandemia como de las importantes medidas monetarias y fiscales que se adoptaban. Esta recuperación acumula un 28% de aumento hasta el 15 de mayo, para haber recortado la caída a solo un 15% respecto del máximo. No obstante, podría no ser realista suponer que no habrá nuevas correcciones en medio de una crisis económica sin precedentes en la cual las compañías van a sufrir grandes pérdidas, por lo que hay temores de que esta recuperación vaya a ser bastante inestable, y no muy perdurable.

También se produjo una fuerte caída en los precios del petróleo, y se registró una volatilidad muy alta como resultado de que a los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre la demanda global, se le sumó una guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia (ver Apartado 3 / Caída del precio del petróleo). Como consecuencia, el precio del crudo sufrió el 9 de marzo su mayor caída en un día desde 1991, -24% respecto del día anterior, llegando a US\$34 por barril en la variante Brent.

2.4 Las respuestas de política

Frente a este escenario, los gobiernos y los bancos centrales tomaron una serie de medidas de política económica para proteger los ingresos de los hogares más afectados, para evitar que situaciones de liquidez temporales por la falta de ingresos se transformen en problemas de solvencia con quiebras masivas de empresas, y para evitar que aumente el estrés en el sistema financiero. Las medidas tomadas hasta el momento no son tanto de estímulo anticíclicas, sino que buscan evitar un grave daño masivo y permanente del entramado económico, facilitando la recuperación. Todo el conjunto de medidas anunciado fue muy amplio, superando holgadamente la magnitud de las medidas tomadas en respuesta a la CFG de 2008-09.

El foco de las medidas más relevantes de los bancos centrales estuvo en evitar interrupciones en los diferentes mercados: el interbancario de corto plazo; el de títulos públicos; el de deuda corporativa y el de liquidez global de dólares americanos. Además, los bancos centrales tomaron medidas para brindar fondos a ciertos sectores del sector privado, pero también al sector público y relajaron algunas regulaciones macroprudenciales.

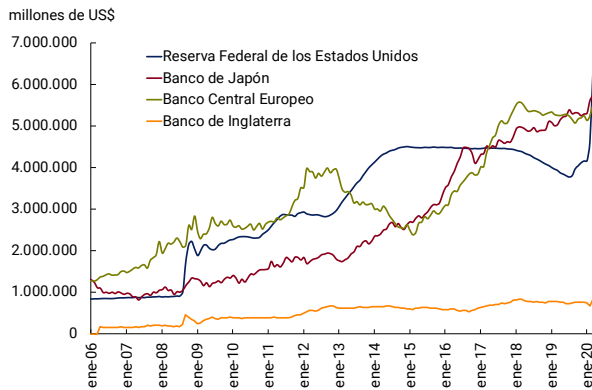
Las medidas más importantes de los principales bancos centrales de países avanzados fueron las siguientes (ver Gráfico 2.9):

- **Reserva Federal de EE.UU.:** expandió la oferta de dinero en más de 10 puntos del PIB en lo que va de 2020, a través diferentes programas incluyendo: 1) compras sin límite de títulos del tesoro (*Quantitative Easing*, QE); 2) *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*; 3) *Foreign and international monetary authorities repo facility* para dar liquidez a otras autoridades monetarias; 4) *Commercial Paper Funding Facility* que se estima podría llegar a US\$1 trillón (5% del PIB), 5) diversas medidas para las PyMEs; y 6) una línea de *swaps* con otros bancos centrales para brindar liquidez en dólares (ver Apartado 2 / La necesidad de un abordaje internacional coordinado frente a la crisis).
- **Banco de Inglaterra:** programa de compra de activos por el equivalente a 30% del PIB. Además, relanzó la facilidad *HMT overdraft* por la que financiará directamente al Tesoro transitoriamente, sin pasar por el mercado de bonos, y sin límite alguno.
- **Banco Central Europeo:** implementó un programa de compra de activos por más de €750 mil millones, entre otras líneas.
- **Banco de Japón:** programa de compra de títulos del tesoro ilimitado.

Las medidas fiscales consistieron en el aumento del gasto (especialmente en el sector salud) y en reducciones o diferimientos de impuestos, préstamos y transferencias a las familias y empresas especialmente afectadas por la crisis y el otorgamiento de garantías a préstamos al sector privado.

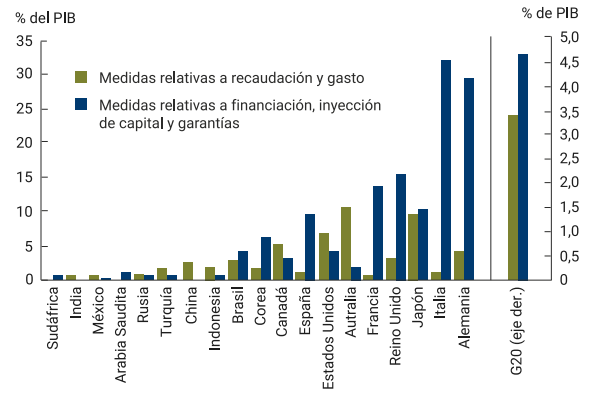
De las medidas de apoyo fiscal, las tomadas por los países del G20 representan 5 puntos del PIB mundial (ver Apartado 2 / La necesidad de un abordaje internacional coordinado frente a la crisis y Gráfico 2.10). Los paquetes de estímulo fiscal son tan importantes en los países avanzados que el FMI prevé que estas economías terminarán 2020 con un déficit de 11% del PIB. Por su parte, los paquetes de estímulo fiscal en los mercados emergentes han sido menores, dado el menor espacio fiscal con el que cuentan.

Gráfico 2.9 | Activos totales de los bancos centrales del G4



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

Gráfico 2.10 | Medidas implementadas en países miembros del G20 (excl. Argentina)



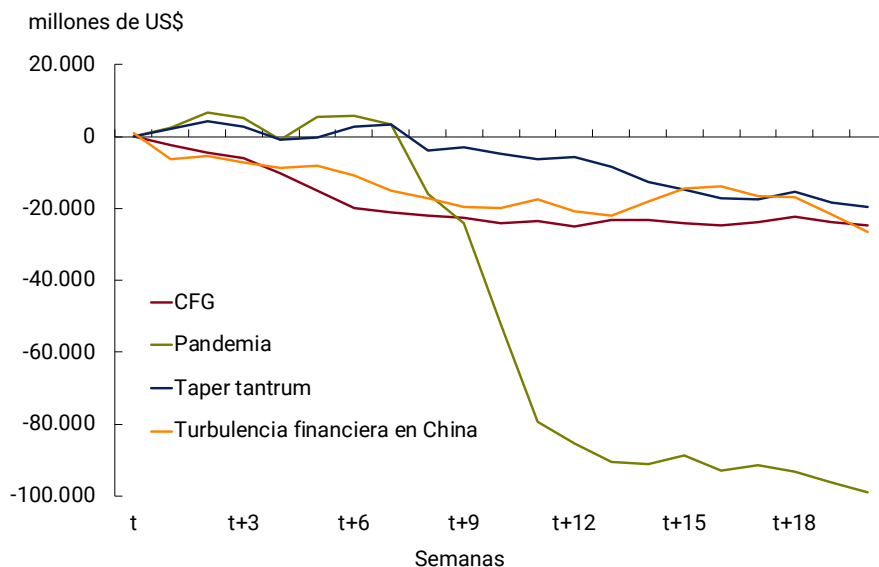
Fuente: BCRA en base a datos de autoridades de EE.UU. y FMI

2.5 Los desafíos son mayores para los países emergentes

La situación de los mercados emergentes es aún más complicada que la de los países avanzados, ya que poseen menor infraestructura sanitaria, mayor informalidad, monedas más débiles, menor capacidad de financiamiento en los mercados financieros y menor espacio de política fiscal. Y a esto se le sumaron dos factores adicionales: la salida de capitales y la caída de la cotización de las materias primas.

En el primer caso, la altísima incertidumbre global tuvo como consecuencia una muy elevada volatilidad en los mercados financieros, junto con un “huida hacia la calidad” en todas las categorías de activos financieros, generando la mayor salida de capitales de mercados emergentes de las últimas décadas. En las quince semanas desde el comienzo de la crisis se alcanzó una salida de capitales acumulada levemente por debajo de los US\$100.000 millones (ver Gráfico 2.11). En términos comparativos con la CFG, se quintuplica la salida de capitales. La contrapartida de este flujo de fondos fue el fortalecimiento del dólar a nivel global. Es así que el real, la moneda de nuestro mayor socio comercial, se depreció más de 45% desde fines de 2019.

Gráfico 2.11 | Flujos hacia fondos especializados en activos emergentes



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

En segundo lugar, en parte como contrapartida del fortalecimiento del dólar, cayeron las cotizaciones de muchas materias primas (ver Recuadro. Desempeño reciente de los precios de las materias primas que exporta Argentina del Capítulo 3. Actividad Económica, Empleo y Sector Externo), lo que lleva a una menor generación de divisas a través de la cuenta corriente del balance de pagos, y a menores ingresos fiscales. El Índice de Precios de *Commodities*⁵ que elabora el FMI cayó 30% desde fines de 2019.

En resumen, debido a la pandemia de COVID-19 el mundo está atravesando la peor crisis económica desde la Gran Depresión de 1930. Las perspectivas son inciertas. No existe garantía de que se pueda llegar rápidamente a una vacuna ni tratamiento para el COVID-19, con el consiguiente impacto sobre la actividad económica. También hay interrogantes sobre eventuales efectos permanentes en la producción, y sobre el espacio para políticas de estímulo cuando la pandemia sea superada. Así, el escenario base a la fecha es que la actividad mundial caería en 2020, transitando por una recuperación gradual durante el resto de este año y el próximo.

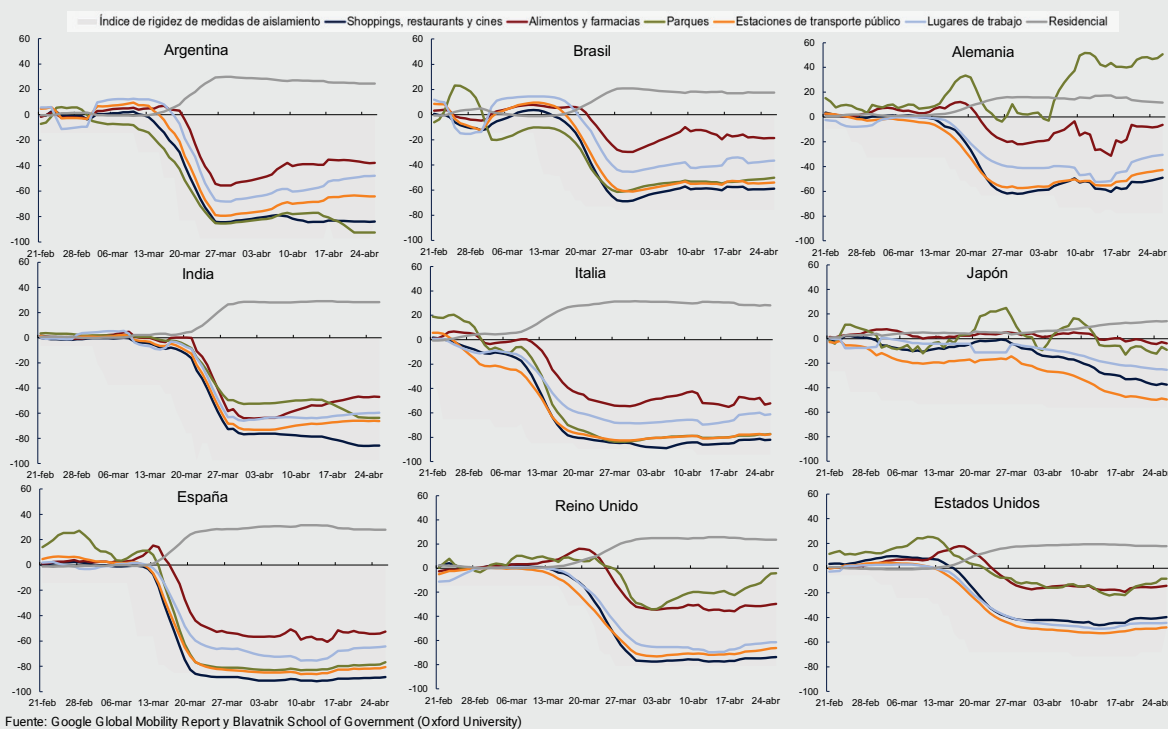
⁵ Para más detalle ver el siguiente [link](#).

Apartado 1 / El impacto global del COVID-19

La aparición y rápida proliferación de la pandemia de COVID-19 constituye sin dudas un evento completamente inesperado que alteró decisivamente la coyuntura económica internacional. Luego de tan sólo 5 meses la enfermedad se ha expandido ya a 188 países del mundo y acumula 4,5 millones de casos confirmados y más de 300.000 muertes. En respuesta a la pandemia, los gobiernos adoptaron una serie de medidas que incluyen la suspensión de actividades no esenciales, cuarentenas parciales o generalizadas y medidas de distanciamiento social que afectaron fuertemente el funcionamiento de la actividad económica mundial. Así, más de 100 países en todo el mundo instruyeron cierres totales o parciales de las actividades a fines de marzo de 2020, afectando a miles de millones de personas.

Si bien aún es muy difícil estimarlo con precisión, el impacto económico de la pandemia será, a todas luces, muy significativo. Las estadísticas de alta frecuencia recién comienzan a mostrar la magnitud del shock. Los indicadores adelantados de actividad económica y empleo e indicadores coincidentes⁶, como por ejemplo el consumo de energía eléctrica⁷, muestran disminuciones que en muchos casos se ubican cómodamente en el terreno de los dos dígitos. También se observa una gran heterogeneidad en el impacto sobre los distintos sectores de la economía, con actividades especialmente afectadas como el transporte aéreo⁸, los hoteles y restaurantes y la industria del entretenimiento, donde la magnitud de la caída de la actividad se puede inferir a partir del derrumbe de los índices de movilidad, cerca del 100% en algunos casos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Reporte de Movilidad Global (Promedio últimos 7 días) e índice de rigidez de medidas de aislamiento



Dado que las estadísticas de cuentas nacionales tienen un rezago, todavía no hay datos del impacto en la mayoría de los países, aunque los datos del PIB de China del primer trimestre difundidos recientemente nos permiten tener un adelanto de lo que puede pasar en el resto del mundo. Como el COVID-19 apareció

6 Ver: [Nowcast del PIB de EE.UU.](#), [Indicador semanal de actividad económica en EE.UU.](#), [Seguimiento de datos económicos \(FRED\)](#).

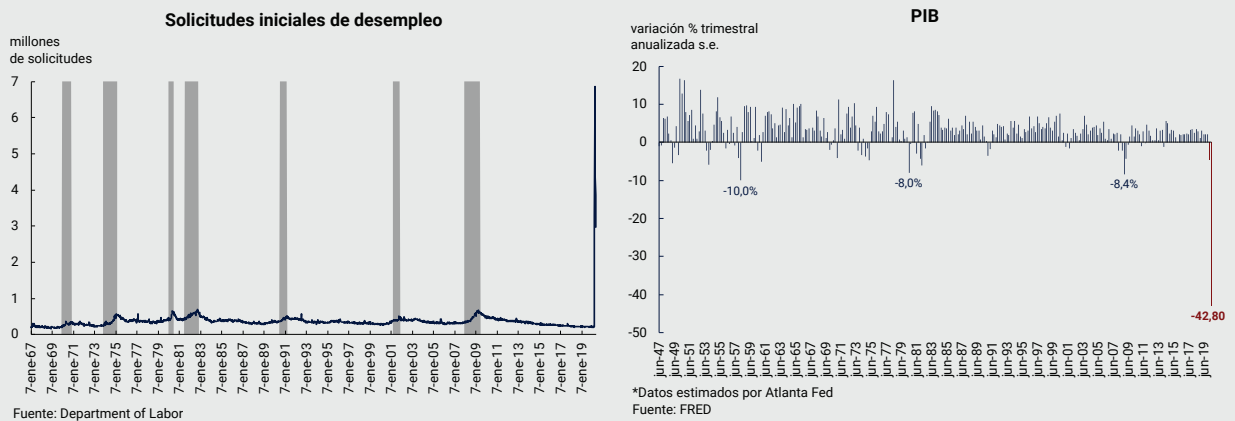
7 Impacto del COVID-19 en el consumo energético: [Instituto de política energética de la Universidad de Chicago](#).

8 Ver: [Estadísticas de seguimiento de vuelos](#).

en el gigante asiático durante diciembre, el impacto inicial en la actividad económica se verificó durante el primer trimestre, mientras que en buena parte del resto del mundo este impacto va a estar concentrado en el segundo trimestre. En particular, el PIB de China se contrajo 6,8% interanual (i.a.) durante el primer trimestre luego de crecer 6% i.a. en el cuarto trimestre de 2019, una reversión de 12,8 p.p. en la tasa de crecimiento y la primera contracción desde 1992, finalizando un ciclo de más de 25 años de crecimiento ininterrumpido. En términos trimestrales la caída respecto al cuarto trimestre de 2019 fue de 9,8% sin estacionalidad, consistente con un ritmo anualizado de 33,8%.

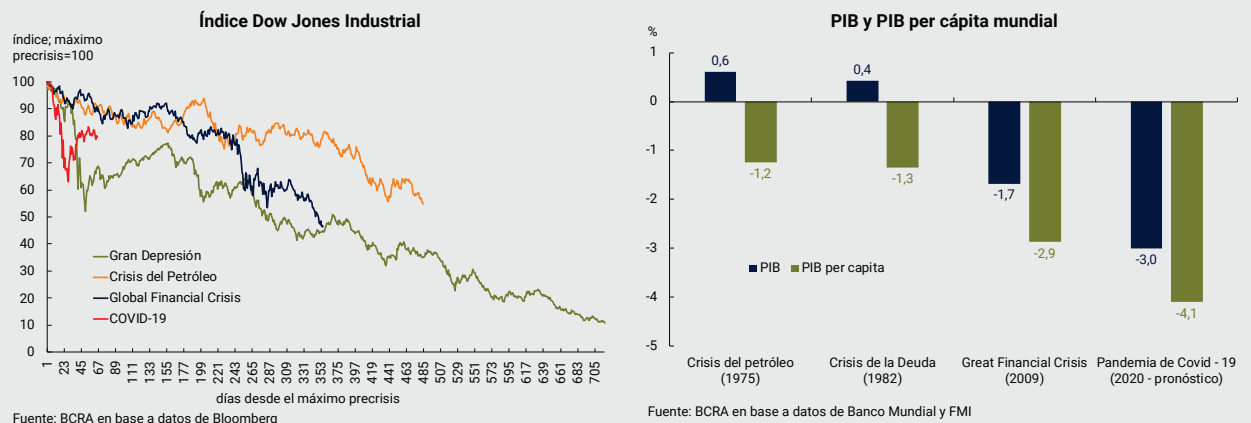
Los primeros datos de actividad económica en los Estados Unidos también muestran un panorama muy negativo, con un récord histórico en el número de solicitudes de desempleo, y se proyecta que el segundo trimestre el PIB exhiba una de las peores caídas en los últimos 80 años (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Estados Unidos. Indicadores de actividad



Otro factor que se destaca de la crisis actual es la extensión geográfica, ya que la rápida diseminación del virus llevó a la enfermedad prácticamente a todo el mundo en poco tiempo. El FMI estima que durante 2020 más del 90% de los países estarán en recesión. En particular proyecta, en un contexto de gran incertidumbre, que la economía mundial en su conjunto sufrirá una caída del PIB en torno a 3%. Esta contracción ya muestra la peor caída en tiempos de paz desde la Gran Depresión y mucho más pronunciada que la registrada durante la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008-2009 (ver Gráfico 3). Por su parte, la Organización Mundial de Comercio espera que el comercio de mercancías a nivel global se derrumbe a una tasa que va de 13% en un escenario optimista a 32% en un escenario pesimista y que probablemente supere la caída registrada durante la CFG.

Gráfico 3 | Crisis globales comparadas



La duración e intensidad de este *shock* sobre la actividad económica dependerá de factores que aún son inciertos, tales como la evolución de las medidas de distanciamiento adoptadas por los gobiernos —que en algunos casos están comenzando a ser relajadas gradualmente—, la posibilidad de una reaparición del virus y la velocidad en el desarrollo de un tratamiento y/o una vacuna efectivos contra el mismo. También serán fundamentales las medidas que los gobiernos adopten para evitar que la caída transitoria del ingreso y la producción debida a la pandemia generen un daño persistente en la estructura productiva y en el empleo, provocando una destrucción permanente de riqueza. Por lo pronto está claro que la magnitud del impacto observada hasta ahora pone a esta crisis entre las más importantes de la historia a nivel global.

Apartado 2 / La necesidad de un abordaje internacional coordinado frente a la crisis

El impacto del COVID-19 tiene múltiples “derrames” económicos entre países y requiere una respuesta internacional coordinada. La experiencia de crisis globales muestra que la prioridad es inyectar liquidez por todos los medios disponibles. Las medidas tomadas en esa dirección incluyen swaps entre bancos centrales, suspensión de pagos de deuda a países de bajos ingresos, ampliación de las líneas disponibles de organismos internacionales y créditos de los bancos multilaterales de desarrollo. En su mayoría, las medidas se concentran en países desarrollados y en los de bajos ingresos, precisándose una mayor cobertura para países de ingresos medios.

Los bancos centrales de los países avanzados tomaron la iniciativa desde marzo pasado, reactivando las líneas de swaps bilaterales (contratos de intercambio de monedas, ver Cuadro 1). La Reserva Federal de Nueva York suscribió acuerdos por hasta US\$60 mil millones con cada uno de los bancos centrales de Australia, Brasil, Corea, México, Singapur y Suecia; y por hasta 30 mil millones de dólares con los de Dinamarca, Noruega y Nueva Zelanda. Estos se suman a líneas vigentes desde 2013 entre la Fed y los bancos centrales europeo, de Canadá, Inglaterra, Japón y Suiza (ahora se redujo el costo y se incrementó su frecuencia a diaria). El Banco Central Europeo, a su vez, estableció sendos swaps por 2 mil millones de euros con los bancos centrales de Croacia y Bulgaria y reactivó otro con el de Dinamarca por hasta 24 mil millones de euros. Finalmente, el Banco de Japón pactó un swap con su par de Tailandia por unos US\$7 mil millones.

Cuadro 1 | Líneas de swaps de bancos centrales en respuesta al impacto del COVID-19

Banco Central	País	Monto (millones de dólares)
Reserva Federal (EEUU)	Australia	USD 60.000
	Brasil	USD 60.000
	Corea	USD 60.000
	México	USD 60.000
	Singapur	USD 60.000
	Suecia	USD 60.000
Reserva Federal (EEUU)	Dinamarca	USD 30.000
	Noruega	USD 30.000
	Nueva Zelanda	USD 30.000
Banco Central Europeo	Dinamarca	USD 24.000
Banco Central Europeo	Bulgaria	USD 2.000
	Croacia	USD 2.000
Banco de Japón	Tailandia	USD 7.000
Reserva Federal (EEUU)	Banco Central Europeo	Reducción de tasa y plazo más corto
	Canadá	
	Inglaterra	
	Japón	
	Suiza	

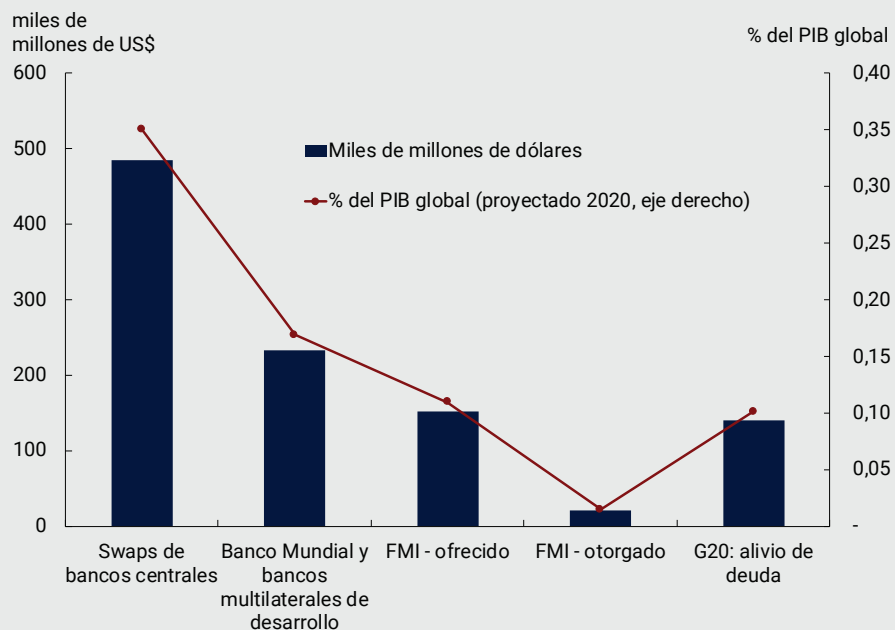
Fuente: BCRA en base a datos de bancos centrales de los respectivos países.

En tanto, los países del G-20 (grupo del que forma parte la Argentina) otorgaron un alivio de deuda a los países miembros de la *International Development Association* y los subdesarrollados según la clasificación de las Naciones Unidas, siempre que tengan deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco

Mundial (BM). Así, los acreedores bilaterales oficiales suspendieron el cobro de capital e intereses hasta fin de 2020, fijando hasta cuatro años para el repago. Según estimaciones del *Institute for International Finance*, unos 77 países serían beneficiarios potenciales (en su mayoría de África subsahariana), por unos US\$140 mil millones.

A su vez, el FMI también dispuso cierto alivio de deuda a países de menores ingresos, incrementó el acceso a líneas de emergencia y abrió una nueva línea de liquidez. Se duplicó el acceso a la *Rapid Credit Facility* y el *Rapid Financing Instrument*; ello implica liberar fondos por hasta US\$100 mil millones (más de 100 países pidieron asistencia, unos 50 la obtuvieron hasta ahora). A través del *Catastrophe Containment and Relief Trust* decidió un alivio de deuda para veinticinco países de bajos ingresos (por US\$500 millones, y se ampliaría a US\$1.400 millones). Finalmente, se creó la *Short-Term Liquidity Line* para países con fundamentos macroeconómicos fuertes (quienes accedan puedan hacerlo por hasta 145% de su cuota en el FMI, que estima una demanda del orden de US\$50 mil millones).

Gráfico 2 | Provisión internacional de liquidez: principales medidas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI, Banco Mundial, Institute for International Finance, bancos multilaterales de desarrollo y bancos centrales de los respectivos países.

Por su parte, el BM y otros bancos multilaterales de desarrollo extendieron nuevas líneas por unos US\$230 mil millones. Casi el 70% de ellas corresponden al BM. La Argentina recibió hasta ahora créditos por US\$35 millones (BM) como parte de esta iniciativa.

Finalmente, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) está trabajando en consensuar mayor flexibilidad en la aplicación de las normas internacionales acordadas por sus miembros luego de la crisis financiera global. En la última década se generaron reservas adecuadas de capital y liquidez, que deben usarse durante la fase adversa del ciclo macroeconómico y financiero para promover el crédito a familias y empresas.

El conjunto de medidas tomadas es un paso en la dirección correcta: provisión de liquidez internacional y uso de liquidez acumulada. Sin embargo, cubre un espectro limitado de países: el monto destinado a países desarrollados y de bajos ingresos representa al menos 55% de las medidas mencionadas en este apartado. Muchas economías en desarrollo quedarían en fuera de esta cobertura.

Las medidas tomadas hasta ahora también revelan las limitaciones del actual instrumental de los organismos internacionales en cuanto a países de ingresos medios; o países que no califiquen ni como de fundamentos sólidos ni como de ingresos bajos. En el mismo sentido, se ubicaría la falta de un alivio de deuda para países de ingresos medios con cargas de deuda significativa. Y la ampliación de la red de swaps de los bancos centrales hacia un conjunto más amplio de países en desarrollo.

¿Qué otros puntos quedan pendientes? Por una parte, una inyección de liquidez internacional de mayor alcance. En 2009, esto se concretó a través de la ampliación de tenencias de Derechos Especiales de Giro (DEG) de los países en el FMI. Ellas equivaldrían a la “emisión” de “moneda de reserva” por parte de esa institución, en proporción a la cuota de los países miembros (de hecho, se contabilizan en las reservas internacionales de los bancos centrales). Durante la crisis financiera internacional, la ampliación de DEGs fue del orden de US\$250 mil millones; algunas de las propuestas actualmente en discusión rondarían el doble de esa cifra. Ello implicaría alrededor del 0,5% del PIB de los países en desarrollo, los que obtendrían sólo el 40% de la asignación; dada la magnitud de la crisis actual, este debería ser un “piso”. Aunque apoyada por varios miembros del G20, no se ha logrado aún consenso pleno.

Por otra parte, organismos internacionales, países avanzados y en desarrollo han vuelto a traer a la discusión la necesidad de un marco de política integrado, que combine política monetaria, intervención cambiaria y medidas de administración de los flujos de capitales. Este enfoque integrado se vuelve tanto más relevante ante la abultada salida de capitales de países emergentes desde el inicio de la nueva crisis global.

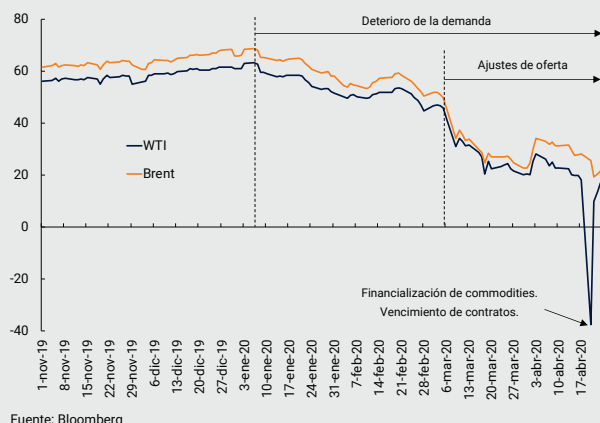
La implementación de medidas adecuadas de provisión de liquidez, pero de cobertura limitada, subraya aún más la importancia de un enfoque multilateral. El costo de coordinar políticas se contrapone al de acentuar la recesión y los riesgos sobre la estabilidad financiera global. Intensificar la coordinación internacional es clave para potenciar la respuesta efectiva de las políticas locales.

Apartado 3 / Caída del precio del petróleo

A comienzos de año, el petróleo cotizaba a alrededor de US\$60 el barril, valores similares a los registrados durante todo el 2019. En abril el precio se ubicó en un tercio de ese valor habiendo alcanzado transitoriamente, y por primera vez en la historia, valores negativos (ver Gráfico 1). Este apartado se propone abordar estilizadamente como se alcanzó esta desvalorización del barril de crudo y las perspectivas futuras.

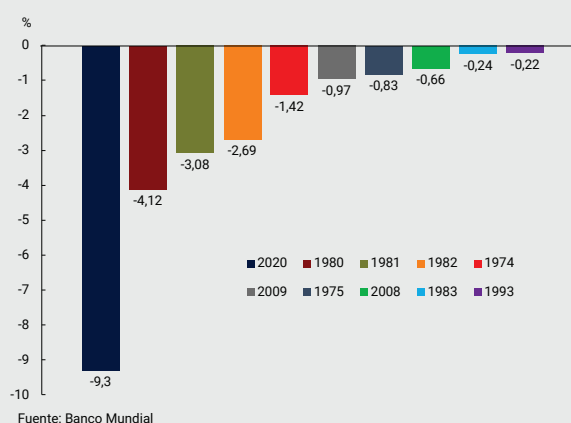
Ante una caída acumulada en el año de 25% en el precio,⁹ la Organización de Países Exportadores de Petróleo más Rusia (OPEP+) se reunió el 6 de marzo para discutir un posible recorte en la producción, pero tras el fracaso de las negociaciones entre Rusia y Arabia Saudita, comenzó una guerra de precios. Como consecuencia de ello, el precio del crudo sufrió el 9 de marzo su mayor caída en un día desde 1991, 24% respecto del día anterior, llegando a US\$34 por barril en la variante Brent.

Gráfico 1 | Precios del petróleo



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2 | Caídas históricas de la demanda de petróleo



Fuente: Banco Mundial

Posteriormente, la OPEP+ alcanzó un nuevo acuerdo que incluyó recortes de producción¹⁰ de alrededor del 8% para el mes de mayo (algo menores en los meses siguientes), que resultan claramente insuficientes cuando hay estimaciones que muestran una caída de demanda de 20% en el primer semestre de este año.

A medida que se fueron profundizando y generalizando las medidas sanitarias de los gobiernos para contener la propagación del COVID-19, que implicaron una fuerte caída en la actividad económica, tanto la demanda de petróleo como las previsiones de demanda futura fueron cayendo más rápido y de manera más pronunciada que en ningún otro momento de la historia. Para este año la Agencia Internacional de Energía estima que la demanda de petróleo caerá 9,3 millones de barriles por día (bpd) con respecto a 2019, llevando la demanda a valores de casi una década atrás,¹¹ siendo la primera caída desde el año 2008 (ver Gráfico 2).

Ante este escenario de menor demanda y precios más bajos, es probable que los productores que no pertenecen a la OPEP disminuyan notablemente la inversión y producción en los próximos meses. La mayoría de las compañías petroleras ya han anunciado recortes sustanciales en los gastos de capital, mientras que los seis mayores productores anunciaron recortes cercanos al 30%.¹²

9 Al 6 de marzo.

10 Estos recortes podrían resultar menores en los hechos, acuerdos anteriores fueron incumplidos por varios países. Además, por ser mucho mayores que en ocasiones anteriores podrían ser difíciles de cumplir.

11 [Reporte Global de Petróleo – Abril 2020](#).

12 [Commodity Markets Outlook. Banco Mundial – Abril 2020](#).

Sin embargo, en el corto plazo, las compañías pueden continuar produciendo petróleo, incluso a precios muy bajos, dado que es muy costoso cerrar y reiniciar la producción en los pozos petroleros. En este contexto, a pesar del recorte de producción de la OPEP+ y de otros productores, se produjo un significativo aumento de inventarios y comenzaron a aparecer inconvenientes con respecto al almacenamiento de crudo.

La Agencia Internacional de Energía estima que los inventarios de crudo podrían aumentar en casi un tercio en el segundo trimestre y alcanzar su capacidad total en junio. Sin embargo, la situación varía de un lugar a otro y existen cuellos de botella en distintas partes de la cadena logística. El almacenamiento en buques se está volviendo más caro y los costos de flete para los transportistas de crudo se han más que duplicado desde febrero. Según algunos análisis, la industria petrolera está cerca de llegar al límite de su capacidad logística.

Esta situación generó un episodio de enorme tensión el 20 de abril en el mercado financiero. Al día siguiente vencían los contratos de futuro de mayo para la variante *West Texas Intermediate* (WTI), la referencia para el petróleo estadounidense. En los EEUU, los contratos no se pueden liquidar en efectivo y obligan a la entrega física del producto. Además, los *stocks* de crudo se encuentran en niveles elevados, disponiendo de baja capacidad y altos costos de almacenamiento. Todo esto se conjugó de forma tal que cuando muchos inversores que tenían posiciones financieras en estos activos, pero no tenían capacidad para recibir el producto, comenzaron a deshacerse de sus contratos, la cotización se derrumbó transitoriamente, alcanzando incluso valores negativos, cerrando en US\$ -37,6 por barril. Claramente esto fue una cuestión puntual con este contrato, ya que el mismo día el contrato de WTI con entrega en junio cerró en US\$20,4 por barril y el Brent en US\$25,6 por barril.

Esto es un ejemplo más de que la financialización de los *commodities* no necesariamente es estabilizante. Aunque por momentos puede aumentar la profundidad financiera del activo en cuestión, no es menos cierto que también puede aumentar fuertemente la volatilidad en los precios, generando fuertes disrupciones.

Probablemente nos enfrentemos a varios meses con caída de demanda de petróleo, y dado que las existencias de crudo están en niveles muy elevados (y se estima que seguirán creciendo) es probable que veamos precios muy bajos por un tiempo.

A la caída actual de la demanda de petróleo se le suma el interrogante de si, de alguna manera, cambia la demanda de manera permanente luego de esta crisis. Por ejemplo, más personas pueden llegar a trabajar de forma remota, muchos viajes internacionales podrían considerarse innecesarios y las empresas pueden hacer cambios en sus cadenas de suministro. También hay interrogantes sobre cuáles serán los productores que se mantengan rentables en este nuevo escenario.

3. Actividad Económica, Empleo y Sector Externo

La propagación global del COVID-19 y la elevada incertidumbre sobre sus alcances encontraron al país en medio de la emergencia económica y social, atravesando una recesión de más de dos años.¹³ A partir del aislamiento social preventivo y obligatorio vigente desde el 20 de marzo, la economía local también comenzó a reflejar el gran impacto negativo de la pandemia. De manera temprana y contundente, el Gobierno lanzó un conjunto de medidas de emergencia para sostener tanto los ingresos de las familias más vulnerables como el nivel de empleo. El BCRA acompañó con políticas destinadas a apuntalar la cadena de pagos y aliviar las dificultades financieras de las unidades productivas y los hogares.

La naturaleza transitoria (esperada) del shock provocado por el COVID-19 permite anticipar que la actividad económica transitará por tres fases. En la primera, ya superada, se registraron fuertes caídas por la inevitable parálisis de la producción en algunos sectores productivos. En la segunda fase, que estamos transitando, se va permitiendo gradualmente una mayor movilidad de personas y se reactivan ciertas actividades. Finalmente, en la tercera fase, se alcanza una "nueva normalidad". Se implementarán políticas según las necesidades en cada fase para fortalecer la demanda, estimular la producción de ciertos sectores productivos y atenuar las dificultades financieras.

3.1 La recesión fue agudizada por la pandemia, y la actividad evolucionará de acuerdo con los distintos estímulos de la política económica

La propagación del COVID-19 encontró a la economía argentina en una recesión prolongada. Con una caída acumulada de 6,6% desde el IV-17, el Producto se ubicó a fines de 2019 en un nivel similar al mínimo de 2012 y al observado a fin de 2010. La pandemia afectó a la Argentina en forma indirecta a través de un fuerte shock negativo externo, y directamente debido al impacto de las medidas de aislamiento social, preventivo y obligatorio sobre la oferta y demanda de bienes y servicios.

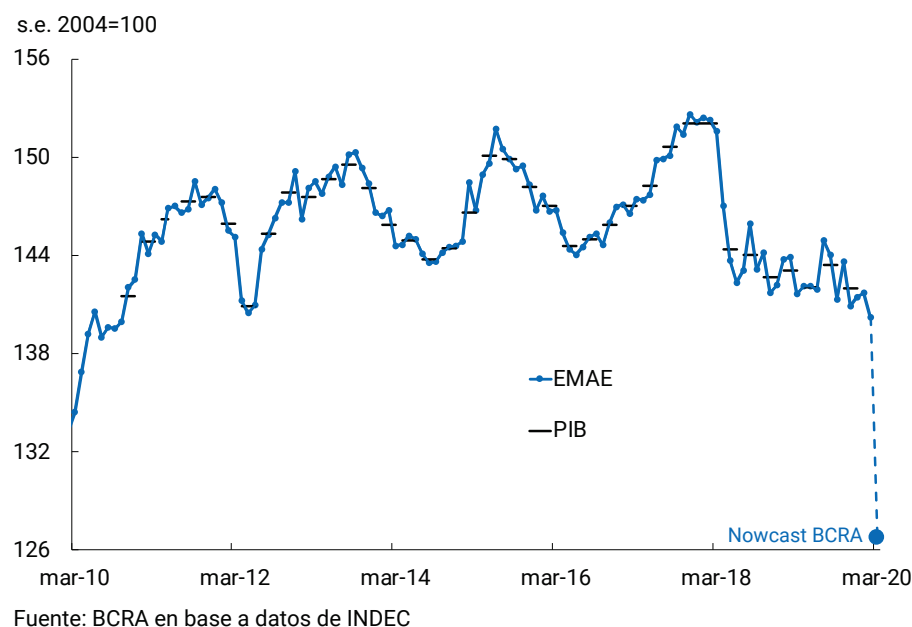
La contracción económica que está provocando el COVID-19 a nivel global es la más fuerte desde la Gran Depresión de 1930. La economía argentina es afectada a través del canal comercial y en menor medida por el financiero. La caída de las cantidades y precios de exportación, junto con el desplome del turismo internacional impactan fuertemente sobre la actividad local. La salida de capitales también perjudica a las economías emergentes como la Argentina: se endurecen las condiciones financieras, dificultando el acceso al crédito de las empresas locales en los mercados internacionales y reduciendo el estímulo para atraer inversiones extranjeras directas (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

Ante los primeros casos de propagación local del Coronavirus, el Poder Ejecutivo Nacional, en coordinación con las administraciones provinciales respondieron con rapidez y contundencia a través de la adopción de medidas preventivas para preservar la salud pública. El aislamiento social, preventivo y obligatorio conlleva un inevitable costo económico, afectando negativamente tanto a la oferta de bienes y servicios como a la demanda. El Gobierno y el BCRA adoptaron un conjunto de medidas para mitigar los efectos de la crisis sosteniendo los ingresos de las familias y disminuyendo el estrés financiero de las empresas, de manera de evitar quiebras generalizadas y destrucción de empleo que derivarían en un impacto más persistente sobre el nivel de actividad.

¹³ Véase el [IPOM de Febrero 2020](#) para una caracterización más detallada de dicha emergencia y los factores que condujeron a la misma.

Los datos conocidos de marzo y abril de 2020 mostraron el primer impacto de esta inmovilización sin precedentes de los factores productivos en la gran mayoría de los sectores, a excepción de los muy esenciales. El Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA) registró una fuerte caída en esos dos meses, tras haber alcanzado a comienzos de año solo algunos de los criterios requeridos para indicar el fin del período recesivo.¹⁴ La estimación del Nowcast¹⁵ de la actividad económica del BCRA arrojó una caída de 9,6% s.e. en marzo respecto al mes anterior¹⁶ (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Actividad económica



3.1.1 En la primera fase de la crisis del COVID-19 la demanda se circunscribe a bienes y servicios de primera necesidad

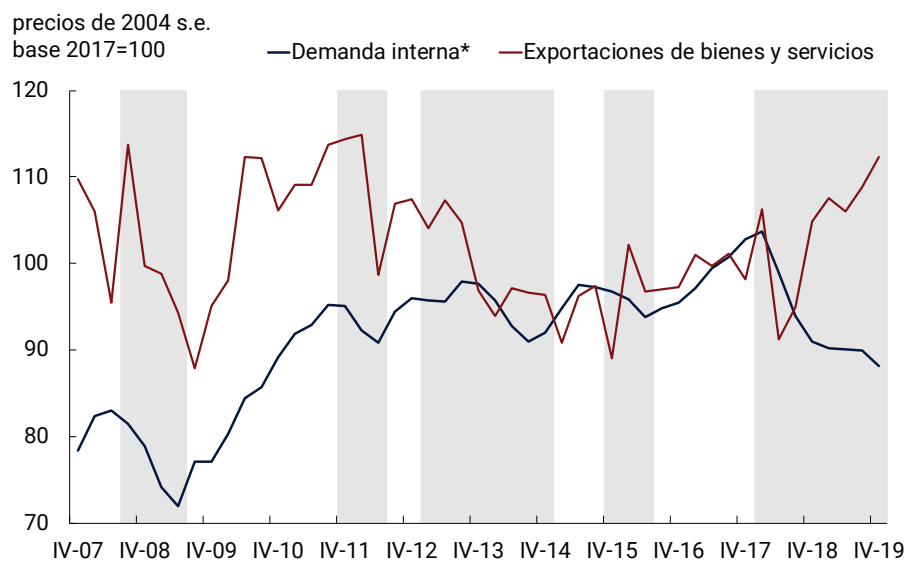
En el último trimestre de 2019, la demanda interna —el gasto interno total en consumo e inversión— se encontraba muy debilitada, exhibiendo una caída de 2% trimestral s.e. (-3,3% i.a.). Acumulaba desde el inicio de la recesión, en el primer trimestre de 2018, una retracción muy superior a la del producto, de 15% s.e. (ver Gráfico 3.2). En particular, el Consumo privado cayó 0,8% trimestral s.e. (-1,9% i.a.) y cerró el año con una caída de 6,4% i.a.

14 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, desde una fase recesiva a una expansiva o viceversa. Para explicación metodológica ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM de Enero de 2017. Para alertar sobre el cambio de fase desde una recesión a una recuperación se requiere que el ILA suba durante 3 meses consecutivos, que la difusión en los últimos 4 meses supere el 52,5% de los componentes y que la variación acumulada por el ILA en 6 meses sea positiva y supere el 2,3%.

15 El Nowcast del EMAE es una predicción contemporánea del estimador realizada a partir de indicadores económicos adelantados de alta frecuencia (indicadores diarios, semanales y mensuales). La metodología empleada es similar a la utilizada para realizar el Nowcast del PIB (ver [IPOM Julio de 2016](#)).

16 El Índice General de Actividad (IGA) elaborado por O.J. Ferreres registró una fuerte contracción en marzo, ubicándose 9,1% s.e. por debajo del nivel de febrero.

Gráfico 3.2 | Demanda interna y externa



*Consumo privado y público más inversión.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

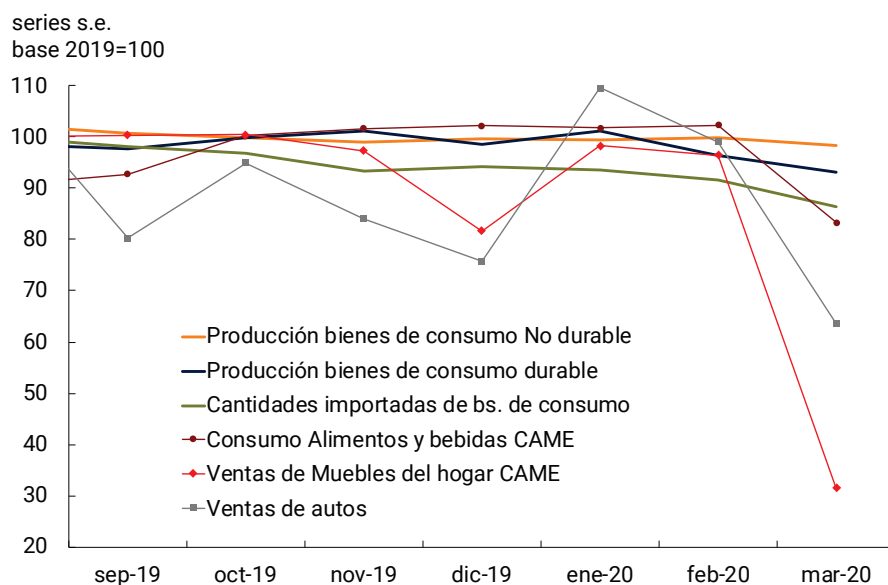
Los datos parciales del Consumo privado anticipaban una nueva caída en el primer trimestre del año, que se profundizó en marzo y abril con el aislamiento social estricto. Ello respondió tanto a la reducción de los ingresos de los trabajadores independientes e informales como a la restricción de la canasta disponible de bienes y servicios, limitándose sólo a los de carácter esencial. A estos efectos directos se suma la incertidumbre por la evolución de la pandemia, que profundiza el comportamiento precautorio de los consumidores.

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC-UTDT) se deterioró consecutivamente en marzo y en abril. El mayor impacto de la cuarentena se observó en la intención de compra de bienes durables e inmuebles, ubicándose en abril en niveles mínimos desde 2002. Los consumidores también perciben los efectos de la pandemia como transitorios, al esperar una retracción mucho mayor en las condiciones presentes que en las futuras.

Los bienes durables registraron caídas mucho más severas que los no durables en marzo y abril. Las ventas reales en comercios minoristas del rubro Alimentos y bebidas cayeron en abril 18% s.e. en relación con el volumen de febrero mientras que, por ejemplo, en el rubro Muebles para el hogar la retracción observada en ese período fue de 65% s.e.¹⁷ Las terminales automotrices también registraron una fuerte reducción de sus ventas al mercado interno (-75% s.e. abril vs. febrero; ver Gráfico 3.3).

17 Datos de ventas minoristas publicados por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME), desestacionalización propia.

Gráfico 3.3 | Durables y No durables. Diferentes magnitudes de caída



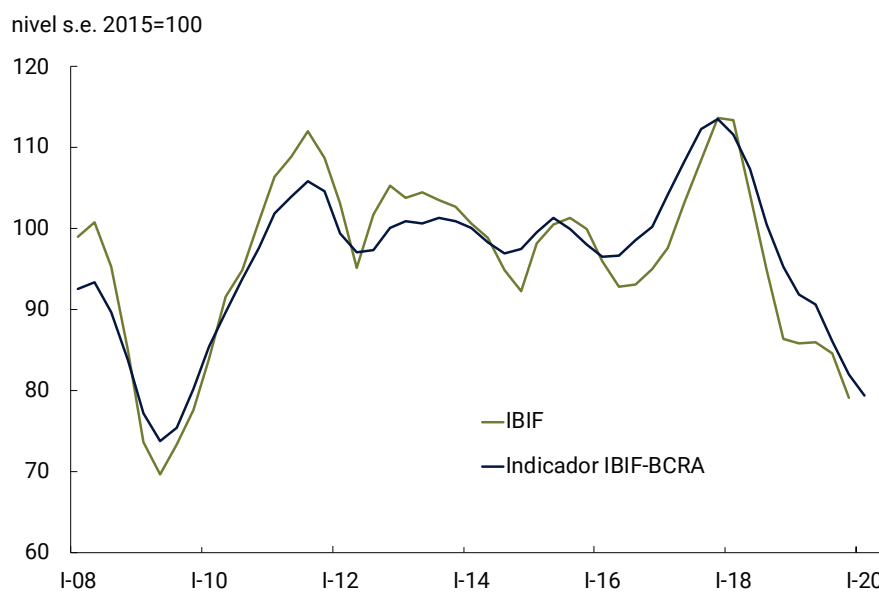
Fuente: BCRA en base a datos de ADEFA, CAME, FIEL e INDEC

El Consumo público cayó 3,1% s.e. en el cuarto trimestre de 2019, fundamentalmente explicado por la menor adquisición de bienes y servicios durante la transición entre administraciones gubernamentales. Los datos parciales del primer trimestre a nivel nacional no permiten identificar un cambio de tendencia claro. Cabe destacar que la mayor parte de las medidas adoptadas para morigerar el impacto económico del COVID-19 constituyen transferencias corrientes al sector privado que no se computan como Consumo público, sino que se destinan a apuntalar el Consumo privado (ver Apartado 4 / Medidas sociales y fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19).

La inversión, que ya acumulaba una caída de 30% durante los dos años de recesión hasta el cuarto trimestre de 2019, recibió un fuerte impacto a partir de la vigencia del aislamiento social desde el 20 de marzo. En el primer trimestre de 2020, el indicador IBIF-BCRA cayó 3,6% s.e. debido a las caídas en la construcción y la producción e importaciones de bienes de capital, particularmente en marzo (-14,3% i.a; ver Gráfico 3.4). El gasto de capital del Sector Público Nacional No Financiero se redujo 18% i.a. en términos nominales en el primer trimestre del año, lo cual significa una fuerte reducción en términos reales. En el marco de la cuarentena, el gobierno anunció una expansión de las partidas de gasto de capital¹⁸ con el objetivo de reactivar un sector intensivo en mano de obra y con efectos multiplicadores muy significativos sobre la actividad económica (ver Apartado 5 / Multiplicadores fiscales en Argentina).

¹⁸ \$100.000 millones adicionales para el 2020.

Gráfico 3.4 | Indicador de Inversión BCRA



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y FIEL

3.1.2 Los sectores no esenciales sufrieron una paralización casi total de su actividad durante los últimos días de marzo y las primeras dos semanas de abril

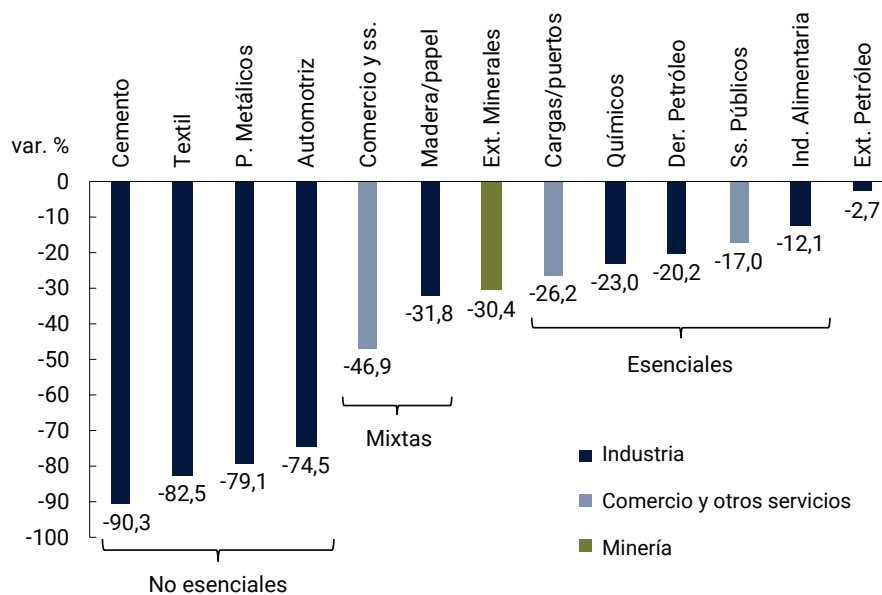
A fin de 2019 los sectores más relevantes de la economía registraron fuertes caídas interanuales: Intermediación financiera (-8,6%), Construcción (-8,3%), Comercio (-2,6%) e Industria (-2,1%). Durante los primeros dos meses de 2020, la actividad de los principales sectores productivos aún se encontraba débil al momento del impacto inicial de la crisis por COVID-19.

Los primeros datos disponibles sobre el período de aislamiento social estricto, desde el 20 de marzo hasta mediados de abril, dan cuenta de contracciones sin precedentes en la industria, el comercio y la construcción. Los servicios de transporte de pasajeros, hoteles y restaurantes están también entre los más afectados. Desde mediados de abril se observa cierta recuperación gradual en algunos sectores a medida que se reabren comercios y empresas en distintos distritos.

El Gobierno y el BCRA adoptaron una serie de medidas orientadas a sostener a las empresas más perjudicadas de manera de que puedan superar la crisis y estén en condiciones de recuperarse en los próximos meses (ver Apartado 4 / Medidas sociales y fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19).

Las actividades consideradas esenciales, habilitadas a funcionar desde el comienzo de las restricciones, fueron las menos afectadas en forma directa por el aislamiento obligatorio. La demanda de energía eléctrica de grandes usuarios en sectores como prestación de servicios públicos, industria alimenticia y de consumo masivo, la producción de químicos, el transporte de cargas y la minería se redujo menos que en el resto de las ramas productivas (ver Gráfico 3.5).

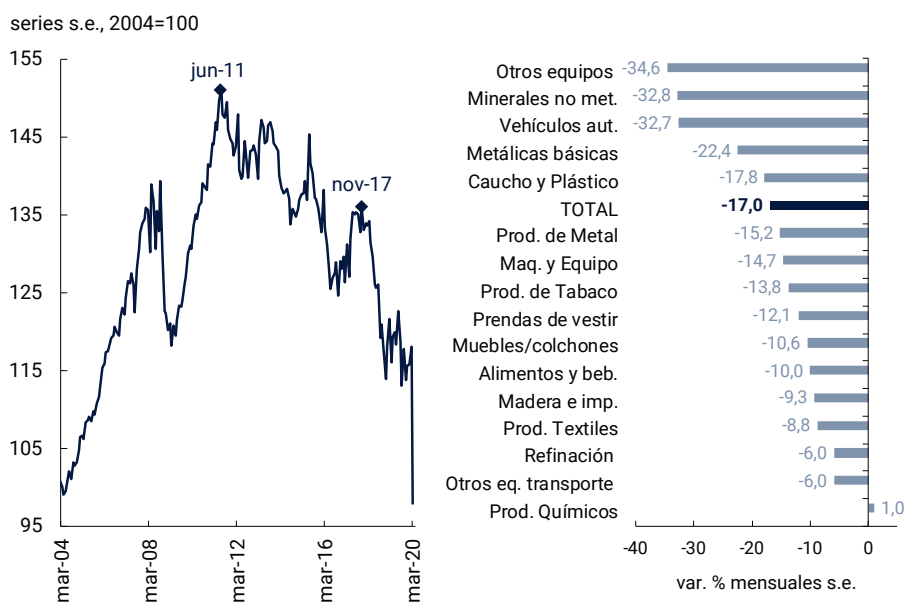
Gráfico 3.5 | Demanda eléctrica por sectores durante el aislamiento social estricto (20/03-14/04 vs. 1/03-19/03)



Fuente: BCRA en base a datos de CAMMESA

Luego de una leve recuperación en enero y febrero, el Índice de Producción Industrial Manufacturera publicado por INDEC cayó 17% s.e. en marzo respecto a febrero, confirmando la profundidad de la contracción que anticipaban los datos de demanda eléctrica. Todos los bloques industriales disminuyeron su actividad respecto al mes previo, a excepción de Sustancias y productos químicos, que subió levemente. Entre las ramas más afectadas en marzo se encuentra la industria automotriz; según datos de ADEFA, suspendió totalmente la producción desde la vigencia de la cuarentena y su actividad fue nula en abril. Incluso Alimentos y bebidas, considerado un sector esencial habilitado a operar, sufrió una contracción de 10% s.e., aunque claramente por debajo de la caída industrial promedio (ver Gráfico 3.6).

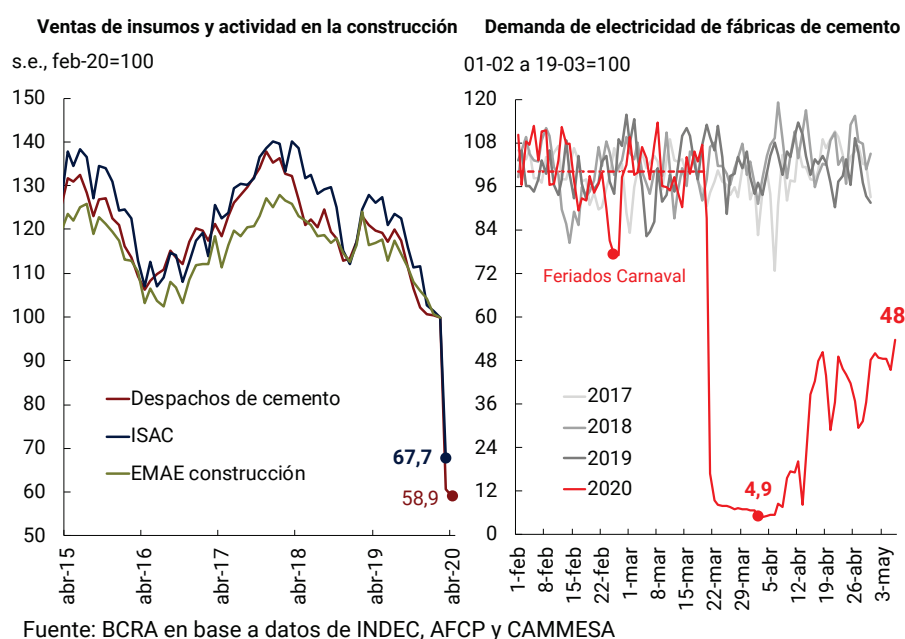
Gráfico 3.6 | Indicadores de producción industrial de marzo 2020



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En tanto, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) se contrajo 32,3% s.e. en marzo respecto a febrero. Ello sugiere que durante los últimos 12 días de marzo la venta de insumos para la construcción fue prácticamente nula¹⁹. Los datos de despachos de cemento confirmaron que el sector continuó contrayéndose en abril. Si bien las ventas promedio fueron inferiores a las de marzo, se observa cierta recuperación en la demanda de energía eléctrica en la industria cementera a partir de la tercera semana de abril. Esto sugiere una gradual reactivación de la producción y comercialización del principal insumo de la construcción a partir de mayo (ver Gráfico 3.7). La mejora se debe a la autorización de la comercialización de insumos y el permiso a la ejecución de obras en algunas provincias, que lentamente comenzaron a demandar cemento. Se espera que la recuperación se intensifique a medida que sean autorizadas más obras públicas y privadas.

Gráfico 3.7 | Evolución de la actividad de la construcción



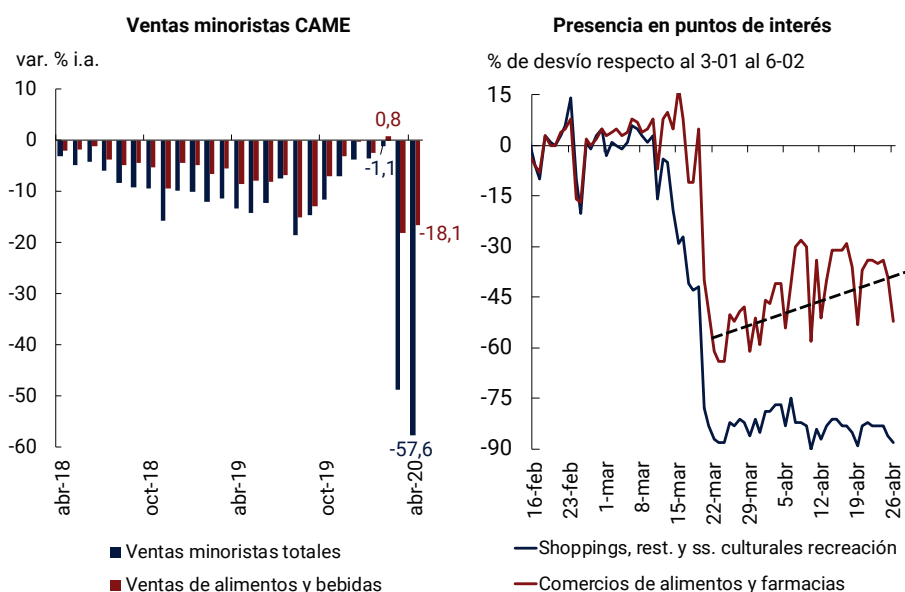
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, AFCP y CMMESA

Diversos indicadores sugieren un nivel de actividad comercial en torno al 50% del observado antes del aislamiento²⁰. Luego de caer más de 60% en los primeros días de la cuarentena, la cantidad de personas en comercios de consumo masivo comenzó a crecer, según datos del *Google Mobility Report*. Esta evolución permite inferir cierta recuperación gradual en la actividad de esos rubros, partiendo desde niveles muy bajos (ver Gráfico 3.8). Los comercios que no se orientan a productos de consumo masivo sufrieron las contracciones más severas dado que el repunte en las ventas en línea solo compensó una mínima parte de la fuerte caída en las ventas presenciales.

19 La magnitud de la contracción en la actividad de la construcción no necesariamente es exactamente igual a la registrada en las ventas de cemento ya que podrían haberse ejecutado algunas obras utilizando stocks de insumos en poder de las empresas constructoras o de los corralones.

20 Se registró: variación de -46,9% en la demanda eléctrica de los comercios en el período del 20/03 al 14/04 con respecto a los primeros 19 días de marzo, caída de 23% interanual en la facturación nominal de las firmas del sector (en el período entre el 12-03 y el 12-04), contracción de 43,3% mensual s.e. y 48,7% i.a. en ventas relevadas por la CAME en marzo. Por último, según el *Google Mobility Report* se redujo en 47,7% la presencia de personas en comercios de alimentos y farmacias y 84% en centros comerciales y otros, comparando el período de cuarentena con respecto a enero.

Gráfico 3.8 | Ventas minoristas y presencia de personas en comercios



Fuente: BCRA en base a datos de CAME y Google Mobility Report

Los sectores asociados al esparcimiento y al turismo como Hoteles y Restaurantes son los más afectados por la pandemia, no sólo a nivel local sino también internacional. La actividad hotelera se contrajo a niveles mínimos mientras que la actividad en restaurantes pudo sostenerse solo parcialmente mediante distintos sistemas de entrega a domicilio. El Transporte de pasajeros se redujo fuertemente debido a las restricciones a los viajes terrestres de media/larga distancia, la suspensión de vuelos domésticos e internacionales y la menor circulación de pasajeros en transporte urbano. Las contracciones interanuales en la facturación nominal de las firmas que pertenecen a los sectores de Transporte y Almacenamiento (-23,7% i.a.) y Hoteles y Restaurantes (-57,3% i.a.) sugieren un profundo deterioro de sus niveles de actividad.²¹

Por último, algunos sectores habrían sufrido bajo o nulo impacto negativo por las medidas de restricción a la movilidad, amortiguando la caída del PIB total. Esto se debe a que la actividad de algunas ramas de la economía suele tener baja correlación con el ciclo económico, ya sea por la naturaleza del sector o debido a la forma de estimación en las Cuentas Nacionales. Es el caso del Agro, cuyo producto depende principalmente de la cosecha, y también de ciertos servicios como Enseñanza, Salud y Administración Pública, que se estiman principalmente basándose en la cantidad de empleo utilizado. La producción de Electricidad, Gas y Agua habría aumentado en marzo, ya que, de acuerdo con los datos de Cammesa, la caída en la demanda eléctrica industrial y comercial fue superada por el aumento en la demanda residencial. El producto del sector de Intermediación Financiera se habría incrementado debido al otorgamiento de nuevas líneas de préstamo promovidas por el Gobierno y el BCRA. Finalmente, el sector de Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler sufriría un impacto acotado debido a la metodología de estimación.²²

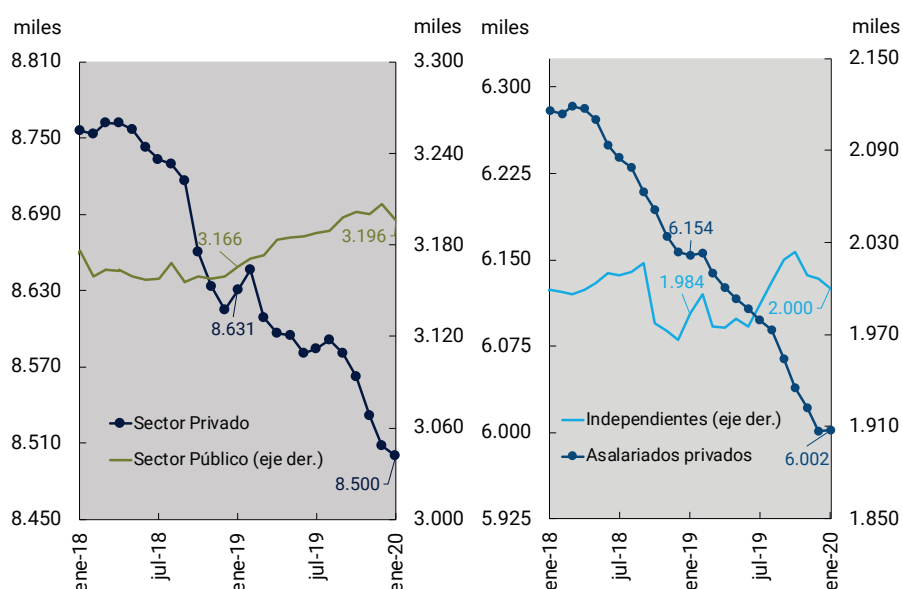
²¹ Facturación informada por AFIP para el período entre el 12-03 y el 12-04.

²² Esto se debe a que, si bien ciertas actividades profesionales fueron muy afectadas por la crisis, la mitad del producto sectorial constituye una imputación del servicio generado por el stock existente de inmuebles, siguiendo una tendencia positiva, ininterrumpida y ajena al ciclo económico, desde el comienzo de la serie en 2004.

3.1.3 El Gobierno adoptó medidas para preservar puestos de trabajo y apuntalar los ingresos de las familias

La crisis del COVID-19 alcanzó al mercado de trabajo en una situación frágil, con una destrucción de puestos de trabajo formales que llevaba casi dos años y crecientes niveles de precarización laboral. Si bien a tasa de desempleo se mantuvo estable en el cuarto trimestre de 2019 (8,9%; -0,2 p.p. i.a., datos de la Encuesta Permanente de Hogares), la evolución de la estructura de los ocupados se deterioró desde comienzos de 2018. El peso de los asalariados formales se redujo y aumentó la participación de los cuentapropistas y patrones.

Gráfico 3.9 | Empleo privado y público. Asalariados privados e Independientes



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Producción y Trabajo

Tras dos trimestres de cierta estabilidad, el empleo registrado total perdió 82 mil puestos entre septiembre de 2019 y enero de 2020.²³ Dicha caída se debe a la baja del empleo independiente y de los asalariados privados a partir de octubre de 2019.²⁴ El empleo independiente dejó de ejercer el rol de amortiguador ante la caída del asalariado privado que venía cumpliendo en los trimestres anteriores (ver Gráfico 3.9).

Debido a la imposibilidad de realizar ciertos trabajos en forma remota, se espera un fuerte aumento de las suspensiones, que se habían reducido en el cuarto trimestre de 2019 y en los primeros meses de 2020.²⁵ Estas suspensiones implicarían un deterioro en los ingresos de los trabajadores (algunos gremios ya aceptaron quitas salariales de hasta el 30%). Ante esta situación, el Gobierno lanzó una batería de medidas para preservar los puestos de trabajo y apuntalar la merma de ingresos de las familias (ver Apartado 4 / Medidas sociales y fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19 y Apartado 6 / Multiplicadores fiscales en Argentina).

²³ Datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) en base al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA)

²⁴ 24 mil y 37 mil puestos de trabajo a enero de 2019 respectivamente.

²⁵ Según la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL), Ministerio de Trabajo

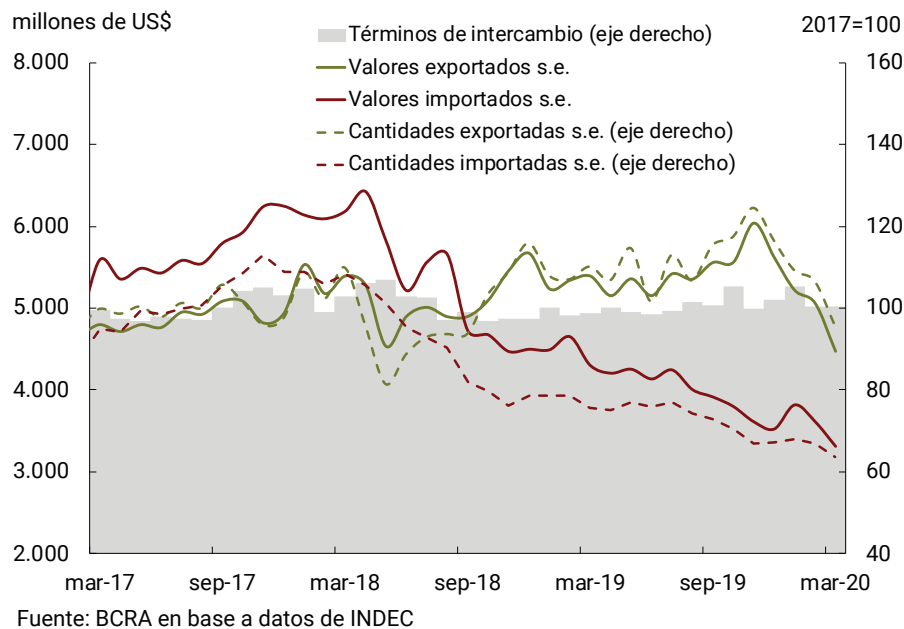
3.2 El comercio exterior reflejará tanto la caída de la actividad local como la inédita reducción de la demanda externa y los precios internacionales de las materias primas

Los flujos comerciales de bienes de la Argentina vienen reduciéndose en términos reales desde mayo de 2018, principalmente por un derrumbe de las importaciones ante una crisis de balance de pagos. Recientemente, a ello se sumó una marcada caída de las exportaciones.

Las cantidades exportadas de bienes cayeron 13% s.e. en el primer trimestre de 2020. Aproximadamente la mitad de esta caída se debe a los menores envíos de productos primarios, los que habían alcanzado un máximo histórico en el último trimestre de 2019. Las cantidades importadas volvieron a caer en el primer trimestre (3% s.e.) y ya acumulan nueve trimestres consecutivos en baja. De esta manera, la contribución del sector externo en el PIB del primer trimestre sería fuertemente negativa.

En marzo, esta trayectoria declinante se acentuó como consecuencia de las medidas internacionales y locales de contención frente al COVID-19. Los valores exportados se desplomaron 11,6% s.e. respecto a febrero y los valores importados volvieron a retroceder 8,5% s.e., ubicándose en niveles del último trimestre de 2009. Hasta marzo esta caída de los flujos comerciales respondió exclusivamente a una baja de las cantidades (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Comercio exterior de bienes



Se espera que los efectos de la pandemia sobre el comercio exterior se intensifiquen durante el segundo trimestre. Sobre las exportaciones de bienes incidirán factores externos, que operan sobre los precios (en particular de las materias primas) y las cantidades (sobre todo en el caso de las manufacturas); y también factores internos que limitarán transitoriamente la oferta de productos transables.²⁶

26 Un factor adicional que podría limitar los embarques de granos es el actual bajo caudal de agua del Río Paraná que genera costos logísticos a los operadores portuarios.

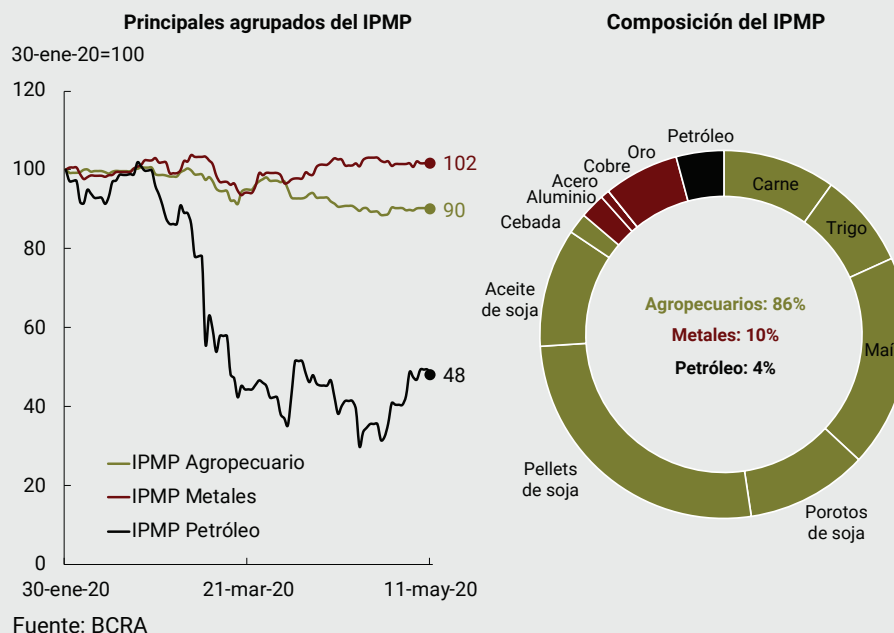
La duración e intensidad de la retracción de la actividad local determinarán la dinámica de las cantidades importadas. A marzo de 2020, ellas ya habían acumulado una caída de 43% s.e. desde el máximo histórico alcanzado en noviembre de 2017. Los precios de importación medidos en dólares también mostrarán una trayectoria descendente, característica de episodios de apreciación global del dólar norteamericano.

Recuadro. Desempeño reciente de los precios de las materias primas que exporta la Argentina

A partir de que la OMS declarara la emergencia sanitaria internacional por el brote de COVID-19, el 30 de enero de 2020, el Índice de Precios de las Materias Primas que exporta Argentina (IPMP), acumuló una reducción de 12,8%.²⁷ Dado que los productos que integran este índice concentran más de la mitad de las exportaciones totales, se espera que esa caída se replique en los precios de exportación en los próximos meses.

Dicha reducción estuvo difundida en forma heterogénea entre los componentes del IPMP. Mientras que el petróleo crudo cayó 53%,²⁸ (ver Apartado 3 / Caída del precio del petróleo), los precios de los productos agropecuarios, que en conjunto representan el 86% del IPMP, exhibieron caídas en el rango de 3%-22%. Por último, el agrupado de metales registró un leve aumento en el período mencionado, traccionado por el oro (8%), considerado refugio de valor en momentos de elevada la incertidumbre en los mercados financieros (ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 | Precios globales de materias primas y precios de exportación



De acuerdo con analistas especializados, las perspectivas de precios internacionales de las materias primas no son favorables. Tanto el FMI como el Banco Mundial no prevén una recuperación de estos precios en lo que resta del año. Así, en 2020 los combustibles se ubicarían 40% por debajo de 2019, los metales básicos caerían 15%, mientras que los alimentos solo retrocederían 2%.²⁹ Para 2021, los analistas esperan

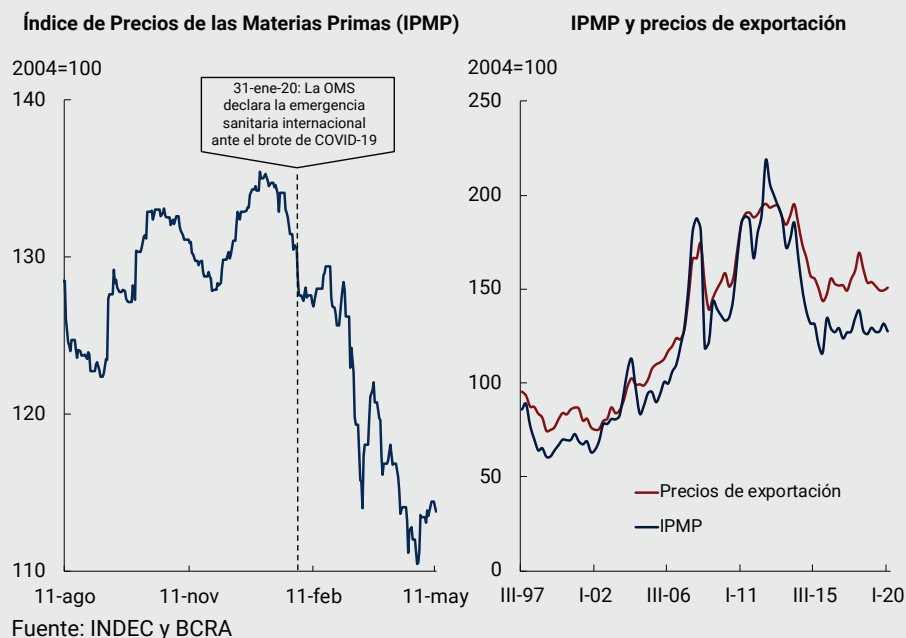
27 Período considerado: 30 de enero al 11 de mayo de 2020.

28 Dado su reducido peso en la canasta de exportación actual, este desplome del precio de referencia global tiene un impacto acotado en los precios de exportación totales de Argentina.

29 Tanto el FMI como el Banco Mundial actualizaron sus proyecciones de precios de materias primas en abril.

una recuperación del precio de los combustibles (aunque se ubicarían por debajo de los niveles precrisis) y un débil crecimiento del precio de los alimentos (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 | Precios globales de materias primas y precios de exportación



3.3 Perspectivas

La pandemia está afectando a las principales economías del mundo, lo cual significa para la Argentina una reducción de los ingresos por exportaciones de bienes y servicios por la menor demanda externa y menores precios de las materias primas básicas (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). El escenario base del FMI es que la economía mundial transitará a lo largo del resto de este año por una recuperación gradual, con diferentes velocidades en función de las distintas administraciones de la crisis en cada país.

Luego de haber atravesado una severa caída durante la vigencia del aislamiento social estricto, la actividad local comenzó a recobrar cierto dinamismo. Los indicadores de alta frecuencia disponibles anticipan una recuperación a partir del mes de mayo, en línea con la progresiva flexibilización a las restricciones a la circulación de personas y al funcionamiento de diversas ramas productivas.

Si bien la velocidad de recuperación de la economía depende de la confluencia de muchos factores internos y externos, el BCRA identifica tres fases por las que transitará la actividad durante la crisis del COVID-19. Ellas requerirán una calibración distinta de las políticas del BCRA y del Gobierno Nacional. Estas fases encuentran su correlato en el Plan Estratégico de Respuesta Integrada del Ministerio de Salud de Argentina.³⁰ El principal riesgo de este escenario es un rebrote de los contagiados con COVID-19 que lleve a las autoridades nacionales a ralentizar el proceso previsto de apertura gradual de las actividades productivas.

La **primera fase**, de aislamiento social estricto a nivel nacional, estuvo vigente entre el 20 de marzo y mediados de abril. En esta fase, la restricción al desenvolvimiento de la producción volvió inevitable una fuerte

³⁰ <https://www.argentina.gob.ar/salud/coronavirus-COVID-19/plan-operativo>.

contracción del producto en los sectores que no están habilitados a operar. El Poder Ejecutivo Nacional implementó un conjunto de políticas de emergencia (fiscal, monetaria y crediticia) para sostener los ingresos de las familias y el empleo. Las medidas se focalizaron en los sectores más vulnerables y en los trabajadores independientes formales e informales, afectados en mayor medida por el aislamiento, tratando de amortiguar la caída del consumo de bienes y servicios cuya producción no estaba siendo restringida. El BCRA acompañó con un conjunto de medidas para apuntalar la cadena de pagos y alivianar las dificultades financieras de familias y empresas, en particular de las más pequeñas. El objetivo fue evitar que este *shock* dañara al entramado productivo de manera persistente, y de este modo, pueda volver a operar.

La **segunda fase** es la de flexibilización progresiva del aislamiento social. En un primer momento, entre el 14 de abril y el 11 de mayo, se habilitaron ciertas actividades a nivel regional (ver Tabla 3.1). Algunos sectores considerados en la fase anterior como no esenciales comenzaron a mostrar cierto dinamismo; en particular, se destaca la industria proveedora de insumos para la construcción. El Gobierno Nacional continuará habilitando el funcionamiento de distintos segmentos productivos, de acuerdo con sus condiciones sanitarias y el número de contagios y con estricto cumplimiento de los protocolos de salud. El énfasis de las políticas públicas en esta fase está centrado en medidas de seguridad sanitaria que impidan un rebrote del virus, según criterios epidemiológicos. Las políticas de asistencia a empresas y familias irán dejando lugar a las más convencionales de impulso a la demanda y de estímulo a algunos sectores productivos. En ese sentido, el Gobierno Nacional anunció una expansión de las partidas de gasto de capital con el objetivo de reactivar la obra pública, un sector intensivo en mano de obra y con efectos multiplicadores muy significativos sobre la actividad económica.

Tabla 3.1 | Actividades habilitadas a partir del 13 de abril

Actividad	Cantidad de provincias habilitadas
Comercio minorista (excepto indumentaria y calzado)	23
Producción para exportación (*)	23
Procesos Industriales específicos (*)	23
Cobranza de servicios e impuestos Oficinas de rentas Act. Registral	23
Atención médica y odontológica Análisis clínicos y diagnóstico por imag. Ópticas	23
Peritos y liquidadores de siniestros de las compañías aseguradoras	23
Comercio minorista (atención al público con medidas sanitarias)	21
Construcción privada	20
Profesiones liberales (contadores, abogados y otros)	18
Servicios (peluquerías)	14
Quinielas	11
Trabajo doméstico	10
Gastronomía (modalidad take away) e Inmobiliarias	7
Automotriz /autopartes	6
Mudanzas	5
Galerías, Shoppings, Talleres mecánicos y lavaderos	4
Obra pública, Comercio mayorista, Concesionarias y Metalúrgicas	3
Pinturerías, Electrónica y electrodomésticos, Industrias específicas de la pcia.	2
Agencias de viaje, Instituc educativas priv., Ferias, Minería, Textil, Tabacaleras y Adm. pública	1

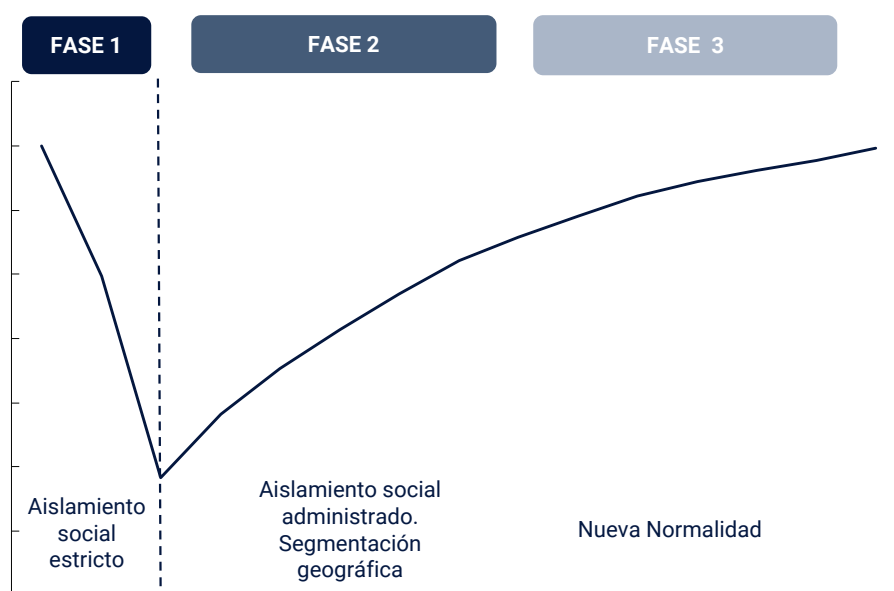
(*) Previa autorización de Ministerio de Desarrollo Productivo

Fuente: Ministerio de Salud y Gobernaciones Provinciales

La **tercera fase** será la de convergencia hacia una “nueva normalidad”. Una vez habilitada la movilidad para la gran mayoría de la población, e incorporados en la actividad productiva nuevos protocolos de higiene y cuidado, las políticas fiscales y monetarias se enfocarán en consolidar la vuelta al nivel de actividad pre-

crisis y en resolver los problemas estructurales que venía experimentando la economía argentina antes de la pandemia. En esta instancia, el dinamismo de la actividad económica estará nuevamente definido por factores locales, tales como el desempeño del empleo y el salario real, y externos, esto es, la situación en la que se encuentre la economía mundial, los términos de intercambio y los flujos de capitales hacia países emergentes (ver Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 | Trayectoria esperada de la actividad durante la crisis por COVID-19



Fuente: BCRA

Por último, los analistas del REM³¹ también anticipan una progresiva recuperación de la actividad tras el periodo de aislamiento social severo. Según la mediana del REM, el PIB registraría una disminución de 9% s.e. en el segundo trimestre y una recuperación de 2% trimestral s.e. en el tercero. En el promedio del año el producto caería en 7%, quedando implícito un crecimiento económico de mayor magnitud en el último trimestre del año.

31 Corresponde al [relevamiento de abril de 2020](#).

Apartado 4 / Medidas sociales y fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19

La velocidad de expansión del COVID-19 y la magnitud del impacto en el escenario macroeconómico internacional, llevó al Gobierno Nacional a adoptar a partir del 26 de febrero, una serie de medidas tendientes a contener los efectos de la expansión de la pandemia dentro del territorio nacional.³² El conjunto de medidas adoptadas tuvo los objetivos simultáneos de preservar la salud de la población, reforzar el sistema sanitario, apuntalar los ingresos de los segmentos más vulnerables y asistir a las empresas a fin de evitar un daño persistente del entramado productivo.

El aislamiento preventivo y obligatorio que comenzó el 20 de marzo³³ y el alto nivel de incertidumbre derivado de los efectos del COVID-19, han puesto una presión aún mayor sobre una economía que ya se encontraba en recesión desde fines de 2017, generando un *shock* inicial de oferta que contrajo consecuentemente la demanda de bienes y servicios.

En ese marco, el Gobierno Nacional adoptó políticas sociales y de demanda con el fin de sostener los niveles de ingreso tanto de trabajadores formales e informales como de beneficiarios de planes sociales.

Por un lado, más de 4,6 millones de beneficiarios de jubilaciones y pensiones recibieron un complemento de hasta \$3.000. A su vez, 4,4 millones de beneficiarios de AUH, AUH por hijo con discapacidad y AUE recibieron en abril un bono extraordinario equivalente al 100% de una asignación adicional. Por su parte, 8,8 millones de personas endeudadas con ANSES fueron beneficiadas con dos meses de gracia en el pago de las cuotas.

Por otro lado, a fin de asistir a los trabajadores informales y de menores ingresos, el Gobierno Nacional creó el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). En abril (prorrogado al mes de mayo), el ANSES transfirió un monto de \$10.000 a más de 7,8 millones de personas incluidos en las categorías de trabajadores informales, empleados en casas particulares y monotributistas sociales y de categorías A y B. Dichas medidas de ingresos fueron complementadas con el establecimiento de precios máximos a un conjunto de productos de primera necesidad y refuerzos significativos en planes alimentarios.

Otras medidas anunciadas por el Gobierno Nacional de impulso a la inversión tendrán un impacto progresivo en los próximos meses. El Gobierno Nacional dispuso el aumento de la partida presupuestaria para gastos de capital por \$100.000 millones. Asimismo, el diseño de los recientemente anunciados programas "Argentina Construye" para mejoras de viviendas populares y construcciones barriales (incluyendo al PRO-CREAR) contempla la generación temprana de 755.000 puestos de trabajo en obras de pequeña escala, compatibles con la evolución epidemiológica prevista para lo que resta del año.

En simultáneo, el Gobierno implementó medidas orientadas a garantizar la producción y el abastecimiento de alimentos e insumos básicos y evitar una destrucción parcial del tejido productivo. El Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP) otorgó beneficios y exenciones tributarias a empresas cuyos sectores fueron afectados por la coyuntura. En este marco, dichas empresas han podido acceder a la postergación o reducción de hasta el 95% del pago de las contribuciones patronales al Sistema

32 Entre las primeras medidas, el Gobierno estableció, mediante el Decreto 260/20, ampliar la emergencia sanitaria, generando importantes restricciones al transporte marítimo y aeronáutico. Este decreto fue complementado por el Decreto 274/2020, por el cual se prohibió el ingreso al país de personas extranjeras no residentes, con ciertas excepciones, y en la medida en que no se presentaran síntomas asociados al COVID-19. Posteriormente, se amplió la prohibición de ingreso a los residentes en el país y argentinos con residencia en el exterior. Estas medidas contribuyeron a limitar el ingreso masivo de eventuales personas portadoras del virus, lo que contribuyó a disminuir la cantidad de casos importados.

33 Mediante el Decreto 297/20 el Gobierno dispuso el Aislamiento, Social Preventivo y Obligatorio desde el 20 hasta el 31 de marzo de 2020, periodo que luego fue extendido gradualmente hasta el 24 de mayo. Información disponible [aquí](#).

Integrado Previsional Argentino (SIPA). A su vez, ANSES transfirió un Salario Complementario para todos o parte de los trabajadores en relación de dependencia, equivalente al 50% del salario neto correspondiente al mes de febrero de 2020, no pudiendo ser inferior a un, ni superar dos, salarios mínimos vitales y móviles. Mas de 420.000 empresas, aproximadamente 8 de cada 10 existentes, se inscribieron en AFIP para ser beneficiadas por el ATP en miras de sostener los salarios y el empleo. En esta misma línea, el BCRA dispuso distintas medidas para aliviar la situación financiera tanto de empresas como hogares (ver Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia).

Por último, se anunciaron políticas tendientes a ampliar la infraestructura sanitaria, así como también la reasignación de partidas hacia gasto en salud, para la compra de insumos sanitarios.

El cuadro 1 detalla las principales medidas adoptadas por el Gobierno Nacional, en función de su orientación y finalidad. La clasificación busca ser descriptiva, ya que tanto las relacionadas a la contención de la demanda (que incluye las medidas de ingresos), como de la oferta, tienen impactos complementarios y sus efectos son mutuos. El monto total asociado a las medidas fiscales detalladas es equivalente a algo más de 2% del PIB. El impacto de las mismas en la economía real estaría en relación con el efecto multiplicador que tiene el gasto fiscal en nuestro país (ver Apartado 5 / Multiplicadores fiscales en Argentina y Capítulo 4. Finanzas Públicas).

Cuadro 1 | Principales Medidas del Gobierno Nacional por orientación y finalidad

Medidas de Emergencia	Impacto social	Bono extraordinario a Jubilados y Pensionados Refuerzo extraordinario para la Tarjeta Alimentar e incremento de partidas para asistir a comedores y merenderos Asignación adicional para la Asignación Universal por Hijo (AUH) y Asignación Universal por Embarazo (AUE) Postergación de pagos de créditos ANSES Creación del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) Congelamiento de alquileres junto con la suspensión de desalojos y cortes de servicios esenciales por falta de pago
	Demanda	Programa para la Emergencia Financiera Provincial Aumento de partida presupuestaria para gastos de capital y relanzamiento del programa PROCREAR Programa de Precios Máximos para alimentos de la canasta básica y productos de primera necesidad Prohibición de despidos y suspensiones Pago extraordinario para personal de seguridad y defensa
	Oferta	Eximición de pago de contribuciones patronales y prórroga de vencimientos de deuda tributaria a MiPyMEs afectadas de forma crítica Financiamiento a parques industriales con Recursos del Ministerio de Desarrollo Productivo Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP) - Reducción de aportes patronales, asignación compensatoria del salario y prestación económica por desempleo
	Sistema de salud	Programa de apoyo al sistema productivo en el área de insumos, equipamiento y tecnología sanitaria Eliminación de impuestos para la importación de insumos críticos y restricciones a la exportación de insumos sanitarios Reasignación de partidas para fortalecer el Presupuesto del Ministerio de Salud de la Nación y de la Administración Nacional de Laboratorios e Institutos de Salud "Dr. Carlos G. Malbrán" Construcción de 12 hospitales modulares de emergencia Creación de un Fondo Especial para adquirir equipamiento e insumos de laboratorio y hospitales Pago extraordinario al personal sanitario
Costo fiscal estimado: 2% del PIB		

Fuente: BCRA en base a datos de Presidencia de la Nación

A pesar de la incertidumbre existente respecto de la evolución de la actual crisis, la rapidez con la que se han tomado las medidas tanto sociales como económicas y sanitarias y su focalización, pretendieron evitar el colapso del sistema de salud, y minimizar el impacto económico y financiero tanto para familias como empresas. En ese sentido, el conjunto de medidas estuvo orientado a reforzar los ingresos de los sectores sociales que sufrieron en mayor medida los impactos de la coyuntura actual, y facilitar el desenvolvimiento productivo sobre todo de las PyMEs, lo cual en Argentina es crucial para una sostenida recuperación de la actividad económica.

4. Finanzas Públicas

La minimización de los costos de la emergencia sanitaria implicó un significativo esfuerzo fiscal. Se espera que en el segundo trimestre del año los efectos económicos del aislamiento social, preventivo y obligatorio provoquen una fuerte caída en la recaudación tributaria nacional y subnacional. Se estima que las medidas de alivio tributario reduzcan los ingresos del Sector público Nacional no Financiero en alrededor de 0,2% del PIB. Dado el carácter procíclico de la recaudación tributaria nacional, el deterioro de la actividad económica implicaría menores ingresos por cerca de 1,7% del PIB adicionales.

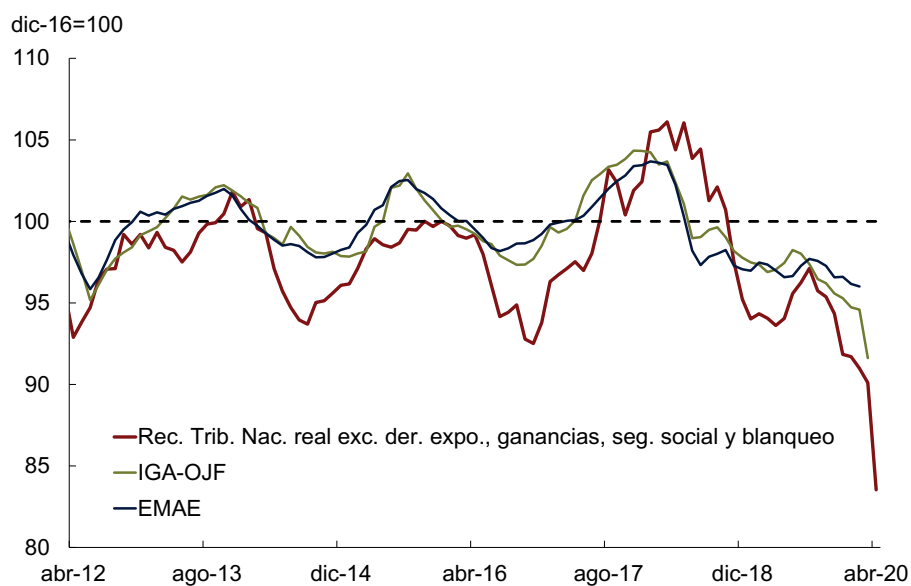
Las medidas fiscales extraordinarias, orientadas a apuntalar los ingresos básicos de la población más vulnerable y proteger el entramado productivo, implican un esfuerzo fiscal de alrededor de 2% del PIB. Las erogaciones extraordinarias se suman a un gasto público primario que mantendrá cierta inercia, al comprender obligaciones como los haberes jubilatorios, los salarios, los programas de asistencia social y la contratación de servicios básicos. En consecuencia, el déficit fiscal del año 2020 aumentará significativamente respecto de lo observado en 2019.

Ante el difícil acceso al crédito externo, el gobierno nacional focalizó sus esfuerzos en la gestión de las necesidades, explotando las fuentes de financiamiento domésticas y reconstruyendo la curva de tasas de interés en moneda local. Al mismo tiempo, realizó una oferta de reestructuración de los títulos de deuda bajo ley extranjera para situar el peso de la deuda en una trayectoria sostenible; y dispuso una serie de medidas para la gestión de los demás pasivos. Las necesidades financieras remanentes se atenderán a partir de fuentes domésticas, destacándose el financiamiento monetario y, en el caso de las necesidades en moneda extranjera, el uso de las reservas internacionales.

4.1 Los ingresos fiscales nacionales y subnacionales fueron significativamente afectados por los efectos económicos de la pandemia

La paralización parcial de la actividad económica por el aislamiento social preventivo y obligatorio y las medidas tomadas para morigerar su impacto contrajeron fuertemente la recaudación nacional de impuestos a partir del comienzo del segundo trimestre. La recaudación tributaria nacional aumentó 41% i.a. durante el primer trimestre de 2020, desacelerándose claramente respecto del trimestre previo (52% i.a.). Ello se debió a la menor inflación, la retracción de la actividad y el adelantamiento del pago de derechos de exportación en los últimos meses de 2019. En abril, la recaudación se volvió a desacelerar fuertemente (12% i.a.) esperándose que este desempeño continúe al menos durante el mes de mayo. En términos reales, los recursos nacionales se redujeron 6,2% i.a. en el primer trimestre y 24% i.a. en abril, mes a partir del cual se observa el pleno impacto de las medidas sanitarias de aislamiento sobre la actividad económica.

Gráfico 4.1 | Recaudación tributaria nacional y actividad económica
(prom. móv. 3 meses; real s.e.)

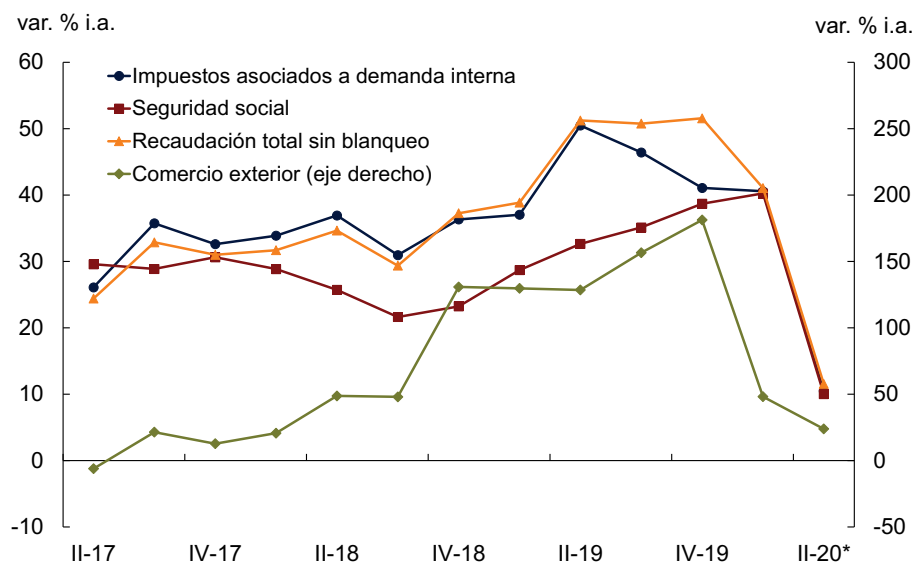


Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda, INDEC, Orlando J. Ferreres

El desempeño de los tributos relacionados con la demanda interna y los asociados a la seguridad social se verá impactado negativamente tanto por las medidas implementadas por el Gobierno Nacional (por un equivalente a alrededor de 0,2% del PIB) como por las dificultades que enfrentarán las empresas para cumplir sus compromisos tributarios (ver Gráfico 4.1). En el primer caso, los impuestos relacionados con la demanda interna (IVA neto, Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias, impuestos internos, Impuesto sobre combustibles), pasaron de crecer 41% i.a. entre enero y marzo de 2020 a aumentar sólo 10% i.a. en abril, sostenidos por la continuidad de las actividades esenciales (ver Gráfico 4.2). Asimismo, la recaudación relacionada con la seguridad social, habitualmente ligada a la evolución del salario y del empleo,³⁴ mantuvo un desempeño acotado en el primer trimestre del año (+40% i.a. nominal); y redujo fuertemente su crecimiento a 10% i.a. en abril, afectada por la paralización económica y por las exenciones dispuestas para los sectores críticamente afectados por la cuarentena.

³⁴ El desempeño de estos tributos estuvo afectado negativamente en los años recientes por el impacto de la reforma tributaria 2017, la cual estableció senderos de convergencia de alícuotas sectoriales y de consideración de un mínimo no imponible para las contribuciones patronales (valor que se ajustaba anualmente). La Ley 27541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el marco de la Emergencia Pública frenó el avance de la reforma tributaria 2017.

Gráfico 4.2 | Recaudación tributaria nacional (nominal)



*Datos a abr-20.

Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía

Los impuestos asociados al comercio exterior desaceleraron su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año (+48% i.a.) debido fundamentalmente al adelantamiento en el pago de derechos de exportación de los productos agrícolas en los últimos meses del año pasado,³⁵ como mecanismo de anticipación a la suba prevista de las alícuotas. Asimismo, incidió sobre estos tributos la menor variación del tipo de cambio nominal, que en abril aumentó 52% i.a. Durante ese mismo mes también se reflejó el impacto de la pandemia —posiblemente en mayor medida en los vinculados a manufacturas industriales—,³⁶ aunque con un mejor desempeño relativo a los impuestos ligados a la demanda interna.

Los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaron 36% i.a. en el primer trimestre del año, luego de crecer 54% i.a. durante el último trimestre de 2019. La desaceleración obedeció principalmente a la evolución de los ingresos tributarios.³⁷ El resto de los ingresos (no tributarios, rentas de la propiedad y recursos de capital) crecieron en su conjunto sólo 16% i.a. entre enero y marzo de 2020.³⁸

Finalmente, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento similar al observado a nivel nacional: entre enero y marzo, la recaudación provincial habría aumentado en torno al 40% i.a. Se espera que la recolección de impuestos provinciales disminuya entre abril y junio de 2020, en línea con la actividad económica en el marco del aislamiento social.

35 Cabe destacar los cambios normativos realizados a fines de 2019, fundamentalmente la suba de alícuotas sobre los derechos de exportación.

36 Los datos de embarques de granos sugieren que se mantuvo una dinámica de exportación de productos agrícolas cercana a la habitual a lo largo del mes de abril (ver Sección de Actividad económica, sector externo, empleo e ingresos).

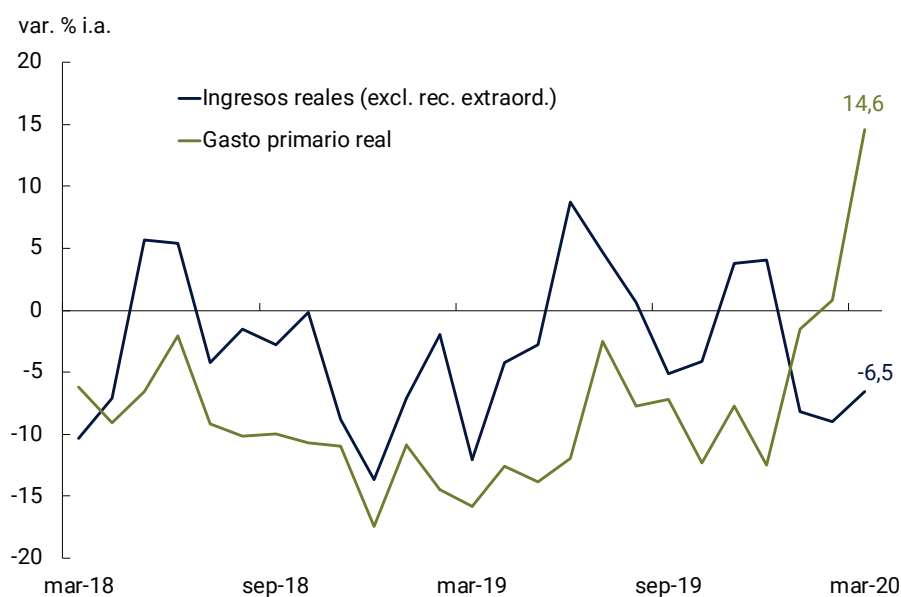
37 Cabe señalar que sobre estos recursos continuó incidiendo el último tramo de la devolución anual acordada con las provincias equivalente a 3 puntos porcentuales de la masa coparticipable que se destinaba a financiar al sistema nacional de la seguridad social (de acuerdo con el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de fines de 2015).

38 Este comportamiento estuvo explicado, en parte, debido a que este año no se registraron ingresos por utilidades del Banco de la Nación Argentina (BNA), al tiempo que en marzo de 2019 éstas ascendieron a \$15.000 millones. Asimismo, hubo una significativa reducción y de las tasas de interés en el mercado financiero local. Por su parte, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) eximió del pago de intereses a los beneficiarios sociales y previsionales de créditos.

4.2 Apuntalar los ingresos de la población vulnerable y apoyar a las empresas durante la pandemia requirió un gran esfuerzo fiscal

El gasto primario aumentó 58% i.a. en el primer trimestre, 22 p.p. por encima del crecimiento de los ingresos, incrementando el déficit primario acumulado en los últimos doce meses a marzo a 1,1% del PIB (ver Gráfico 4.3). El gasto primario del SPNF presenta un componente inercial relevante que le impone rigidez nominal. Los haberes previsionales, las remuneraciones a los empleados públicos (incluyendo las universidades), los planes de asistencia social y la contratación de servicios básicos suelen contemplar diversos mecanismos de actualización (al menos parcial). El gasto previsional siguió siendo el principal impulsor del gasto primario, al registrar un aumento de 52% interanual.³⁹

Gráfico 4.3 | Ingresos y gasto primario real del SPNF



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

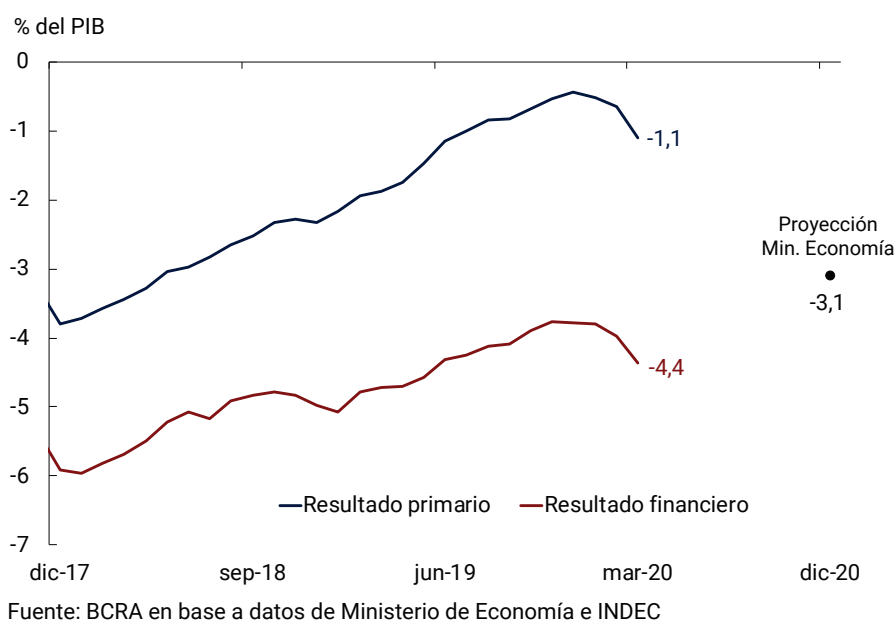
A partir de abril, se sumaron las erogaciones asociadas a las medidas fiscales extraordinarias orientadas a apuntalar los ingresos básicos de la población más vulnerable y a preservar el entramado productivo (ver Apartado 4 / Medidas sociales y fiscales del Gobierno para atender el shock del COVID-19). Estas medidas generaron un aumento transitorio y extraordinario del gasto primario, con un monto cercano a 1,6% del PIB (ver Apartado 5 / Multiplicadores fiscales en Argentina). El mayor peso fiscal de las medidas extraordinarias se concentra en las transferencias sociales al sector privado, destacándose: los refuerzos extraordinarios por bonos a los beneficiarios de prestaciones de la seguridad social de haberes más bajos y a los perceptores de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH); la creación del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) para trabajadores informales y monotributistas de las primeras categorías; y el apoyo a empresas privadas mediante el Programa de Asistencia de Emergencia para el Trabajo y la Producción (ATP).

³⁹ Sobre esta dinámica influyó lo definido en el artículo 55 de la Ley 27541, que suspendió por 180 días la aplicación de la movilidad previsional y dispuso que el Poder Ejecutivo fije aumentos trimestrales de los haberes previsionales atendiendo de forma prioritaria a los beneficiarios de menores ingresos.

Otros rubros de gasto podrían tener una evolución contenida. Las partidas destinadas a cubrir los subsidios económicos verían contenido su dinamismo en los próximos trimestres ante la fuerte reducción del precio internacional del petróleo (ver Apartado 3 / Precio internacional del petróleo). Los gastos de funcionamiento, entre los que se encuentran las remuneraciones y compras y contrataciones de bienes y servicios, se verán posiblemente incrementadas durante el segundo trimestre producto de la crisis sanitaria. En tanto, tales compras se verán atenuadas por menores adquisiciones de bienes y servicios del resto de la administración pública por la disminución de la actividad en el marco del aislamiento social, preventivo y obligatorio. Finalmente, tras la reducción de 18% i.a. registrada en el gasto de capital del SPNF en el primer trimestre, se espera que en la segunda mitad del año se verifique un fuerte impulso a las mismas a partir del inicio de las obras públicas, hoy paralizadas por la cuarentena. Asimismo, influirá el refuerzo presupuestario de \$100.000 millones en gasto de capital que anunció recientemente el Gobierno Nacional. Se prevé que se destinen alrededor de \$29.000 millones al lanzamiento de “Argentina Construye”, compuesto por 11 programas vinculados a mejoras de viviendas populares y construcciones barriales que generarán casi 755.000 empleos.

En consecuencia, y de acuerdo con las últimas estimaciones del Ministerio de Economía, el déficit primario de 2020 se elevaría hasta 3,1% del PIB, tras el registro de 0,4% del Producto en 2019 (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Resultados primario y financiero del SPNF



4.3 Las necesidades financieras remanentes tras la gestión de la delicada situación de la deuda pública deberá afrontarse con fuentes domésticas de financiamiento

La nueva administración nacional asumió a fines del 2019 con una situación de insostenibilidad de la deuda pública nacional. La misma contemplaba la combinación crítica de: sector público deficitario; elevada concentración de vencimientos en el corto plazo de deuda ya reperfilada; alto costo de financiamiento; y nulo acceso a los mercados internacionales de deuda. Todos estos factores condujeron a una serie de decisiones extraordinarias concernientes a la gestión de los pasivos.

- A fines de diciembre de 2019 se volvieron a reperfilear las letras denominadas en dólares hasta agosto de 2020.
- A principios de abril de 2020, se extendieron todos los vencimientos de deuda denominada en moneda extranjera bajo legislación local hasta fin de año o dependiendo del avance de la reestructuración de la deuda pública.⁴⁰
- Se tomaron acciones para preservar y regenerar el mercado de capital doméstico de la deuda pública, considerado como un factor clave para incentivar el ahorro en instrumentos en pesos. Contemplaron también el objetivo primordial de reconstruir una curva de tasas de interés. Durante estos meses, se han alcanzado altos ratios de refinanciamiento de la deuda en pesos, normalizando así la dinámica del mercado en moneda local.
- A mediados de marzo de 2020 se le expresó a los países miembros del Club de París la decisión de posponer los servicios de deuda por US\$2,1 miles de millones con vencimiento contractual en mayo de 2020. Asimismo, a inicios de abril se les envió una propuesta para modificar el acuerdo, que básicamente busca extender la fecha de vencimiento y una reducción significativa de la tasa de interés.
- El gobierno planteó que prevé lograr un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional que permita administrar las obligaciones derivadas del actual acuerdo *Stand-By* hasta que se pueda volver a acceder a los mercados internacionales a tasas sostenibles.
- A mediados de abril, el Gobierno Nacional anunció una oferta para canjear los títulos elegibles emitidos bajo legislación extranjera (ver Apartado 6 / Reestructuración de títulos bajo ley extranjera).
- A inicios de mayo, el Gobierno Nacional ofreció canjear Letras del Tesoro Nacional denominadas en dólares y el saldo del bono de la Nación Argentina en Moneda Dual Vencimiento 2020⁴¹ por un conjunto de títulos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).⁴²

Pese a las medidas que se tomaron para administrar la delicada situación de la deuda pública, recientemente se sumaron nuevas necesidades por el mayor déficit fiscal previsto por la pandemia. Asimismo, las finanzas públicas provinciales evidenciaron necesidades de asistencia financiera extraordinaria.⁴³

El BCRA asistió financieramente al Gobierno en estos meses para que pudiera desarrollar sus políticas en el marco de emergencia económica y social,⁴⁴ recientemente profundizada por la inédita crisis del COVID-19. Así, en lo que va del año 2020, el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$600.000 millones de utilidades correspondientes al ejercicio 2019 al Tesoro Nacional, le otorgó \$312.000 millones de adelantos transitorios netos y US\$3.189 millones de reservas internacionales de libre disponibilidad a cambio de letras intransferibles (ver Capítulo 6. Política Monetaria).

40 Decreto 346/2020

41 El "AF20" es un título *dollar-linked* con vencimiento en febrero de 2020 cuya amortización fue postergada hasta el 30 de septiembre de 2020. Por más información ver el siguiente [link](#).

42 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/llamado-licitacion-para-la-conversion-de-instrumentos-en-el-marco-de-los-decretos-1412020-0>

43 El 23 de abril se creó en el Ministerio de Economía de la Nación una unidad especial de apoyo a las provincias para gestionar la sostenibilidad de sus deudas.

44 El BCRA explicitó en sus lineamientos de política monetaria para el año 2020 que considera necesario asistir excepcionalmente al Tesoro Nacional tanto en la eventualidad de pagos de deuda al exterior como, de ser estrictamente necesario y bajo límites prudentes que respeten el equilibrio en el mercado monetario, financiamiento en moneda local. Para mayor información ver el siguiente [link](#).

Apartado 5 / Multiplicadores fiscales en Argentina

En un contexto como el actual marcado por los efectos recesivos de la pandemia, la política fiscal expansiva emerge como una herramienta clave no sólo para sostener el empleo y los ingresos de los hogares durante la etapa de cuarentena, sino también para apuntalar la recuperación de la actividad económica una vez que se normalicen las condiciones de oferta. Ante un escenario con significativos márgenes de capacidad instalada ociosa como el que se prevé registre la economía argentina en los próximos meses, se espera una elevada elasticidad de la oferta para responder a impulsos del lado de la demanda. En este sentido, la estimación del efecto multiplicador del gasto resulta un ejercicio relevante para el diseño de las políticas públicas, ya que permite calibrar más eficientemente el impulso de demanda requerido.

El multiplicador del gasto público intenta capturar el impacto que generan en la actividad económica cambios en el gasto; y es un concepto ampliamente estudiado en macroeconomía.⁴⁵ En este apartado se presenta una estimación de multiplicadores promedio para Argentina, utilizando datos entre 2004 y 2019, considerando distintos tipos de gasto y analizando su impacto tanto para el PIB como para sus distintos componentes.⁴⁶

Conceptualmente, no es obvio cuál es el valor que deberían tener estos multiplicadores. Algunos marcos teóricos indican valores esperados mayores a uno, mientras que otros predicen coeficientes menores a uno; dependiendo de los supuestos específicos usados en el análisis. Así aparece la necesidad de tener estimaciones cuantitativas sobre el efecto esperado de cambios en distintos tipos de gasto público.

Existen dos desafíos principales relacionados con la estimación de estos multiplicadores. El primero se relaciona con que el gasto público no se decide en el vacío, sino que puede depender de la evolución de la economía, lo cual complica la identificación del efecto causal deseado. La forma más frecuente de lidiar con este problema (propuesta por Blanchard y Perotti, 2002) se basa en que las decisiones de gasto suelen tomarse en procesos presupuestarios de frecuencia anual, por lo que las sorpresas en un trimestre dado pueden considerarse exógenas respecto a variables de ese mismo trimestre (máxime si éstas son publicadas con retrasos); permitiendo así la inferencia.

El segundo, refiere a que es relevante identificar la duración esperada del shock en el gasto bajo estudio, ya que el efecto esperado es distinto dependiendo si el cambio en el gasto es transitorio o permanente. Este perfil temporal puede estar determinado por la misma política (ej. una transferencia que dura solo un mes) o porque, aun cuando la política sea permanente en términos nominales (ej. un aumento en la jubilación mínima), los movimientos posteriores de los precios erosionan el poder adquisitivo del impulso.

Así, definimos el multiplicador como el cambio acumulado en la variable de actividad de interés, dividido por el cambio acumulado en la variable de gasto, luego de una variación en ésta última; todas medidas en unidades monetarias constantes. La estimación sigue la metodología de Ramey y Zubairy (2018).⁴⁷

Consideramos tres tipos de gasto: consumo público, gasto en capital y gasto con fines sociales. Este último suma los gastos en seguridad social (que incluye jubilaciones y asignación universal por hijo, entre otros) y transferencias con fines sociales (contabilizando asignaciones familiares, planes sociales y de apoyo al trabajo, subsidio de desempleo, entre otras). Este gasto con fines sociales corresponde al Gobierno Nacional,

45 Pueden encontrarse resúmenes de esta literatura en Ramey (2011) o Ilzetzki et al (2013).

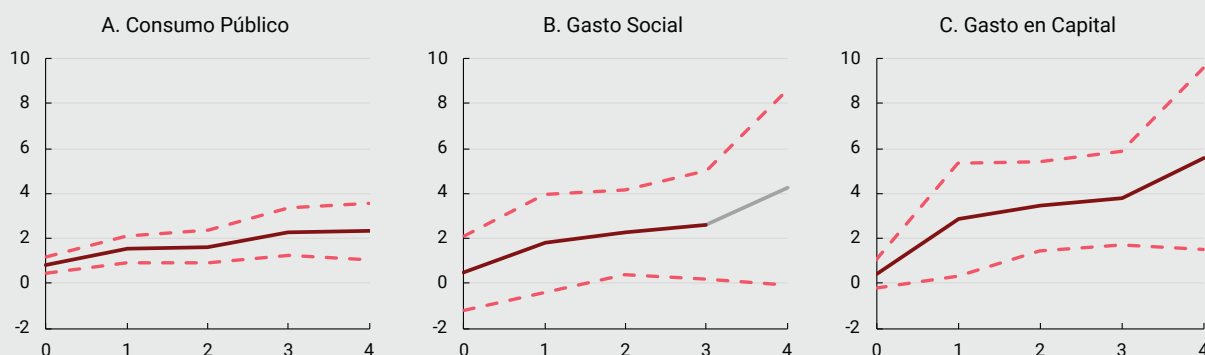
46 Entre los estudios previos para Argentina se destacan Puig (2014, 2015), Fraga et al (2016) y Anos- Casero (2010), entre otros.

47 Técnicamente, si llamamos Y_t a la variable de actividad relevante y G_t a la de gasto, el multiplicador h periodos luego de ocurrido el shock se define como $[E(Y_{t+h} - Y_{t-1}|\Delta G_t) - E(Y_{t+h} - Y_{t-1})] / [E(G_{t+h} - G_{t-1}|\Delta G_t) - E(G_{t+h} - G_{t-1})]$, donde la primera esperanza (tanto en el numerador como en el denominador) es condicional a la ocurrencia de una sorpresa ΔG_t , mientras que la segunda es el comportamiento esperado sin el shock. Este ratio se computa por un método de *Local Projections*, estimándolo por variables instrumentales (ecuación (3) en Ramey y Zubairy, 2018).

mientras que los dos primeros tipos de gasto incluyen los tres niveles de Gobierno (nación, provincias y municipios). Por el lado de la actividad, consideramos el PIB real y sus componentes de demanda.⁴⁸

El gráfico 1 muestra el efecto multiplicador promedio en el PIB, para los tres tipos de gasto, computados para distintos horizontes luego del shock. En el panel A, vemos que luego de una sorpresa en el consumo público el multiplicador toma un valor de 0,8 en el trimestre del cambio, aumentando hasta 2,3 luego de cuatro trimestres, siendo estos valores significativamente distintos de cero. En el panel B se observa el multiplicador del gasto social que también toma valores positivos y mayores a uno luego de un trimestre. Sin embargo, esta estimación presenta más incertidumbre, siendo solo significativos luego de dos y tres trimestres del cambio en el gasto, tomando valores significativos hasta 2,4. Así, al menos en términos de su impacto en el PIB, el multiplicador del gasto social parecería ser algo mayor al del consumo público.

Gráfico 1 | Efecto Multiplicador Promedio en el PIB, Distintos Tipos de Gasto



Notas: En cada gráfico, las líneas sólidas muestran el estimador puntual del efecto multiplicador promedio sobre el PIB correspondiente al gasto indicado en el título, y las punteadas son las bandas de confianza de dos desvíos estándar. Las unidades en los ejes horizontales corresponden a los trimestres luego del shock. La línea gris en el multiplicador del Gasto Social en el trimestre 4 enfatiza que ese valor no es significativamente distinto de cero. Fuentes: BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Hacienda

En el panel C se muestra el estimador del gasto en capital. Éste tiende a ser más grande que los demás, con valores significativamente positivos a partir de un trimestre, que se incrementan desde 2,8 hasta cerca de 5,5. Observar un mayor multiplicador para el gasto en capital está en línea con resultados previos en la literatura.⁴⁹

La Tabla 1 analiza los multiplicadores para los distintos componentes del producto por el lado de la demanda y las importaciones, mostrando las respuestas luego de dos y cuatro trimestres después de ocurrida la sorpresa en el gasto. El mayor efecto multiplicador en el consumo privado se produce con el gasto social; tanto por ser una fuente de ingreso más directo que los otros tipos de gasto, como también por estar dirigido a hogares que tienen una mayor propensión marginal a consumir.

En cuanto a la inversión, el impacto más alto es originado por el gasto en capital.⁵⁰ También es importante notar que el efecto sobre la inversión de los otros tipos de gasto es cercano a uno, y siempre significativamente positivo, por lo que en condiciones normales no parecería observarse el efecto negativo que resalta la visión convencional (*crowding out*). Más aún, en un contexto de fuerte contracción de la inversión privada en el marco de la pandemia, la posibilidad de un efecto negativo en la inversión parecería ser aún más remota.

48 Las fuentes de datos son INDEC y Ministerio de Hacienda. El consumo público corresponde a la serie de Cuentas Nacionales, mientras que los otros dos corresponden a datos del Sector Público No Financiero (éstas últimas fueron deflactadas con el IPC). Toda la información utilizada es trimestral.

49 Por ejemplo, para Argentina ver Puig (2014). Izquierdo et al. (2018) lo muestran para Latinoamérica.

50 Aquí miramos la inversión total, que incluye la privada y la pública. Debido a que la inversión pública es una fracción menor de la total, los resultados son muy similares si sólo miramos la inversión privada.

Finalmente, en términos de los componentes de la balanza comercial, los tres tipos de gasto tienen un efecto positivo en las importaciones, pero no en las exportaciones. Esto implica que al menos parte de los incrementos en consumo e inversión identificados previamente corresponde a bienes o servicios importados.

Tabla 1 | Efecto Multiplicador Promedio, Distintos Componentes del PIB, para Diferentes Tipos de Gasto

	Consumo Público		Gasto Social		Gasto en Capital	
	2 Trim.	4 Trim.	2 Trim.	4 Trim.	2 Trim.	4 Trim.
PIB	1,63	2,32	2,26	4,26	3,45	5,55
Consumo Privado	1,32	2,17	3,41	4,53	2,52	4,18
Inversión	0,95	1,21	1,26	2,30	1,87	2,81
Importaciones	1,21	1,72	1,95	3,51	1,51	2,20
Exportaciones	-0,06	-0,02	-0,78	-0,64	1,03	0,86

Notas: cada celda muestra el multiplicador para el componente de actividad y de gasto específico, tanto 2 trimestres como 4 trimestres luego de la sorpresa en el gasto. Valores en negrita indican que el coeficiente es significativamente distinto de cero a un nivel de significatividad de 95%. Recordar que el multiplicador del Gasto Social en el PBI deja de ser significativamente distinto de cero 3 trimestres luego del cambio en el gasto, en línea con el Gráfico 1.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Hacienda.

En conclusión, el gasto público en Argentina durante el periodo 2004-2019 generó en promedio un efecto multiplicador no trivial. Los resultados también indican que es importante diferenciar entre los distintos tipos de gasto para analizar el impacto que el gasto público puede generar.

La magnitud de los efectos multiplicadores del gasto social y del gasto en capital avalan la respuesta de política del Gobierno en la presente coyuntura, donde se han priorizado las transferencias monetarias a sectores vulnerables y hogares con ingresos comprometidos por el *lockdown*, cuya propensión a consumir es relativamente más alta, y el gasto en infraestructura y construcción de viviendas, que impulsan tanto la inversión como el consumo. En un contexto global recesivo donde las economías se cierran para proteger sus mercados internos, se espera que el impacto de estas medidas expansivas sobre las importaciones sea menor que lo que reflejan las series históricas.

Referencias

Anos-Casero, P., D. Cerdeiro, R. Trezzi, 2010. "Estimating the fiscal multiplier in Argentina". *Policy Research Working Paper 5220*. World Bank.

Blanchard, O. and Perotti, R. 2002. "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output." *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1329–68.

Fraga, C., I. Briseño y M. Heras. 2016. "Multiplicadores y coordinación fiscal y monetaria en Argentina, Brasil, Chile y México para el desarrollo". *Problemas del Desarrollo* 47, No. 185, pp. 9-32.

Ilzetzki, E.; Mendoza, E. y Végh, C. 2013. "How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?" *Journal of Monetary Economics*. 60 (2): 239–254.

Izquierdo, A.; Pessino, C. y Vuletin, G., 2018. Mejor gasto para mejores vidas: Cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos. Banco Interamericano de Desarrollo.

Puig, J. 2014. "Multiplicador del gasto público en Argentina," *Económica*, Universidad Nacional de La Plata, 60, 188-210.

Puig, J. 2015. "Multiplicador del gasto público en Argentina: nueva estrategia para su estimación". Anales de la Reunión LI Reunión Anual de la AAEP.

Ramey, V. A. 2011. "Can government purchases stimulate the economy?" *Journal of Economic Literature*, 49(3), 673–85.

Ramey, V. and Zubairy, S., 2018. "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data," *Journal of Political Economy*, 126(2), 850-901.

Apartado 6 / Oferta original de canje de títulos públicos emitidos bajo ley extranjera

A mediados de abril el Gobierno Nacional anunció la oferta inicial de reestructuración de los títulos públicos emitidos bajo ley extranjera.⁵¹ El día 21 se publicaron el suplemento del prospecto y el comunicado de prensa del lanzamiento de la oferta.⁵² Cabe destacar que el 31 de marzo de 2020 el Ministerio de Economía publicó los “Lineamientos para la Sostenibilidad de la Deuda”.⁵³ En ese documento, se afirma que “teniendo en cuenta el bajo nivel de exportaciones de la economía argentina y contemplando el tiempo que tomará flexibilizar las regulaciones de la cuenta capitales y desarrollar mercados locales de capital en Argentina, debe limitarse el servicio de deuda en moneda extranjera a niveles razonables en el mediano y largo plazo”. En función de esa afirmación, se estableció el principio de diseño de la oferta⁵⁴ con un límite en la capacidad de servicio de la deuda en moneda extranjera, que permita a la economía hacer frente a shocks adversos. Asimismo, las proyecciones del Ministerio indican que, bajo esta propuesta, el servicio total de deuda pública (amortización e intereses) en moneda extranjera se mantendría en niveles razonables para el período 2026-2045, alcanzando un promedio de 3,7% del PIB para dicho período, escenario que el Gobierno considera socialmente aceptable.⁵⁵

A fines de 2019, en el marco de la Emergencia Pública, se sancionó la Ley 27541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva por la cual se originaron las condiciones para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública compatible con la recuperación de la economía productiva y con la mejora de los indicadores sociales básicos. Mediante la Ley 27544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo ley extranjera, se autorizó al Poder Ejecutivo Nacional a efectuar una serie de operaciones sobre los títulos públicos. En particular, se autorizó al Ministerio de Economía a realizar todos aquellos actos necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en la ley, incluyendo la emisión de nuevos títulos públicos a efectos de modificar el perfil de vencimientos de intereses y amortizaciones; designar instituciones para que actúen como asesores financieros, coordinadores y colocadores para la ejecución de las operaciones; aprobar y suscribir contratos con dichas entidades; y preparar y registrar títulos que se emitan, entre las atribuciones más importantes. Desde la sanción de la mencionada ley y hasta el lanzamiento de la oferta continuaron realizándose los pagos de servicios de deuda en moneda extranjera con reservas del BCRA por hasta el monto determinado en el artículo 61 de la Ley 27541.

Por otro lado, mediante la Resolución N°71/2020 del Ministerio de Economía se aprobó el “Instructivo para la aprobación y suscripción de contratos en el marco de la Ley 27544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo ley extranjera”, sobre la base del cual se procedió a contratar a Morrow Sodali como agente de información, a Lazard Freres para desempeñarse como Asesor Financiero, a Bank of America y HSBC para ejecutar el rol de agentes colocadores y a DF King para actuar como Agente de información, tabulación y canje.

51 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-presidente-y-el-ministro-de-economia-presentaron-los-terminos-de-la-oferta-argentina>
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/press_release_roa_1.pdf

52 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/comunicado-de-prensa-del-lanzamiento-de-la-oferta>

53 https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/lineamientos_para_la_sostenibilidad_de_la_deuda_0.pdf

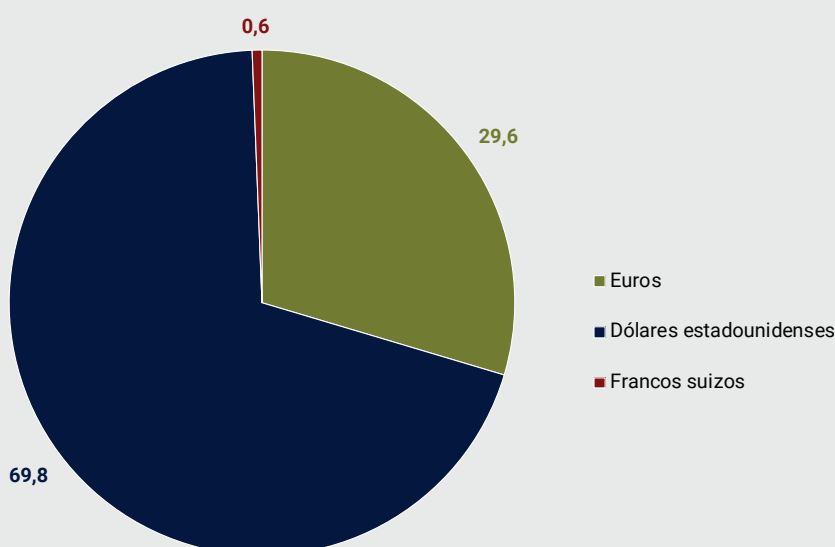
54 Esta oferta se inscribe en un contexto en el cual desde inicios del año 2020 miembros del *staff* del FMI visitaron Argentina en dos oportunidades e intercambiaron visiones con las autoridades locales para discutir sus planes y políticas macroeconómicas. Después de completar la primera misión, el *staff* del FMI evaluó públicamente que la deuda pública de Argentina no es sostenible y que se requieren acciones para restablecer la sostenibilidad con alta probabilidad. Luego de completar la segunda misión y a solicitud de las autoridades argentinas, el *staff* del FMI elaboró y difundió un reporte técnico de sostenibilidad de la deuda que analiza las acciones necesarias para restablecer la sostenibilidad de la deuda pública con alta probabilidad.

55 Contemplando la capacidad de gestionar con flexibilidad las urgencias inmediatas derivadas de la pandemia y atender primero las demandas complementarias de estabilización macroeconómica, desarrollo productivo y de inclusión social, se mantiene la perspectiva de mediano y largo plazo caracterizada por una tasa de crecimiento económico estable entre 1,5% y 2%, un saldo de la balanza comercial en el rango de 1,4% a 1,9% del PIB y una consolidación fiscal gradual alcanzando un equilibrio primario entre 2022 y 2023, para lograr posteriormente un superávit en el rango de 0,8% a 1,2% del PIB.

El monto de la deuda elegible asciende a aproximadamente US\$64.800 millones⁵⁶, de los cuales cerca del 70% se encuentra denominado en dólares y casi la totalidad del resto en euros (ver Gráfico 1). No se contemplan intereses devengados y no pagados al 13-may-20 desde la última atención de cada cupón.⁵⁷ Los títulos públicos elegibles para la oferta de canje son los siguientes:⁵⁸

- Bonos Par y Discount denominados en dólares y euros emitidos en el marco del Convenio de fideicomiso 2004 (*Trust Indenture 2005*) aprobado mediante Decreto 1735/2004 y en el marco del Decreto 563/2010.
- Los Bonos internacionales de la República Argentina denominados en dólares estadounidenses, euros y francos suizos emitidos en marco del Convenio de fideicomiso 2016 (*Trust Indenture 2016*) aprobado mediante Resolución 146/2016 del ex Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

Gráfico 1 | Stock de la deuda elegible en títulos bajo ley extranjera por moneda
(% del total a valor nominal residual actualizado; stock al 31-dic-19)



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Finanzas

La propuesta implica la conversión de 21 instrumentos financieros por 10 nuevos títulos. Otra modificación que se producirá con el canje es el traspaso de dos legislaciones en las que estaba emitida la deuda a sólo una. Los títulos elegibles se habían emitido bajo legislación de Nueva York y de Londres, en tanto que los nuevos se registrarán por las leyes de Nueva York.

Los términos y condiciones de la oferta original implican un alivio de deuda por el efecto combinado de (i) reducciones en el monto nominal de los instrumentos, (ii) menores cupones de intereses con una estructura de tasas crecientes en el tiempo (*step-up*) y (iii) la implementación de un período de gracia de servicios de intereses que se extiende hasta mayo de 2023 y de capital hasta 2026, contribuyendo a una desconcentración de vencimientos para los próximos años. En líneas generales, los nuevos títulos son bonos a

56 No se contempló entre los títulos elegibles de esta oferta a los tenedores de títulos denominados en yenes y bajo legislación japonesa. Tampoco se consideraron los cupones ligados al PIB, los cuales no son títulos.

57 Mediante el Decreto 250/20 se estableció en US\$68.843 millones el monto nominal máximo de las operaciones a llevarse a cabo en relación con los títulos públicos elegibles.

58 El listado de cada uno de los instrumentos, sus relaciones técnicas de canje por los títulos nuevos y el resto de la información relativa a la oferta de canje puede consultarse en https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/suplemento_de_prospecto.pdf

mediano y largo plazo (el más corto con vencimiento en el año 2030), denominados en dólares estadounidenses o euros, con estructuras de amortización que prevén una cancelación periódica de capital desde un año inicial de pago hasta el vencimiento y un esquema de cupones crecientes con tasas de 0% en los primeros años y luego una suba gradual hasta alcanzar cupones máximos en torno a un rango del 3,5-4,875% anual dependiendo del instrumento que se trate.

De alcanzarse las mayorías requeridas de acuerdo con las cláusulas de acción colectiva, se ejecutarían los siguientes canjes obligatorios sobre el remanente de títulos que no se hayan presentado al canje voluntario:

- Los bonos Discount (en EUR y US\$) serán canjeados por el nuevo Bono (en EUR y US\$) Step Up 2039.
- Los bonos Par (en EUR y US\$) serán canjeados por el nuevo Bono (en EUR y US\$) Step Up 2043.
- Los bonos en US\$ emitidos bajo el Convenio de Fideicomiso 2016 (*Trust Indenture* 2016) serán canjeados por el nuevo Bono en US\$ Step Up 2047.
- Los bonos en EUR y CHF emitidos bajo el Convenio de Fideicomiso 2016 (*Trust Indenture* 2016) serán canjeados por el nuevo Bono en EUR Step Up 2047.

Aquellos tenedores que se presenten voluntariamente al canje podrán elegir entre diversas opciones entre los títulos de salida. Las opciones disponibles se fijan en función de cuál sea el título elegible en cuestión. El canje efectivo a favor de la opción seleccionada estará sujeto a los procedimientos de prioridad en la aceptación (*Acceptance Priority Procedures*) y los límites de la emisión (*Bond Caps*) establecido para diversos títulos de salida con vencimientos más próximos. Estas prioridades de aceptación determinan cuál es el orden de prioridad de los diversos títulos elegibles para elegir distintos títulos de salida y establecen un procedimiento de asignación a prorrata para respetar los límites de emisión previstos (ver Cuadro 1).

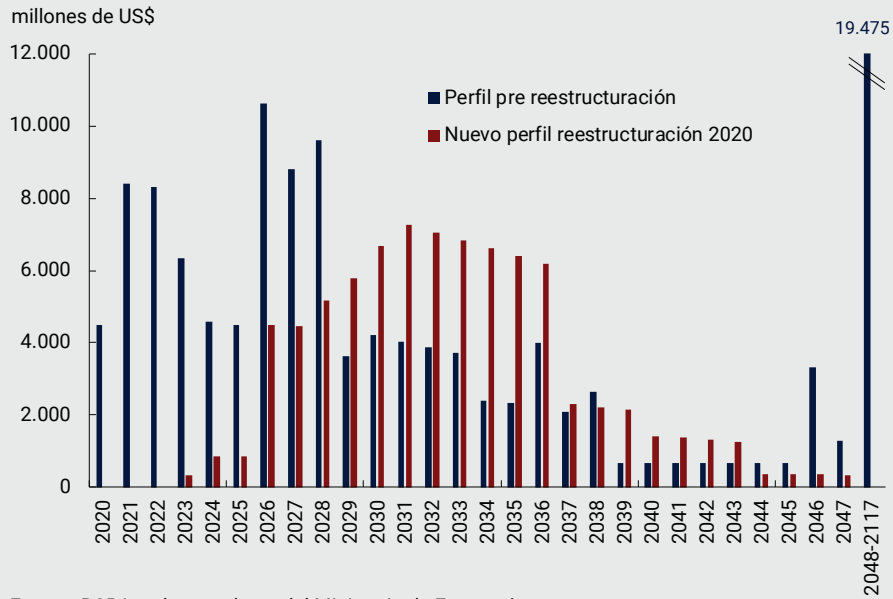
Cuadro 1 | Límites a la emisión de ciertos títulos

Nuevo bono	millones de cada moneda
USD 2030	11.400
EUR 2030	3.200
USD 2036	20.700
EUR 2036	2.700

Como resultado de las condiciones iniciales que se plantearon para esta operatoria, podría obtenerse una quita de capital cercana a los US\$3.200 millones, un ligero aumento de la vida promedio, un período de gracia de 3 años para el pago de intereses y una significativa reducción de los cupones de intereses que permite alcanzar un cupón promedio de 2,33% anual⁵⁹. De este modo, los servicios de la nueva deuda para el período 2020-2025 implican una reducción o “ahorro” de alrededor de US\$34.100 millones, de los cuales US\$4.500 millones corresponden al ejercicio 2020. Por último, con la extensión de los vencimientos de amortizaciones, Argentina comenzaría a efectuar pagos de amortizaciones por los títulos públicos bajo legislación extranjera a fines de 2026 (ver Gráfico 2).

⁵⁹ Considerando que se estima que la proporción de la deuda pública nacional elegible bajo legislación extranjera que se encuentra en tenencia de acreedores residentes asciende a 8,6%, se estima que se podría darse una modificación significativa de los flujos contractuales que se reflejen en la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales.

Gráfico 2 | Estimación del perfil de vencimientos de los títulos públicos bajo legislación extranjera pre y post reestructuración (adhesión plena)



Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Economía

El 11 de mayo pasado, el Gobierno Nacional anunció que extendió el plazo máximo para la adhesión al canje hasta el próximo 22 de mayo, salvo que el plazo se extienda nuevamente o se cancele de forma anticipada. Las negociaciones con los acreedores que se lleven a cabo durante este periodo podrían derivar en un cambio de la oferta de canje aquí descrita. En este sentido, el 15 de mayo, se anunció que los acreedores realizaron tres contraofertas que, al cierre de esta edición, estaban siendo analizadas por el Gobierno Nacional.

5. Precios

Durante el primer trimestre de 2020, la inflación registró una variación promedio mensual de 2,5%, por debajo de la observada en los últimos tres meses de 2019 (3,8%). La política cambiaria de flotación administrada del BCRA y el conjunto de distintas medidas adoptadas por el Gobierno favorecieron el descenso de la inflación.

Esta dinámica parece haberse profundizado a partir de las consecuencias de la crisis global del COVID-19. Desde fines de marzo se observó un cambio de precios relativos, en un contexto de inflación acotada. Algunos precios de los productos de actividades esenciales aumentaron con relación a otros de menor demanda o que directamente no se pudieron comercializar. Ante la situación de aislamiento social, los institutos de estadística del país implementaron cambios en las modalidades de relevamiento para poder captar la mayor cantidad de datos posible.

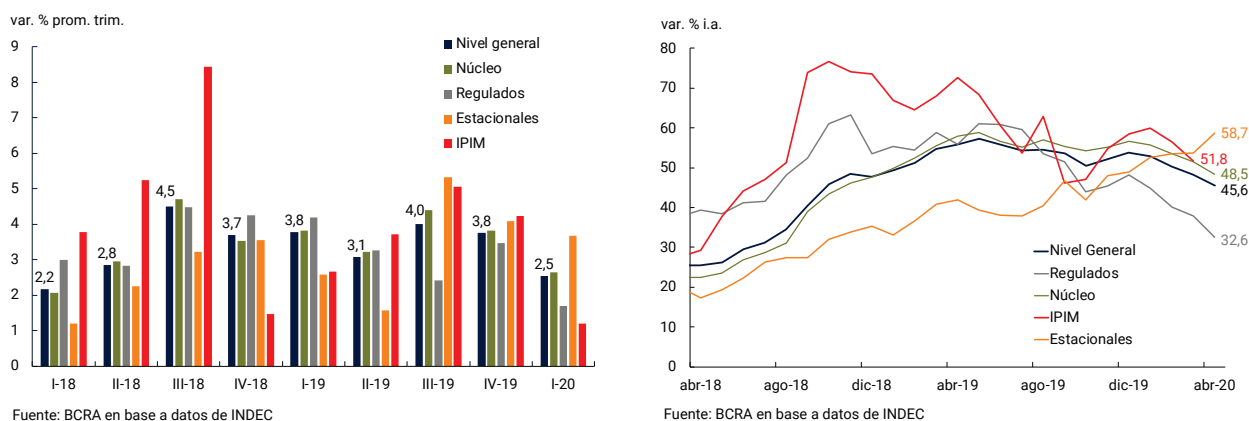
A corto plazo, el BCRA prevé que varios factores confluyan para disminuir las presiones inflacionarias. La fuerte caída de la actividad durante la contención del COVID-19, que impulsó la capacidad ociosa a niveles elevados, y la postergación de los tramos de paritarias, contribuyen a contener la inflación en el corto plazo. El programa de Precios Cuidados y el aplazamiento del ajuste de tarifas de servicios públicos resultaron efectivos para lograr un menor dinamismo de la inflación. En la misma línea, el lanzamiento de Precios Máximos a fines de marzo está contribuyendo a contener subas de precios en los productos de consumo masivo considerados como esenciales.

En los próximos meses, cuando la mayoría de las restricciones a la movilidad de personas y a las actividades productivas se levanten, el BCRA prevé un proceso de reacomodamiento gradual de precios relativos, y conducirá sus políticas para que dicho proceso se dé en un entorno de inflación acotada.

5.1 La inflación cede desde inicios de año

La inflación minorista se redujo hasta 2,5% mensual en el primer trimestre del año, según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional, tras haber aumentado a una tasa de 3,8% mensual en el trimestre anterior. Así, a marzo de 2020 el IPC acumuló un incremento de 48,4% i.a., 5,5 puntos porcentuales por debajo del de diciembre de 2019. En tanto, los precios mayoristas mostraron una desaceleración mayor, promediando subas por debajo de los precios minoristas. El IPIM marcó un incremento interanual de 51,8% en marzo, 6,7 p.p. por debajo del aumento acumulado durante 2019 (ver Gráfico 5.1).

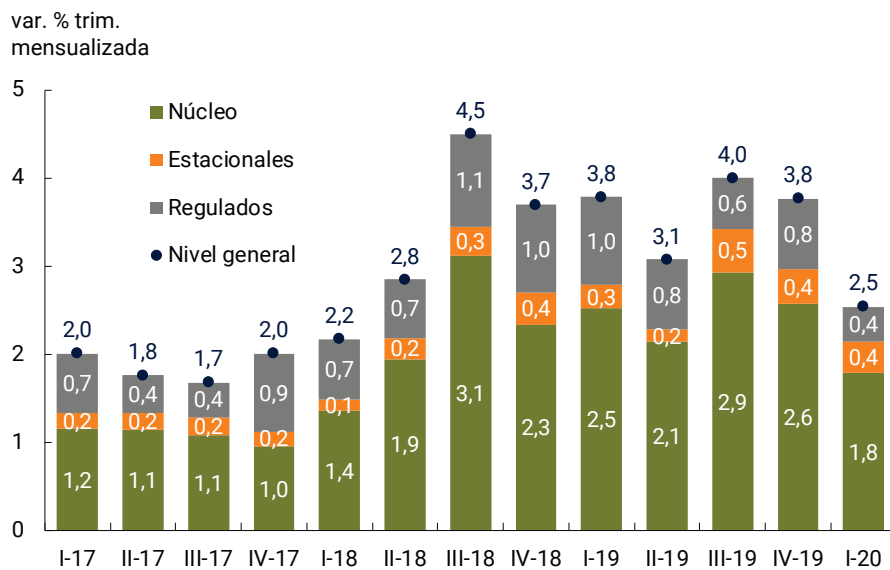
Gráfico 5.1 | IPC Nacional e IPIM. Variaciones interanuales y mensuales



El régimen de flotación administrada del BCRA, que evitó saltos abruptos del tipo de cambio, en conjunto con el programa de Precios Cuidados y la postergación en el ajuste de tarifas de servicios públicos fueron los factores que más influyeron para explicar este menor ritmo de suba de los precios.

La desaceleración de la componente Núcleo,⁶⁰ en particular de los bienes, estuvo en línea con la menor volatilidad cambiaria observada desde noviembre de 2019 y las políticas de precios del Gobierno Nacional focalizadas en sectores más vulnerables. La menor dinámica de la inflación núcleo respondió a que una amplia gama de artículos de consumo masivo, como las bebidas no alcohólicas, los artículos de limpieza, perfumería y cuidado personal, incluidos en el relanzamiento del Programa de Precios Cuidados, mostraron aumentos acotados. También contribuyó el acuerdo del Gobierno Nacional con la Industria farmacéutica para reducir los precios de los medicamentos.⁶¹ En contraste, otros productos de alto consumo como los productos lácteos, los aceites y grasas y el azúcar sufrieron aumentos relativamente más elevados debido a la finalización de la exención del IVA (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | IPC Nacional. Incidencia por categorías



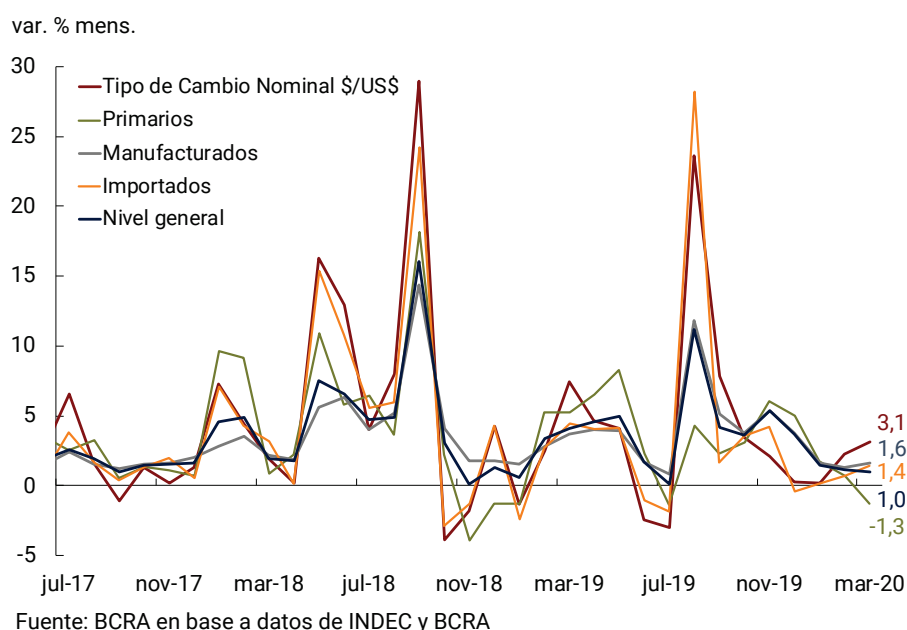
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Los precios regulados se desaceleraron fuertemente, al crecer a una tasa de 1,7% promedio mensual durante los primeros tres meses del año respecto a 3,5% del último trimestre de 2019. La decisión gubernamental de mantener estables los precios de los combustibles para el sector automotor y las cuotas de la medicina prepaga fue lo que más incidió en la desaceleración de los Regulados en el primer trimestre del año. Tampoco se implementaron ajustes en las tarifas de servicios públicos de gas, electricidad y agua, y transporte público en el ámbito del GBA.

60 La categoría Núcleo representa aproximadamente el 70% de la canasta del IPC e incluye los bienes y servicios que no están sujetos a regulaciones (incluidos en la categoría Regulados) y aquellos que no presentan un patrón estacional (Estacionales).

61 Los precios de los medicamentos cayeron en enero, después de haber acumulado una suba de 18% entre septiembre y diciembre de 2019. Durante febrero y marzo, los precios de estos productos se elevaron, pero sin llegar a compensar la caída del primer mes de 2020.

Gráfico 5.3 | IPIM. Evolución mensual de Nivel General, divisiones y TCN



Por último, los precios mayoristas, con mayor componente transable y, por lo tanto, más sensibles a la evolución del tipo de cambio nominal, mostraron una desaceleración mayor, promediando subas por debajo de los precios minoristas. En los primeros tres meses de 2020 el nivel general del Índice de precios internos al por mayor (IPIM) promedió una variación de 1,2%, por debajo del promedio de 4,2% del cuarto trimestre de 2019 (ver Gráfico 5.3). Asimismo, los costos de la energía eléctrica se mantuvieron relativamente estables en el primer trimestre, en el marco de la suspensión de aumentos tarifarios dispuesto por ley a fines de diciembre, mientras que el Petróleo crudo y gas explicaron la baja en los precios de los productos primarios, influenciados por la caída de la cotización internacional del crudo (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

5.2 La crisis del COVID-19 acentuó el descenso de la inflación, en un contexto de cambios de precios relativos y fuerte caída de la actividad

A partir del 19 de marzo de 2020, con el establecimiento del aislamiento social, preventivo y obligatorio, comenzaron a observarse cambios de precios relativos en un contexto de inflación acotada. En abril el IPC promedió un alza de 1,5%, significativamente menor a la de los meses anteriores, ubicando la inflación interanual en 45,6%, en un contexto de fuerte caída de la actividad y donde además el operativo de IPC fue afectado por las medidas preventivas para evitar la propagación del COVID-19.⁶²

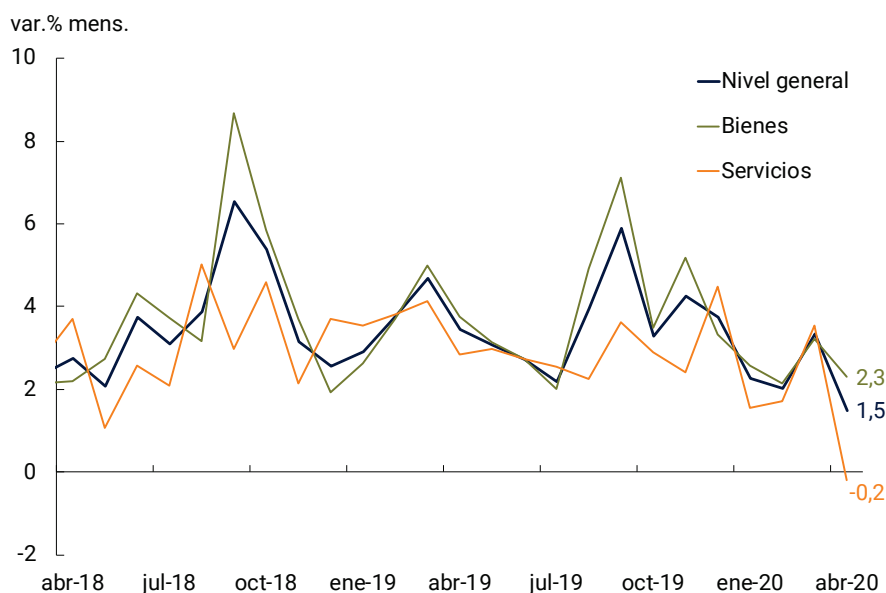
Los precios de los alimentos y bebidas se elevaron 3,2%, por encima de otros rubros de menor demanda o que no se pudieron comercializar. Estos impulsaron la suba de los precios de los bienes, mientras que los servicios, más afectados por las medidas de aislamiento, cayeron en el mes (ver Gráfico 5.4).

Los servicios educativos promediaron una ligera disminución, al incorporarse los descuentos que realizaron algunos establecimientos educativos en las cuotas. También bajaron los valores de telefonía fija y

⁶² La recopilación de precios se realizó por medios alternativos a la modalidad presencial, lo cual dificultó el acceso a los datos de algunos canales de venta. A esto se sumó el cierre temporal de algunos establecimientos, dando como resultado un aumento del número de precios considerados temporalmente no disponibles e imputados.

celular, al dejarse sin efecto hacia fines de marzo los aumentos vigentes a inicios de ese mes. Por último, el rubro Prendas de vestir y calzado no reflejó el alza estacional que habitualmente ocurre en este mes por la entrada de la nueva colección de indumentaria, por dificultades para relevar (ver Recuadro. El IPC durante la pandemia).

Gráfico 5.4 | IPC Nacional. Nivel general desagregado por bienes y servicios



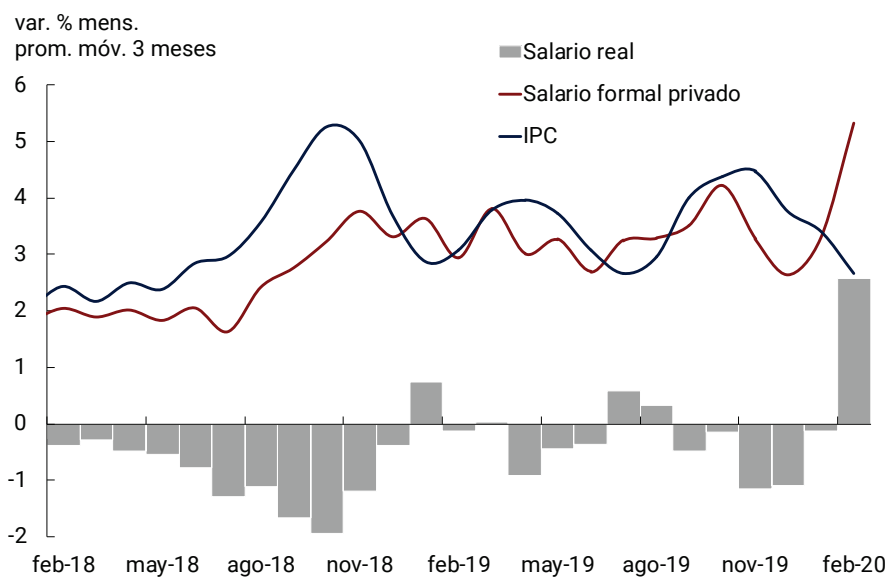
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Otra consecuencia económica derivada de la emergencia sanitaria es el freno a la incipiente recuperación del salario real de los trabajadores impulsada por el Gobierno Nacional. Las subas salariales otorgadas por el Decreto 14/2020⁶³ durante enero y febrero permitieron una recuperación en términos reales luego de un ciclo continuo de más de dos años de subas nominales por debajo de la inflación (ver Gráfico 5.5).

A partir de marzo, los sindicatos acordaron con las empresas la postergación de algunas negociaciones colectivas de trabajo que estaban pautadas para esta época del año. En particular, desde abril y por 60 días rige un acuerdo marco entre los sindicatos y las patronales del sector privado industrial con el fin de preservar los puestos de trabajo. El acuerdo consiste en una rebaja del 25% del salario neto de los trabajadores suspendidos por falta de tareas.

63 El decreto dispuso un incremento salarial mínimo y uniforme de \$3.000 para enero y \$1.000 para febrero para reforzar el poder adquisitivo de los salarios privados más bajos. Esos montos constituyeron un adelanto de paritarias, las cuales suelen tener alta concentración en abril.

Gráfico 5.5 | Salarios e IPC



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

Recuadro. El IPC durante la pandemia

La pandemia global de COVID-19 alteró el normal desarrollo de los relevamientos presenciales en todas las oficinas de estadística del país a partir de abril. A continuación, se detallan los principales aspectos:

Relevamiento de la información: Adelantándose a la posible continuidad de las restricciones a la circulación de personas, los institutos de estadística comenzaron a trabajar durante marzo en la incorporación de modalidades no presenciales de relevamiento (como consultas telefónicas, páginas web, correo electrónico, entre otros), en línea con las recomendaciones de los organismos internacionales en la materia y las oficinas de estadística de otros países. Incluso, la Dirección General de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires desarrolló una aplicación para el ámbito de la Ciudad que se denomina “Cargá tu compra” para que los consumidores puedan ingresar los precios de una selección de productos con el objetivo de recolectar más información y poder monitorear lo relevado.

Precios faltantes: Aquellos negocios que no estuvieran comercializando sus productos por ningún canal, no se relevarán y sus precios serán imputados por el método que corresponda⁶⁴. Habrá productos para los que no se dispondrá de cotizaciones en ningún negocio, por lo que en estos casos las observaciones de precio del período anterior serán extrapoladas por la evolución de los precios de la agrupación a la que pertenece el producto en cuestión. En el corto plazo, la evolución de los precios en algunos tipos de negocios para los cuales se pueda contar con un relevamiento vía web puede diferir de la de otro tipo de negocios a los cuales es más difícil acceder en las actuales condiciones (ej. negocios de cercanías denominados “tradicionales”, entre los cuales se encuentran almacenes, supermercados que no son de cadena, fiambrerías, panaderías, carnicerías, granjas, etc.). Si no se pudiera contar con suficientes cotizaciones de algunos negocios tradicionales, los precios de los productos allí comercializados se imputarían por la evolución de esos productos en los negocios que sí pudieron relevarse. En un extremo, los precios relevados podrían llegar a ser descartados

64 Ver Metodología del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de INDEC, [Metodología INDEC N°32](#). [Índice de Precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires. Principales aspectos metodológicos. Mayo 2013](#). Ver las notas técnicas de los informes de abril de 2020 del [IPC de INDEC](#) y de la [Ciudad de Buenos Aires](#).

y no ser incluidos en el cálculo si la cantidad recopilada no alcanzara un umbral mínimo de observaciones. La cantidad de precios temporalmente no disponibles, y, por lo tanto imputados, será mayor a la habitual. Una vez que se normalicen los operativos y se incorporen los precios efectivos, cualquier discrepancia con la inflación que se hubiese estimado con todo el operativo funcionando normalmente se corrige automáticamente. Es por ello que se vuelve más relevante la inflación en un período que incluya al menos un mes sin restricciones a la circulación y con los operativos habituales en campo. De todos modos, el método de imputación garantiza que el índice refleje en cada momento la evolución de los precios de aquellos productos/negocios que están disponibles y se pudieron relevar.

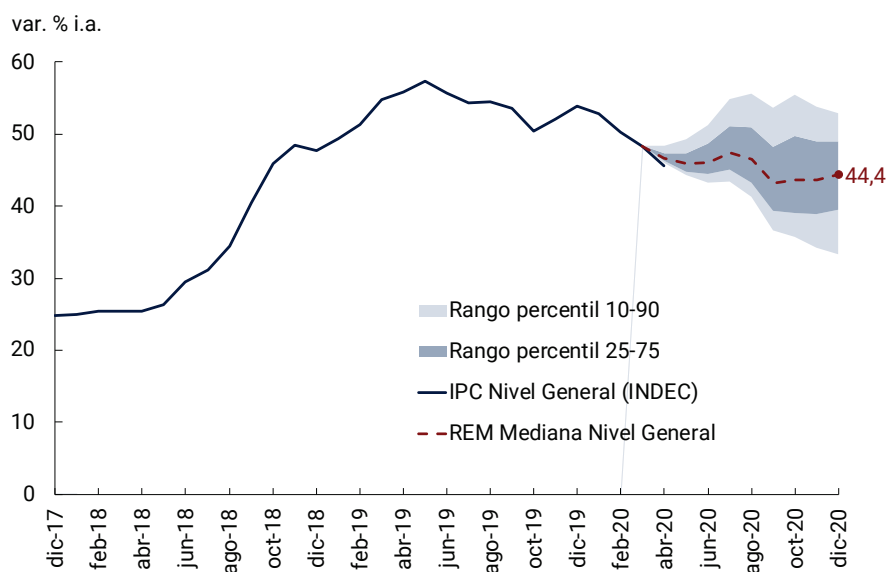
Representatividad: En las actuales condiciones un índice de precios puede ser más difícil de interpretar. El IPC mide la evolución de los precios de una canasta de bienes y servicios representativa del consumo de una población de referencia. La población de referencia del IPC de INDEC es el total de los aglomerados urbanos del país. La canasta del IPC podría resultar menos representativa en las actuales circunstancias⁶⁵. La propagación del COVID-19 ha impactado en la forma de vida de los hogares, afectando la manera que pasan su tiempo, su modo de trabajo y sus patrones de consumo. Los lugares y formas de compra de los hogares se ven alterados por este nuevo esquema: se incrementan las compras en los comercios de cercanía (los cuales a su vez son los más difíciles de acceder para el operativo de IPC mientras que duren las medidas de distanciamiento social) y vía internet, en detrimento de los grandes centros comerciales o hipermercados, por el mayor traslado que implica. Los patrones de gasto cambian, aumentando la preponderancia de algunos rubros sobre otros, al tiempo que algunos se vuelven totalmente irrelevantes. Los gastos de los hogares probablemente se concentran más en los consumos frecuentes como alimentos, productos medicinales, tocador, limpieza y alimentos para mascotas. Por otro lado, los gastos en turismo (hotelería y pasajes), actividades culturales y recreativas como teatro, cine, concurrencia a eventos deportivos, clases de natación, gimnasia, etc., comida fuera del hogar prácticamente desaparecen y otros pasan a tener menos importancia como, por ejemplo, transporte público y combustibles para el automotor, ya que menos personas se trasladan. Sin embargo, el IPC reflejará la variación que en promedio tengan los precios de aquellos productos que están disponibles para la venta, en aquellos negocios que están operando y en los que se haya podido acceder y recopilar la información.

5.3 Perspectivas: El reordenamiento de los objetivos de la política monetaria busca contener la suba de precios en el marco de la emergencia sanitaria

La propagación del COVID-19 a nivel global, las medidas de aislamiento social para su contención y su impacto en el país generaron un escenario de mayor incertidumbre. En este contexto, los analistas que participaron del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de abril mostraron una fuerte dispersión en sus pronósticos para diciembre 2020. Si bien el 90% de los analistas prevén que la inflación de 2020 será inferior a la de 2019, la mediana de las expectativas de inflación para el Nivel general aumentó a 44,4% i.a., +4,4 p.p. respecto al relevamiento anterior. La inflación este año sería 9,4 p.p. menor a la del año pasado. Considerando el centro de la distribución de la muestra, ubicado entre el percentil 75 y el percentil 25, la inflación prevista por los analistas que participan en el REM para diciembre de 2020 descendería en términos interanuales entre 4,8 p.p y 14,3 p.p. (ver Gráfico 5.6).

65 Atendiendo a los posibles cambios en hábitos de consumo ocasionados por el aislamiento preventivo y obligatorio, la Dirección General de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires lanzó un aplicativo para que cada usuario pueda calcular la inflación según sus patrones de consumo <https://www.estadisticaciudad.gob.ar/tuinflacion/>.

Gráfico 5.6 | IPC y expectativas de inflación interanuales



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM-BCRA (abr-20)

En los próximos meses, varios factores asociados al impacto de la crisis del COVID-19 contribuirán a contener la inflación. En primer lugar, la elevada capacidad ociosa por la fuerte caída de la actividad durante la Fase 1 de la crisis reduciría las presiones inflacionarias en el corto plazo (ver Capítulo 3. Actividad Económica, Empleo y Sector Externo). Asimismo, la postergación de algunas negociaciones colectivas de trabajo que estaban pautadas para esta época del año y los esquemas de suspensiones con una reducción salarial anticipan menores presiones sobre los costos de las empresas. En el mismo sentido, el derrumbe del precio del petróleo a nivel global le quitará presión a la inflación tanto por el impacto directo sobre las naftas como indirecto en los costos de la energía de las empresas.

En segundo lugar, seguirán operando las distintas medidas de contención instrumentadas por el Gobierno Nacional con el fin de evitar exageradas subas de precios de un conjunto de bienes y servicios básicos. La decisión del Gobierno de extender inicialmente hasta el 20 de mayo la vigencia de Precios Máximos para un conjunto de alimentos y productos de primera necesidad⁶⁶ y la continuidad del programa de Precios Cuidados, contribuyen a reducir la dispersión de precios, coordinar expectativas y disminuir la inercia inflacionaria. Asimismo, el congelamiento de los alquileres dispuesto hasta fines de septiembre de este año⁶⁷ atenúa las presiones inflacionarias en el rubro Vivienda, que junto con el congelamiento del valor de las cuotas de los créditos hipotecarios sobre inmuebles destinados a vivienda única y de los créditos prendarios actualizados por Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), procuran compensar la caída de ingresos desatada por la crisis del COVID-19. Por último, la suspensión de la actualización de los cuadros tarifarios de electricidad y gas natural bajo jurisdicción nacional sancionada a fin del año pasado con afectación al primer semestre continuará contribuyendo a mantener acotada la suba general de precios minoristas.

El BCRA prevé que la política monetaria excepcionalmente expansiva, orientada a satisfacer las necesidades de liquidez del sector privado, acompañada de una volatilidad cambiaria acotada en el marco de las regulaciones vigentes, no se traducirá en una aceleración de la inflación (ver Capítulo 6. Política Monetaria). A medida que se levanten las restricciones a la movilidad de las personas y se reactive la economía, la expansión monetaria se irá absorbiendo. El BCRA actuará con todos sus instrumentos disponibles para absorber los excesos de liquidez y mantener la inflación acotada.

66 Res. 117/2020
67 DNU 320/2020

6. Política Monetaria

La situación de emergencia económica generada por la pandemia modificó las prioridades de la política monetaria, que pasaron a concentrarse en adecuar el funcionamiento del sistema financiero al aislamiento social obligatorio, en aliviar la situación financiera de empresas y familias, en proteger el ahorro en pesos y en contribuir al financiamiento de las medidas fiscales implementadas por el Gobierno Nacional en un momento de dificultades de acceso al mercado de deuda.

Para ello, el Banco Central tomó una serie de medidas coordinadas con el Gobierno Nacional, similares a las que han implementado otros bancos centrales del mundo, pero también teniendo en cuenta las particularidades de la economía argentina. Con estas iniciativas, la autoridad monetaria busca preservar la cadena de pagos y evitar un quiebre masivo de empresas y un aumento del desempleo y la pobreza.

Por otra parte, los controles de capitales existentes permitieron acotar la volatilidad cambiaria y evitar, así, su impacto en precios, actividad y en la estabilidad financiera, preservando al mismo tiempo las reservas internacionales.

La gestión de la política monetaria en la emergencia requirió de una importante expansión de la liquidez. Una vez superada la pandemia, el crecimiento de la demanda de dinero que trae aparejada la recuperación económica, realizará su aporte para absorber una importante porción de los recursos volcados al mercado en este contexto extraordinario. Este Banco Central cuenta con una amplia gama de herramientas para esterilizar los excesos de liquidez que pudieran emerger una vez superada la crisis. En paralelo, el compromiso asumido junto al Ministerio de Economía de la Nación, en vistas de desarrollar un potente mercado de deuda en moneda local, favorecerá la canalización de los excesos de liquidez hacia las necesidades de financiamiento latentes en nuestra economía.

6.1 La política monetaria frente a los desafíos de la pandemia

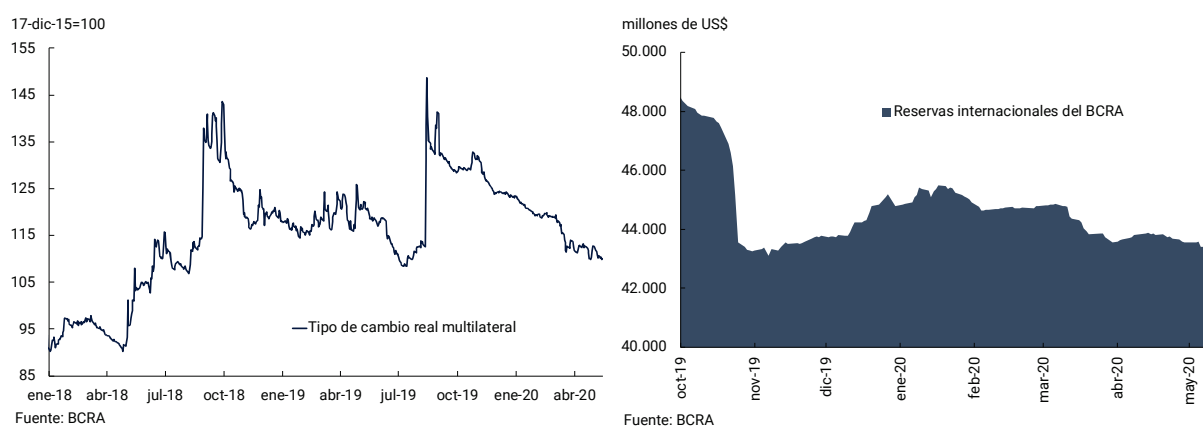
La situación de emergencia económica generada por la pandemia modificó las prioridades de la política monetaria. A partir de la irrupción del COVID-19, éstas se concentraron en atenuar el impacto económico del shock externo y de las medidas sanitarias implementadas por el Gobierno, en un contexto de gran incertidumbre. Así, los objetivos del Banco Central se enfocaron en adecuar el funcionamiento del sistema financiero al aislamiento social obligatorio, en aliviar la situación financiera de empresas y familias, en proteger el ahorro en pesos y en contribuir al financiamiento de las medidas fiscales implementadas por el Gobierno Nacional.

Para atender estas nuevas prioridades, el Banco Central tomó una serie de medidas coordinadas con el Gobierno Nacional, similares a las que han implementado otros bancos centrales del mundo, pero también teniendo en cuenta las particularidades de la economía argentina. Por un lado, la autoridad monetaria adaptó el funcionamiento del sistema financiero para proteger la salud de los clientes y del personal bancario y, al mismo tiempo, asegurar un buen desempeño de los sistemas de pago. Por otra parte, dado que las medidas de aislamiento social y la incertidumbre asociada a la pandemia generaron una brusca caída en los ingresos de hogares y empresas, el Banco Central tomó medidas para apuntalar su situación financiera a través de líneas de crédito a tasas de interés bajas, alivio de los vencimientos de los préstamos y la flexibilización de la clasificación crediticia de los deudores. Con estas iniciativas, la autoridad monetaria

busca preservar la cadena de pagos y evitar un quiebre masivo de empresas, lo que facilitará la recuperación posterior y permitirá que el aumento del desempleo y la pobreza sean menos pronunciados y duraderos (ver Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia).

El Banco Central contribuyó con el financiamiento tanto de las medidas de apoyo a empresas y hogares implementadas por el Gobierno Nacional, como de los vencimientos no renovados de la deuda pública en pesos (ver Capítulo 4. Finanzas Públicas). Las fuertes dificultades de acceso al mercado de deuda por parte del Gobierno debido a las condiciones restrictivas del mercado global y el proceso de reestructuración de la deuda pública, junto con la disponibilidad limitada de nuevas fuentes multilaterales de crédito, restringieron las alternativas de financiamiento del Tesoro (ver Apartado 6 / Oferta de canje de títulos públicos emitidos bajo ley extranjera).

Gráfico 6.1 | Tipo de cambio real multilateral (1) y reservas internacionales del BCRA (2)



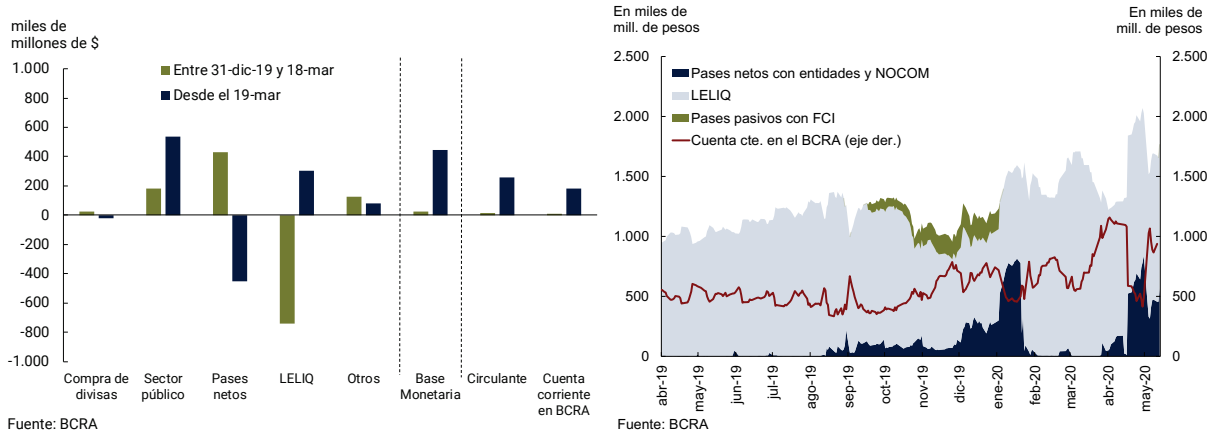
Los controles de capitales vigentes permitieron acotar la volatilidad cambiaria y evitar así su impacto en precios, actividad y en la estabilidad financiera. Dentro del esquema de flotación administrada, el tipo de cambio se incrementó gradualmente para preservar la competitividad, moderando su impacto en precios. El tipo de cambio contra el dólar aumentó cerca de 9% desde el inicio de la turbulencia financiera internacional en los últimos días de febrero. En consecuencia, el tipo de cambio real multilateral, que inicialmente mostró una tendencia descendente, se estabilizó a partir de mediados de marzo (ver Gráfico 6.1).

Las regulaciones cambiarias contribuyeron también a preservar las reservas internacionales en momentos en el que las fuentes de financiamiento en moneda extranjera son escasas por las condiciones del mercado global de capitales y el proceso de reestructuración de la deuda pública (Ver Capítulo 4. Finanzas Públicas). Esto le permitió al Banco Central comprar divisas por US\$4.380 millones entre fines de octubre del año pasado y fines de enero de este año, lo que le otorgó margen de maniobra para intervenir en el mercado de cambios en los días de mayor turbulencia financiera. La decisión del Gobierno Nacional de posponer hasta 2021 los vencimientos de la deuda en moneda extranjera con legislación doméstica también colaboraron para evitar una disminución de las reservas. De esta forma, luego de una caída de US\$800 millones en la primera parte de marzo, las reservas internacionales se mantuvieron en torno a los US\$43.500 millones desde el 19 de marzo (ver Gráfico 6.1).

Las medidas tomadas por el Banco Central para atenuar el impacto de la pandemia se reflejaron en un aumento de la base monetaria. Esta expansión fue impulsada por las transferencias al Tesoro y el desarme de LELIQ inducido por la autoridad monetaria para que las entidades financieras incrementen los préstamos a las empresas y familias (ver Gráfico 6.2 y Apartado 8 / El mercado de crédito en tiempos de pandemia). La mayor parte de este aumento se concentró en los depósitos de cuenta corriente que las entidades

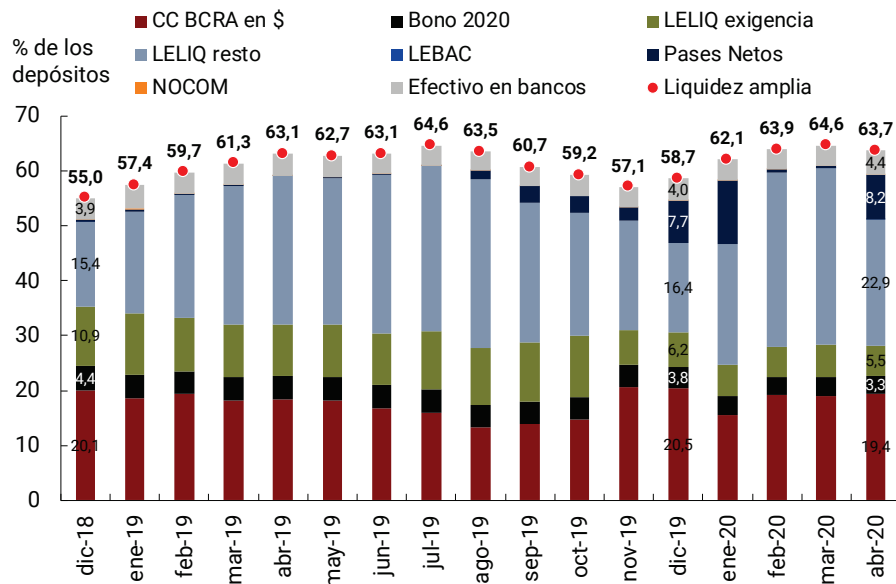
financieras mantienen en el Banco Central, aunque el circulante en poder del público también mostró un incremento significativo.

Gráfico 6.2 | Factores de expansión de la base monetaria (1) y evolución de los pasivos remunerados del BCRA y de los depósitos de cuenta corriente de las entidades financieras (2)



Para evitar que el relajamiento de las condiciones de liquidez pudiera generar tensiones en el mercado cambiario, a partir de abril el Banco Central esterilizó mediante pasivos pasivos parte de la expansión de la base monetaria y tomó una serie de medidas para fortalecer el ahorro en pesos (ver Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia). Todo esto modificó los niveles de liquidez, en un contexto de mayor preferencia por activos más líquidos como reflejo de la cautela por parte de los bancos ante la incertidumbre generada por la pandemia. Así, la liquidez amplia en pesos de las entidades creció hasta alcanzar a 64,6% y 63,7% de los depósitos en marzo y abril, respectivamente, niveles históricamente elevados para ambos meses (ver Gráfico 6.3). También cambió significativamente la composición de la liquidez amplia, con un aumento de la participación de efectivo en bancos y depósitos en cuenta corriente en el Banco Central en detrimento de las Letras de Liquidez (LELIQ) a mediados de marzo.

Gráfico 6.3 | Liquidez amplia en pesos de las entidades financieras

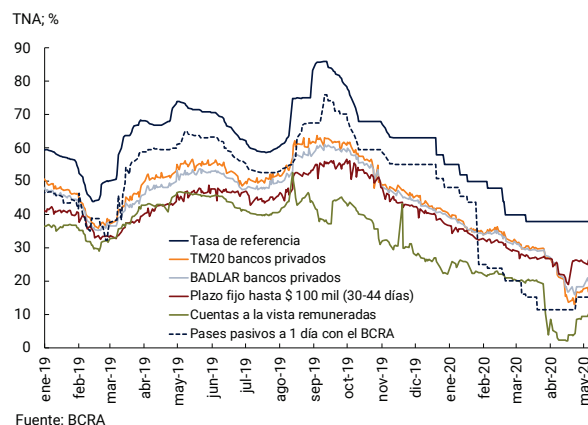
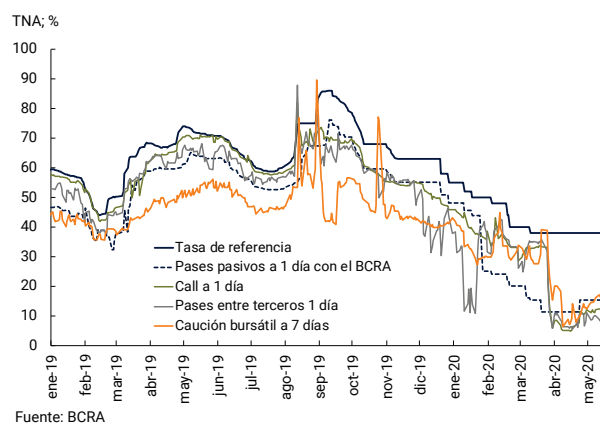


Fuente: BCRA

La mayor liquidez de las entidades financieras contribuyó con una fuerte reducción de las tasas de interés del mercado interbancario y de las tasas pasivas de los bancos. Así, las tasas de *call* y de pases entre terceros a 1 día cayeron hasta alcanzar a mediados de abril valores mínimos desde 2006, de entre 5 y 6% nominal anual. Por su parte, la tasa de interés de depósitos a plazo fijo minorista bajó más de 7 p.p. en la primera mitad de abril, alcanzando un nivel de alrededor de 19% anual (mínimo desde fines de 2017), mientras que las tasas mayoristas BADLAR y TM20 mostraron una trayectoria similar (ver Gráfico 6.4).

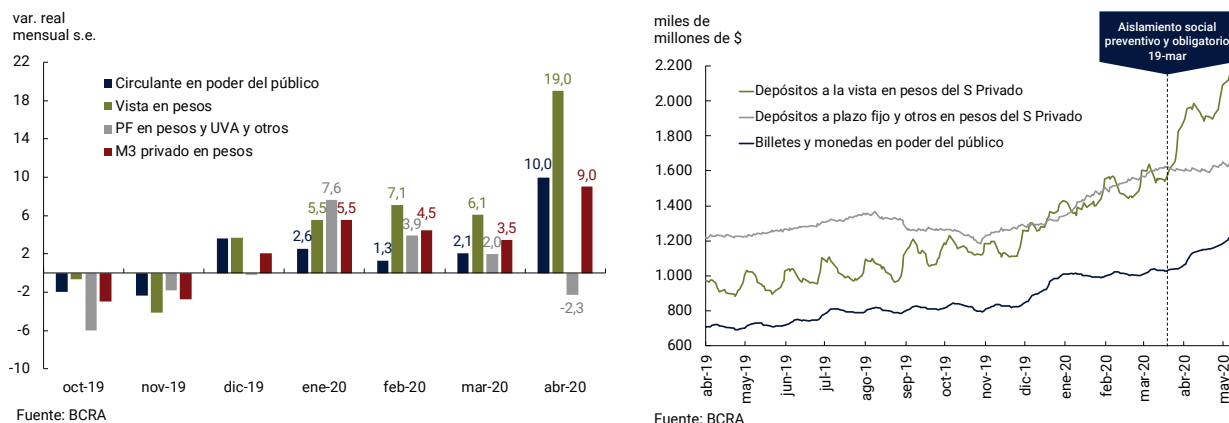
Frente a la caída de las tasas de interés, el Banco Central tomó una serie de medidas para proteger el ahorro en pesos. En primer lugar, estableció una tasa de interés mínima equivalente al 70% de la tasa de LELIQ para los plazos fijos de personas humanas de hasta \$4 millones. A partir de mediados de mayo extendió su alcance a todos los depósitos a plazo del sector privado y permitió a las entidades financieras la integración total de las exigencias de efectivo mínimo de estos depósitos con LELIQ. Asimismo, elevó de 30% a 50% la relación entre la tasa de interés de pases pasivos con la autoridad monetaria y la tasa de LELIQ, lo que implicó una suba de la primera de casi 8 p.p., y redujo los encajes de los depósitos a la vista en pesos de los fondos comunes de inversión de *money market* (ver Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia). Estas medidas llevaron las tasas de interés pasivas a niveles de alrededor de 26% anual. En el caso de las tasas minoristas, esto ocurrió desde la implementación de la tasa mínima a mediados de abril, mientras que el impacto en la BADLAR y TM20 se verificará a partir de la segunda mitad de mayo (ver Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4 | Tasas de interés interbancarias (1) y tasas de interés pasivas (2)



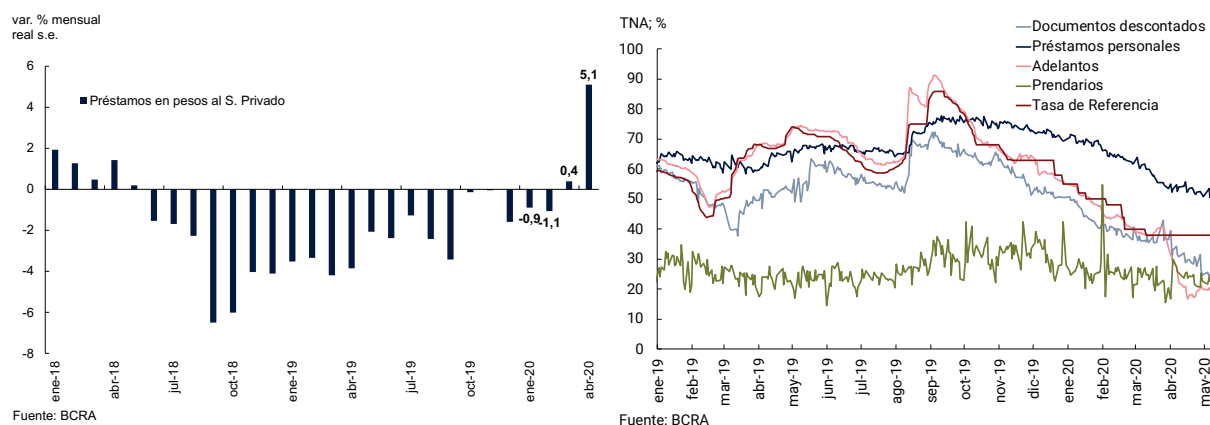
La incertidumbre asociada a la pandemia acentuó, desde mediados de marzo, la preferencia por activos más líquidos por parte del sector privado. Esto se tradujo en un incremento récord de los depósitos a la vista en pesos de 19% real mensual sin estacionalidad en abril, frente a una caída 2,3% de los plazos fijos en el mismo período. Con todo, los depósitos en pesos del sector privado aceleraron su tasa de crecimiento, con una suba de 9% real sin estacionalidad en abril frente al ritmo 5,3% mensual promedio que venían registrando en el primer trimestre (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | Circulante en poder del público y depósitos en pesos del sector privado en términos reales (1) y nominales (2)



Las medidas de la autoridad monetaria para aliviar la situación financiera de empresas y hogares impulsaron una expansión de los préstamos de las entidades financieras al sector privado y una baja en las tasas de interés activas. Así, en marzo los préstamos en pesos al sector privado mostraron el primer incremento real desde mayo de 2018, mientras que en abril registraron un crecimiento de 5,1% real sin estacionalidad, la suba mensual más fuerte desde 2004 y muy por encima de la media del crecimiento para un período comparable desde 2002, tanto en términos nominales como reales. Se destacó el dinamismo de los adelantos en cuenta corriente y documentos, en particular a las MiPyMEs, como consecuencia de las medidas tomadas por el Banco Central y la consecuente reducción de las tasas de interés de este tipo de préstamos, que alcanzaron niveles que no se observaban desde el año 2013 (ver Gráfico 6.6; Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia y Apartado 8 / El rol contracíclico del crédito en la pandemia).

Gráfico 6.6 | Préstamos en pesos al sector privado (1) y tasas de interés activas del sistema financiero (2)

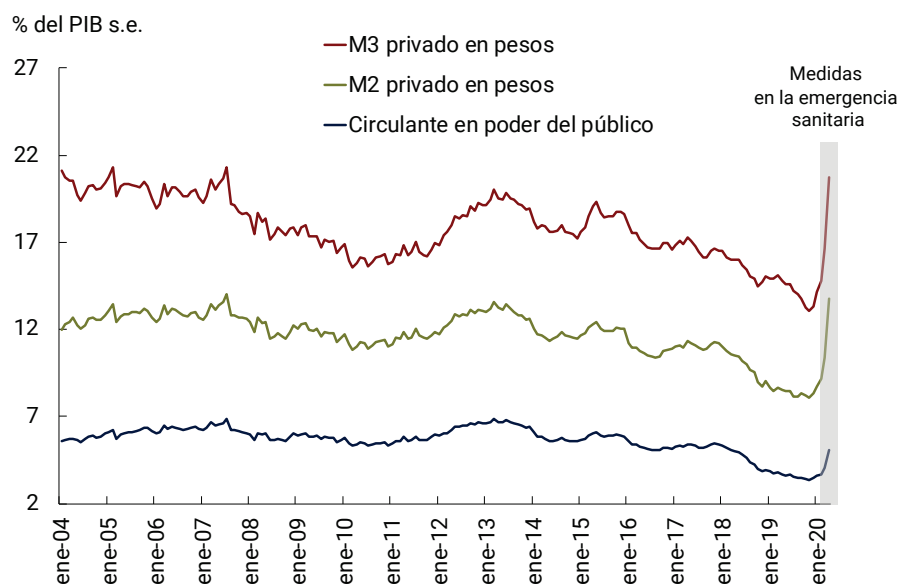


Este rápido crecimiento del crédito respondió tanto a factores de oferta como de demanda que operaron en igual sentido. La mayor demanda de crédito comercial estuvo vinculada a las necesidades de fondos por parte de las empresas para poder afrontar pago de sueldos y mantener el capital de trabajo, en un contexto en el que gran cantidad de sectores no pudieron desarrollar su actividad comercial. Por el lado de la oferta, las regulaciones puestas en funcionamiento por el BCRA mejoraron las condiciones de acceso al crédito y la disponibilidad de fondos por parte de los bancos para ser destinados a crédito al sector privado.

La situación económica y financiera como consecuencia de la pandemia constituye un desafío para el sistema financiero, que se encuentra en una posición sólida para enfrentarlo. Por un lado, los niveles de liquidez observados son históricamente elevados tanto en pesos como en moneda extranjera. Asimismo, los bancos presentan ratios de capital del orden de 22% de los activos ponderados por riesgo en el cierre del primer trimestre del año, excediendo de esta manera las regulaciones locales y las recomendaciones internacionales en la materia. La irregularidad de las financiaciones al sector privado continuó en marzo en valores moderados (5,3% de las financiaciones), con un amplio nivel de cobertura con provisiones (similares, de forma agregada, al saldo de créditos irregulares). El marco micro y macroprudencial vigente contribuye a que las entidades financieras enfrenten los desafíos originados por la pandemia partiendo con bajos niveles de descalces en sus hojas de balance (en particular, el descalce en moneda extranjera se ubica en 10% del patrimonio a nivel agregado), reducida exposición al sector público (menor a 10% de los activos para el sistema) y sólidos niveles y composición de capital.⁶⁸

La gestión de la política monetaria en la emergencia requirió de una importante expansión de la liquidez para enfrentar este shock extraordinario en una situación en la que el sector público, principal sostén de la economía en momentos como éste, enfrenta dificultades de acceso al mercado de deuda. Una vez superada la pandemia y finalizado el proceso de reestructuración de la deuda pública, el crecimiento de la demanda de dinero que trae aparejada la recuperación económica, realizará su aporte para absorber una importante porción de los recursos volcados al mercado. En este sentido, la monetización de la economía argentina se encontraba al inicio de este proceso en niveles históricamente bajos (ver Gráfico 6.7), y este Banco Central cuenta con una amplia gama de herramientas para esterilizar los excesos de liquidez que pudieran emerger una vez superada la crisis. En paralelo, el compromiso asumido junto al Ministerio de Economía de la Nación, en vistas de desarrollar un potente mercado de deuda en moneda local, favorecerá la canalización de los excesos de liquidez hacia las necesidades de financiamiento latentes en nuestra economía.

Gráfico 6.7 | Agregados monetarios en términos del PIB



Fuente: BCRA

68 Ver [Informe sobre Bancos Marzo 2020](#).

Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia⁶⁹

Las medidas implementadas por el Banco Central para atenuar el impacto de la pandemia apuntaron a adecuar el funcionamiento del sistema financiero a las medidas de distanciamiento social, a aliviar la situación financiera de empresas y hogares, y a proteger el ahorro en pesos.

Con este conjunto de iniciativas, la autoridad monetaria busca sostener el empleo y los ingresos de los hogares, preservar la cadena de pagos y evitar quiebres masivos de empresas, con el objetivo de que una vez que se puedan levantar las restricciones sanitarias, la actividad económica pueda retornar a la normalidad más rápidamente y sin efectos persistentes en el empleo y en las condiciones de vida de la población.

1. Adecuación del funcionamiento del sistema financiero a la cuarentena

Las medidas de aislamiento social definidas para lidiar con la pandemia llevaron al Banco Central a adaptar el funcionamiento del sistema financiero a las nuevas circunstancias, para proteger la salud de los clientes y del personal bancario y, a la vez, asegurar un buen desempeño de los sistemas de pago.

Inicialmente, se establecieron las medidas de higiene y prevención que debían tomar las entidades financieras. Se suspendió la atención al público en sucursales, manteniendo la operatoria en forma remota (homebanking, teléfono, email), por cajeros automáticos y puntos de extracción extrabancarios. Se garantizaron las operaciones cambiarias mayoristas y las licitaciones de Letras de Liquidez, se mantuvo el funcionamiento de las cámaras electrónicas de compensación y continuó la operatoria en forma remota de los mercados de capitales.⁷⁰

Estas medidas fueron cambiando con la flexibilización de actividades definida en las sucesivas fases de la cuarentena y se fueron adaptando a las necesidades de implementación de las políticas fiscales de alivio definidas por el Gobierno Nacional. Así, se habilitó la atención al público por ventanilla para jubilados, pensionados y beneficiarios de la asistencia social. Se amplió la atención en sucursales al resto del público con turno previo para solicitud de préstamos, acceso a cajas de seguridad, apertura de cuentas, etc. Esta operatoria se amplió luego a las empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito, mutuales y cooperativas de crédito y a las empresas de cobranzas extrabancarias. Más adelante se permitió el acceso a ventanilla para la realización de depósitos o extracción de cuentas en moneda extranjera.⁷¹

2. Alivio financiero para empresas y hogares

El aislamiento social y la incertidumbre asociada a la aparición de la pandemia generaron una brusca caída en los ingresos de muchos hogares y empresas, por lo cual el Banco Central, en coordinación con el Gobierno Nacional, tomó una serie de medidas para aliviar su situación financiera.

Por un lado, se establecieron una serie de líneas de préstamos al sector privado para atender las mayores necesidades financieras de empresas y hogares. Así, se definieron estímulos a las entidades financieras para otorgar **préstamos a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) a una tasa de interés no mayor al 24% anual para financiar capital de trabajo o a prestadores de servicios de salud** (para compra de insumos y/o equipamiento). Para ello, se estableció una disminución de la exigencia de efec-

69 Para mayores detalles, ver <http://www.bcra.gob.ar/noticias/coronavirus-BCRA.asp>.

70 Ver las comunicación "C" [86820](#) y las comunicaciones "A" [6942](#), [6944](#), [6945](#) y [6948](#).

71 Ver las comunicaciones "A" [6949](#), [6951](#), [6953](#), [6958](#), [6977](#) y [6982](#).

tivo mínimo en pesos de 40% de los montos otorgados, que se incrementa a 130% si los fondos se destinan al pago de salarios.⁷²

Recientemente, el Banco Central extendió la posibilidad de obtener un **préstamo a una tasa de hasta 24% a las MiPyMEs que hoy no tienen acceso al financiamiento bancario (línea MiPyME Plus)**. Esta nueva línea exige requisitos mínimos para las empresas y alcanzaría a unas 200.000 MiPyMEs que no son clientes bancarios.⁷³

Asimismo, se estableció una **línea de préstamos para monotributistas y autónomos de hasta \$150.000 con tasa de interés cero** a través de tarjetas de crédito. Las entidades financieras pueden reducir la exigencia de efectivo mínimo por un importe equivalente al 60% de la suma de estos créditos, mientras que el Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP) bonifica un 100% de la tasa de interés y del costo financiero total.⁷⁴ También se definió un **estímulo al financiamiento a través del programa AHORA 12** para incentivar el consumo, por el cual se incrementó el límite para la deducción de encajes para este tipo de financiación.⁷⁵

Con el objeto de liberar fondos para incrementar la capacidad prestable para estas financiaciones se **limitaron las tenencias de Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ) en poder de las entidades financieras**⁷⁶, se **prohibieron las operaciones de caución bursátil para las entidades financieras**⁷⁷ y se **suspendió la posibilidad de distribución de dividendos para las entidades financieras** hasta el 30 de junio.⁷⁸

Por otra parte, la autoridad monetaria definió un conjunto de medidas para **aliviar la carga de los vencimientos de préstamos ya otorgados**. Estableció la eliminación de intereses punitivos sobre las cuotas de créditos (personales, prendarios, hipotecarios, entre otros) impagas hasta el 30 de junio y la posibilidad de solicitar a las entidades que difieran el pago de las cuotas que venzan entre el 1º de abril y el 30 de junio de 2020 hasta el mes siguiente al final originalmente previsto del contrato. En el caso de las deudas con tarjeta de crédito, se estableció la refinanciación en forma automática de los saldos impagos hasta el 30 de abril a un año de plazo, con 3 meses de gracia y en 9 cuotas mensuales. Asimismo, la autoridad monetaria redujo la tasa máxima de estas financiaciones de 55% anual a 43% anual.⁷⁹ Esto complementó el congelamiento de la cuota de créditos hipotecarios para vivienda única y la suspensión de las ejecuciones hipotecarias dispuestos por el gobierno.⁸⁰

Asimismo, se **extendió el plazo para la presentación de los cheques** con vencimiento dentro del período de aislamiento y se admitió la posibilidad de una segunda presentación para los cheques sin fondos para los que las entidades no pueden aplicar comisiones.⁸¹ Esto se complementó con la suspensión del cierre de cuentas bancarias por el rechazo de cheques por falta de fondos dispuesta por el Gobierno.⁸² Tam-

72 Esta medida se complementó con el fortalecimiento del Fondo de Garantías Argentino (FOGAR) por parte del Tesoro por \$30.000 millones para otorgar garantías de respaldo (Ver [Decreto de Necesidad y Urgencia 325/2020](#)). Ver las comunicaciones "A" [6937](#), [6946](#) y [6979](#).

73 En el caso de que las empresas presenten la garantía del Fondo de Garantías Argentino (FOGAR), los bancos están obligados a otorgar estas financiaciones. Las entidades que no presten los montos estipulados por esta línea son penalizadas con una reducción en su posición de LELIQ de hasta 3 puntos. Ver la Comunicación "A" [7006](#).

74 El Tesoro realizará un aporte de fortalecimiento de \$11.000 millones al FONDEP. Por otra parte, el Fondo de Garantías Argentina (FOGAR) podrá avalar hasta el 100% de estos préstamos, sin exigir contragarantías, para lo que el Tesoro realizará un aporte de \$26.000 millones al fondo. Ver la Comunicación "A" [6993](#) y el [Decreto de Necesidad y Urgencia 376/2020](#).

75 Ver la Comunicación "A" [6937](#).

76 Ibidem nota 5.

77 Ver la Comunicación "A" [6978](#).

78 Ver la Comunicación "A" [6939](#).

79 Ver las comunicaciones "A" [6949](#) y [6964](#).

80 Ver el [Decreto de Necesidad y Urgencia 319/2020](#).

81 Ver las comunicaciones "A" [6942](#) y [6950](#).

82 Ver el [Decreto de Necesidad y Urgencia 312/2020](#).

bién se **limitaron los débitos directos** para que sólo sean posibles para el pago de facturas de servicios públicos y privados, impuestos, tasas y contribuciones cuando se encuentre asegurado el conocimiento por el cliente del importe a debitar.⁸³

Finalmente, el Banco Central **flexibilizó transitoriamente (hasta septiembre de este año) los parámetros con los que son clasificados los deudores bancarios**, extendiendo 60 días el plazo para la clasificación de cada deudor en cada categoría.⁸⁴

3. Protección del ahorro en pesos

En un contexto de caída de las tasas de interés por las iniciativas para aliviar la situación financiera de empresas y hogares, la autoridad monetaria tomó una serie de medidas para preservar la remuneración de los depósitos en pesos.

Por un lado, **estableció una tasa de interés mínima para depósitos a plazo fijo en pesos de personas humanas** de hasta \$4 millones equivalente al 70% de la tasa de política monetaria (26,6% anual), incrementando el retorno de estos depósitos que se hallaban en niveles inferiores al 20% anual.⁸⁵ Más recientemente, **se extendió esta tasa mínima a todos los depósitos a plazo fijo** para personas humanas y jurídicas del sector privado no financiero sin límite de monto, y se permitió a las entidades financieras la integración total de las exigencias de efectivo mínimo de estos depósitos con LELIQ.⁸⁶

Por otra parte, el Banco Central **incrementó su tasa de interés de pasivos con entidades financieras** de 11,4% a 19% (pasó de 30% a 50% de la tasa de política monetaria) y redujo a 0% **los encajes para los depósitos a la vista en pesos de los fondos comunes de inversión de money market** para estimular el retorno de estas inversiones.⁸⁷

83 Ver la Comunicación "A" [6948](#).

84 Ver la Comunicación "A" [6938](#).

85 Ver la Comunicación "A" [7000](#).

86 Con excepción de la proporción máxima admitida para la integración en Bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija. Ver la Comunicación "A" [7018](#).

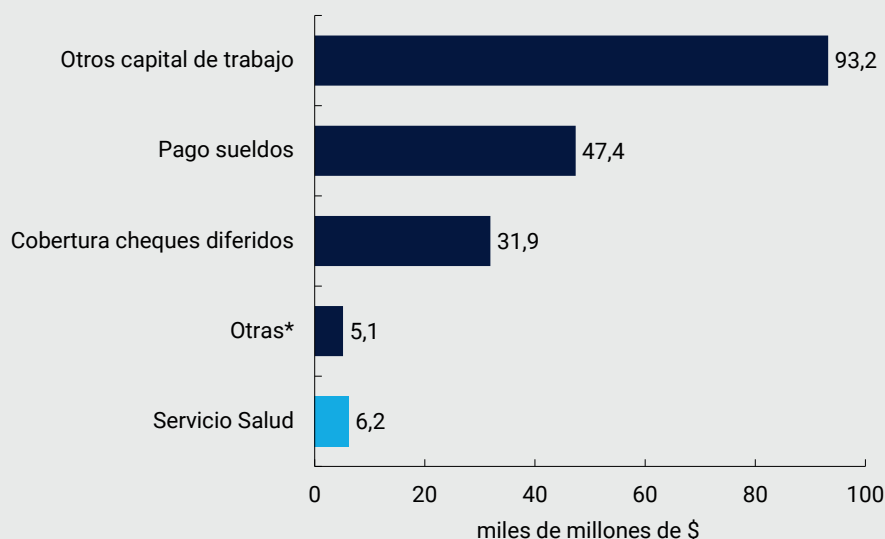
87 Ver la Comunicación "A" [6992](#).

Apartado 8 / El rol contracíclico del crédito en la pandemia

El Banco Central tomó una serie de medidas para aliviar la situación financiera de hogares y empresas, que incluyeron la creación de nuevas líneas de préstamos (ver Apartado 7 / Medidas del Banco Central para afrontar el impacto de la pandemia).

Dentro del conjunto de líneas de préstamos creadas se destaca aquella que está destinada a MiPyMEs (sea para capital de trabajo o para empresas sin acceso al financiamiento bancario –MiPyME plus–). Desde el inicio de la cuarentena esta línea registró operaciones por \$223.280 millones. De este monto, \$183.870 millones correspondieron a los desembolsos acumulados, que se repartieron entre 114.200 empresas lo que equivale a una media diaria cercana a los \$6.000 millones en promedio. Del total de créditos otorgados, aproximadamente \$6.000 millones correspondieron a prestadoras de servicios de salud. El resto fue destinado a MiPyMES y se distribuyó de la siguiente forma: el 52% a capital de trabajo (excluyendo sueldos), el 27% a pago de sueldos y el 21% restante a otros destinos (ver Gráfico 1). Adicionalmente, los bancos tienen \$22.380 millones aprobados, pero aún no desembolsados, y \$17.000 millones en proceso de aprobación.

Gráfico 1 | Financiaciones MiPyMEs y Servicios de Salud
montos desembolsados - acum. entre 20-mar y el 15-may



*A MiPyMEs no incluidas en líneas con al menos 50% de capital de trabajo.
Fuente: BCRA

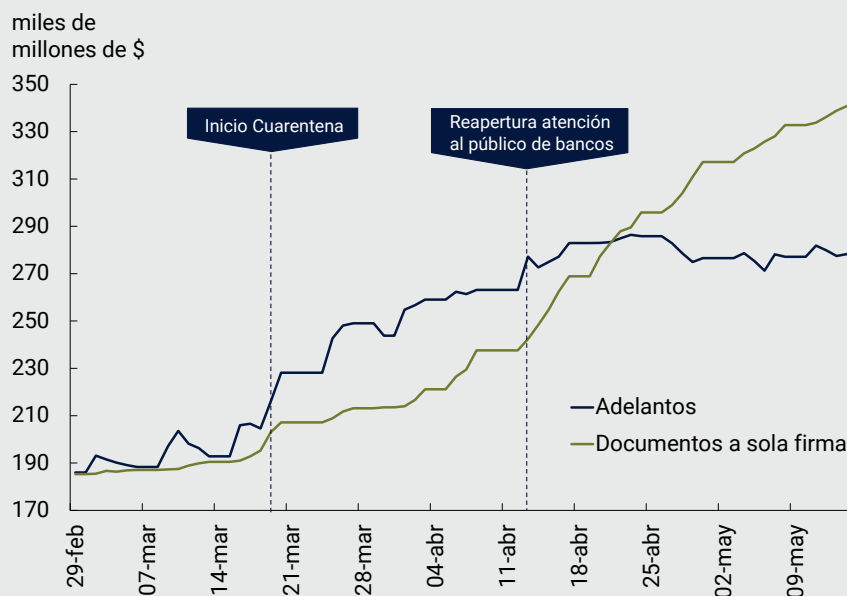
Las entidades financieras privadas de capitales nacionales otorgaron \$82.900 millones, mientras que las de capitales extranjeros realizaron desembolsos por \$54.300 millones. El resto de los montos fueron colocados por entidades públicas.

Del total de desembolsos de esta línea, aproximadamente un 18% (\$32.400 millones) contó con el respaldo del Fondo de Garantías Argentino (FoGAR). Cabe señalar que las empresas medianas (tramos 1 y 2) pueden acceder a una garantía del 25% del capital otorgado por la entidad financiera, mientras que las micro y pequeñas empresas, incluidos los monotributistas, pueden acceder a un aval por la totalidad del capital aprobado por el banco. Así, el monto total garantizado alcanzó los \$20.300 millones (62,7% del total de montos otorgados con avales del FoGAR).

El crédito a tasa cero es otra línea recientemente creada, en este caso para aliviar la situación financiera de autónomos y monotributistas. En los primeros 15 días de mayo (está vigente a partir del primero de mayo), los datos provisorios indican que se otorgaron 151.443 préstamos por un monto total de \$19.890 millones. Debido a que esta línea prevé que la acreditación de los fondos se haga en tres meses, recién se acreditaron \$6.231 millones de pesos. En igual período se emitieron 34.879 nuevas tarjetas para la acreditación de estos fondos, ya que la norma contempla la emisión de una nueva tarjeta en caso de que el cliente no posea una con la entidad. Del monto otorgado, el 83% fue realizado por entidades privadas y el resto por las entidades públicas.

En términos de las líneas utilizadas para las financiaciones comerciales el comportamiento no fue homogéneo, siendo los adelantos en cuenta corriente y los documentos a sola firma los principales vehículos a través de los cuales se canalizó el crédito. Inmediatamente tras el inicio de la cuarentena los adelantos fueron la línea más dinámica, debido en parte a que su uso es relativamente automático. En la medida en que fueron transcurriendo los días, y con más intensidad después de la reapertura de la atención al público por parte de los bancos, los documentos a sola firma ganaron un dinamismo creciente (ver Gráfico 2). De este modo, el saldo de los Documentos a sola firma acumula un crecimiento de 66,9% respecto al valor observado con anterioridad al inicio de la cuarentena. En tanto, los adelantos se ubican 28,5% por encima de igual período.

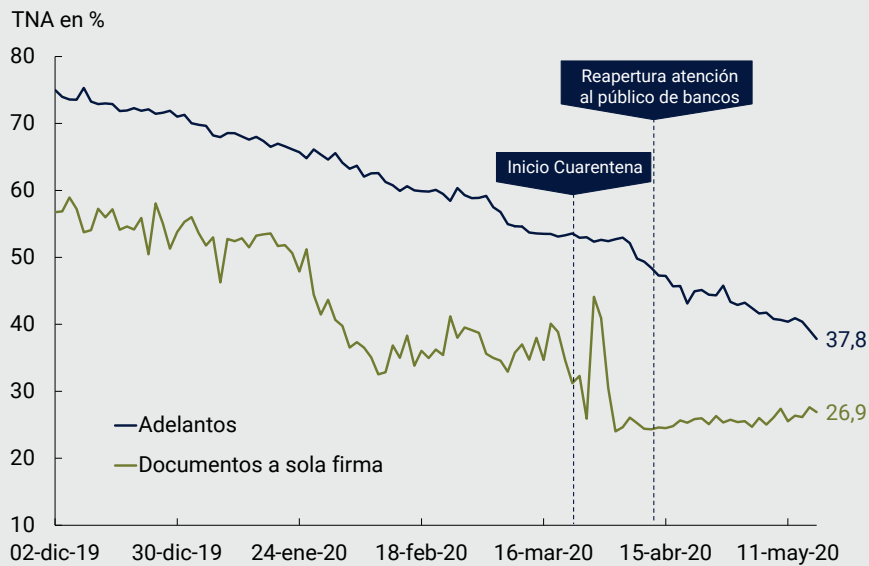
Gráfico 2 | Saldos de Adelantos en Cuenta Corriente y Documentos a Sola Firma al S. Privado



Fuente: BCRA

En simultáneo con el aumento de las financiaciones a tasas próximas al 24%, las tasas de interés del resto las líneas comerciales registraron una marcada caída. La continuidad en el proceso de baja de tasas de interés se dio aun cuando la tasa de política monetaria se mantuvo estable en 38%. Con datos al 15 de mayo, la tasa de adelantos en cuenta corriente registró una caída de 11,6 p.p. hasta 35,5% desde el inicio de la cuarentena. Si realizamos una apertura de la tasa de interés de esta línea por tipo de empresas, observamos que la que afrontan las PyMEs se redujo 15,5 p.p. hasta 37,8% anual. Las tasas de interés de documentos a sola firma registraron una reducción de 8,1 p.p. respecto al 19 de marzo pasado y se ubican en 30,8% para el total del sistema al 15 de mayo. Para las PyMEs la tasa de documentos descontados se ubica en 26,9% anual (ver Gráfico 3).

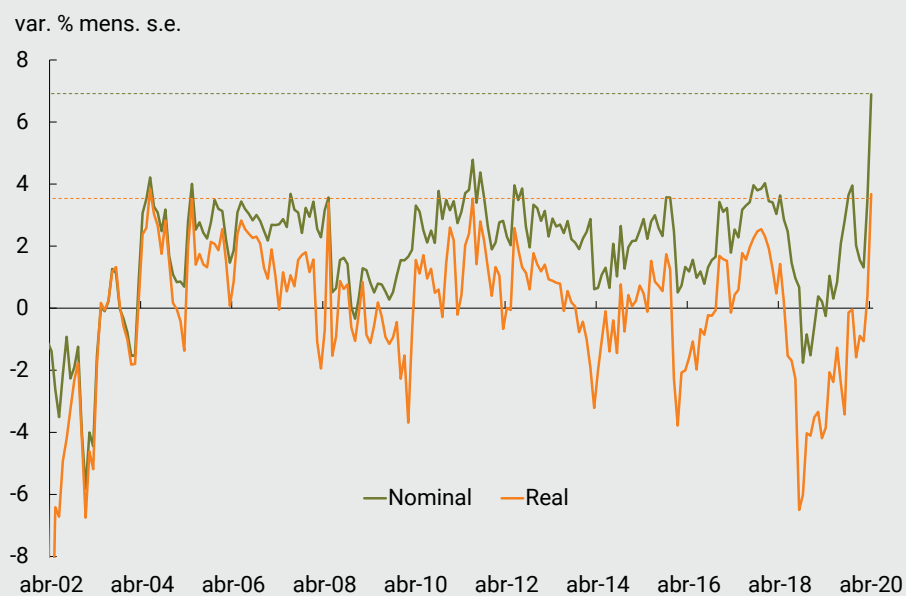
Gráfico 3 | Tasas De Interés a PyMES de Adelantos y Documentos a Sola Firma



Fuente: BCRA

De esta forma, desde el inicio del aislamiento social, preventivo y obligatorio el stock de crédito al sector privado registró un aumento de \$163.600 millones (8,6%), implicando un crecimiento promedio de 6,9% sin estacionalidad para abr-20 (ver Gráfico 4). Este ritmo de crecimiento se ubica muy por encima de la media del crecimiento para un período comparable desde 2002 en términos nominales. En términos reales, las expansiones de marzo y abril rompieron con prácticamente dos años de contracciones y la tasa de abril se ubicó en torno a los máximos valores alcanzados desde 2002.

Gráfico 4 | Crecimiento Mensual de los Préstamos al Sector Privado



Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

ATP: Programa de Asistencia de Emergencia para el Trabajo y la Producción

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BoE: Banco de Inglaterra

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFG: Crisis financiera global de 2008-09

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

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

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

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

IFE: Ingreso Familiar de Emergencia

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

ILA: Índice Líder de la Actividad

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

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

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

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

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

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

Mens.: mensual

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones

Min.: Ministerio

MIP: Matriz insumo-producto

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MRO: *Main refinancing operations*

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NEA: Noreste argentino

NG: Nivel general

NOA: Noroeste argentino

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

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OIT: Organización Internacional del trabajo

OPEP: Países Exportadores de Petróleo

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados

PCE: *Personal consumption expenditures*

PCP-BCRA: Predicción contemporánea del PIB del BCRA

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PMI: *Purchasing Managers' Index*

PP: Productos primarios

Prom. móv.: Promedio móvil

Prom.: Promedio

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

QE: Quantitative Easing

R\$: *Real*

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

REPO: *Repurchase Agreement* (Operación de Re-compra)

ROE: Registros de Operaciones de Exportación

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

S.A: Sociedad Anónima

s.e.: Serie sin estacionalidad

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

TFF: Tasa de fondos federales

tn.: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCI: Utilización de la capacidad instalada

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

Vol.: Volumen

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA