

Informe de Política Monetaria

Agosto de 2020



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Agosto 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 y empleo, sector externo, finanzas públicas, precios y política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 18 de agosto de 2020.

Contenidos

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

Pág. 8 | 2. Contexto Internacional

Pág. 20 | *Apartado 1 / Prociclicidad de las condiciones financieras internacionales y el rol de las calificaciones crediticias*

Pág. 24 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 35 | *Apartado 2 / Recuperación económica a distintas velocidades*

Pág. 38 | *Apartado 3 / Fortalecimiento del sistema de protección social en la pandemia*

Pág. 41 | 4. Sector Externo

Pág. 48 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 53 | *Apartado 4 / Novedades sobre la reestructuración de la deuda pública nacional*

Pág. 56 | 6. Precios

Pág. 64 | 7. Política Monetaria

Pág. 78 | *Apartado 5 / El rol de los encajes como herramienta de política monetaria*

Pág. 81 | 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.

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Las perspectivas de crecimiento global para el año 2020 empeoraron desde la publicación del IPOM anterior. Incorporando nuevos datos sobre el primer impacto de la pandemia del COVID-19 y con una duración mayor a la esperada inicialmente, las proyecciones indican que la recesión actual triplicaría en magnitud a la registrada durante la crisis financiera global de 2008-9. Pese a que ya se observan indicios de recuperación, estos pronósticos aún contemplan un alto grado de incertidumbre respecto al progreso de la enfermedad y a la efectividad de las políticas fiscales y monetarias para contener los efectos de la crisis en el mediano y largo plazo. A esto se suma el riesgo que entraña la aparente desconexión entre el dinamismo de los mercados financieros internacionales en un contexto de abundante liquidez y la todavía anémica economía real global.

Argentina comenzó a transitar durante el segundo trimestre de 2020 la segunda fase del ciclo económico COVID-19, en la que comenzaron a vislumbrarse los primeros signos de recuperación tras la flexibilización progresiva del aislamiento social, en línea con lo anticipado en el IPOM anterior. En un mundo donde los flujos comerciales internacionales se desplomaron y las exportaciones de bienes argentinos cayeron 11% s.e. desde marzo, ese primer impulso provino fundamentalmente de la demanda del mercado interno, sostenido por un extraordinario esfuerzo coordinado de la política fiscal y monetaria. Desde el punto más álgido de la crisis en abril, los indicadores de actividad revelaron una reactivación de la economía a distintas velocidades entre regiones, delimitada por una desigual reapertura de actividades vinculada a una evolución epidemiológica asimétrica. Hacia adelante, la fortaleza de esta recuperación dependerá directamente de la evolución de la pandemia, de la capacidad de reactivación del gasto privado condicionado a la situación financiera de hogares y empresas y de la efectividad de las políticas de Gobierno orientadas a salvaguardar el tejido productivo, sostener el ingreso de los hogares y apuntalar la reactivación a partir del dinamismo de la demanda interna.

La dinámica de menor inflación observada desde comienzos de 2020 se consolidó en estos meses. La política de flotación administrada orientada a contener la volatilidad del tipo de cambio fue fundamental en este proceso. Durante el segundo trimestre, la extraordinaria coyuntura de actividades suspendidas temporalmente y la disminución del gasto de los hogares contribuyeron a contener la inercia inflacionaria. En los mercados de bienes y servicios esenciales, el Gobierno actuó activamente para proteger el poder de compra de los hogares, con la implementación de precios máximos y cuidados. En el segundo semestre, la tasa de inflación mensual promedio será levemente superior a la observada en el segundo trimestre del año, a partir de un reajuste de precios relativos asociado a la recuperación del precio de los servicios ante la reapertura de dichas actividades. Aun así, la inflación seguirá ubicándose muy por debajo de los niveles observados en 2019. La postergación de las negociaciones paritarias y de los ajustes de tarifas de servicios públicos también contribuyen al menor dinamismo de los precios durante estos meses. El reajuste ordenado de estos precios relativos será clave en la consolidación de la desaceleración inflacionaria de cara al año próximo.

La situación de emergencia económica originada por la pandemia requirió de medidas extraordinarias de apoyo a familias y empresas. Las principales medidas fiscales, que concentraron 70%

del gasto primario en el segundo trimestre, fueron los pagos del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), la extensión de la Tarjeta Alimentaria, el programa de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP), la ampliación del subsidio de desempleo, el congelamiento de tarifas de servicios públicos, el pago de adicionales a trabajadores esenciales, el gasto en insumos de salud y bienes de capital hospitalarios, y las transferencias a provincias. En particular, el Ministerio de Desarrollo Productivo estimó que el IFE evitó que 2,8 millones de personas cayeran en la pobreza y que 1,4 millones lo hicieran en la indigencia. Ese conjunto de medidas, junto con la eximición del cobro de contribuciones patronales y del cobro de intereses a los préstamos de beneficiarios de la ANSeS, representaron a junio alrededor de 3,3% del PIB y superarían los 4 puntos a fines de este año. El BCRA fue clave en aportar el financiamiento del paquete de estímulo fiscal en la emergencia implementado por el Gobierno Nacional, en tanto que la persistencia de importantes dificultades de acceso a los mercados financieros, en el contexto de la reestructuración de la deuda externa y con un mercado de deuda en pesos en proceso de reconstrucción, y la disponibilidad limitada de nuevas fuentes multilaterales de crédito mantuvieron restringidas las alternativas de financiamiento del Tesoro.

El BCRA concentró sus esfuerzos en aliviar la carga financiera de empresas y hogares, proteger el ahorro en moneda nacional y generar condiciones para que el sistema financiero asista al sector privado en términos acordes a la coyuntura de emergencia económica. La implementación de estas medidas requirió realizar un uso intensivo de los instrumentos de política monetaria disponibles, como la regulación de tasas de interés activas y pasivas para estimular tanto el crédito como el ahorro. Asimismo, se utilizó el régimen de efectivo mínimo que, si bien mantuvo su carácter prudencial, también contribuyó a alcanzar objetivos fundamentales en esta coyuntura.

En primer lugar, las medidas de promoción del crédito dieron lugar a una respuesta contracíclica de financiamiento bancario. El crédito al sector productivo lideró la expansión, impulsado por las líneas de crédito de tasas de interés subsidiadas orientado a las MiPyMEs. El principal vehículo a través del cual se canalizó el crédito comercial al sector privado fue la línea a MiPyMEs y Prestadoras de Servicios de Salud al 24%. Esta línea, destinada fundamentalmente a cubrir las necesidades de capital de trabajo de MiPyMEs, acumuló desde el inicio de la cuarentena un financiamiento por \$369.348 millones, muy por encima de los \$220.000 esperados originalmente. En tanto, la línea MiPyMEs Plus, para empresas sin acceso al financiamiento bancario, otorgó \$2.450 millones, desde su implementación. El crecimiento de estas líneas explicó prácticamente la totalidad del aumento del crédito comercial (que fue más de 50% desde el inicio de la cuarentena) y, a fines de junio, representaban poco más de un tercio del saldo del financiamiento productivo y 16% del crédito total al sector privado. Así, el crédito comercial pasó de una contracción de casi 50% i.a. a fines del 2019 a una suba récord en términos reales. Asimismo, se canalizaron financiaciões en tarjetas de crédito a tasa 0 a monotributistas y autónomos. El monto otorgado acumulado desde el inicio de la línea es de \$61.014 millones, de los cuales ya se acreditaron \$53.126 millones, explicando dos tercios del aumento del saldo en tarjetas de crédito desde inicios de mayo. Otros factores que también contribuyeron positivamente al crecimiento de las financiaciões con tarjetas de crédito fueron la ampliación de los rubros incluidos en el programa "Ahora 12" y la fijación de una tasa máxima para estas financiaciões en 43% nominal anual (n.a.).

En segundo lugar, la creación de los plazos fijos UVA precancelables y la política de tasas de interés mínimas para las colocaciones a plazo, acompañada por una moderación en el ritmo de crecimiento de los precios, aseguró un retorno real positivo para el ahorro en moneda doméstica. Como resultado, se observó un fuerte dinamismo de los depósitos a plazo fijo, que registraron tasas de crecimiento históricamente elevadas. En particular, en junio dichas colocaciones crecieron 9,4% en términos reales, el mayor guarismo desde la salida de la convertibilidad.

El sistema financiero argentino se encuentra bien preparado para enfrentar la emergencia originada por el COVID-19 a partir de sus elevados niveles de liquidez y solvencia, que son el resultado de políticas macro y microprudenciales implementadas en las últimas dos décadas. Asimismo, ha jugado un rol importante en contener los efectos de la crisis impulsado por la recalibración de los instrumentos del BCRA en función del contexto de emergencia económica y social inducido por la pandemia.

A fin de 2019, el BCRA definió una serie de lineamientos de política,¹ destacándose los referidos al sendero de las tasas de interés y el tipo de cambio. En un marco de volatilidad cambiaria más acotada favorecida por el esquema de flotación administrada y la regulación vigente de la cuenta capital y financiera, el BCRA redujo progresivamente la tasa de interés nominal anual de las LELIQ desde 63% a 38% (o en su equivalente efectivo anual desde 87,1% a 45,4%) a inicios de marzo, encarando la pandemia con una configuración de tasas de interés mucho más acorde para aliviar financieramente a familias y empresas. El BCRA considera que el nivel de tasa de interés real debe preservar la estabilidad financiera y externa de la economía, y debe ser compatible con el financiamiento de la producción y la construcción de una curva de rendimientos a mayor plazo, favoreciendo el ahorro en moneda doméstica.

Por último, la acotada volatilidad cambiaria y el uso prudente de las reservas internacionales también han sido ejes de política monetaria del BCRA. En los últimos meses las fuentes de financiamiento en moneda extranjera fueron exiguas, debido a la mayor incertidumbre financiera observada tanto por los efectos de la pandemia sobre los mercados emergentes como por el hecho de entrar en la etapa de definiciones del proceso de restructuración de la deuda pública bajo legislación extranjera. Las regulaciones del mercado de cambios vigentes y el esquema de flotación administrada permitieron acotar la volatilidad cambiaria, y evitar así sus efectos negativos sobre los precios internos, la actividad y la estabilidad financiera. Hacia delante, la normalización de la deuda contribuirá a aliviar el frente externo. En este sentido, el acuerdo alcanzado con los tres grupos de acreedores privados sobre la deuda pública bajo legislación extranjera nos acerca a poder delinear un sendero fiscal y externo que permita iniciar un proceso de crecimiento sostenible. En los próximos meses se disipará gran parte de la incertidumbre financiera de este año y se podrá avanzar en el desarrollo de un mercado de deuda en moneda doméstica. El nuevo perfil de vencimientos y la mayor capacidad de financiamiento externo del sector privado contribuirán a reducir la demanda neta de divisas en el mercado de cambios y dará espacio para la recomposición de las importaciones asociadas a la expansión de la producción y el consumo en armonía con el equilibrio externo.

¹ Ver "[Lineamientos para una política monetaria en una economía en transición macroeconómica](#)".

El acuerdo sobre la deuda pública y el inicio de la recuperación de la economía constituyen significativos avances, pero aún restan importantes desafíos por delante. La situación que atraviesa la economía argentina necesita de un Banco Central activo que, sin perder de vista la estabilidad monetaria y financiera, promueva el empleo y el desarrollo económico con equidad social. En este marco, el BCRA procurará facilitar el proceso de recuperación de la actividad económica mediante el estímulo al crédito productivo, en especial a las MiPyMEs, que son las principales dinamizadoras del empleo en Argentina.

La gestión de la política monetaria en la emergencia ha requerido de una importante expansión de la liquidez. El crecimiento observado en la demanda de dinero ha contribuido a absorber una significativa porción de los recursos volcados a la economía, dinámica que se reforzará una vez que se consolide la recuperación económica. El grado de monetización de la economía argentina se encontraba antes de la pandemia en niveles históricamente bajos, y se espera que cierre el año en valores razonables. El Banco Central actuará con todas sus herramientas ante eventuales excesos de liquidez que pudieran emerger en los próximos meses. En este sentido, hasta el momento el BCRA utilizó mayormente LELIQ y Pases, con una remuneración promedio en torno a 33% n.a., lo que implicó un esfuerzo nominal en los primeros 7 meses del año similar a igual periodo de 2019 y significativamente menor en términos reales.

2. Contexto Internacional

El impacto global de la pandemia ha sido mayor al proyectado bajo un alto grado de incertidumbre tan sólo tres meses atrás. En los primeros meses de la emergencia sanitaria, la pandemia impactó con mayor intensidad en China, gran parte de Europa y Estados Unidos (con epicentro en Nueva York). Tras ralentizarse su expansión en los focos iniciales, se observó una gradual distensión de las medidas de distanciamiento social en ellos. Sin embargo, los focos iniciales fueron reemplazados por otros donde el virus tuvo igual o mayor impacto socioeconómico. Esto se debe a que en los últimos meses la expansión del virus se concentró en regiones menos desarrolladas (como Latinoamérica, parte de África e India). Junto a ello, desde mediados de julio se observa un nuevo gran foco en los Estados Unidos, principalmente en los estados de California, Texas, Florida, y en otros estados del sur. También se están registrando rebrotes, por ahora acotados, en zonas que habían visto disminuir significativamente el nivel de contagios (incluyendo regiones de España, Bélgica, Japón, Australia e Israel).

Esta dinámica llevó a que los organismos internacionales redujesen marcadamente sus proyecciones de crecimiento para la economía global en 2020 (el FMI espera una caída del PIB de casi 5% y 6% en términos per cápita), con una recuperación parcial durante 2021, más que duplicando el efecto recesivo de la crisis financiera global de 2008-2009 (CFG). Los distintos gobiernos continuaron tomando un sinnúmero de medidas fiscales y monetarias paliativas para evitar una crisis aún mayor. Estos estímulos, junto con la reapertura gradual y el relajamiento de las medidas de contención sanitaria (con avances y retrocesos), permitió que se observara cierta recuperación desde el “piso” de marzo y abril.

Los mercados financieros se estabilizaron, con una marcada mejoría en los activos de renta variable. La salida de capitales de los mercados emergentes se moderó desde fines de mayo, y en el margen, empezó a revertirse en algunos países. Las monedas de los mercados emergentes se apreciaron levemente, lo que se reflejó en la debilidad del dólar de las últimas semanas. Como contrapartida, se observó cierta recuperación del precio de las materias primas. Sin embargo, la aparente desconexión entre la evolución de los mercados financieros y la economía real de muchos países hace temer por los efectos adversos de una corrección rápida de los precios de los activos.

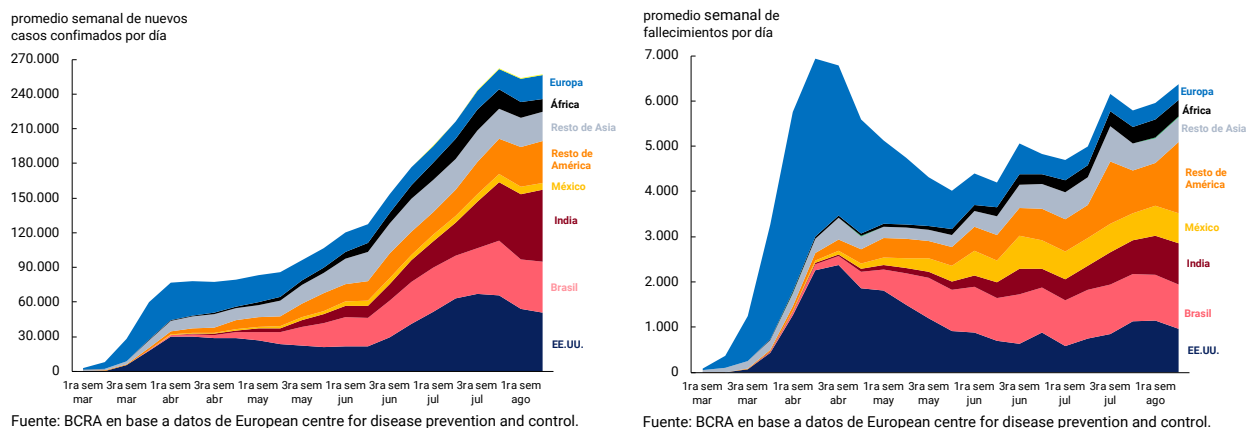
El mundo continúa enfrentando una situación muy dinámica e incierta: la incipiente recuperación enfrenta el riesgo de un rebrote del virus. Sin una vacuna o un tratamiento médico efectivo, aunque se relajen las medidas de distanciamiento social, el riesgo latente de contraer COVID-19 seguirá impactando en las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas, y por ende en el desempeño de la economía global.

2.1. Evolución de la pandemia

Luego del estallido inicial de la pandemia de COVID-19 que puso en jaque a los sistemas de salud, especialmente en Europa, el epicentro se trasladó hacia los Estados Unidos, India y Latinoamérica (principalmente Brasil, México y Perú). Asimismo, si bien gran parte de los países de Europa y Asia continúan manteniendo

bajo control el número de contagios y muertes, se han registrado en las últimas semanas rebrotes en algunos países de ambos continentes. En los Estados Unidos, luego de haber controlado el primer brote en la región noreste del país, en el mes de julio se verificó una aceleración de la curva de contagios en California y en prácticamente todos los estados del sur, destacándose Texas y Florida. Ello pone en riesgo una rápida recuperación de la primera economía del mundo (ver Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 | Evolución de nuevos casos confirmados y fallecimientos por COVID-19



De este modo, gran parte de Europa y Asia se encuentran ya en una etapa más avanzada de la reapertura de la economía, mientras que en aquellas regiones donde la circulación del virus es mayor persiste la rigidez de las medidas de distanciamiento social. No obstante, aún en aquellos países que han relajado significativamente las medidas sanitarias, la reapertura continúa dándose de forma gradual: en algunos casos con retrocesos más o menos marcados, observando la evolución de la situación epidemiológica y con restricciones en ciertos sectores de la economía de mayor riesgo sanitario (turismo, gastronomía y recreación, entre otros). Varios países que han tenido rebrotes o nuevos focos de contagio regionales —entre ellos Estados Unidos, Israel, Hong Kong, Japón, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Alemania, Grecia, Nueva Zelanda y Australia— han retrocedido en mayor o menor grado con la flexibilización de las medidas de aislamiento o distanciamiento social (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Índice de rigidez de medidas de distanciamiento social



2.2. La pandemia tuvo un fuerte impacto en la economía global, que sólo empieza a recuperarse gradualmente

Desde el IPOM anterior las perspectivas económicas empeoraron, en un contexto de mayor incertidumbre. Una de las mayores fuentes de incertidumbre estaba vinculada a la duración de la pandemia y por ende de la crisis; los rebrotes implican un mayor riesgo de "segundas olas" de la enfermedad. Otras fuentes de incertidumbre estaban relacionadas con el tiempo en que se tardaría en desarrollar y distribuir globalmente un tratamiento médico viable (sea vacuna o medicación); y cuán efectivas serían las respuestas de política monetarias y fiscales. Finalmente, se vio una retracción sin precedente del gasto privado, que induce una duda adicional: si se corregirá rápida o paulatinamente.

Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas. Junio de 2020

	2019	FMI				Banco Mundial			
		Proyecciones junio 2020		Dif. con proyecciones de abril 2020		Proyecciones junio 2020		Dif. con proyecciones de enero 2020	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
PIB Mundial	2,9	-4,9	5,4	-1,9	-0,4	-5,2	4,2	-7,7	1,6
Economías avanzadas	1,7	-8,0	4,8	-1,9	0,3	-7,0	3,9	-8,4	2,4
Estados Unidos	2,3	-8,0	4,5	-2,1	-0,2	-6,1	4,0	-7,9	2,3
Eurozona	1,3	-10,2	6,0	-2,7	1,3	-9,1	4,5	-10,1	3,2
Alemania	0,6	-7,8	5,4	-0,8	0,2				
Francia	1,5	-12,5	7,3	-5,3	2,8				
Italia	0,3	-12,8	6,3	-3,7	1,5				
España	2,0	-12,8	6,3	-4,8	2,0				
Japón	0,7	-5,8	2,4	-0,6	-0,6	-6,1	2,5	-6,8	1,9
Reino Unido	1,4	-10,2	6,3	-3,7	2,3				
Canadá	1,7	-8,4	4,9	-2,2	0,7				
Otras economías avanzadas	1,7	-4,8	4,2	-0,2	-0,3				
 Mercados emergentes y economías en desarrollo	3,7	-3,0	5,9	-2,0	-0,7	-2,5	4,6	-6,6	0,3
Asia emergente	5,5	-0,8	7,4	-1,8	-1,1				
China	6,1	1,0	8,2	-0,2	-1,0	1,0	6,9	-4,9	1,1
India	4,2	-4,5	6,0	-6,4	-1,4	-3,2	3,1	-9,0	-3,0
ASEAN-5	4,9	-2,0	6,2	-1,4	-1,6				
Europa emergente	2,1	-5,8	4,3	-0,6	0,1				
Rusia	1,3	-6,6	4,1	-1,1	0,6	-6,0	2,7	-7,6	0,9
América latina y el caribe	0,1	-9,4	3,7	-4,2	0,3	-7,2	2,8	-9,0	0,4
Brasil	1,1	-9,1	3,6	-3,8	0,7	-8,0	2,2	-10,0	-0,3
México	-0,3	-10,5	3,3	-3,9	0,3	-7,5	3,0	-8,7	1,2
Cercano oriente y Asia central	1,0	-4,7	3,3	-1,9	-0,7				
Arabia Saudita	0,3	-6,8	3,1	-4,5	0,2	-3,8	2,5	-5,7	0,3
África sub-sahariana	3,1	-3,2	3,4	-1,6	-0,7	-2,8	3,1	-5,8	0,0
Nigeria	2,2	-5,4	2,6	-2,0	0,2	-3,2	1,7	-5,3	-0,4
Sudáfrica	0,2	-8,0	3,5	-2,2	-0,5	-7,1	2,9	-8,0	1,6

Fuente: World Economic Outlook update, junio de 2020, FMI y Global Economic Prospects, junio 2020, Banco Mundial.

Recientemente, los organismos multilaterales empeoraron sus proyecciones de crecimiento (ver Cuadro 2.1). Por ejemplo, el FMI prevé que la economía mundial se contraiga 4,9% en 2020 (ver Gráfico 2.3) 1,9 p.p. más que en la proyección de abril. Además, se prevé que en caso de un nuevo brote en 2021 el PIB crecería ese año 0,8%, 5 p.p. menos que lo esperado en abril. La menor proyección para 2020 se fundamenta en un impacto negativo mayor en el primer semestre y a una recuperación más lenta. Esto último se espera debido a las medidas de distanciamiento social que se mantendrían durante gran parte de la segunda mitad de 2020. Además, muchas empresas registrarían menor productividad debido a las prácticas de seguridad e higiene que deben adoptar. El Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos plantean escenarios similares.

Gráfico 2.3 | Escenarios alternativos de proyecciones del FMI

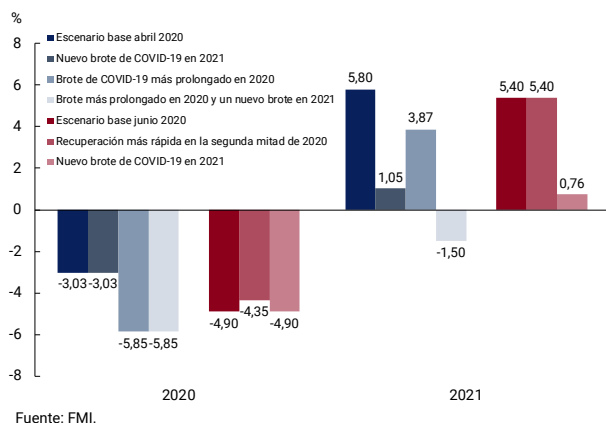
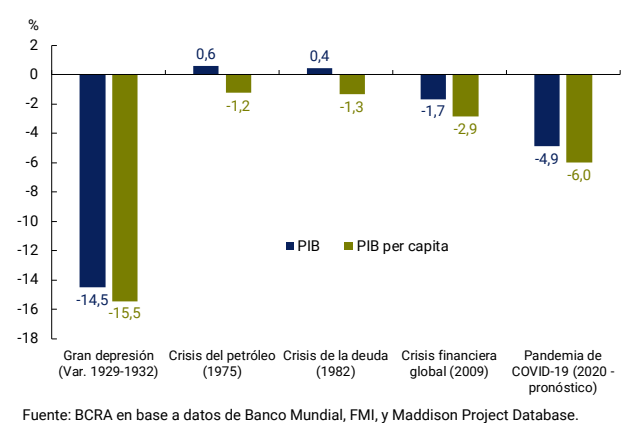


Gráfico 2.4 | Crisis globales comparadas. Variación del PIB mundial



En la crisis actual, la caída del PIB per cápita más que duplicaría la crisis financiera global de 2008-09 (CFG; ver también el Apartado 1 / El impacto global del COVID-19 del IPOM de mayo de 2020); y sería casi seis veces mayor que la crisis de petróleo de la década del setenta, y la de la deuda de 1982 (ver Gráfico 2.4). En cambio, la crisis actual es aproximadamente dos tercios menor que la Gran Depresión de 1929-1932, en gran parte debido a las lecciones de política macroeconómica aprendidas desde entonces. Sin embargo, la diferencia entre ambas podría achicarse si no se encuentra una solución médica viable y la peor faceta de la pandemia continúa más allá de 2020. Otra de las características sobresalientes de la crisis actual es que es mucho más global que las anteriores, con la mayoría de los países con caída del PIB per cápita, y con un impacto más fuerte en el sector servicios.

Gráfico 2.5 | Volumen de comercio y producción industrial globales

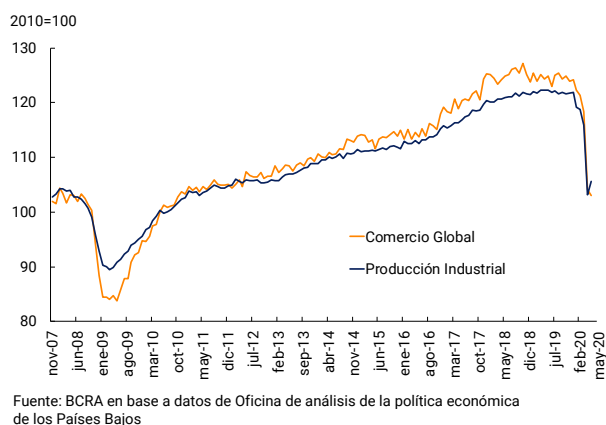
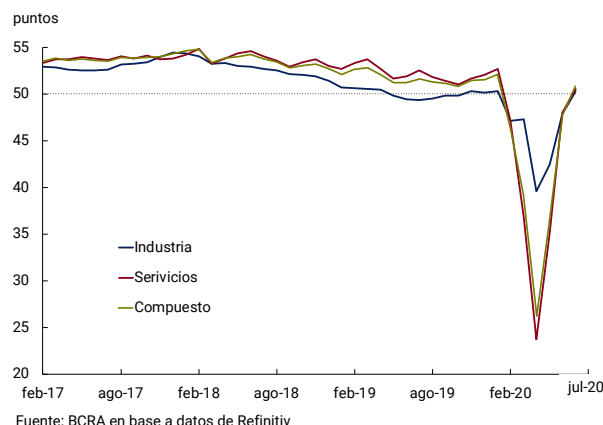


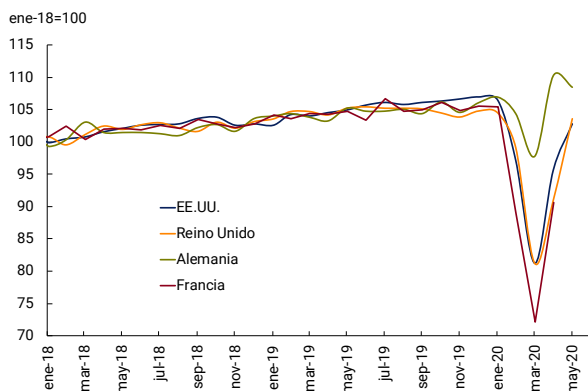
Gráfico 2.6 | PMI Global



Los indicadores económicos de distintos países tienden a mostrar fuertes caídas hasta abril (o aún el segundo trimestre, cuando son de baja frecuencia), e incipientes recuperaciones desde mayo o junio (en indicadores de alta frecuencia). El volumen de comercio mundial cayó 16% en abril respecto de diciembre de 2019, mientras que la producción industrial mundial lo hizo en 15% (ver Gráfico 2.5, en ambos casos mayores que en la CFG). En mayo (último dato disponible), luego del pico de casos en China y gran parte de Europa, el comercio mundial cayó 1,1% respecto de abril, y la producción industrial aumentó 2,3%. El *Purchasing*

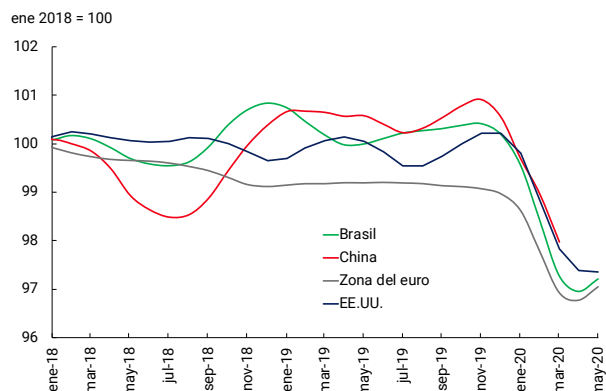
Managers' Index (PMI, encuesta a gerentes de compras) mundial de servicios y compuesto, tras haber caído en abril a la mitad respecto de diciembre de 2019, se recuperó en gran medida en junio (ver Gráfico 2.6). También se registró una recuperación en el PMI industrial, pero tras una caída menor.

Gráfico 2.7 | Ventas minoristas



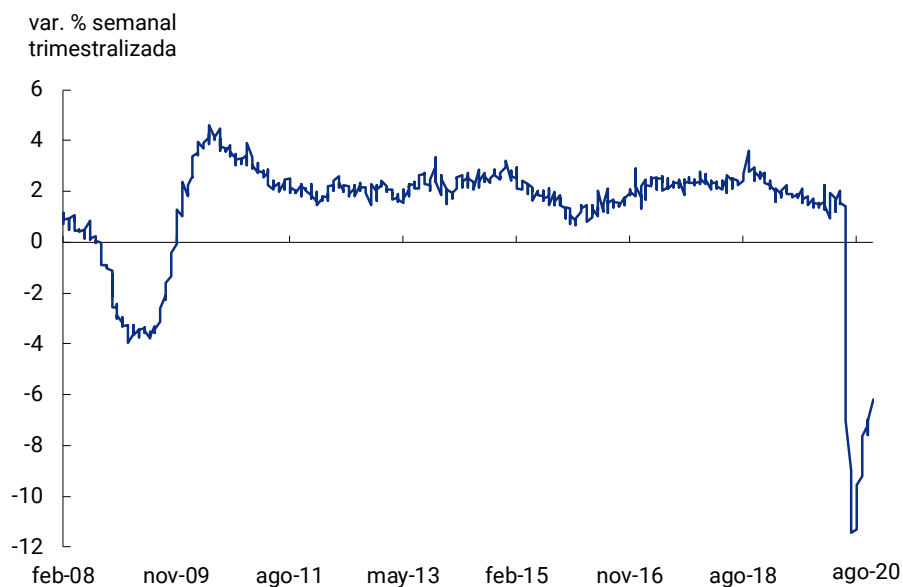
Fuente: BCRA en base a datos de Refinitiv y Reserva Federal de St. Louis.

Gráfico 2.8 | Confianza del consumidor



Luego de la fuerte caída inicial de la actividad económica global, los datos hasta junio revelan una recuperación gradual, a medida que se van flexibilizando las medidas de distanciamiento social en algunas regiones. Esto se refleja en los indicadores de PMI, de ventas minoristas y de confianza del consumidor (ver Gráficos 2.6, 2.7 y 2.8). De esta forma, hasta el momento se observa una dinámica de ciclo en forma de “v” asimétrica. En igual sentido van las proyecciones de crecimiento de los organismos multilaterales y del sector privado. Esta forma de recuperación de la actividad se asienta en la presunción de que la absorción privada se mantendrá débil ante el aumento del ahorro precautorio de las familias y la caída de la inversión de las empresas generados por la fuerte de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia.

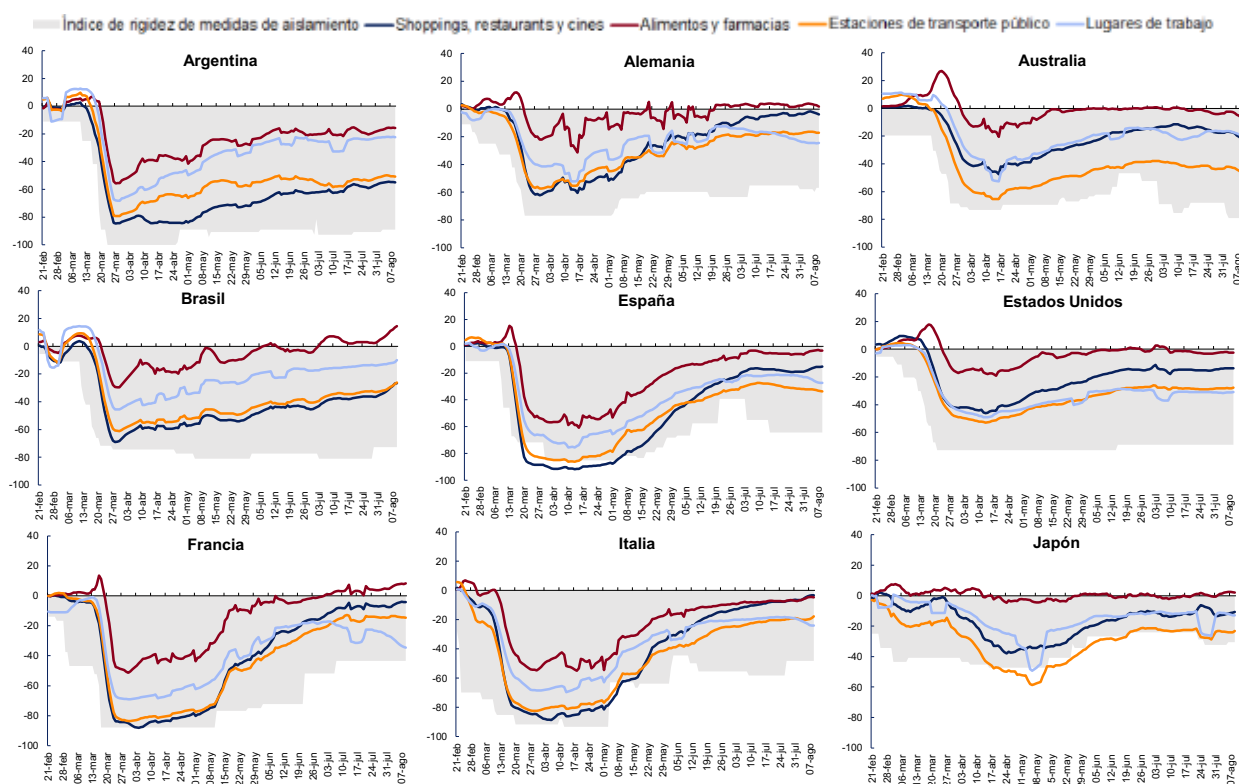
Gráfico 2.9 | EE.UU. Índice semanal de actividad económica



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

Los principales socios comerciales de la Argentina registraron caídas del PIB en el primer trimestre, aún cuando la pandemia abarcó sólo parte del período (Brasil -1,5%, zona del euro -3,6%, China -6,8%, y EE.UU. -5%; en todos los casos respecto del trimestre anterior y sin estacionalidad). También se registraron caídas en el segundo trimestre, excepto en China, que dejaba atrás la crisis sanitaria (zona del euro -12,1%, China 3,2%, y EE.UU. -9,5%). Los indicadores adelantados del tercer trimestre para los Estados Unidos sugieren una recuperación muy gradual (ver Gráfico 2.9). Para fines de julio, el 95% de la producción económica de Estados Unidos correspondía a estados con un número creciente de casos diarios, con el consiguiente impacto en el nivel de actividad. Un panorama más alentador se observa en los datos de alta frecuencia del Google Mobility Report: la mayor presencia en lugares de trabajo y uso de transporte sugiere actividades que se retoman (Gráfico 2.10). Aún con la recuperación en marcha, se proyectan variaciones negativas en 2020 en nuestros principales socios comerciales, excepto China (ver Cuadro 2.1).

Gráfico 2.10 | Informe de movilidad global (promedio últimos 7 días) e índice de rigidez de medidas de aislamiento (-100 = máxima rigidez)



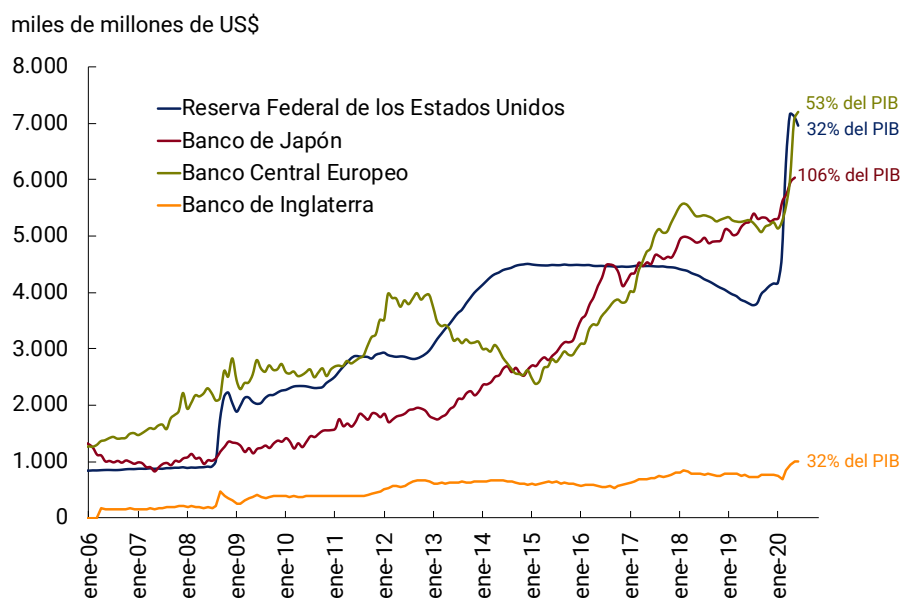
2.3. Las políticas de apoyo mantuvieron un rol fundamental

Los gobiernos y los bancos centrales mantuvieron su apoyo, lo que fue esencial para evitar una mayor caída de la actividad. Las medidas de política económica buscaron proteger los ingresos de los hogares más afectados, evitar que situaciones de liquidez temporales se transformen en problemas de solvencia con quiebras masivas de empresas, y disminuir las chances de que aumente el estrés del sistema financiero. Por ende, las medidas apuntan a evitar un daño masivo y permanente del entramado económico, y facilitar la posterior recuperación (siendo en ese sentido distintas de medidas anticíclicas convencionales).

Las medidas más relevantes de los bancos centrales estuvieron concentradas al principio de la pandemia en proveer liquidez en el mercado interbancario de corto plazo y en el de títulos públicos (para más detalle ver el IPOM de mayo 2020). En muchos casos también se anunciaron medidas de apoyo para los mercados de deuda corporativa, el de liquidez interbancaria global, y para otros agentes del sector público y privado. Estas últimas medidas fueron las que más se ampliaron y ejecutaron en los últimos meses, principalmente en los bancos centrales de las economías avanzadas. Estas medidas son conocidas como del tipo *main street*: buscan ayudar directamente a empresas y al sector productivo. En total, los bancos centrales del G4 tomaron medidas que significaron una ampliación de su activo por casi 14 puntos del PIB de sus economías.

Los balances de los bancos centrales de las mayores economías continuaron incrementándose hasta niveles récord (ver Gráfico 2.11). En el margen, se observa una desaceleración en el ritmo de expansión y, en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), una reducción. Esto último está vinculado al menor rol que jugaron últimamente las adquisiciones de títulos públicos en su programa de compras de activos, puesto que este tipo de programas es el de mayor volumen.

Gráfico 2.11 | Activos totales de los bancos centrales del G4



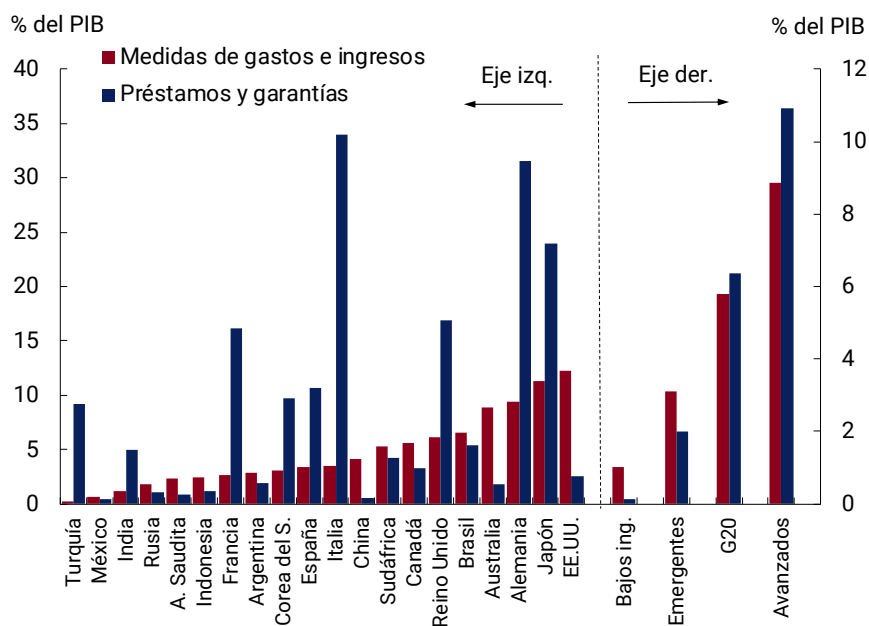
Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos bancos centrales.

A diferencia de la CFG, también bancos centrales de economías emergentes anunciaron programas de compra de activos. Es el caso del Banco Central de Brasil que, tras solicitar en marzo un cambio de urgencia en la legislación que lo regula, anunció a fines de junio los detalles preliminares de un programa de compra de títulos del sector privado. El Banco de Israel actuó en sentido similar. La mayoría de los bancos centrales de países emergentes con margen para reducir su tasa de interés de política monetaria avanzaron en este sentido.

La respuesta global de la política fiscal se orientó a incrementar la capacidad de respuesta del sistema de salud, sostener los ingresos de los hogares y prevenir la quiebra masiva de empresas. Alcanzó un nivel sin precedentes de US\$11 billones.² Estos paquetes de estímulo abarcaron tanto medidas de aumento del gasto y reducción de impuestos como el otorgamiento de préstamos, aportes de capital y garantías.

² Los datos fiscales se han tomado del Monitor Fiscal del FMI de junio.

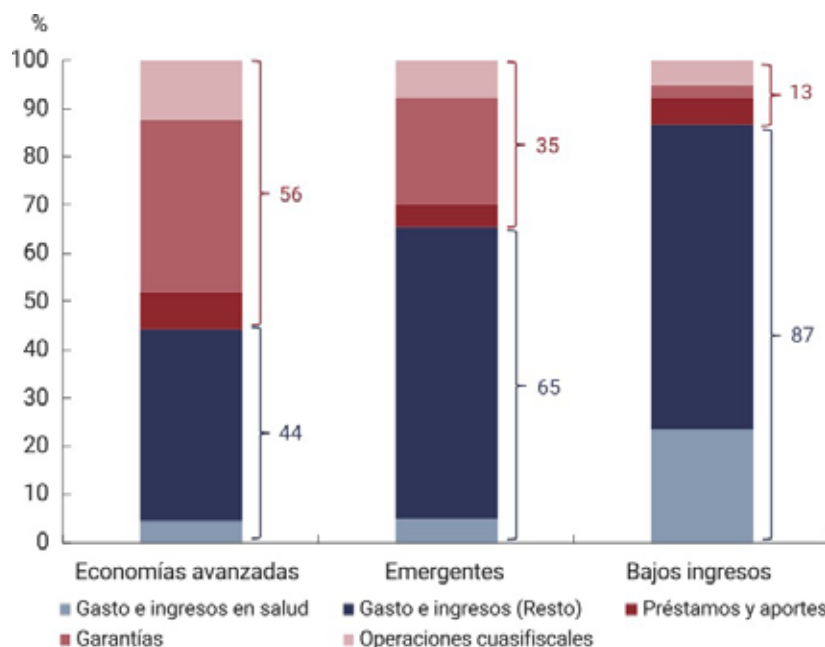
Gráfico 2.12 | Medidas de respuesta fiscal a la pandemia de COVID-19



Fuente: FMI.

La respuesta fue de magnitud dispar entre países. Se observó una diferencia relevante en el tamaño de los paquetes entre países avanzados, emergentes y de menores ingresos, dado el menor espacio de política con el que cuentan estos últimos. Así, las economías avanzadas mostraron en promedio medidas que suman 20% del PIB, las emergentes de 5% del PIB y las de menores ingresos de 1% del PIB (ver Gráfico 2.12). La composición de los paquetes fiscales también difirió de acuerdo con el nivel de desarrollo. En las economías avanzadas las medidas de gasto e ingresos son aproximadamente de la misma magnitud que las de préstamos, aportes y garantías, mientras que las primeras incrementan su participación en los países emergentes (65%), y aún más en los de bajos ingresos (87%). En estas últimas economías, a su vez, se observa una mayor proporción del gasto destinado a los servicios de salud (ver Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Distribución porcentual de las medidas fiscales

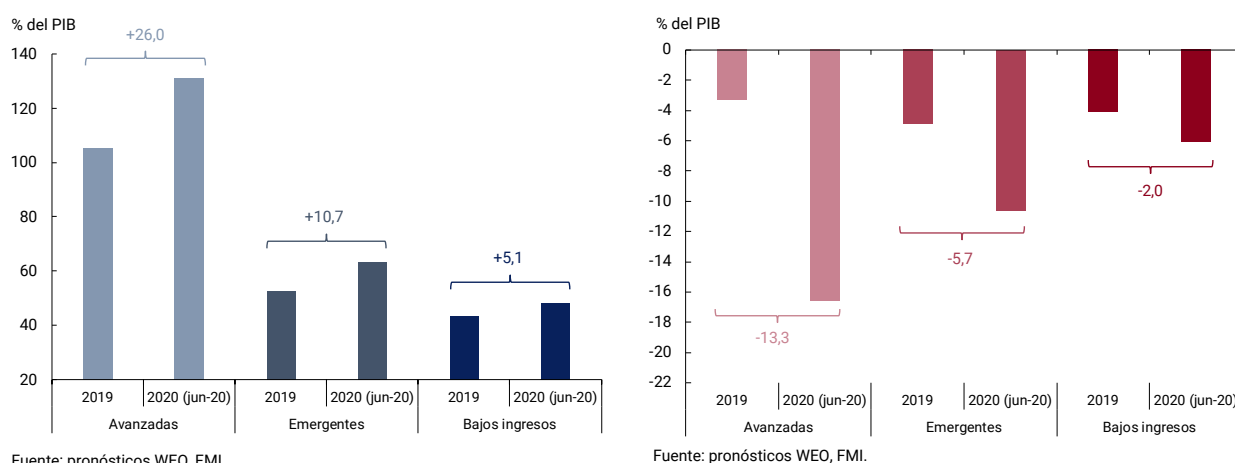


Fuente: FMI.

La mayor parte de los paquetes fiscales se anunciaron en marzo y abril (cerca de unos US\$8 billones), en el momento de mayor impacto económico de la crisis. Sin embargo, la prolongación de la pandemia llevó a que muchos países sostuvieran las medidas de apoyo fiscal (hasta llegar a los US\$11 billones en junio). Esto significó un aumento promedio del estímulo fiscal de 4 p.p. del PIB a nivel global con relación a abril (+1,8 p.p. por medidas de gasto e ingresos y +2,2 p.p. por préstamos, aportes y garantías), concentrado, principalmente, en Japón, Estados Unidos, Alemania, India, Turquía y Sudáfrica.

Estas medidas de estímulo fiscal, junto con el impacto de los estabilizadores automáticos definidos por el sistema tributario y los esquemas de seguro de desempleo de los que dispone cada país, llevarán a un fuerte incremento de los déficits fiscales y de la deuda pública durante este año. El FMI prevé un aumento promedio del déficit fiscal de los países avanzados de 13,3 p.p. del PIB con respecto a 2019, de 5,7 p.p. para los emergentes y de 2,0 p.p. para los de menores ingresos, en tanto, la deuda pública global alcanzaría un máximo histórico, superando el pico previo de la Segunda Guerra Mundial (101,5% del PIB en 2020) (ver Gráfico 2.14).³

Gráfico 2.14 | Deuda pública (izquierda) y resultado financiero (derecha)



El impacto de la crisis y la respuesta de política sobre las cuentas fiscales y la deuda pública, superarán largamente lo observado durante la CFG (2008-2009), cuando el déficit financiero global fue de 4,9% del PIB en 2009 (frente al 10% del PIB previsto para 2020) y el incremento de la deuda bruta global fue de 10,5% del PIB (frente a uno de 18,7% del PIB previsto para 2020). De todas formas, existe todavía una gran incertidumbre sobre el sendero de recuperación de la economía, sobre las medidas adicionales que podrían tomar los países y su consecuente impacto en las cuentas públicas.

Recuadro. La Unión Europea responde a la pandemia reforzando la integración

En el marco de la respuesta fiscal de los países al impacto económico del COVID-19, la Unión Europea (UE) acordó la creación de un fondo de recuperación de EUR750 mil millones para ayudar a los países de la región en el período 2021-2023. Esta iniciativa, llamada *Next Generation EU*, representa 5,4% del PIB y un aumento de 68% del presupuesto europeo 2021-2027. Del monto acordado, EUR77 mil millones se destinarán a reforzar programas ya existentes de la UE, mientras que el resto corresponderá al Fondo de Resiliencia y Recuperación (EUR673 mil millones) que canalizará la ayuda a los países a través de subvenciones (EUR313 mil millones) y préstamos (EUR360 mil millones).

³ La fuente de los pronósticos de deuda bruta y resultado fal es el WEO del FMI de junio.

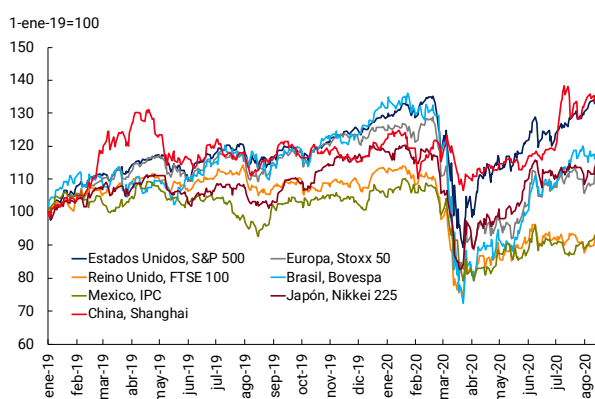
Los estados miembros deberán diseñar un plan de recuperación de sus economías para destrabar su parte de los fondos. El máximo de subvenciones que podrá recibir cada país dependerá de su población, PIB per cápita y tasa de desempleo. Se estima que Italia y España podrían recibir entre 2,5% y 3,5% del PIB en los primeros dos años, mientras que Francia, Alemania y los Países Bajos hasta 0,9%, 0,4% y 0,5% del PIB, respectivamente. Por su parte, los préstamos que reciban los países deberán devolverse hasta 2058 y el monto máximo que cada país puede tomar prestado no podrá superar el 6,8% de su ingreso nacional bruto. Además de complementar los esfuerzos nacionales de estímulo fiscal, esta iniciativa representa la primera medida de política fiscal coordinada a nivel de la UE: la Comisión Europea tomará fondos del mercado de capitales para financiarse, lo que consolida la integración económica y refuerza el federalismo fiscal de la región.

2.4. Los mercados financieros se recuperan con fuerza, pero persiste el riesgo de una corrección

Los mercados continuaron la recuperación luego de los mínimos postpandemia, alcanzados a mediados de marzo. Desde el cierre del IPOM anterior el índice S&P 500 subió 18%, para llevar a 51% la suba desde el mínimo de este año. Es destacable también que en los últimos meses bajó bastante la volatilidad. En efecto, el índice VIX, que mide la volatilidad implícita de las opciones y llegó a un máximo de 82,69 en marzo de este año, cayó a valores menores a 30 desde comienzos de julio, casi llegando a sus valores promedio históricos.

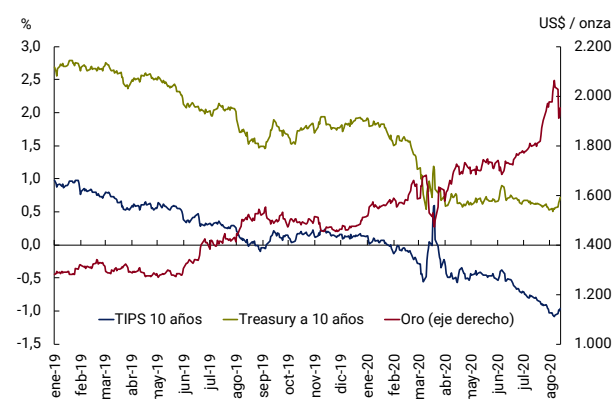
Esta recuperación implica una mejora de las condiciones financieras globales, pero también presenta riesgos. Se advierte una desconexión entre la situación esperada de la economía real y el desempeño de los mercados financieros. Los precios de las acciones están 4% más altos que a comienzos de año en los EE.UU., y apenas 11% abajo en Europa, cuando la situación económica (y, por ende, las ganancias de las empresas) haría esperar precios sustancialmente menores (ver Gráfico 2.15).

Gráfico 2.15 | Índices accionarios



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Gráfico 2.16 | Tasas de interés de Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Diversos analistas comienzan a preguntarse si estas cotizaciones altas, impulsadas por las medidas fiscales y monetarias sin precedentes, no representan una mayor vulnerabilidad macroeconómica y financiera. Cambios en el apetito por riesgo de los inversores revertirían rápidamente las tendencias de los mercados accionarios, con un efecto riqueza negativo que impactaría sobre el consumo y el crecimiento. Asimismo, podría impactar en los mercados de deuda, con aumentos en el costo para algunos emisores (privados y soberanos) y menor capacidad de refinanciación. Ello podría “derramar” sobre los países en desarrollo bajo la forma de nuevas salidas de capitales. Estos riesgos son acentuados por el comportamiento procíclico de diversos

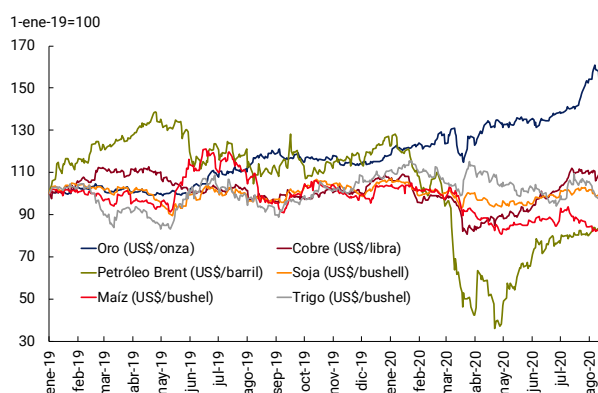
actores globales, tales como las agencias calificadoras de riesgo y los fondos de inversión (ver Apartado 1 / Proclividad de las condiciones financieras internacionales y el rol de las calificaciones crediticias).

El optimismo de los mercados también contrasta con lo que muestran los rendimientos de los bonos de los Estados Unidos. Las tasas reales a 10 años, medidas por el rendimiento de los bonos ajustados por inflación (TIPS), cayeron a -1% anual (ver Gráfico 2.16). Esto indicaría que se espera un bajo crecimiento en los próximos años, y una política monetaria expansiva por parte de la Fed por un tiempo prolongado.

Los flujos de capitales hacia países emergentes fueron levemente positivos en las últimas ocho semanas. Los spreads soberanos cayeron y el EMBI+, que llegó a un máximo de 641 a mediados de marzo, cayó más de 250 p.b. hasta 382. Esto permitió que distintos emisores de países emergentes volvieran a tener acceso a los mercados. Dentro de los países latinoamericanos, Chile, Perú, México y Brasil emitieron bonos soberanos. Sin embargo, el riesgo de una reversión persiste. El flujo neto de cartera desde comienzos de la pandemia es negativo y muy superior al de crisis anteriores (ver Gráfico 2.18): habiendo llegado a una salida neta de US\$107 mil millones a comienzos de junio, es ahora de US\$92 mil millones. Las monedas de los países emergentes se apreciaron levemente, lo que está vinculado también en parte, a la debilidad reciente del dólar estadounidense.

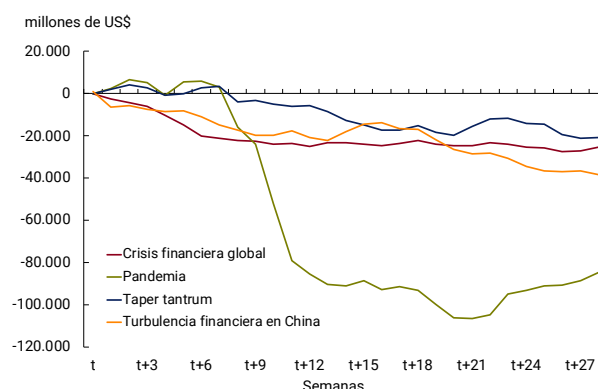
En línea con la depreciación reciente del dólar, los precios de las materias primas continúan recuperándose luego del impacto sufrido por la pandemia. En general, a excepción de los metales, se encuentran en niveles inferiores a los de fines del año pasado. Es así que el Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA⁴ (IPMP) aumentó más de 12% desde los mínimos que alcanzó en abril. El petróleo todavía no se recuperó totalmente del fuerte impacto de la menor demanda (es quizás la materia prima más afectada por ello) y pierde un 34% en el año. Por el lado de los agrícolas, la soja cotiza 5% más bajo que los valores de comienzo de año, mientras que el trigo y el maíz lo hacen un 10% y un 18% abajo respectivamente. En contraste, las cotizaciones del oro y el cobre avanzan 28% y 1% respectivamente en lo que va del año; en el primer caso, reflejando la búsqueda de refugio de los inversores ante la incertidumbre (ver Gráfico 2.17). El precio del oro llegó a máximos históricos, superando el pico de 2011.

Gráfico 2.17 | Precios de materias primas



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Gráfico 2.18 | Flujos de capitales



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

4 El [IPMP](#) mide la evolución de los precios internacionales de las materias primas que representan cerca del 50% de las exportaciones de Argentina.

En resumen, la economía global acusó un fuerte impacto de la pandemia (como evidencian los indicadores de baja frecuencia y los pronósticos actualizados). Hay indicios preliminares de recuperación (como muestran los indicadores de alta frecuencia), alentada por la respuesta de política económica y la mayor movilidad de personas. Las medidas monetarias y fiscales tomadas hasta ahora han sido efectivas, y los mercados financieros reflejan en parte sus resultados. Sin embargo, aparece una desconexión entre el auge de los mercados y la muy gradual recuperación de la economía real, que enfrenta riesgos tales como un rebrote de la enfermedad.

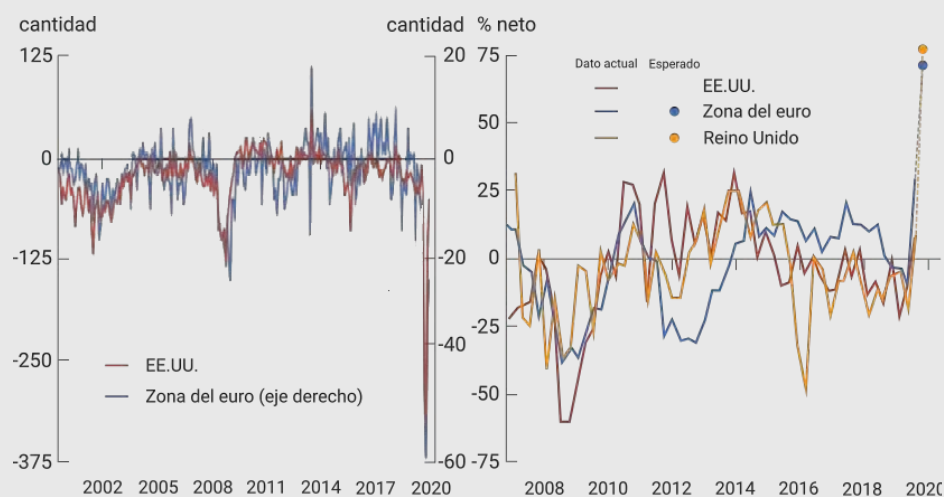
Apartado 1 / Prociclicidad de las condiciones financieras internacionales y el rol de las calificaciones crediticias

La turbulencia en los mercados disparada al inicio de la crisis del COVID-19 volvió a poner en foco el rol de las agencias calificadoras de riesgo (ACR) y los intermediarios financieros no bancarios (IFNB), que pueden transmitir procíclicamente la volatilidad financiera global. El debate ha sido retomado en los foros internacionales,⁵ cuando medidas para mejorar las condiciones financieras de los países menos desarrollados son limitadas por la prociclicidad de las calificaciones. Este sería el caso de la iniciativa de suspensión de deuda del G20 (ver Apartado 1 / El impacto global del COVID-19, del IPOM de mayo 2020): algunos países deudores no participarían en ella ante el riesgo de ver reducida su calificación crediticia, y por ende su capacidad de fondeo.

El carácter procíclico de las calificaciones de riesgo

Desde marzo de 2020, se produjo un récord de rebajas de las calificaciones de riesgo, duplicando las del primer trimestre de 2019 (ver Gráfico 1.a). Los problemas de liquidez corren el riesgo de transformarse en problemas de solvencia, por lo que las calificaciones podrían amplificar el impacto inicial del deterioro del crédito.

Gráfico 1 | Calificaciones de emisores de deuda privada¹ —aumentos y reducciones— (1.a) y Demanda de préstamos basada en encuestas de condiciones crediticias² (1.b)



1 Calificaciones de S&P de deuda de largo plazo en moneda local de empresas no financieras y de deuda en moneda extranjera si no estaba disponible la anterior. 2 Cifras positivas indican un aumento en la demanda. Fuente: FSB "COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken", informe a la reunión de ministros de economía y presidentes de bancos centrales del G20, julio de 2020.

La calidad del crédito siempre evoluciona con el ciclo, empeorando en las recesiones y mejorando en las expansiones. Sin embargo, elementos como las calificaciones crediticias pueden amplificar la disminución de la calidad crediticia en una recesión (o su aumento durante un auge). Por ejemplo, si los inversores anticipan una reducción de las calificaciones, pueden incrementar el costo financiero de las empresas antes y en mayor magnitud. La rebaja de la calificación también puede disparar acciones de muchos inversores que

⁵ Ver "[COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken](#)", informe del *Financial Stability Board* presentado a la reunión de ministros de economía y presidentes de bancos centrales del G20, 15 de julio de 2020.

operan “mecánicamente” frente a los ratings. Los bonos de empresas y gobiernos se hacen menos atractivos justamente cuando esos emisores precisan mayor financiamiento (ver Gráfico 1.b), y cuando los inversores tienden a “huir” hacia instrumentos que consideran más seguros. En esto reside el comportamiento procíclico del que las ACR pueden ser parte: interacciones dinámicas entre los sectores reales y financieros que tienden a amplificar las fluctuaciones del ciclo económico o exacerbar la inestabilidad financiera.⁶

La prociclicidad puede deberse a: 1) la metodología de las ACR; 2) la aplicación mecánica de las calificaciones en las regulaciones financieras o por los propios inversores. Y puede amplificarse debido a los “efectos precipicio”, cuando la reducción en la calificación lleva a una reasignación automática de cartera por los inversores.

Respecto de la metodología de las ACR, la experiencia de la crisis financiera global (CFG) reveló falencias significativas en las calificaciones de productos financieros estructurados, que contribuyeron a reducir el costo financiero de esos instrumentos (tales como hipotecas) y a “inflar” el mercado inmobiliario. Y cuando las calificaciones se redujeron, dispararon ventas masivas que acentuaron la caída de los precios. Desde la CFG, las autoridades han fortalecido el marco regulatorio de las ACR, incluyendo las metodologías y la participación en la estructuración de productos.

El mismo proceso de calificación puede ser una fuente de prociclicidad. Al incorporar ratios basados en flujos de fondos, su deterioro puede determinar una baja de la calificación, que a su vez puede acentuar la falta de ingresos. Algunos análisis indican que los bonos emitidos por empresas con alto apalancamiento ven reducidas sus calificaciones cuando las condiciones macroeconómicas empeoran. A la vez, la volatilidad de las calificaciones tiende a incrementarse durante las recesiones. Si bien las ACR definen las calificaciones con un margen de tolerancia al estrés financiero, esto no siempre es comprendido por los inversores. Finalmente, los “techos” de calificaciones de hecho ligados a la nota que recibe el gobierno del país implican un posible “contagio” de la reducción de la calificación soberana a las de las empresas.

Estas cuestiones se potencian ante el desafío de un mercado muy concentrado a nivel internacional, y basado en un modelo de negocios en que el emisor paga por la calificación.

La segunda fuente de prociclicidad tiene que ver con el uso mecánico de las calificaciones en la regulación financiera y en las decisiones de inversión. Por una parte, las regulaciones de Basilea II descansaban en buena medida en las calificaciones externas; ello fue revisado por Basilea III, que permite a las jurisdicciones reducir o evitar el uso de esas calificaciones. Si bien se observan progresos en este sentido, el FSB advierte que aún debe avanzarse más.

Por otra parte, los inversores usan las calificaciones como insumo en sus decisiones. Ciertos fondos de inversión tienen por objetivo replicar el rendimiento de índices cuya composición depende en parte de las calificaciones crediticias. Estos fondos “pasivos” deberán liquidar aquellos títulos que hayan sido eliminados de los de índices que replican, a causa de la baja de sus calificaciones. Otros fondos de inversión, aún teniendo estrategias activas, toman las calificaciones como insumos de sus decisiones; en el caso de los fondos de mercado de dinero, la reducción de calificación de la deuda de corto plazo que mantienen puede llevar a que la vendan sólo para mantener su propia calificación de riesgo. Los fondos de pensiones están sujetos a riesgos similares.

⁶ Según la definición del Financial Stability Forum (2009): “Addressing Procyclicality in the Financial System”.

Asimismo, en la medida que instrumentos que pueden usarse como garantía para operaciones de crédito o pases, la baja de su calificación conllevará la necesidad de usar más garantías, empeorando las condiciones financieras que enfrentan las empresas.

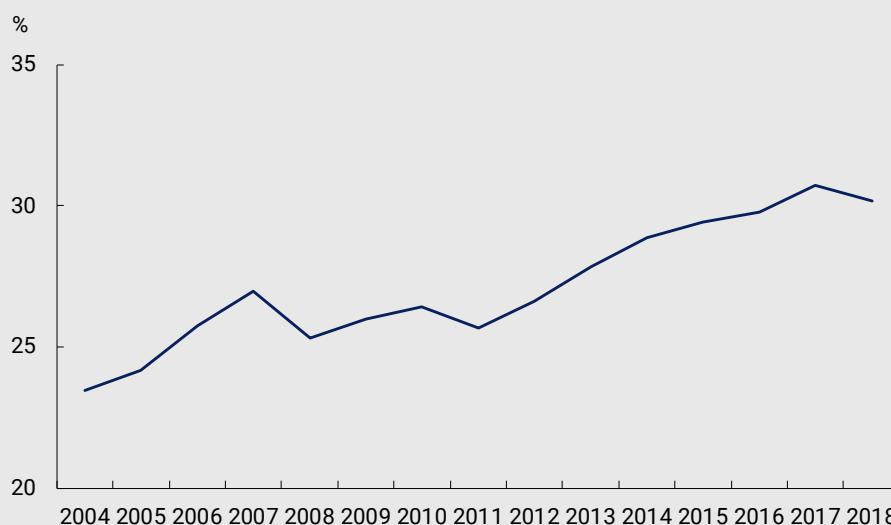
La prociclicidad es amplificada por los “efectos precipicio”: ocurren cuando la baja de la calificación no tiene lugar de manera continua, o implica un cambio de estatus del instrumento calificado. Es el caso de los llamados “ángeles caídos”, empresas que pasan de una calificación de “grado de inversión” a una menor o directamente de “alto rendimiento”. Si muchos inversores deben liquidar esos papeles que cambiaron abruptamente de categoría (por no cumplir con sus normas internas o no responder al cumplimiento de su *benchmark*), la capacidad limitada de absorción del mercado puede dar lugar a caídas pronunciadas de los precios.

El rol de los intermediarios no bancarios

Actores como los intermediarios financieros no bancarios pueden también transmitir la prociclicidad. Desde la CFG, cuando se pusieron en marcha importantes reformas para la regulación bancaria, se advierten al menos dos tendencias: el crecimiento de la intermediación no bancaria; y la expansión del mercado de bonos “de alto rendimiento”, atractivo frente a tasas de interés globales relativamente bajas.

Los IFNB han crecido a un ritmo mayor que los intermediarios bancarios, hasta representar 30% de los activos financieros globales. El crecimiento fue liderado por los fondos de inversión, el tipo de actor que cuenta con mayor participación en el segmento (donde se incluyen también otros vinculados al mercado de capitales: *broker-dealers*, vehículos de securitización, contrapartes centrales –CCPs–, entre otros⁷). A nivel global, la mayoría de los IFNB corresponden a inversores de economías desarrolladas (Europa y Estados Unidos totalizan 68% de los activos bajo administración).

Gráfico 2 | Participación de los Intermediarios financieros no bancarios en los activos financieros globales



El total de activos financieros globales comprende: bancos, bancos centrales, instituciones financieras públicas, fondos de jubilaciones y pensiones, y otros intermediarios financieros, que aquí se asimilan a IFNB. Fuente: FSB

⁷ Para más detalles, véase el [informe anual del FSB](#) de monitoreo de IFNB.

El mercado de deuda corporativa se expandió paralelamente, incluyendo su segmento de “alto rendimiento”. El stock de deuda corporativa de “grado de inversión” se duplicó entre 2007 y 2020, con los bonos de calificación BBB representando ahora casi el 50% del total. Los fondos pasivos representan alrededor del 10% de ese mercado, y los fondos activos otro 10%. Eventuales bajas de calificación que hagan que empresas pierdan el “grado de inversión” llevaría a la liquidación de posiciones de fondos, que impactarían sobre el mercado de alto rendimiento. [Simulaciones recientes](#) indican que un aumento de 100 p.b. del rendimiento de deuda corporativa se amplificaría a más de 400 p.b. en el mercado de alto rendimiento a través de las ventas de los fondos.

A estas consideraciones se pueden agregar las posibles repercusiones sistémicas cuando estas conductas implican una salida súbita de los flujos de capitales y la reversión de la cuenta corriente, con el impacto sobre las posiciones financieras de empresas, gobiernos y familias, incluyendo los descalces de monedas.

En resumen, los mercados financieros tienen un comportamiento cíclico que puede ser exacerbado bajo ciertas circunstancias. Las agencias calificadoras de riesgo pueden acentuar las subas de precios en la fase expansiva del ciclo, y las bajas en la fase recesiva, reduciendo el acceso al crédito de las empresas y los gobiernos cuando este es más necesario. El comportamiento de los intermediarios financieros no bancarios puede amplificar el movimiento de precios y cantidades. Ello vuelve a poner en el centro del debate internacional la necesidad de profundizar el monitoreo y la regulación de las ACR y los IFNB en tanto constituyen factores de riesgo para la estabilidad financiera global.

3. Actividad Económica y Empleo

La pandemia del COVID-19 derivó en una crisis que combina shocks externos e internos de una magnitud sin precedentes. La contracción económica internacional impactó sobre las exportaciones argentinas que cayeron significativamente, especialmente los productos industriales, mientras que los productos básicos y agrícolas sufrieron una reducción menos severa.

A nivel local, este es el primer shock económico agregado que redujo simultáneamente la demanda y la oferta a gran escala. Ambos efectos condujeron a una pérdida generalizada de ingresos y, posteriormente, a una profundización de la caída de la demanda interna.

Tal como se anticipó en el IPOM anterior, la actividad continuó transitando la segunda fase económica dentro de la crisis del COVID-19 producto de la flexibilización progresiva del aislamiento social. La pronta recuperación, potenciada por la política fiscal orientada a proteger los ingresos de las familias, resultó heterogénea, tanto por sectores como por regiones, a partir de la apertura progresiva a distintas velocidades en función de la evolución de las curvas de contagios. El Gobierno Nacional y el BCRA continuaron con las políticas para amortiguar la caída de los ingresos de los hogares y con las medidas específicas para brindar apoyo a las empresas.

La actividad económica a nivel nacional continuará recuperándose en línea con la apertura progresiva de las actividades, y el fortalecimiento de la demanda apuntalado por las distintas políticas que el Gobierno Nacional y el BCRA irán calibrando en función de la situación económica y financiera de hogares y empresas post pandemia. Gradualmente, las políticas se irán focalizando en aquellos sectores aún afectados por las medidas de aislamiento, con restricciones en la oferta y en los que la demanda tardará más en volver a la normalidad, con el objetivo de facilitar y acelerar la posterior reactivación de aquellos segmentos rezagados.

El escenario es de alta incertidumbre. El avance concreto sobre vacunas y tratamientos podría impulsar una recuperación más acelerada de la actividad económica, mientras que nuevos rebrotes de infecciones podrían revertir las subas en la movilidad de las personas y el gasto en consumo y ralentizar la apertura de actividades, afectando la capacidad de recuperación de la economía.

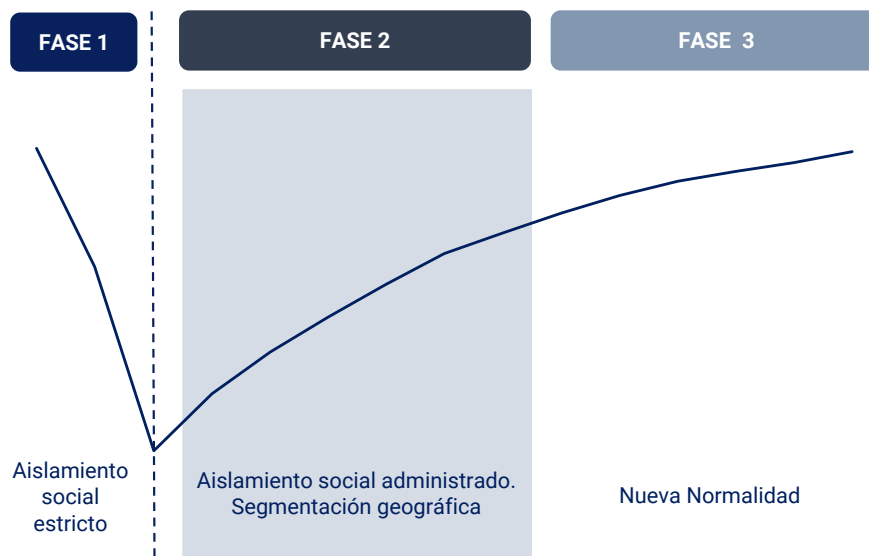
3.1. La economía se recupera a diferentes velocidades entre regiones a partir de la reapertura de las actividades y los estímulos del Gobierno Nacional

Tal como se esperaba, a partir del relajamiento paulatino de las restricciones a la movilidad de las personas y la reapertura de algunas actividades, la economía comenzó a reactivarse en una segunda fase económica, con una velocidad que refleja en parte la efectividad de la política fiscal adoptada en la emergencia (ver Gráfico 3.1). Ello se reflejó en los indicadores de frecuencia diaria a partir del 14 de abril, cuando comenzó a aumentar el consumo de electricidad al tiempo que se incrementaba la presencia de personas en los lugares de trabajo⁸. Esta mejora de la actividad no fue homogénea en todo el país, sino que se tuvo diferentes

⁸ Ver el consumo eléctrico de grandes usuarios de CAMMESA (excluyendo Aluar) y la presencia de personas en los lugares de trabajo según Google Mobility Report.

velocidades entre las distintas localidades de acuerdo con la cantidad de contagios de COVID-19, siendo la región de AMBA⁹ la más rezagada (ver Apartado 2. Recuperación económica a distintas velocidades).

Gráfico 3.1 | Fases proyectadas de la actividad económica



Fuente: BCRA.

Luego de registrar en abril una caída de magnitud sin precedentes históricos, la actividad económica rebotó fuerte en mayo. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) creció 10% en mayo, aunque el nivel continuó muy por debajo del registrado en febrero antes de desatarse la pandemia del COVID-19 en el país.

La recuperación de la actividad agregada habría continuado en junio y durante el tercer trimestre. La demanda de electricidad de grandes usuarios siguió creciendo en julio y agosto¹⁰. El Indicador Líder de la Actividad Económica (ILA-BCRA) subió tanto en junio como en julio, ampliándose las señales que permitirían confirmar que la economía continuará mejorando¹¹. La estimación del Nowcast de la actividad económica del BCRA arrojó subas de 7,2% s.e. y 4,7% s.e. en junio y julio, respectivamente (ver Gráfico 3.2).

El Gobierno Nacional continuó con las políticas destinadas a sostener los ingresos de los hogares (Apartado 3 / Fortalecimiento del sistema de protección social en la pandemia). Entre los meses de abril y julio, el Gobierno Nacional otorgó nuevas transferencias directas a las familias (Ingreso Familiar de Emergencia –

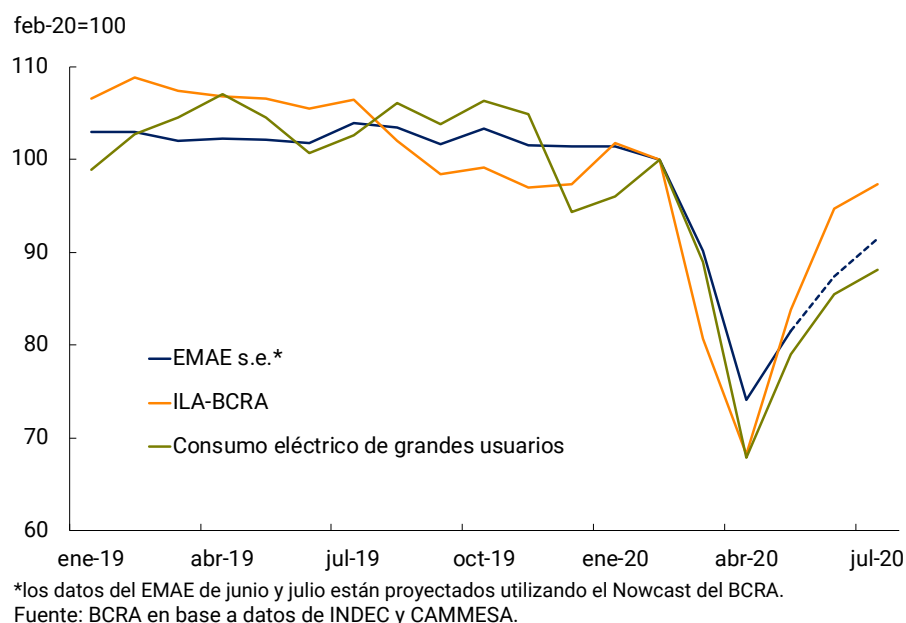
⁹ El AMBA es la zona urbana con más densidad de población de la Argentina, conformada por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y 40 municipios de la Provincia de Buenos Aires.

¹⁰ El consumo eléctrico de grandes usuarios de CAMMESA subió en promedio 5,8% mensual en julio y 3,4% considerando los datos de 12 días de agosto, mensualizados.

¹¹ La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, en esta oportunidad, el fin de una fase recesiva y comienzo de una expansiva. Para que la señal sea firme, 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%. La crisis generada por el COVID-19 ocurrió estando la economía argentina en una fase contractiva del ciclo, es decir que hasta feb-20 el ILA no había señalado aun el piso de la recesión iniciada en nov-17. Esta crisis de COVID-19 dentro de una recesión previa, complejiza el análisis del ILA y debilita las conclusiones que pueden extraerse. El cumplimiento de los criterios en este caso confirma la hipótesis de que abr-20 constituyó efectivamente un mínimo de la crisis generada por el COVID-19. Para más detalles metodológicos del ILA ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM de enero de 2017.

IFE—)¹² y, mediante programas como la Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP) contribuyó al pago de salarios por parte de las empresas afectadas durante la pandemia.

Gráfico 3.2 | Actividad económica



Las políticas por parte del BCRA apuntaron a evitar que este shock transitorio de gran envergadura se traduzca en pérdidas permanentes de la capacidad productiva y del empleo. La combinación de las medidas de asistencia de liquidez mediante créditos a tasa nominal anual de 24% y con garantías del Gobierno Nacional han permitido que los préstamos a empresas rompieran su prociclicidad creciendo sostenidamente y con un dinamismo inédito (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

3.1.1. A partir de mayo aumentó el consumo de bienes no esenciales, en línea con una mayor movilidad de personas durante la segunda fase económica de esta crisis

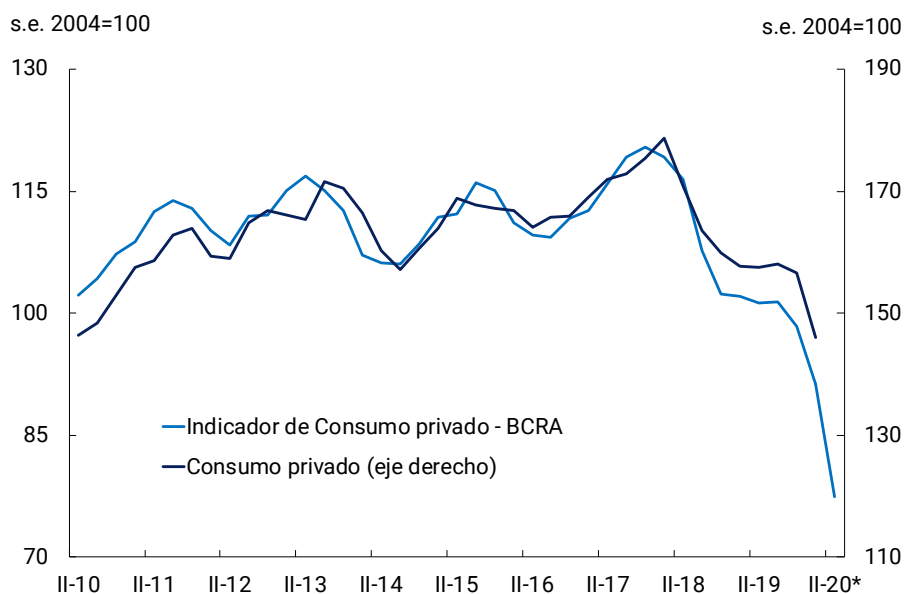
La demanda interna —el gasto total en concepto de consumo e inversión— se retrajo en el primer trimestre de 2020, parcialmente afectada por el aislamiento social en marzo. El consumo privado cayó 6,8% trimestral s.e. (-6,6% i.a.) y la inversión¹³ retrocedió 9,7% trimestral s.e. (-18,3% i.a.). El consumo público subió 1,6% s.e. (-0,7% i.a.) en el mismo período.

Los datos parciales del segundo trimestre anticipan una profundización de la caída del consumo privado, concentrada en el mes de abril. El Indicador de Consumo privado del BCRA arroja una retracción de 13,5% trimestral s.e. (ver Gráfico 3.3). A excepción de los segmentos esenciales, gran parte del comercio estuvo cerrado. Además de estas restricciones a los canales de ventas tradicionales, se sumó la contracción de los ingresos de los sectores inhabilitados para operar. Ambos factores, si bien parcialmente compensados por las transferencias del Gobierno Nacional, profundizaron la caída del consumo por parte de las familias.

12 Entre abril y mayo se realizó el pago del IFE I, y entre junio y julio el pago del IFE II. A partir de agosto se comienza a pagar el IFE III.

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

Gráfico 3.3 | Indicador de consumo privado BCRA



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, CAME, UTDT y ADEFA. *datos preliminares

A partir de mayo el consumo de productos “no esenciales” comenzó a recuperarse con el relajamiento de las restricciones a la movilidad de personas y la apertura de los comercios “de cercanía” asistido en parte por las políticas de transferencias a las familias y el aumento de la disponibilidad de crédito (ver Capítulo 7. Política Monetaria). De acuerdo con las estadísticas de CAME, los volúmenes vendidos mensualmente en los comercios minoristas ajustados por efectos estacionales (s.e.) se recuperaron 15% en mayo y 32,6% en junio, principalmente en rubros tales como muebles, electrodomésticos, indumentaria, calzado y artículos de deporte. También aumentaron fuertemente las ventas de autos en el mercado interno.¹⁴

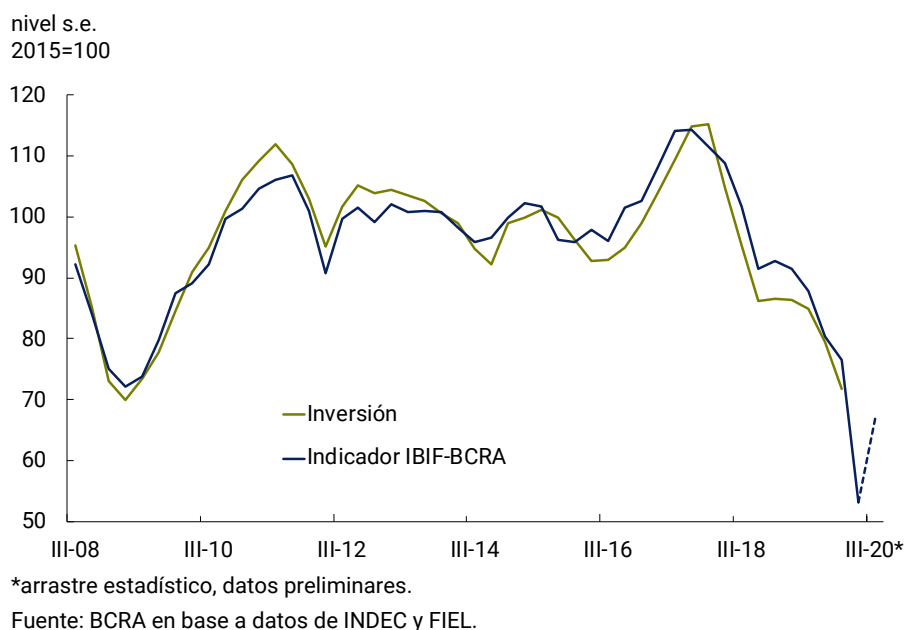
La inversión sufrió una contracción mayor a la del consumo privado en el segundo trimestre de 2020. El indicador IBIF-BCRA exhibió una caída de 30,4% s.e. trimestral reflejando un detenimiento casi completo tanto en la construcción como del gasto en equipamiento durable durante el período de aislamiento social estricto (ver Gráfico 3.4). A partir de mayo también comenzaron a mejorar los indicadores de inversión luego de los mínimos niveles históricos de abril. En mayo, la construcción comenzó a recuperarse, duplicando su nivel de actividad respecto al piso de abril, y en junio, según las ventas de insumos del sector, la actividad continuó mejorando.¹⁵ En este mismo sentido, la producción nacional de bienes de capital de FIEL y las cantidades importadas de bienes de capital crecieron tanto en mayo como en junio.¹⁶

14 Los despachos de cemento se ubicaron en junio un 83% s.e. por encima de los observados en abril en tanto que las unidades de automóviles vendidas en el mercado interno volvieron a niveles similares a los de marzo.

15 El Indicador Sintético de la Construcción (ISAC) aumentó 38,2% mensual s.e. en junio y los despachos de cemento acumularon entre junio y julio un incremento de 21,7% respecto de los niveles de mayo.

16 La producción nacional de bienes de capital subió 276% mensual s.e. en mayo y 174% s.e. en junio. Las cantidades importadas de bienes de capital subieron 2% y 6,8% en mayo y junio, respectivamente.

Gráfico 3.4 | Indicador de inversión BCRA



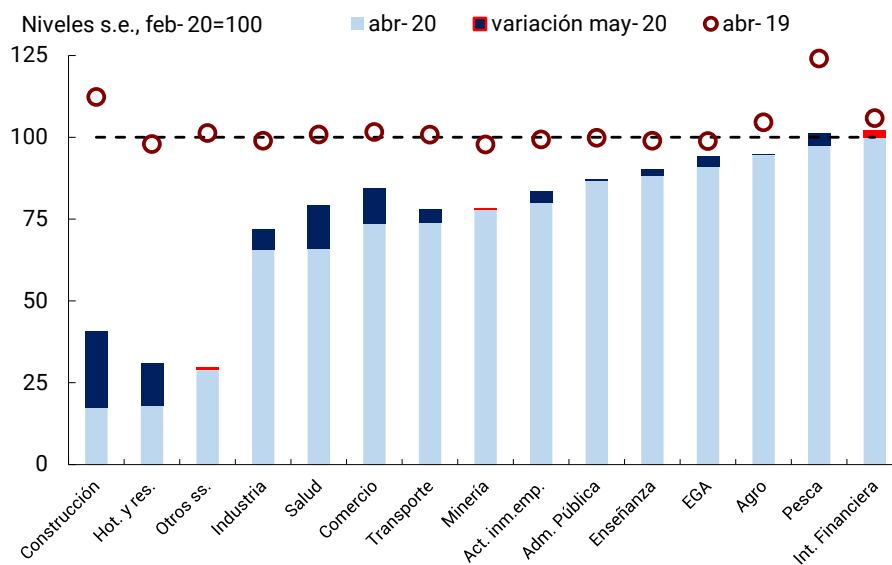
En el segundo trimestre, el sector externo neto contribuyó positivamente a la variación del producto, revirtiendo el comportamiento del primer trimestre. Entre abril y junio, el volumen de importaciones de bienes cayó 9,2% promedio s.e. en relación con el trimestre anterior en tanto que las cantidades exportadas disminuyeron 3,9% s.e. En el primer trimestre del año el sector externo había contribuido negativamente en el PIB, con retracciones tanto en las exportaciones como en las importaciones de bienes y servicios del orden del 13,4% s.e. y 7,6% s.e. respectivamente (ver Capítulo 4. Sector Externo)

3.1.2. La recuperación económica anticipada para la segunda fase se dio a distintas velocidades a nivel sectorial

Luego de la contracción económica sin precedentes generada por la pandemia entre mediados de marzo y abril, gran parte de los sectores productivos comenzaron en mayo una recuperación a distintas velocidades (ver Gráfico 3.5). A partir de la apertura sectorial del EMAE, disponible hasta el mes de mayo, pueden identificarse conjuntos de sectores con desarrollos diferenciales, según el efecto de las restricciones de oferta sobre su nivel de actividad.

En un primer grupo, se ubican las ramas que vieron prácticamente paralizadas sus actividades durante el período de aislamiento estricto. Estos son los sectores que acumularon retracciones –ajustadas por factores estacionales– más severas entre marzo y abril: Construcción (-82,6%), Hoteles y restaurantes (-82%) y Otros servicios (-70,4%) como por ejemplo cines, teatros, actividades culturales y deportivas. Los datos del EMAE disponibles a mayo muestran que la flexibilización parcial del aislamiento social en varias provincias y localidades permitió el comienzo de una recuperación gradual en el sector de la Construcción y en Hoteles y restaurantes. La construcción más que duplicó el nivel desestacionalizado registrado en abril. La actividad gastronómica mejoró partiendo desde niveles mínimos, mientras que la ocupación hotelera se incrementó exclusivamente por el hospedaje de pacientes leves de COVID-19. Los Otros servicios, asociados a recreación y actividades culturales continuaron cayendo en mayo debido a que las restricciones a su normal funcionamiento no han sido mayormente flexibilizadas.

Gráfico 3.5 | Actividad económica sectorial



Fuente: BCRA en base a INDEC

Un segundo grupo está conformado por aquellos sectores que fueron parcialmente afectados por las restricciones de oferta y también por la debilidad de la demanda. Estos sectores, pese a estar integrados por algunas actividades que participan en la cadena de producción y comercialización de esenciales, acumularon entre marzo y abril caídas severas, aunque de menor magnitud que las del primer grupo: Industria (-34,4%), Salud (-34%), Comercio (-26,4%), Transporte (-26%) y Actividades inmobiliarias y empresariales (-19,9%). La contracción que se registró en el sector de la Salud fue consecuencia de las suspensiones de un gran número de cirugías, consultas y demás prestaciones médicas como medidas precautorias ante el avance del COVID-19. En mayo, estos cinco sectores rebotaron respecto al nivel de abril, explicando gran parte de la mejora de la actividad económica general.

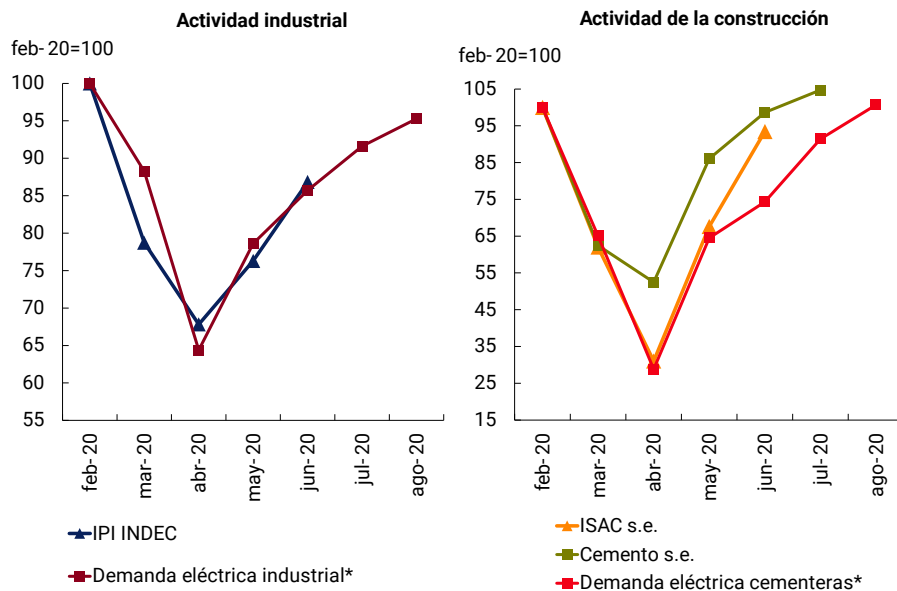
Un tercer grupo se compone por actividades que también fueron afectadas por las restricciones a la oferta pero que acumularon hasta abril caídas ajustadas por efectos estacionales, muy inferiores a la del promedio de la economía: Administración Pública (-13,2%), Enseñanza (-11,7%) y Electricidad, Gas y Agua (-9%). Los tres sectores evidenciaron una leve recuperación en mayo.

El cuarto conjunto está integrado por las actividades primarias: Minería, Pesca y sector Agropecuario. Los tres sectores fueron exceptuados de las medidas de aislamiento social y, sin embargo, por diversos factores también acumularon caídas en marzo y abril. La Minería (-21,6%) fue afectada por la menor demanda de petróleo y gas que fue acompañada de una fuerte caída en los precios internacionales. El producto de la Pesca suele presentar una elevada volatilidad mensual y a diferencia de la mayoría de las actividades económicas, su caída se concentró en el mes de marzo recuperándose aceleradamente en abril y mayo. La actividad Agropecuaria (-5,5%) se contrajo debido a que la cosecha estimada de maíz y soja, imputada en el EMAE en los meses de abril y mayo, es menor a la registrada en 2019. Luego de la merma acumulada entre marzo y abril, los niveles de actividad de la Minería y del sector Agropecuario se mantuvieron prácticamente estables.

Finalmente, el sector de Intermediación Financiera tuvo un buen desempeño en marzo y abril explicado por el aumento en el nivel de depósitos bancarios y el otorgamiento de nuevas líneas de préstamos contracíclicas promovidas por el BCRA (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

En junio, julio y agosto, distintos indicadores vinculados con la Industria, Construcción y Comercio señalaron que estos sectores continuaron con la recuperación iniciada en mayo (ver Gráfico 3.6). El endurecimiento de las restricciones durante la primera mitad de julio en la región del AMBA desaceleró la recuperación transitoriamente, pero ante el relajamiento posterior los sectores habrían retomado el ritmo de mejora. El arrastre estadístico positivo que dejaría junio, sumado a la continuidad en el proceso de normalización de la economía, llevaría a una fuerte recuperación en el tercer trimestre del año en relación con el segundo trimestre.

Gráfico 3.6 | Indicadores de actividad industrial y de la construcción



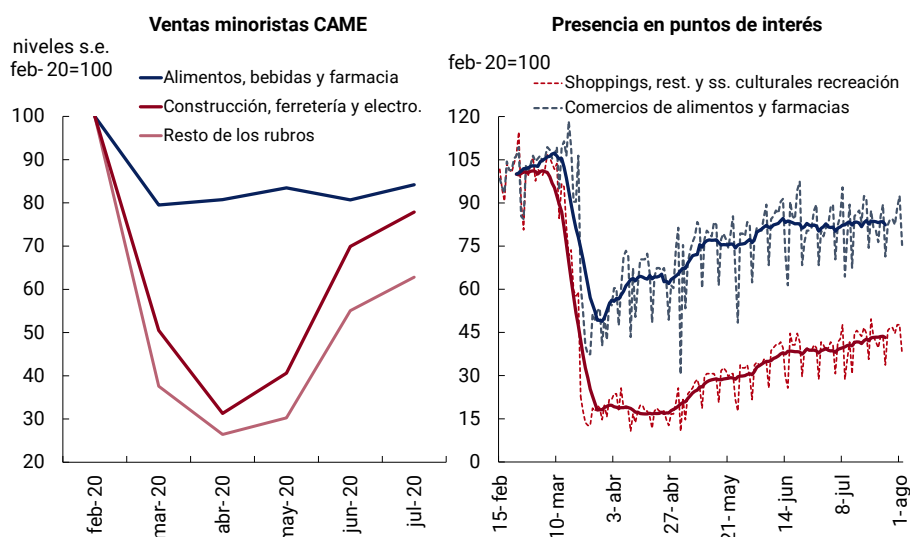
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, OJF, CAMMESA y AFCP. *datos al 12 de agosto

La Construcción y las ramas industriales que se dedican a la producción de bienes “no esenciales” tuvieron caídas abruptas hasta abril y son las actividades que lideran el rebote generado por la flexibilización de las restricciones en gran parte del país. La consolidación de este proceso de recuperación dependerá de la evolución de la pandemia, de las medidas sanitarias y del fortalecimiento de la demanda apoyada desde el Gobierno con políticas de ingresos y planes de obra pública.

Las ventas en comercios minoristas también continuaron recuperándose entre junio y agosto. Los rubros dedicados a la comercialización de productos de primera necesidad como alimentos y artículos farmacéuticos son los que, al estar mayormente habilitados a operar, registraron menores contracciones relativas durante el período de cuarentena estricta. Esos rubros fueron más afectados por la debilidad de la demanda que por las restricciones a la oferta y, por lo tanto, el efecto de la flexibilización de la cuarentena tuvo un impacto directo menor en su recuperación, la cual ha sido más lenta que en el resto de los rubros. Las ventas de productos vinculados a la construcción, ferretería y electrodomésticos registraron fuertes contracciones en la primera parte del período de aislamiento y se recuperaron en forma acelerada ante la flexibilización, sin embargo, en julio aún se encontraban por debajo del nivel de febrero. Por último, el resto de los rubros minoristas sufrieron un mayor impacto de la crisis, se recuperaron a un menor ritmo en la segunda mitad de abril y mayo y luego aceleraron su crecimiento en junio y julio, pero también se encuentran significativamente por debajo de los niveles previos a la pandemia. Los datos diarios de movilidad de las personas también dan

cuenta de una mayor profundidad en la caída y velocidad en la recuperación en los rubros asociados a esparcimiento y recreación en comparación con los comercios de primera necesidad (Comercios de alimentos y farmacias; ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7 | Evolución de la actividad comercial



Nota: Resto de los rubros: Bazar y regalos, Deportes, Juguetería y librería, Mueblería y decoración, Neumáticos y repuestos, Perfumería y cosmética, Indumentaria, Calzados y marroquinería, Joyería y relojería.

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

3.1.3. El Gobierno desplegó una serie de medidas para contener el fuerte impacto que tuvo la pandemia en el ya debilitado mercado laboral

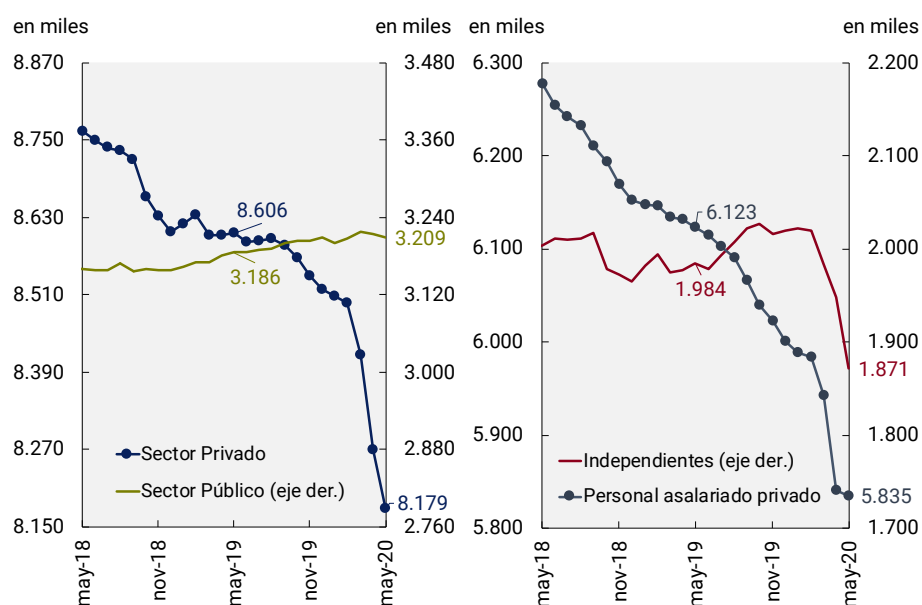
El mercado de trabajo a nivel mundial sintió el impacto de una crisis global sin precedentes provocado por la propagación de la pandemia. En Argentina, se profundizó el deterioro del mercado de trabajo que ya se encontraba en situación frágil luego de dos años de recesión.

Según datos de la EPH durante el primer trimestre de 2020 la tasa de desocupación se ubicó en 10,4% (+1,3 p.p. respecto al I-18). Este aumento está basado en una caída del nivel de empleo (-0,2 p.p.) en consonancia con la recesión y en una población económicamente activa en aumento (+0,4 p.p.), impulsada por la merma de los ingresos reales de los hogares. Como consecuencia del escaso dinamismo del mercado de trabajo y el deterioro de los ingresos reales se observó un significativo incremento de la presión sobre el mercado laboral. Este indicador alcanzó un valor de 34,9 durante el primer trimestre de 2020 (+5,0 p.p. respecto al I-18). A esto se le suma el aumento de la precarización del mercado laboral que puede observarse tanto en la suba de la tasa de subocupación como en el cambio de composición en la estructura de las personas ocupadas (reducción del personal asalariado formal y aumento de las y los cuentapropistas y asalariados informales).

Los datos de abril y mayo que publica el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) mostraron una contracción importante del empleo registrado, permitiendo anticipar una suba la tasa de desempleo para el segundo trimestre. El mes de abril fue el punto más álgido de la crisis para el empleo privado formal (-1,6% s.e. respecto de marzo), aunque a diferencia de la actividad económica, el empleo continuó cayendo en mayo (-0,8% s.e.).

El empleo formal privado mostró caídas en todas sus categorías en mayo respecto a los niveles previos al inicio de la pandemia (febrero de 2020), mientras que el empleo público se mantuvo estable (ver Gráfico 3.8). El empleo privado¹⁷ mostró una caída acumulada de 3,7% s.e. (-318.600 personas empleadas) respecto de febrero, lo que representó más de la mitad de la caída del empleo desde el inicio de la recesión en diciembre de 2017 (-6,6% s.e.; -573.700). En el transcurso de la pandemia, las categorías más afectadas dentro del empleo privado formal fueron la de personas monotributistas (-7,9% s.e.), autónomas (-5,2% s.e.), el personal en casas particulares (-4,4% s.e.) y por último el sector privado asalariado (-2,5% s.e.). Con esta caída el empleo formal privado retrocedió a niveles de agosto de 2012.

Gráfico 3.8 | Empleo privado y público. Personal asalariado privado e independientes



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Dentro de este complicado escenario, el Gobierno Nacional ha desplegado una batería de medidas para amortiguar los efectos de la crisis sobre el mercado y los ingresos laborales. Éstas se adaptaron a las necesidades de cada categoría laboral y a la dinámica de la evolución del aislamiento social, preventivo y obligatorio (ASPO), tanto en términos sectoriales como jurisdiccionales. Respecto del mercado informal, el Gobierno Nacional instrumentó políticas sociales y de recomposición de ingresos mediante transferencias directas (IFE – Tarjeta Alimentar) y bonos para poblaciones en situación de vulnerabilidad (jubilados/as, beneficiarios/as de AUH; ver Apartado 3 / Fortalecimiento del sistema de protección social en la pandemia). En el mercado de trabajo formal se destaca el programa ATP que, mediante la asistencia a empresas, benefició a millones de personas asalariadas a lo largo de tres etapas.¹⁸ A partir de agosto, el Gobierno Nacional prorrogó este programa habilitando una cuarta etapa que se focalizará en los sectores y jurisdicciones más necesitados.¹⁹ Por último, las políticas de estímulo al crédito a tasas de interés subsidiadas impulsadas por el BCRA operaron en el mismo sentido (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

17 Excluyendo la categoría de Monotributo Social.

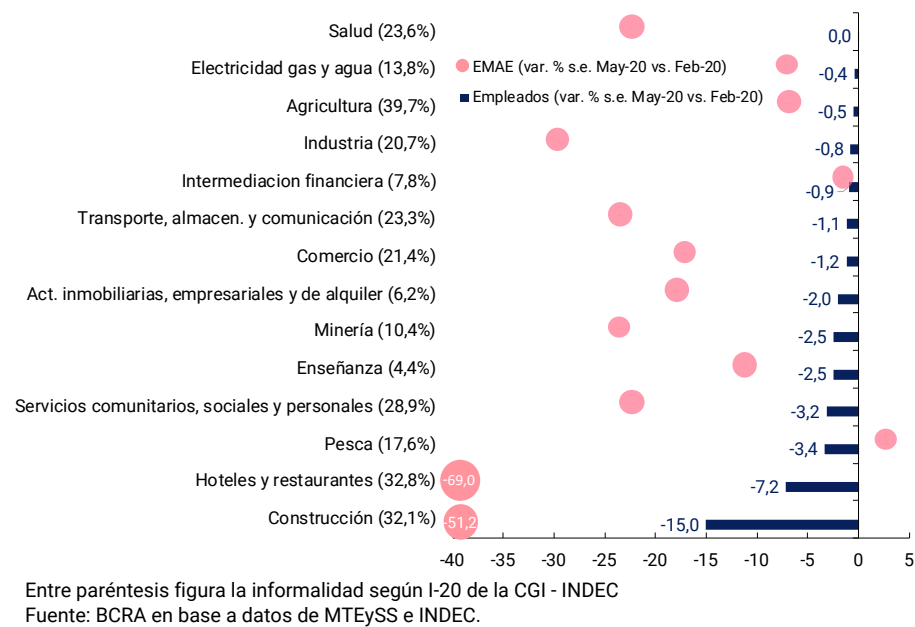
18 En la primera 2,3 millones, en la segunda 1,9 millones y en la tercera 1,6 millones.

19 El nuevo programa posee el siguiente formato: Las empresas cuya variación interanual en la facturación se encuentre entre 0% y 30% podrán acceder a créditos blandos (0%, 7,5% o 15% de tasa de interés nominal anual de acuerdo con su nivel de facturación). En términos generales, las empresas de todo el territorio con variación negativa en su facturación podrán acceder al beneficio de hasta 1,5 salarios mínimos, vitales y móviles (SMVM) por trabajador o trabajadora. En el caso particular de los sectores más afectados (turismo, entretenimiento, cultura, salud y deportes) el beneficio por trabajador o trabajadora tendrá un tope de hasta 2 SMVM.

Al mismo tiempo las empresas más afectadas han recurrido a las suspensiones como mecanismo de reducción de costos laborales para poder mantenerse operativas. Según la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL del MTEySS) de junio, las suspensiones se octuplicaron alcanzando valores de 81 suspendidos cada mil personas asalariadas formales, amortiguando de esta forma la pérdida de puestos. Por otra parte, la prohibición de despedir contribuyó a mantener la tasa de despidos en valores bajos.

Durante la pandemia, el deterioro del empleo registrado privado a nivel sectorial ha sido heterogéneo debido a la segmentación entre actividades esenciales y no esenciales dispuestas en el ASPO. En mayo, los sectores que acumularon mayores contracciones respecto de febrero fueron el de la Construcción y el de Hoteles y restaurantes (ver Gráfico 3.9). Ambos sectores detentan los mayores niveles de informalidad (EPH I-20), lo que anticiparía un importante incremento en la tasa de desocupación del segundo trimestre. En contraste, sectores esenciales como Agro, Salud, Intermediación financiera, Transporte y parte de Industria, el empleo no cayó o tuvo caídas muy acotadas.

Gráfico 3.9 | Empleo asalariado privado registrado por sectores vs. EMAE



3.2 Perspectivas

La economía argentina inició en mayo una recuperación a partir de la reapertura progresiva de las actividades, en línea con lo previsto en el IPOM anterior. Esta recuperación se dio a distintas velocidades, en función de la evolución heterogénea a nivel regional del COVID-19. Mientras que gran parte del territorio se encuentra transitando una flexibilización gradual y en camino hacia una nueva normalidad, las regiones más afectadas por el COVID-19, en especial el AMBA, vieron ralentizado este proceso.

El BCRA prevé que la economía continúe mejorando en lo que resta del año. La economía transita una segunda fase económica de acuerdo con lo anticipado en el anterior IPOM. En esta fase, las políticas públicas de asistencia a empresas y familias serían más focalizadas, dejando lugar a las más convencionales de

impulso a la demanda y de estímulo a sectores productivos clave.²⁰ Las principales medidas recientemente anunciadas por el Gobierno Nacional se orientan a dar un marco de sostenibilidad y alivio de las deudas contraídas durante la pandemia por parte de las empresas a partir de la Ley de Moratoria Impositiva, financiar a sectores estratégicos y a MiPyMEs, impulsar el consumo de las familias y reactivar tanto la obra pública como privada.²¹

El reciente acuerdo de reestructuración de la deuda bajo legislación internacional entre el Gobierno Nacional y los principales grupos de acreedores privados permitió despejar el perfil de vencimientos en el corto plazo y permitiría relajar la restricción externa. Asimismo, contribuye a sentar las bases para una recuperación económica sostenible en el tiempo y a la vez, despeja el horizonte para el acceso a los mercados de capitales tanto para el sector público como para el privado (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

Por último, analistas que participan del REM prevén para 2020 una caída de 12,5%, pero anticipan una progresiva recuperación de la actividad. Según la mediana del REM, el PIB registraría un rebote de 8% s.e. y 6% s.e. en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Para 2021, estiman que el producto crecería 5,6% interanual, dejando implícita una mejora gradual durante dicho año.

La velocidad de recuperación de la economía continuará dependiendo de la confluencia de factores tanto internos como externos. La actividad económica global inició también una recuperación incipiente, sin embargo, los riesgos de rebrote de la enfermedad incrementan la incertidumbre respecto a su capacidad de recuperación (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). El riesgo de rebrote también existe a nivel local y de materializarse, implicaría nuevos confinamientos, ralentizando el proceso de recuperación. Asimismo, un posible comportamiento precautorio por parte de los consumidores podría retrasar la recuperación de la demanda en determinados sectores. Por el contrario, avances médicos concretos, con relación a vacunas y tratamientos, podrían impulsar la confianza y la actividad económica.

20 El Ministerio de Desarrollo Productivo relanzó el Programa de Asistencia a la Competitividad (PAC), en esta ocasión con asistencia financiera de la Agencia de Cooperación Internacional del Japón (JICA), que financiará a 500 empresas por \$ 60 millones para incorporar tecnología.

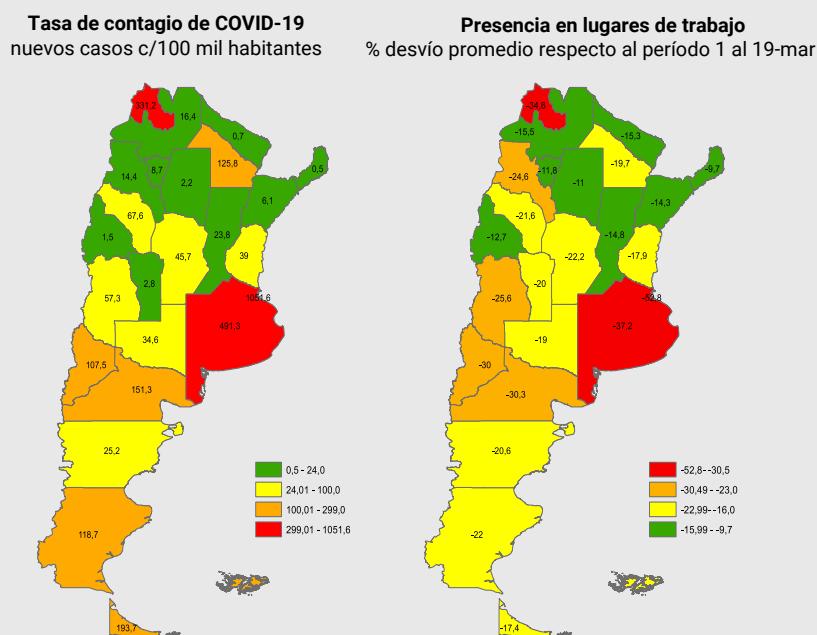
21 Para tal fin, el Gobierno prorrogó el Programa "Ahora 12" hasta el 31 de diciembre e implementó diversos programas de obra pública como el "Programa Federal Argentina Construye Solidaria", el "Programa Nacional de Reactivación y Terminación de Obras de Vivienda, Infraestructura y Hábitat y recientemente anunció el relanzamiento del "Nuevo Plan Procrear".

Apartado 2 / Recuperación económica a distintas velocidades

Desde el comienzo del aislamiento social, preventivo y obligatorio (ASPO) el día 20 de marzo²², el número de casos confirmados de COVID-19 ha evolucionado en forma asimétrica entre regiones, provincias y localidades. Desde mediados de abril, el Gobierno Nacional dispuso un levantamiento paulatino de las restricciones de movilidad, comercio y producción acorde a la evolución de la situación epidemiológica de cada jurisdicción.²³ La reapertura de actividades junto con las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA permitieron iniciar una gradual recuperación económica, a diferentes velocidades según la región.

Se observa una asociación inversa entre la cantidad de casos que tuvo cada provincia y la movilidad de personas hacia sus lugares de trabajo. En el mes de julio, las provincias que presentaron menores tasas de contagio (entre 0,5 y 24 casos cada 100 mil habitantes) como Misiones, Formosa, Santiago del Estero y San Juan (en verde en los mapas) mostraron niveles de movilidad muy cercanos a los de la situación prepandemia. Por el contrario, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) la provincia de Buenos Aires y Jujuy (en rojo en los mapas), que aún representan las áreas más afectadas por el COVID-19 vieron ralentizado el proceso de reapertura de actividades y en consecuencia de mejoras en la movilidad. En una situación intermedia se encuentran, entre otras provincias, Chubut, La Pampa y Entre Ríos, que presentan tasas de contagio de entre 24 y 100 cada 100 mil habitantes. En esta misma situación, aunque con guarismos superiores, se encuentran Neuquén, Santa Cruz, Chaco y Río Negro (pintadas en amarillo y naranja en los mapas (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Nuevos casos COVID-19 y presencia en lugares de trabajo durante el mes de julio 2020



Fuente: BCRA en base a datos preliminares de Ministerio de Salud de la Nación al 6 de agosto de 2020 y Google Mobility Report.

22 DECNU 297/20 prorrogado mediante los Decretos Nros. 325/20, 355/20, 408/20, 459/20 y 493/20 y, con ciertas modificaciones según el territorio, por los Decretos Nros. 520/20, 576/20, 605/20 y 641/20

23 [Fases de administración del aislamiento](#).

En una primera etapa de aislamiento estricto las actividades habilitadas en todo el territorio nacional fueron únicamente las consideradas esenciales. El gobierno dispuso que, a partir del 11 de abril los gobiernos pudieran solicitar excepciones al ASPO, previa intervención de la máxima autoridad sanitaria local y acompañado por un protocolo de funcionamiento.²⁴ En este marco, las provincias comenzaron a habilitar de manera progresiva diversas actividades económicas y sociales que se sumaron a las actividades consideradas esenciales. Este proceso se amplió a partir del junio, cuando el gobierno nacional estableció el distanciamiento social, preventivo y obligatorio (DISPO) para todas aquellas provincias que cumplieran los siguientes requisitos: contar con un sistema de salud adecuado, ausencia de transmisión comunitaria del virus y tiempo de duplicación de casos mayor a 15 días.²⁵

La reapertura programada de actividades sigue en progreso en todo el país, aunque no se ha dado de manera continua, sino que se han producido avances y retrocesos de fases de acuerdo con la situación epidemiológica. Catamarca, Jujuy, San Luis, Córdoba y Chubut implementaron retrocesos de fase y/o nuevas restricciones a la movilidad entre mayo y julio, como consecuencia del incremento de casos positivos COVID-19. Mientras que, provincias como Mendoza, Córdoba, Entre Ríos, Santa Fe, Santa Cruz y Tierra del Fuego han evidenciado recientemente nuevos brotes focalizados por lo que las autoridades decidieron restringir temporalmente determinadas actividades, entre ellas las actividades sociales y recreativas.

El Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA), compuesta por CABA y 40 partidos de la Provincia de Buenos Aires, es la zona más rezagada del país en el proceso de normalización de las actividades y, por lo tanto, de recuperación económica. Los datos de consumo de cemento y movilidad de personas hacia sus lugares de trabajo indicarían que en el AMBA la profundidad de caída (abril) de la actividad económica ha sido mayor y la posterior recuperación (mayo y junio) más lenta que la del resto del país (ver Tabla 1).

Tabla 1 | Evolución de indicadores económicos por región

	var. % acumulada desde feb-20	Pcia. de Buenos Aires		Resto del país	
		CABA	Núcleo*		Resto
Despachos de cemento	jun-20	-44,6	-10,9	10,7	33,7
	abr-20	-76,7	-50,7	-46,3	-33,5
	<i>dif. p.p. jun-20 vs abr-20</i>	32,1	39,8	57,0	67,2
Presencia en los lugares de trabajo	jun-20	-48,3	-33,5	-20,8	-11,8
	abr-20	-68,7	-56,2	-46,8	-45,5
	<i>dif. p.p. jun-20 vs abr-20</i>	20,4	22,7	26,0	33,7

*Corresponde a los 24 partidos más grandes en el caso de los despachos de cemento y a 40 partidos, en el caso de presencia en los lugares de trabajo.

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

A principios de julio se evidenció un aumento de casos positivos de COVID-19 que motivó al Gobierno Nacional a disponer un retroceso en actividades habilitadas en el AMBA.²⁶ Esta decisión se vio reflejada en forma inmediata en una caída en la presencia de personas en lugares de trabajo en CABA y Provincia de Buenos Aires, que compensó la recuperación en el resto de las provincias y resultó en un estancamiento de

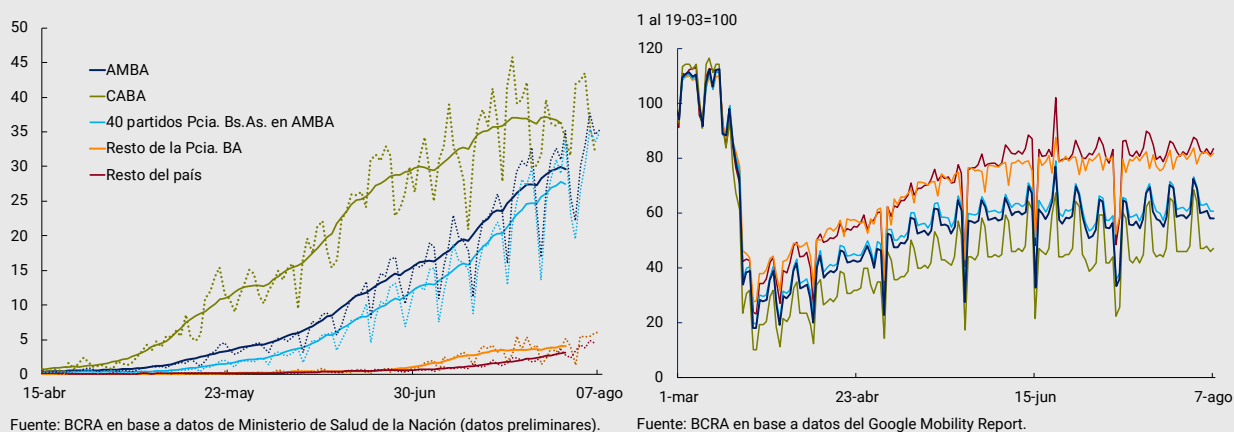
24 DECNU 355/20

25 DECNU 520/20

26 Se mantuvo el DISPO en parte del territorio y se endureció el ASPO en las regiones que no cumplieran con los parámetros epidemiológicos y sanitarios (DECNU 576/20).

la movilidad a nivel país (ver Gráfico 2). Estos datos sobre movilidad permiten anticipar una desaceleración de la recuperación económica durante la primera mitad de julio, que comenzaría a revertirse a partir del 18 de julio cuando se retomó el proceso de flexibilización.²⁷

Gráfico 2 | Evolución de nuevos casos COVID-19 (izquierda) y presencia en lugares de trabajo (derecha). Por región



La actividad económica a nivel nacional continuará recuperándose en la medida en que la evolución de la pandemia permita habilitar el funcionamiento de todos los sectores productivos, y se fortalezca la demanda, apuntalada por las distintas políticas llevadas a cabo por el Gobierno Nacional y el BCRA. Se espera que las regiones más retrasadas en este proceso de reapertura, en especial el AMBA, converjan paulatinamente a los niveles de actividad alcanzados en el resto del país.

27 DECNU 605/20.

Apartado 3 / Fortalecimiento del sistema de protección social en la pandemia

El mundo se encuentra atravesando la mayor crisis sanitaria del último siglo y la mayor crisis económica desde la Gran Depresión. Frente a esta situación sin precedentes, el Gobierno Nacional ha dado respuestas contundentes a fin de contrarrestar la gravedad de sus posibles efectos en el ámbito social, con foco en los sectores más vulnerables de la población.

El Gobierno Nacional fortaleció el sistema de protección social que atiende a estos sectores en situación de vulnerabilidad a través de transferencias directas. En perspectiva histórica, en la actualidad las transferencias sociales directas en Argentina representan una magnitud excepcional tanto en monto como en cobertura de la población objetivo.

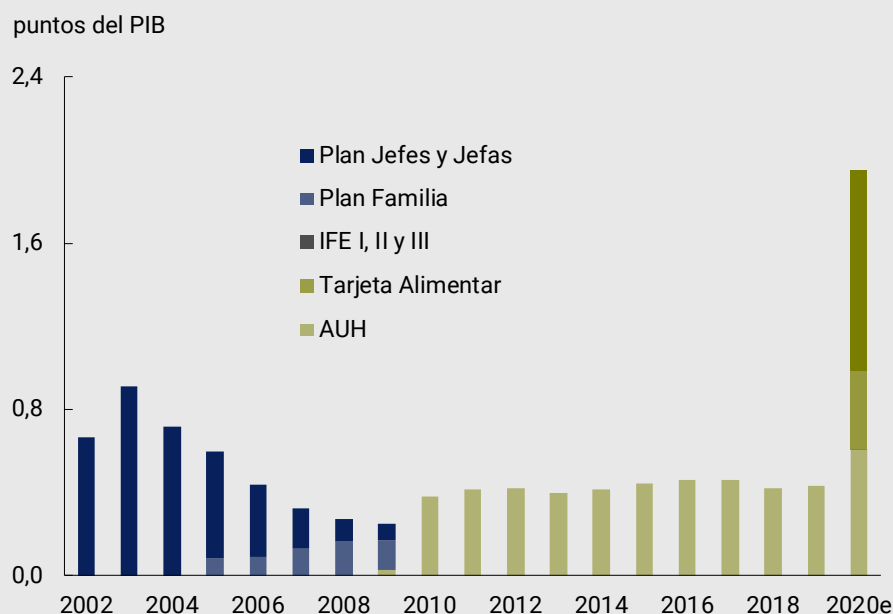
El Sistema de Seguridad Social argentino suele destacarse entre sus pares de América Latina. Luego de la crisis de la convertibilidad, en el año 2002 fue implementado el Plan Jefes y Jefas, el cuál contuvo a más de 1,8 millones de beneficiarios por el equivalente mensual de \$6.295 pesos de 2020²⁸. El mismo fue reemplazado progresivamente a partir de 2005 por el Plan Familia. En el contexto de la crisis financiera internacional del año 2009 nace la Asignación Universal por Hijo (AUH), luego complementada con la Asignación Universal por Embarazo (AUE), que hoy cubre a más de 4,2 millones de beneficiarios con transferencias mensuales por un monto actual de \$3.100. La respuesta a las consecuencias de la recesión iniciada en 2018 fue la implementación de la Tarjeta Alimentar, una nueva política de complemento integral alimentario que beneficia a más de 1,5 millones de familias, alcanzando a 2,8 millones de niñas y niños, con \$4.000 o \$6.000 mensuales según la conformación del grupo familiar.

En el contexto de la actual pandemia fue creado el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE),²⁹ un programa de transferencias de ingresos diseñado para atender las necesidades de los sectores más afectados por la crisis y para la reactivación del consumo. Este nuevo instrumento del Sistema de Seguridad Social argentino se definió como una prestación monetaria no contributiva de carácter excepcional por el equivalente de \$10.000. Fue destinada a compensar la pérdida de ingresos de aproximadamente 9 millones de ciudadanos afectados por la situación de emergencia sanitaria. Se vieron beneficiados perceptores de la AUH, los trabajadores y trabajadoras informales, de casas particulares, monotributistas sociales y de las categorías A y B.

28 Monto original de \$150 actualizado por evolución del Tipo de Cambio de Referencia de la Comunicación "A" 3500 y la inflación de Estados Unidos medida por CPI for All Urban Consumers (CPI-U).

29 Mediante Decreto 310/20 del 23 de marzo de 2020.

Gráfico 1 | Transferencias sociales directas (en términos del PIB)



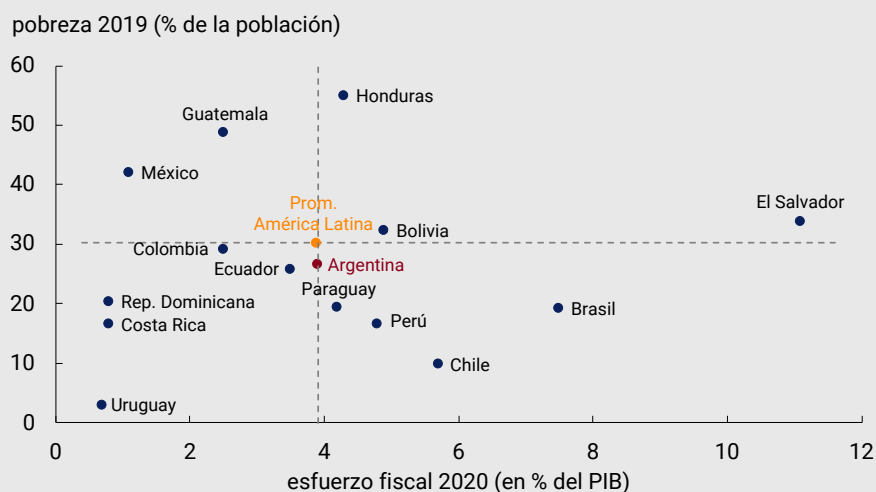
Fuente: BCRA en base a datos de Contaduría General de la Nación, ANSES, Ministerio de Desarrollo Social y CEPAL.

Las transferencias sociales directas del año 2020 se presentan como excepcionales tanto por el monto como por la cobertura. Cada pago de IFE ha sido equivalente a 5 veces la erogación mensual del Plan Jefes y Jefas en términos de PIB. El IFE alcanzó a 8,9 millones de ciudadanos frente a los aproximados 1,8 millones del Plan Jefes y Jefas. Desde una perspectiva anual, en términos de PIB, las transferencias directas en 2020 triplicaron a las del año 2002.

Según una estimación del Ministerio de Desarrollo Productivo, el IFE evitó que 2,8 millones de personas cayeran en la pobreza y que 1,4 millones lo hicieran en la indigencia. Mientras que la AUH permite llegar al 60% de los hogares del 10% más pobre del país, con el IFE se logró beneficiar al 90% de esos hogares.³⁰ En términos de segmentación por regiones, el programa exhibe una alta cobertura en términos de beneficiarios de IFE sobre la PEA de las provincias: alrededor del 42,4% para el NEA (41,2% de pobreza por hogar según EPH-INDEC), 40,0% para el NOA (41,0%), 32,7% en Cuyo (36,7%), 28,5% en la zona Pampeana (34,9%) y 23,0% en la Patagonia (30,2%).

³⁰ Informe de Panorama Productivo – Junio 2020.

Gráfico 2 | Esfuerzo fiscal. Comparación regional



Nota: CEPAL mide el esfuerzo fiscal en puntos del PIB y con base en las medidas anunciadas de gasto, alivio tributario y liquidez (no incluyen garantías estatales de créditos). Pobreza 2019 por proyección de CEPAL sobre la base del Banco de Datos de Encuestas de Hogares (BADEHOG).
Fuente: BCRA en base a datos de CEPAL.

Durante la actual pandemia, el apoyo a los hogares en situación de vulnerabilidad también es significativo en la comparación regional. Según datos a junio de 2020 de CEPAL³¹, el esfuerzo fiscal de Argentina es acorde a su estructura socioeconómica. Según estimaciones del BCRA, 60% del esfuerzo fiscal del Gobierno Nacional se destinaría a hogares de bajos recursos (ver Gráfico 2).

31 ["Enfrentar los efectos cada vez mayores del COVID-19 para una reactivación con igualdad: nuevas proyecciones"](#) CEPAL, julio 2020.

4. Sector Externo

Argentina enfrentó los primeros efectos de la pandemia partiendo de una cuenta corriente balanceada, tras la crisis que enfrentó en su sector externo desde el segundo trimestre de 2018. Ajustando por factores estacionales, al primer trimestre de 2020 la economía operaba con un superávit externo anual en torno a 1% del PIB. Al mismo tiempo, una mejor calibración de los controles de capitales reinstaurados por el BCRA en el tercer trimestre de 2019 permitió resguardar el nivel de reservas internacionales.

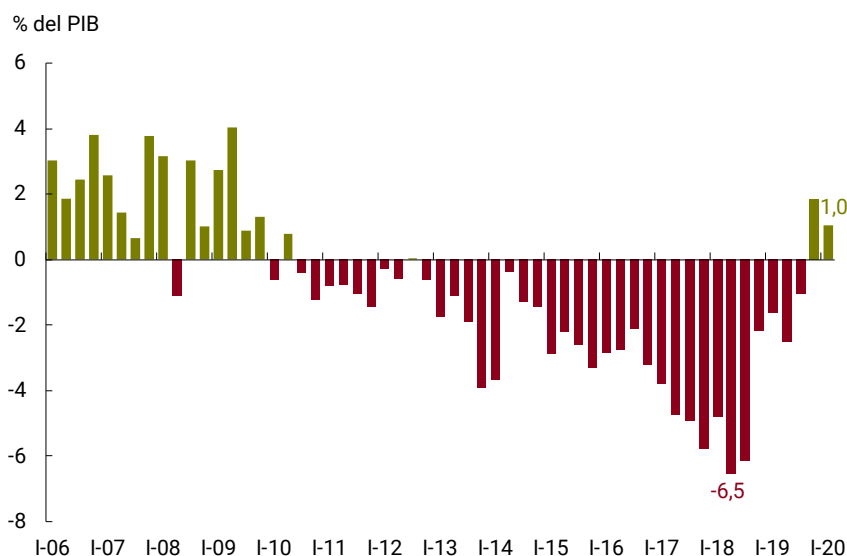
A partir de marzo, los flujos de comercio exterior de bienes y servicios acusaron el impacto de la pandemia influidos por la caída de los precios internacionales de los productos transados y la contracción de la demanda externa. Desde entonces, las exportaciones de bienes cayeron 11% s.e. y las importaciones de bienes 18% s.e. A su vez, los datos del mercado de cambios corroboraron la esperada contracción de los flujos comerciales de servicios, en particular, del turismo.

Hacia delante, en un contexto de elevada incertidumbre provocada por la pandemia, la reestructuración ordenada y consensuada de la deuda pública en moneda extranjera permitirá descomprimir las necesidades financieras externas de la economía y mejorará las condiciones de acceso al financiamiento de las empresas. De esta manera, a medida que la actividad económica recupere dinamismo, el sector privado podrá elevar las importaciones de bienes sin que eso implique un deterioro significativo de la cuenta corriente, preservando las reservas internacionales del BCRA.

4.1. Argentina enfrentó los primeros efectos de la pandemia partiendo de una cuenta corriente balanceada

En el primer trimestre de 2020, antes de recibir el impacto pleno de la pandemia, la economía operaba en torno a un superávit externo anual de 1% del PIB en términos desestacionalizados (ver Gráfico 4.1). La reversión del déficit, de más de 7 p.p. del PIB respecto del segundo trimestre de 2018, se dio en mayor medida por una brusca caída de las importaciones de bienes (un ajuste del orden de US\$32.000 millones anuales), la cual fue parcialmente compensada por el creciente peso de los pagos de intereses de la deuda externa pública.

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente (valores ajustados por estacionalidad y anualizados)

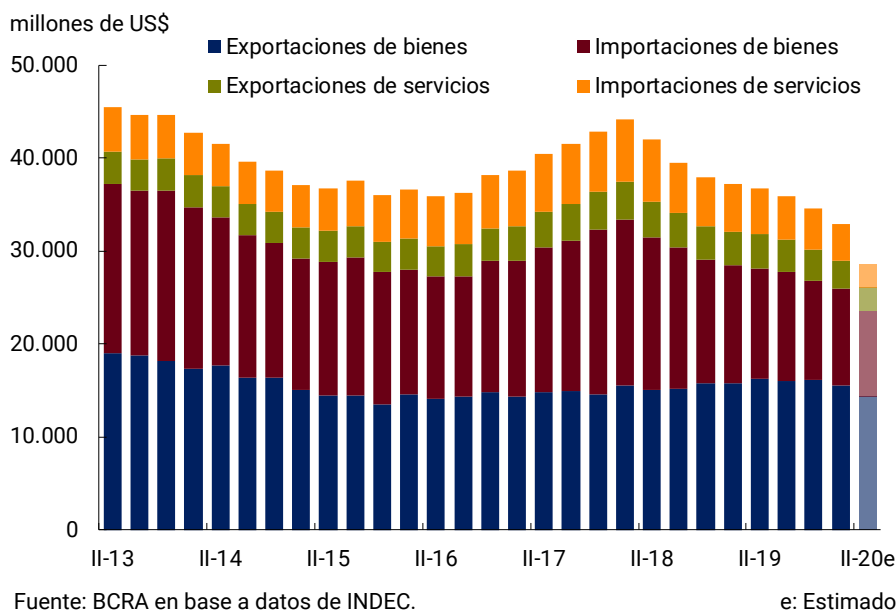


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

4.2. A partir de marzo los flujos de comercio exterior de Argentina acusaron el impacto de la pandemia

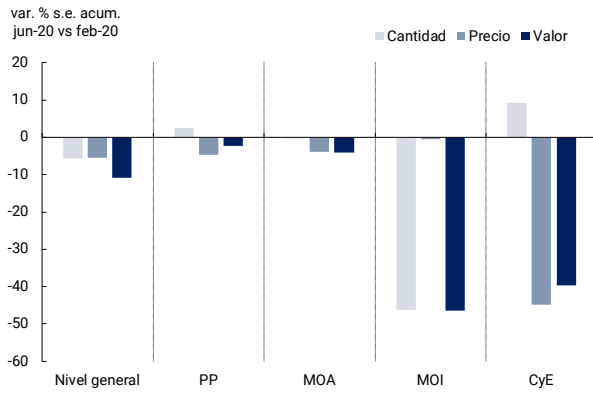
Los flujos de comercio exterior de Argentina (tanto bienes como servicios) exhiben una tendencia declinante desde que la economía enfrentó una crisis de balance de pagos a partir del segundo trimestre de 2018. Desde marzo de 2020, en el marco de la pandemia COVID-19, esta tendencia se agudizó (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2 | Flujos comerciales de Argentina (series ajustadas por estacionalidad)



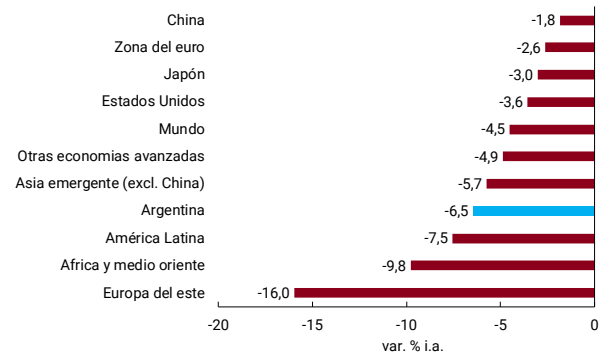
Como se anticipó en el IPOM de mayo de 2020, el impacto de la pandemia se dio de forma heterogénea en las exportaciones de bienes. Entre marzo y junio las manufacturas de origen industrial acusaron una baja sensible de los volúmenes enviados, producto de la fuerte contracción de la actividad económica de los países de América Latina, en particular de Brasil —el principal socio comercial de Argentina— (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). Por el contrario, en el mismo periodo, las cantidades exportadas de productos primarios y de combustibles aumentaron, lo que, en el segundo caso respondió a la disponibilidad de saldos exportables por la contracción del consumo interno de energía. De todos modos, los valores exportados de ambos rubros también cayeron en este período debido a que la reducción de las cotizaciones internacionales de las materias primas exportadas no logró ser compensada por el incremento en los volúmenes (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Exportaciones de bienes



Cantidades exportadas de bienes

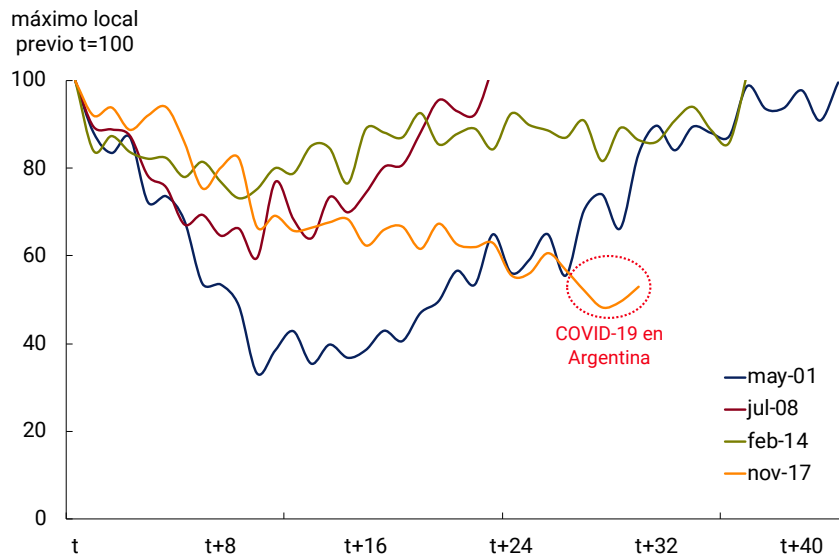
(primeros 5 meses de 2020 vs. igual período de 2019*)



De esta manera, en el primer semestre del año las cantidades exportadas totales de bienes registraron una caída acumulada de 6,5% respecto al mismo período de 2019. Esta baja fue muy similar a la observada en las cantidades exportadas de bienes registrada en la región de América Latina. En general, excluyendo a China, los datos de comercio global sugieren que el mayor impacto de la pandemia sobre los volúmenes exportados se dio en las economías emergentes.

Por su parte, desde marzo, las cantidades importadas de bienes profundizaron la caída tendencial que exhiben desde fines de 2017 y se ubicaron en junio casi en la mitad del nivel que registraban en noviembre de 2017 (ver Gráfico 4.4). En el margen, los volúmenes importados mostraron incipientes signos de mejora, que podrían estar asociados a la recuperación económica en varias ramas productivas (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). A nivel desagregado, y a pesar del contexto adverso de la pandemia, en el segundo trimestre se observaron recuperaciones de las cantidades importadas de algunos bienes intermedios respecto del primer trimestre de 2020 (madera y corcho, químicos, plásticos, con subas de 11%, 10% y 7% s.e., respectivamente). De todas formas, en general predominaron las contracciones, destacándose por su incidencia las de bienes de capital y sus piezas (-7% y -25% s.e. respectivamente).

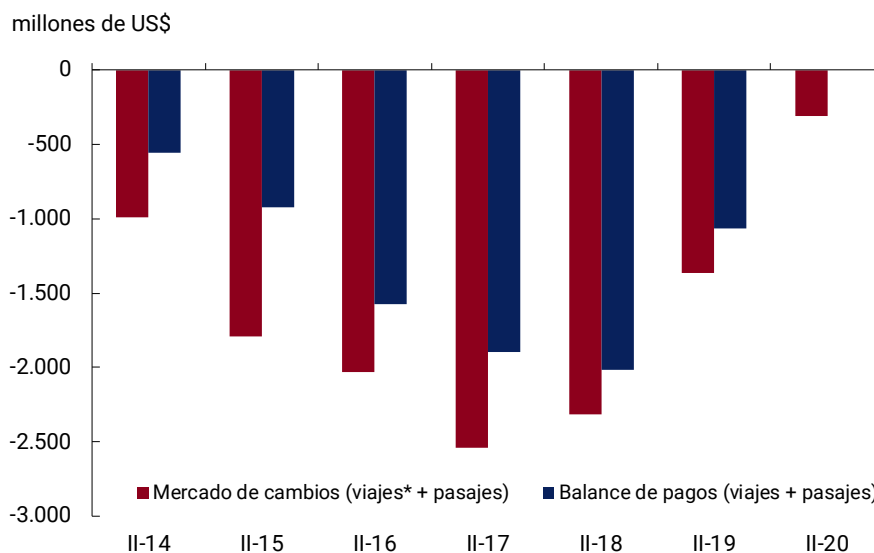
Gráfico 4.4 | Episodios de caídas de cantidades importadas. Evolución mensual s.e.



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por el lado del comercio de servicios, si bien no hay datos oficiales de lo sucedido durante el segundo trimestre del año, se espera que el cierre de fronteras³² establecido como parte de un paquete de medidas en respuesta a la pandemia COVID-19 haya tenido como resultado una virtual desaparición del déficit comercial del turismo. Los datos de pagos netos por viajes y otros gastos con tarjeta y por transporte de pasajeros del Mercado de Cambios están en línea con esta presunción (ver Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5 | Balance comercial del turismo internacional



*La categoría viajes del balance cambiario incluye otros gastos con tarjeta en el exterior.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

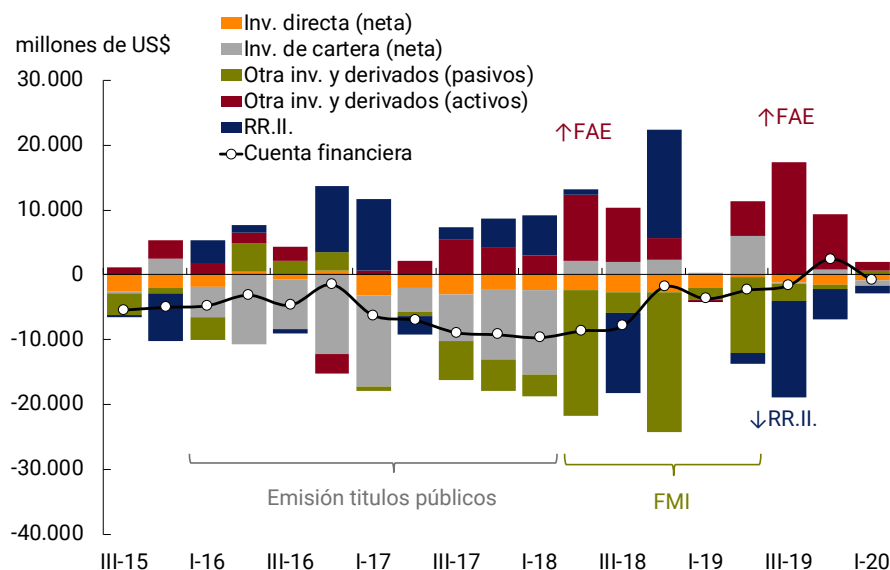
4.3. En el primer trimestre de 2020, una mejor calibración de los controles de capitales preservó las reservas internacionales

Durante el primer trimestre de 2020, la cuenta financiera registró un déficit de US\$780 millones (apenas un quinto del registrado en igual período de 2019). Una mejor calibración de los controles de capitales que ya habían sido reestablecidos por el BCRA durante el tercer trimestre de 2019 permitió resguardar las reservas internacionales³³. En este contexto se registraron ingresos netos por inversión de cartera (US\$842 millones) debido a la venta de títulos externos de deuda por parte de los residentes y también por inversión directa (US\$901 millones). Los egresos netos del primer trimestre se debieron principalmente a la cancelación de un préstamo con el Banco de Pagos Internacionales (BIS) por US\$1.000 millones por parte del BCRA (el cual prácticamente se compensó con la merma por US\$1.089 millones de las reservas internacionales brutas) y por la compra de moneda extranjera por parte del sector privado, la más baja desde el cuarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 4.6).

32 Debido a la imposibilidad de realizar la Encuesta de Turismo Internacional, a fines estadísticos el INDEC consideró que los movimientos transfronterizos de turistas fueron nulos en el segundo trimestre de 2020. No obstante, en su reporte el INDEC aclara que la Oficina Nacional de Migraciones registró movimiento de personas (en el contexto de repatriaciones en sucesivas misiones especiales) y que no puede descartarse que algunos de esos pasajeros hayan realizado viajes con motivos turísticos.

33 El 6 de agosto de 2020 el BCRA suscribió nuevos acuerdos de *swap* de monedas con el Banco de la República Popular de China (PBC), los cuales tendrán una vigencia de 3 años.

Gráfico 4.6 | Cuenta financiera del balance de pagos internacionales



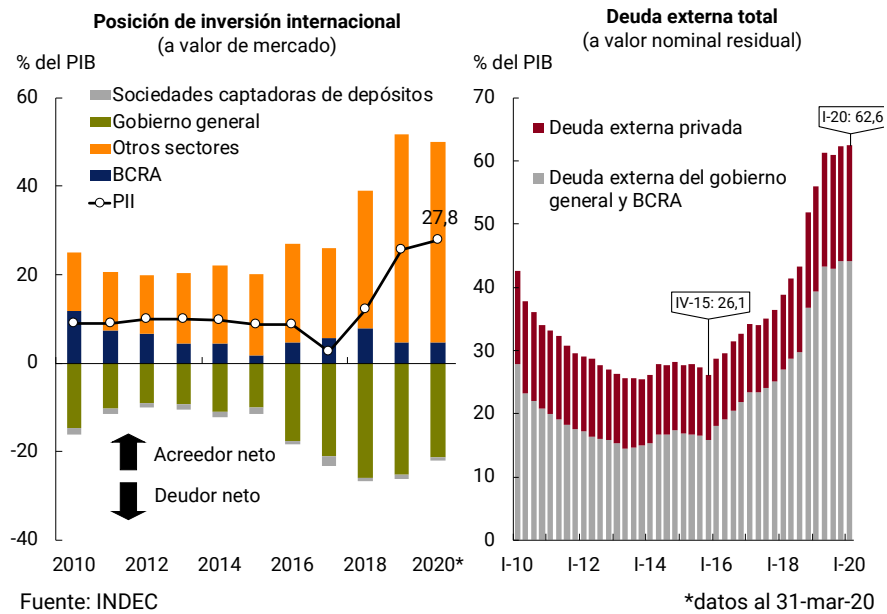
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

4.4. La reducción en las cotizaciones de los pasivos externos le permitió a Argentina incrementar su posición externa neta acreedora a valor de mercado

Al 31 de marzo de 2020 Argentina conservaba una posición de inversión internacional acreedora frente al resto del mundo por un monto equivalente al 28% del PIB. Respecto al trimestre anterior, se registró un incremento de 2 p.p. del PIB, el cual obedeció a una desvalorización de los pasivos externos medidos en dólares de US\$20.452 millones, muy superior a la registrada por los activos externos (US\$12.522 millones).³⁴ Por su parte, la deuda externa valuada a valor nominal residual subió ligeramente en el primer trimestre del año y se ubicó en 62,6% del Producto al 31 de marzo de 2020 (ver Gráfico 4.7).

³⁴ La desvalorización de los pasivos externos durante el primer trimestre de 2020 obedeció al impacto del cambio en los precios (-US\$23.356 millones), parcialmente compensado por las variaciones del tipo de cambio (+US\$2.904 millones). La desvalorización del stock de activos externos se debió tanto a un efecto precio (-US\$9.609 millones) como también por movimientos en el tipo de cambio (-US\$2.913 millones). Además de las variaciones por precio y tipo de cambio, la posición de inversión internacional se vio afectada por las transacciones registradas en la cuenta financiera del balance de pagos. En particular, durante el primer trimestre de 2020 se contabilizó una cancelación neta de pasivos externos por US\$478 millones y una liquidación neta de activos externos por US\$1.258 millones.

Gráfico 4.7 | Posición de inversión internacional y deuda externa



En relación con la deuda comercial del sector privado, de acuerdo con estimaciones propias en base a los datos de INDEC y del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos del BCRA, el stock alcanzaba al 31 de marzo de 2020 los US\$39.545 millones, sin reflejar hasta ese momento la marcada contracción de los flujos comerciales evidenciada desde mediados de 2018. De esta manera, el cociente entre la deuda comercial y los flujos anuales de importaciones y exportaciones de bienes y de servicios, alcanzó al primer trimestre de 2020 un récord histórico de 28,1%. Vinculado al segmento de importaciones de bienes, a fines de mayo, el BCRA emitió la Comunicación "A" 7030 cuya finalidad fue ordenar el pago de estas obligaciones en el marco de los importantes esfuerzos del Gobierno Nacional de asistencia a empresas afectadas por la crisis generada por el COVID-19.³⁵

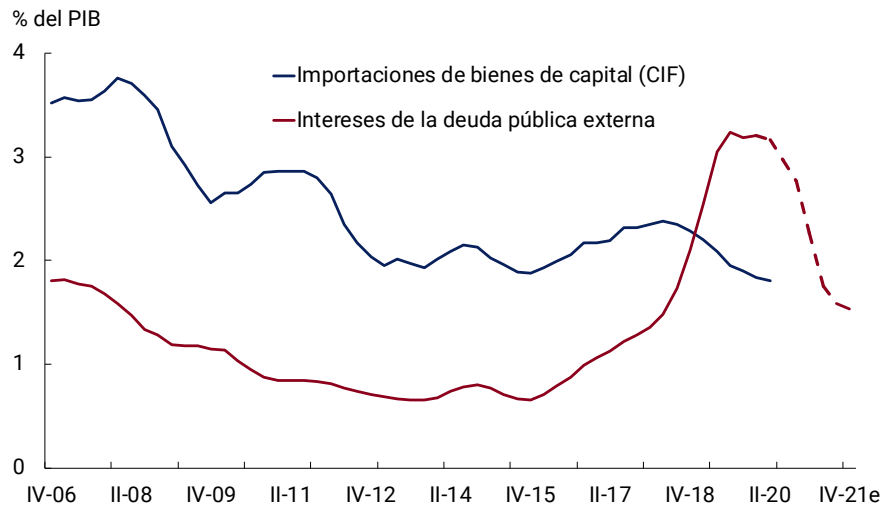
4.5. Perspectivas: En un contexto global de elevada incertidumbre, la reestructuración ordenada de la deuda pública en moneda extranjera permitirá descomprimir las necesidades financieras externas

La reestructuración ordenada y consensuada de la deuda pública en moneda extranjera con acreedores privados reducirá sensiblemente el devengamiento de intereses de la cuenta corriente en relación con las condiciones contractuales actuales (ver Apartado 4 / Novedades sobre la reestructuración de la deuda pública nacional). En el mediano plazo, también será importante una readecuación de los compromisos financieros con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para despejar presiones en la cuenta financiera. Se espera que el ordenamiento de los pasivos externos del gobierno general también repercuta favorablemente en las condiciones de acceso al crédito para el sector privado, cuyos vencimientos de deuda externa se estiman en US\$14.000 millones para lo que resta de 2020 y 2021. De esta forma, el sector privado podría elevar las importaciones de bienes

³⁵ Esta comunicación ha sido perfeccionada incorporando modificaciones, atendiendo a las necesidades comerciales particulares de distintos sectores productivos, con el fin de simplificar el acceso al mercado de cambios (Comunicación "A" 7042 y Comunicación "A" 7052). Para más información ver los informes de [Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario](#).

cuando la mayor actividad económica así lo demande en los próximos trimestres,³⁶ sin que eso implique un deterioro significativo de la cuenta corriente, preservando las reservas internacionales (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Importaciones de bienes de capital e intereses de la deuda pública externa (acum. últimos 4 trimestres)



Nota: Para la estimación de los intereses de la deuda pública externa se asume un 100% de aceptación del canje de deuda. e: Estimado
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, el sendero de las exportaciones dependerá de la recuperación de la economía global, en particular de América Latina, región a la que en 2019 fue destinada más de la mitad de las ventas externas de manufacturas argentinas y que, en este momento, se constituye como el epicentro de la pandemia (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). En el mediano plazo, las firmas exportadoras también pueden verse favorecidas por una exitosa reestructuración de la deuda pública, en la medida en que se consolide un entorno de estabilidad macroeconómica y mejoren sus condiciones de acceso al crédito en los mercados internacionales.

36 Cabe destacar que más del 70% de las importaciones de bienes (constituido por bienes de capital y sus piezas y bienes intermedios) está estrechamente ligado con el proceso productivo, por lo que es esperable que se observe un aumento de las compras externas en la medida en que la economía inicie la senda de la recuperación.

5. Finanzas Públicas

En línea con lo ocurrido en el resto del mundo, desde que inició el shock de la pandemia de COVID-19 el rol de la política fiscal se centró en la contención de la emergencia sanitaria, económica y social, tras lo cual se prevé implementar acciones para promover la recuperación de la actividad económica (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). Las medidas implementadas por el Gobierno Nacional asociadas a la mitigación de la pandemia acumuladas a junio representaron alrededor de 3,3% del PIB de los últimos 12 meses y superarían 4% del Producto a fines de este año.

El extraordinario esfuerzo fiscal que se desplegó a causa de la pandemia de COVID-19 comenzará a moderarse a medida que la economía recupere dinamismo. Por un lado, se espera que se consolide un mejor desempeño de la recaudación tributaria, tanto a nivel nacional como subnacional, que se vería impulsado en parte por la reducción esperada de las medidas de alivio tributario, en la medida en que la actividad económica muestre signos de mejoría. Por otro lado, se prevé un desarrollo más contenido de las amplias medidas de gasto vinculadas a la situación de emergencia social, económica y sanitaria, orientadas a apuntalar los ingresos básicos de la población en situación de vulnerabilidad, a limitar el impacto de la paralización de la actividad económica sobre el entramado productivo y a reforzar el sistema de salud.

En lo que resta del año, la política fiscal pondrá un mayor foco en la promoción de la reactivación del aparato productivo y en la atención de situaciones críticas derivadas de la emergencia económica y social. En línea con lo observado a nivel internacional, el déficit fiscal primario del año 2020 exhibirá un extraordinario aumento como consecuencia de la pandemia. Para el año próximo, una vez superada la emergencia sanitaria, se proyecta una fuerte reducción del déficit fiscal primario, ya sin las masivas asistencias extraordinarias a las familias y empresas que caracterizaron lo ocurrido desde abril de 2020.

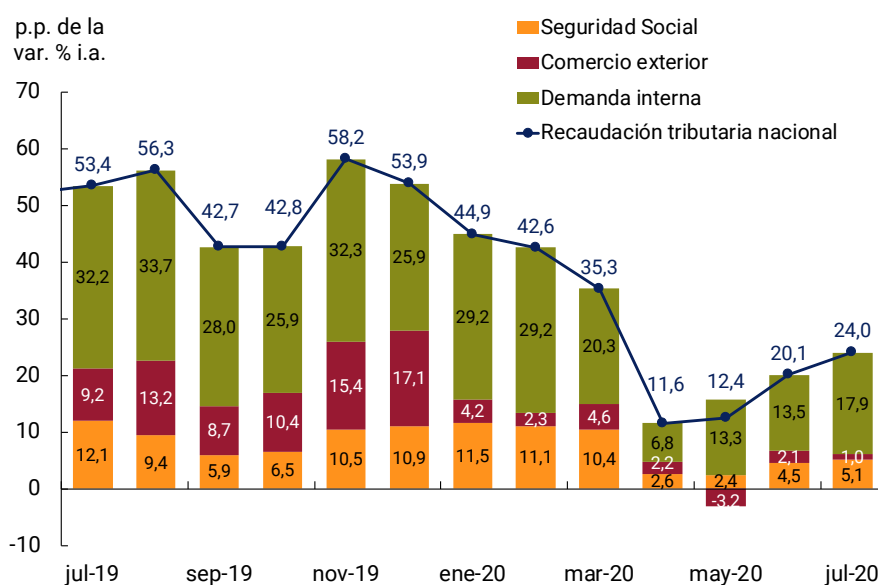
El reciente acuerdo con los principales grupos de acreedores privados sobre la deuda pública bajo legislación extranjera y los recientes avances en la regularización de la deuda en moneda extranjera emitida bajo legislación local definen una plataforma adecuada para delinear un sendero fiscal y externo sostenible y compatible con la recuperación económica y social. Las necesidades financieras del sector público serán afrontadas básicamente con fuentes domésticas, previéndose la realización de acciones orientadas a la regeneración del mercado de capitales de deuda pública en moneda local.

5.1. La incipiente recuperación de los ingresos fiscales se consolidará en el segundo semestre del año

La recaudación tributaria nacional mostró una tenue recuperación al crecer 24% i.a. en julio y 20% i.a. en junio (ver Gráfico 5.1), luego de subir sólo 12% i.a. en abril y en mayo. Pese a la incipiente mejora en el margen, durante el segundo trimestre la recaudación se retrajo en términos reales casi 20% i.a. El efecto negativo de la pandemia sobre los ingresos se concentró en los primeros dos meses del segundo trimestre. En particular se destacó la incidencia durante el segundo trimestre del año de la reducción de la actividad económica, del menor ritmo inflacionario y del magro desempeño de los derechos de exportación tras el adelantamiento que se registró en los últimos meses de 2019.

Los impuestos relacionados con la demanda interna,³⁷ contribuyeron con sólo 6,8 p.p. a la variación interanual en abril, mientras que en mayo y junio duplicaron su aporte, en línea con la recuperación de la actividad económica local esperada en la segunda fase de este ciclo económico.³⁸ En julio consolidaron la mejora³⁹. La performance de la recaudación relacionada con la seguridad social, ligada a la evolución de los salarios y del empleo,⁴⁰ se vio afectada por la reducción de la actividad económica en el marco de la pandemia, la menor capacidad de las empresas de atender sus obligaciones y por las exenciones dispuestas para los sectores críticamente afectados. Si bien entre abril y mayo estos recursos aportaron en torno a 2,5 p.p. de la variación porcentual interanual, para junio y julio contribuyeron con 4,5 p.p. y 5,1 p.p. respectivamente. Cabe destacar que el Poder Ejecutivo Nacional impulsó la recientemente sancionada ley de ampliación de la moratoria que prevé, entre otras disposiciones, prorrogar y ampliar el universo de contribuyentes y obligaciones alcanzados por el programa de regularización de impuestos sancionado por ley a fines del año 2019.⁴¹

Gráfico 5.1 | Recaudación tributaria nacional nominal



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

El aporte de los impuestos asociados al comercio exterior (derechos de exportación e importación, y tasa de estadística) fue acotado. En el segundo trimestre registraron un alza de sólo 3% i.a. nominal (y de 9% i.a. en julio) incluso pese a la suba de alícuotas dispuesta a fines de 2019. En efecto, estos tributos habían registrado un aumento de 181% i.a. en el cuarto trimestre de 2019, básicamente debido al adelantamiento atípico en el pago de derechos de exportación de los productos agrícolas en los últimos meses del año pasado, ante la previsión de la suba de alícuotas y otros cambios normativos.

37 Este conjunto de impuestos surge de quitar de la recaudación tributaria nacional lo recolectado por seguridad social y comercio exterior, e incluyen entre otros IVA neto, Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias, impuestos internos, Impuesto sobre combustibles, Impuesto PAIS y planes y facilidades de pago.

38 Para mayor referencia ver el [Informe de Política Monetaria de mayo 2020](#).

39 El impulso provino en los últimos meses de impuestos no tradicionales que fueron establecidos o modificados a fines de 2019 en el marco de la Ley 27541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública (principalmente el Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria –PAIS–, Bienes Personales e Impuestos Internos).

40 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 frenó el avance de la reforma tributaria 2017.

41 Modifica la Ley 27541.

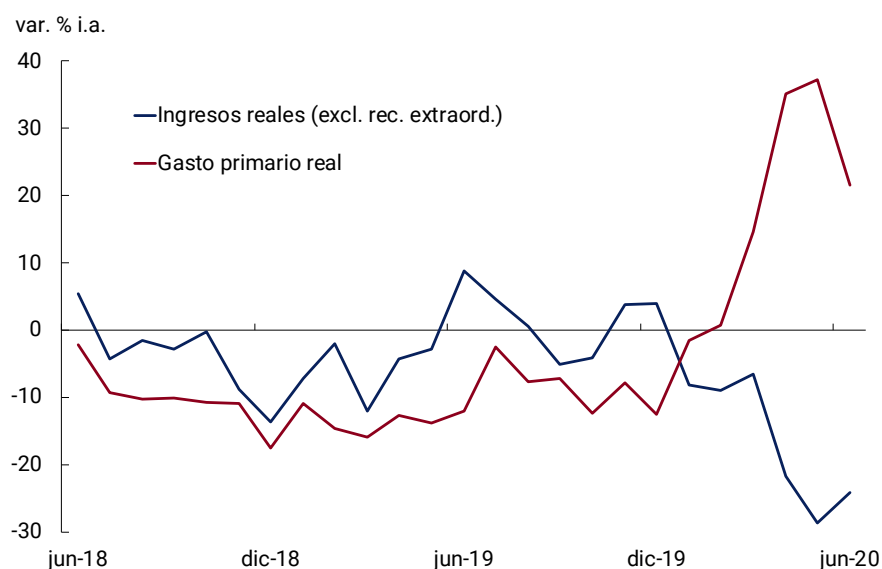
Los ingresos totales del SPNF aumentaron en términos nominales sólo 8% i.a. entre abril y junio de 2020, luego de crecer 36% i.a. durante el primer trimestre. La desaceleración obedeció fundamentalmente a la evolución de los ingresos tributarios⁴² y de la seguridad social, que crecieron 14,3% en el segundo trimestre tras registrar una expansión de 38,8% i.a. en el primero. Asimismo, influyó la eximición del cobro de intereses sobre los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social a las personas beneficiarias de prestaciones previsionales y sociales.

Finalmente, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento similar al observado a nivel nacional: de acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en junio el avance nominal de los recursos propios se ubicó en torno al 20% i.a. luego de crecimientos en torno al 11% i.a. y 13% i.a. en abril y mayo, respectivamente. En este contexto, y para compensar la pérdida de ingresos de los distritos subnacionales, el Gobierno Nacional impulsó el Programa para la Emergencia Financiera Provincial⁴³ a través de convenios de asistencia financiera extraordinaria, canalizadas a través del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, por \$60.000 millones⁴⁴ a los que se sumó la distribución de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) por otros \$60.000 millones y otras transferencias corrientes y de capital.

5.2. Morigerar los efectos nocivos de la pandemia requirió un gran esfuerzo fiscal

El gasto primario exhibió un significativo aumento de 87% i.a. en el segundo trimestre, en un contexto en el que los ingresos crecieron a una tasa 79 p.p. inferior, determinando una significativa suba del gasto primario real y una contracción real de los ingresos (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Ingresos y gasto primario del SPNF



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

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

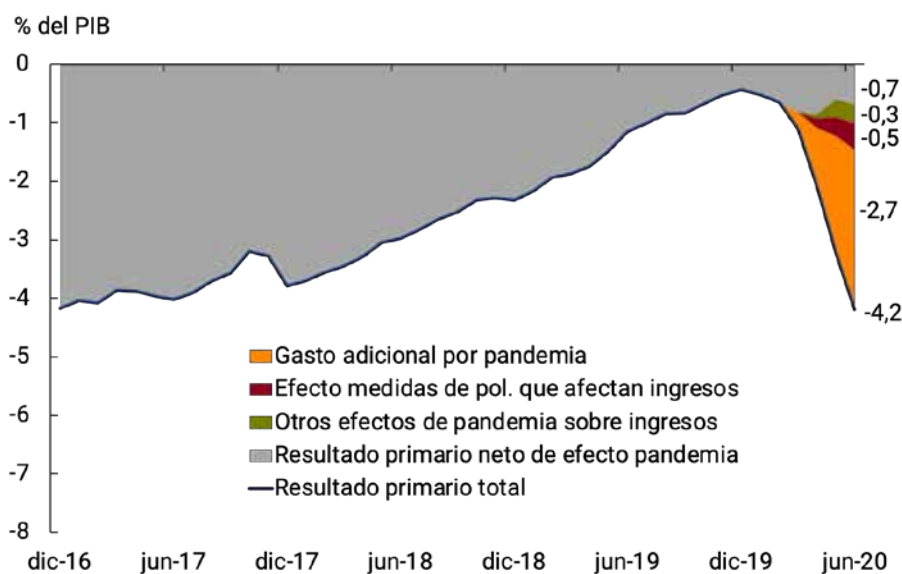
43 Decreto 352/2020.

44 Los fondos se distribuyen de acuerdo con el índice de población con Necesidades Básicas Insatisfechas y de cuentapropistas (INDEC) y de las personas contagiadas por COVID-19 cada 100 mil habitantes que publica el Ministerio de Salud, así como por las necesidades fiscales que acreditan los distritos. Su repago está previsto a partir de enero de 2021 en 36 cuotas mensuales, con una tasa de interés de 0,1% sobre el capital ajustado por el CER. Los intereses devengados desde cada desembolso se capitalizarán hasta el 31 de diciembre de 2020.

Los gastos en el marco de la emergencia sanitaria por el COVID-19 se vieron fuertemente incrementados por medidas específicas destinadas a fortalecer el sistema de salud, preservar el ingreso de las familias, garantizar la provisión de alimentos, proteger la producción y el empleo, sostener la provisión de servicios públicos sin incrementos de tarifas y proveer asistencia a las provincias frente al deterioro de los ingresos tributarios de origen nacional y provincial. Entre las principales medidas con impacto en el gasto primario del trimestre se destacan los pagos del Ingreso Familiar de Emergencia, la extensión de la Tarjeta Alimentaria, el programa de Asistencia al Trabajo y la Producción, la ampliación del subsidio de desempleo, el congelamiento de tarifas de servicios públicos, el pago de adicionales a trabajadores esenciales, el gasto en insumos de salud y bienes de capital hospitalarios, y las transferencias a las provincias. Este conjunto de medidas explicó más del 70% del incremento del gasto primario en el segundo trimestre año. El resto de la dinámica del gasto se explicó por la atención de los haberes previsionales, de las remuneraciones a las y los empleados públicos (incluyendo las universidades), de los programas de inclusión social y de la contratación de servicios básicos. Otros rubros de gasto mantuvieron una evolución contenida.

En consecuencia, el déficit fiscal del año 2020 aumentará significativamente respecto de lo observado en 2019. De acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Economía, el déficit primario acumulado en los últimos 12 meses a junio representó aproximadamente 4,2% del PIB, tras el 0,4% del Producto registrado en 2019⁴⁵ (ver Gráfico 5.3). Una gran parte del déficit primario es explicado por efecto de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica: se estima que 2,7 p.p. del PIB son gastos adicionales relacionados a medidas de contención social, económica y sanitaria, mientras que 0,5 p.p. del Producto representan efectos de medidas de política que afectaron los ingresos del SPNF (como la eximición del cobro de contribuciones patronales o del cobro de intereses a los préstamos de beneficiarios de la ANSeS). A esto se le adiciona una estimación de 0,3 p.p. del PIB de pérdida de ingresos por los efectos macroeconómicos de la coyuntura sobre los ingresos tributarios y de la seguridad social.

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



Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Economía y la Oficina de Presupuesto del Congreso

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

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

El 4 de agosto el Ministerio de Economía anunció un acuerdo con los tres principales grupos de acreedores de la deuda pública emitida bajo legislación extranjera y extendió el período de finalización de la oferta del canje hasta el 28 de agosto. La recientemente sancionada Ley 27556 permitirá efectivizar una oferta de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera emitida bajo legislación local con condiciones similares a las de la propuesta para la legislación extranjera (ver Apartado 4 / Novedades sobre la reestructuración de la deuda pública nacional). Esta solución ordenada y consensuada con los acreedores privados definirá una plataforma adecuada para delinear un sendero fiscal y externo que evite una dinámica de vencimientos que comprometa seriamente la recuperación post pandemia.

En este contexto, se realizaron diferentes operaciones de financiamiento⁴⁶ que permitieron refinanciar un alto porcentaje de los vencimientos, reducir la concentración y los elevados vencimientos de obligaciones, extender los plazos e incrementar la participación del financiamiento en moneda local sobre el total de deuda⁴⁷. Asimismo, el Ministerio de Economía informó que propició una reducción de las tasas de interés a niveles compatibles con la recuperación económica y con la sostenibilidad del endeudamiento. Adicionalmente, se llevaron a cabo operaciones de conversión de activos bajo legislación local,⁴⁸ que permitieron intercambiar a valor técnico títulos originalmente emitidos en moneda extranjera o vinculados al dólar (Letes, Bono dual, Lelinks y bonos vinculados al dólar) por un monto aproximado de US\$7.800 millones a cambio de nuevos instrumentos en pesos ajustables por el CER o que devengan BADLAR privada. Las políticas llevadas a cabo por el Tesoro Nacional y por el BCRA para lograr tasas de interés sostenibles contribuyeron a lograr avances significativos en el proceso de restauración de la sostenibilidad de la deuda pública y a mejorar las condiciones del financiamiento provincial y corporativo en el mercado de capitales local.

Durante este año el Gobierno Nacional tuvo que enfrentar una situación de emergencia económica y social agudizada por una inédita pandemia, sin acceso al mercado de deuda y en un contexto de fuerte caída de los recursos tributarios. Hasta el momento el BCRA, en línea con sus lineamientos de política monetaria para el año 2020, asistió excepcionalmente al Tesoro Nacional, facilitando el financiamiento necesario de las medidas fiscales de apoyo a las empresas y hogares. Así, en lo que va del 2020, el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$1,04 billones asociados a las utilidades correspondientes al ejercicio 2019, le otorgó \$472.000 millones de adelantos transitorios netos y US\$3.244 millones de reservas internacionales de libre disponibilidad a cambio de letras intransferibles (ver Capítulo 7. Política Monetaria). Asimismo, hasta fines de julio suscribió nuevas letras intransferibles en moneda extranjera por US\$106 millones.⁴⁹

Una reestructuración exitosa de la deuda pública en moneda extranjera permitirá un mayor flujo de crédito privado, contribuyendo a su vez a preservar y regenerar el mercado de capitales doméstico. Asimismo, repercutirá en la capacidad de financiamiento de las provincias al mejorar las condiciones de refinanciamiento de las obligaciones vigentes.

46 Considerando la presencia de actores en el mercado de deuda en pesos que manifestaron su intención de no permanecer en ese segmento, el Ministerio de Economía anunció que se ejecutarán licitaciones programadas de instrumentos de deuda pública denominados en moneda extranjera, con idénticas características a los que se pondrán a disposición en el canje de deuda en dólares bajo ley local, para que dichos tenedores puedan utilizar sus tenencias de instrumentos en pesos como mecanismo de pago y suscripción. Dichas licitaciones, por hasta US\$500 millones cada una, fueron previstas para los días 7-ago-20, 25-sep-20 y 27-nov-20, previéndose operaciones para 2021 que estarán contempladas en el presupuesto nacional de ese año. Esta medida buscó resolver tensiones existentes en la curva de rendimientos en pesos a efectos de generar una secuencia que permita generar una mayor demanda relativa por activos denominados en moneda nacional, al tiempo que redujera las presiones en los frentes cambiarios y financieros (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/operaciones-de-normalizacion-del-mercado-de-deuda-publica-en-pesos>).

47 El stock de pasivos denominados en moneda local aumentó su proporción en el total, pasando de representar el 14,4% en noviembre de 2019 al 14,9% al cierre del mes de junio.

48 Decretos 141/2020 y 193/2020.

49 En el marco del art. 4 del Decreto 346/2020 y de la Resolución Conjunta de la Secretaría de Hacienda y Finanzas 28/2020.

Apartado 4 / Novedades sobre la reestructuración de la deuda pública nacional

A inicios de agosto el Ministerio de Economía anunció un acuerdo con los principales acreedores de la deuda pública emitida bajo legislación extranjera. Asimismo, se avanzó en la definición de propuestas para reestructurar la deuda pública emitida bajo legislación local, incluyendo el tratamiento de algunos pasivos en moneda nacional en tenencia de actores que han expresado su intención de no mantenerse en ese segmento del mercado de deuda. La solución ordenada y consensuada con los acreedores privados conducirá a una reducción de los servicios de deuda de alrededor de US\$37.700 millones hasta 2030, con reducciones significativas de los cupones, que en el caso de la deuda en dólares bajo legislación extranjera pasaría de alrededor desde 7% a 3,1%. Esta reestructuración implicará una sólida plataforma para delinear un sendero fiscal y externo compatible con un crecimiento sostenible de la economía.

Tras mantener proactivamente debates con distintos grupos de inversores, el Ministerio de Economía adelantó que analizaba posibles ajustes a la oferta inicial de canje de deuda pública bajo legislación extranjera formalizada a fines de abril.⁵⁰ A inicios de julio, la República Argentina formalizó la primera enmienda a la invitación inicial al canje, mejorando significativamente los términos y condiciones. El 4 de agosto se alcanzó un acuerdo con los tres principales grupos de acreedores y se extendió el período de finalización de la oferta del canje de la deuda pública emitida bajo legislación extranjera hasta el 28 de agosto.⁵¹ En esta última oportunidad, se mejoró el valor de la propuesta para los acreedores sin aumentar el monto de pagos de capital e intereses que el país se compromete a realizar sin entrar en una dinámica de vencimientos que ahogue la economía y comprometa seriamente la recuperación post pandemia.

Las principales modificaciones efectuadas a la oferta inicial lanzada el pasado 21 de abril consisten en:

- Reducciones en los porcentajes de quita en el capital para los bonos elegibles
- Aumentos de los cupones de los nuevos instrumentos a emitir.
- Modificaciones en las fechas de vencimiento de los títulos a entregar en canje, especialmente para los de mayor plazo.
- Adelantamiento de los plazos de pago de las cuotas de amortización de los nuevos títulos, previniéndose que los primeros pagos de amortización comiencen en julio de 2024.
- Modificación de la cantidad de cuotas de amortización pasando de una frecuencia anual a una en base semestral, tanto para los títulos denominados en euros como en dólares estadounidenses.
- Modificación de las fechas de pago de cupones originales de 15 de mayo y 15 de noviembre de cada año al 9 de enero y 9 de julio de cada año.
- Cambio de la frecuencia de pago del cupón de intereses desde base anual a semestral en el caso de los instrumentos denominados en euros.
- Incorporación de provisiones para que aquellos tenedores que se presenten voluntariamente al canje con títulos denominados en euros y/o francos suizos puedan elegir entre diversas opciones entre los nuevos títulos, ya sean denominados en su moneda de origen, o bien, en dólares

⁵⁰ Ver [IPOM de mayo de 2020 Apartado 6 / Oferta de canje de títulos públicos emitidos bajo ley extranjera](#).

⁵¹ La fecha de anuncios de resultados sería el 31 de agosto y la fecha de entrada en vigor, fecha de ejecución y fecha de liquidación será el 4 de septiembre de 2020.

estadounidenses. Consecuentemente, se ajustarán los procedimientos de aceptación prioritaria y los topes de emisión para cada uno de los grupos de bonos a efectos de reflejar estas posibles conversiones de moneda y para reflejar la diferencia en los tipos de cambio entre la Invitación original y la Invitación revisada.

- Reconocimiento de los intereses devengados desde la última fecha de pago de los títulos elegibles a partir de la emisión de bonos que devengarán cupones de hasta 1% anual, y que comenzarán a amortizar en enero de 2025 y vencerán en julio de 2029. Adicionalmente, aquellos tenedores que presten su consentimiento a los nuevos términos de la propuesta, recibirán como reconocimiento adicional el interés devengado desde el 22 de abril a la fecha de liquidación de la operación.
- Sujeto a la oportunidad en que se evidencie su apoyo por parte de la comunidad internacional en sentido general, Argentina ajustará ciertos aspectos de las cláusulas de acción colectiva en los documentos de los nuevos bonos para abordar las propuestas presentadas por los miembros de la comunidad acreedora.

Por su parte, a mediados de julio el Poder Ejecutivo Nacional impulsó la recientemente sancionada Ley de Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública nacional instrumentada mediante títulos denominados en dólares estadounidenses emitidos bajo ley de la República Argentina,⁵² que ofrecerá a esos tenedores condiciones similares a las de la propuesta para la legislación extranjera.

La oferta de canje bajo legislación local alcanza a un conjunto de títulos cuyo monto de capital en circulación se ubica en torno a los US\$42.000 millones (de los cuales un 35% se encontraría en manos de tenedores privados). Los instrumentos elegibles representan casi 13% de la deuda pública nacional total y aproximadamente 12,2% del PIB. El proyecto de ley estipula que los acreedores que tengan instrumentos en dólares podrán canjear sus títulos por Bonos de la República Argentina en dólares Step Up – Ley Argentina.⁵³ Por otro lado, los tenedores de instrumentos dólar linked podrán optar por bonos en pesos ajustables por CER con un cupón anual del 2% y 2,25%, pagadero en forma semestral, garantizando así una tasa de rendimiento real positiva, con amortizaciones de capital con frecuencia semestral. Además, el canje propuesto ofrece a los tenedores de títulos elegibles una contraprestación por intereses acumulados y no pagados.⁵⁴

En el caso de que se lograran canjear la totalidad de los instrumentos en tenencia de acreedores privados, los nuevos bonos generarían pagos de amortizaciones e intereses acumulados por aproximadamente US\$1.000 millones en el período 2020-2024 y de unos US\$14.000 millones en el período 2020-2030. Si se compara este perfil de vencimientos con el que rige actualmente para los bonos elegibles, se observa una reducción de los servicios de deuda cercana a US\$7.200 millones hasta 2030. Estos menores pagos se sumarían a las menores obligaciones derivadas de la oferta de canje de deuda pública bajo legislación extranjera, que implicaría US\$30.500 millones adicionales de menores necesidades financieras para ese mismo período (ver Gráfico 1).

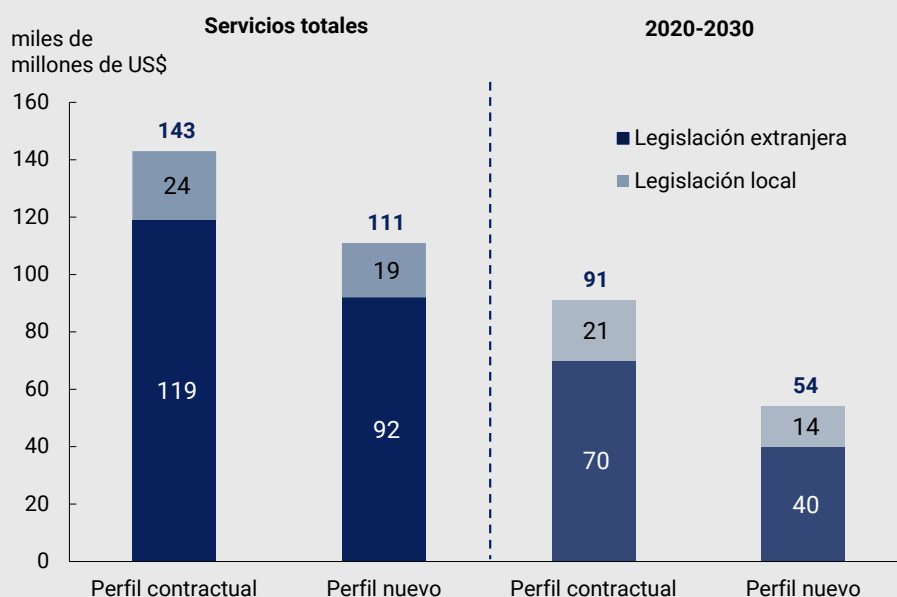
52 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/proyecto-de-ley-restauracion-de-la-sostenibilidad-de-la-deuda-publica-en-moneda-extranjera>

53 Los tenedores que no acepten las condiciones de la oferta de canje podrían ver diferidos los pagos de esos instrumentos hasta el 31 de diciembre de 2021.

54 Si los títulos son presentados durante el "Período de Aceptación Temprana de la Oferta", se reconocerá el interés corrido de cada título elegible desde la fecha de último pago al 4 de septiembre de 2020 (exclusive). Si los títulos son presentados con posterioridad a dicho período, se computará desde la fecha de último pago al 6 de abril de 2020 (exclusive). Por su parte, los tenedores de estos títulos elegibles que no adhieran al canje podrán hacerlo en los términos de la ley propuesta, mediante notificación dirigida a la autoridad de aplicación. En estos casos, sólo se considerarán los intereses devengados hasta la fecha de entrada en vigor del Decreto 346/2020 mediante la entrega de los nuevos títulos previstos en el proyecto de ley.

Gráfico 1 | Estimación del perfil de vencimientos de los títulos públicos en moneda extranjera en tenencia de acreedores privados

(legislación local y extranjera; supuesto de adhesión plena)



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

Adicionalmente, el Gobierno Nacional anunció a mediados de junio su decisión de diseñar e implementar una solución definitiva e integral para resolver el problema heredado de la presencia de actores en el mercado de deuda en pesos que han manifestado su intención de no permanecer en este segmento.⁵⁵ En efecto, el desarme desordenado de dichas posiciones genera externalidades negativas sobre la curva de instrumentos en pesos al tiempo que incrementa la volatilidad cambiaria y financiera y da espacio a la configuración de posibles condiciones de inestabilidad financiera y macroeconómica. De acuerdo con el Ministerio de Economía, en un contexto de fuertes restricciones de divisas, esta medida busca resolver tensiones existentes en la curva de rendimientos en pesos a efectos de generar una secuencia que permita generar una mayor demanda relativa por activos denominados en moneda nacional, al tiempo que se reduzcan las presiones en los frentes cambiarios y financieros. Ante esta situación, el Ministerio de Economía ejecutará licitaciones programadas de instrumentos de deuda pública denominados en moneda extranjera, con idénticas características a los que se pondrán a disposición en el canje de deuda en dólares bajo ley local, para que dichos tenedores puedan utilizar sus tenencias de instrumentos en pesos como mecanismo de pago y suscripción.⁵⁶

Entre los principales desafíos que enfrenta la gestión de los pasivos públicos debe considerarse a una eventual reestructuración de los vencimientos de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y a la formalización de un acuerdo con los acreedores bilaterales nucleados en el Club de París. Cabe destacar que una exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera implicará una reducción significativa de los débitos de intereses externos de la cuenta de ingreso primario de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un canje de deuda exitoso generará espacios para que la actividad económica recupere su vigor en los próximos trimestres sin la necesidad de competir en la demanda de divisas con un perfil insostenible de los servicios de la deuda del sector público como el que había dejado planteado el gobierno anterior.

⁵⁵ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/operaciones-de-normalizacion-del-mercado-de-deuda-publica-en-pesos>.

⁵⁶ Para el resto del corriente año estaban previstas tres licitaciones por hasta US\$500 millones cada una, los días 7 de agosto, 25 de septiembre, y 27 de noviembre. Asimismo, cuando se envíe el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021 al Honorable Congreso de la Nación, se comunicará el calendario de estas operaciones correspondientes al próximo año.

6. Precios

La inflación continuó descendiendo en los últimos meses hasta ubicarse en 42,4% i.a. en julio, significativamente por debajo de la observada en diciembre de 2019. La acotada volatilidad cambiaria favorecida por la política de flotación administrada implementada por el BCRA fue determinante en reducir la inflación.

Durante el segundo trimestre, diversos factores también contribuyeron a que los precios mantuvieran subas acotadas. La caída de la actividad y el empleo, producto de las medidas de aislamiento social preventivo y obligatorio para minimizar el contagio del COVID-19, postergaron los acuerdos de actualización salarial. A esto se sumaron los Programas de Precios máximos y cuidados, y el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos regulados.

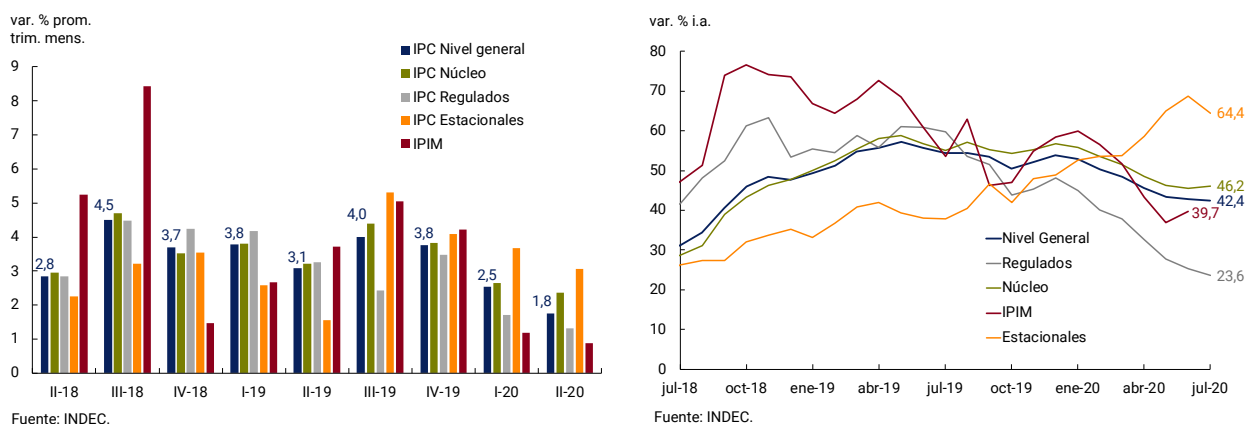
En los próximos meses, el BCRA prevé que el proceso de desinflación se consolide. No obstante, la mejora en el nivel de actividad económica dará lugar a un reajuste gradual de los precios relativos, que puede traducirse en un ritmo de aumento de los precios algo mayor que el registrado en los meses de aislamiento preventivo y social más estricto. El BCRA conducirá su política monetaria calibrando la liquidez del mercado para que acompañe la recuperación, en un entorno de inflación acotada.

6.1. En sólo seis meses la inflación anual se ubicó 10 p.p. por debajo del registro de diciembre de 2019

La inflación minorista descendió otro escalón durante el segundo trimestre de este año y se ubicó en niveles significativamente menores a los de 2019. La variación del IPC Nacional se redujo hasta 1,8% mensual en el segundo trimestre del año, 0,7 p.p. por debajo del ritmo mensual de los primeros meses del año.⁵⁷ En julio, tras un aumento mensual de 1,9%, el IPC acumuló un incremento de 42,4% i.a., 11,4 p.p. inferior a la de diciembre de 2019. Al interior de las categorías, el menor dinamismo en el último año se explicó por un menor incremento de la componente núcleo y por la ausencia de ajustes de tarifas de servicios públicos, mientras que los precios de los bienes y servicios estacionales recuperaron su valor relativo al resto, sin afectar el proceso de desinflación general en curso. Los precios mayoristas mostraron una desaceleración mayor, promediando subas por debajo de los precios minoristas. El IPIM marcó un incremento interanual de 39,7% en junio, última información disponible, 18,8 p.p. por debajo del aumento acumulado durante 2019 (ver Gráfico 6.1).

⁵⁷ La inflación mensual del segundo trimestre fue incluso 1,3 p.p. menor a la observada en el mismo periodo de 2019 (1,9% promedio mensual en II-20 vs. 3,2% un año atrás).

Gráfico 6.1 | IPC Nacional e IPIM



La política cambiaria orientada a contener la volatilidad del tipo de cambio fue determinante en reducir la inflación. Bajo este marco, otros factores también contribuyeron a que los precios mantuvieran subas acotadas. En primer lugar, la virtual paralización de los sectores productivos considerados “no esenciales” para evitar la propagación del COVID-19⁵⁸ inhibió subas en varios de estos segmentos y simultáneamente produjo un fuerte deterioro de los ingresos y, por lo tanto, del gasto de los hogares, que contuvo los aumentos en los precios de varios bienes y servicios (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). En segundo lugar, los programas de Precios cuidados y Precios máximos, y la postergación en el ajuste de tarifas de servicios públicos operaron en el mismo sentido.

6.1.1. La menor inflación respondió mayormente a la dinámica de los precios de los servicios tanto privados como públicos

Los precios de los servicios privados, sectores afectados por las restricciones de oferta y una contracción de la demanda, tuvieron subas inferiores a 1%. Dentro de los servicios afectados por las medidas de aislamiento social, preventivo y obligatorio (ASPO), algunos cambiaron o adaptaron su modalidad de prestación. En algunos casos, como los servicios educativos brindados por las instituciones de educación formal, esos cambios se tradujeron en una reducción de sus aranceles. Los seguros de automotores también mostraron caídas en las cuotas dando cuenta de la baja en la siniestralidad por las restricciones a la circulación. En otros casos, como los restaurantes reconvertidos a la modalidad de *delivery* o *take away*, los precios mantuvieron subas acotadas⁵⁹ ante una menor demanda.

Otros servicios directamente no pudieron operar por lo que no se registraron transacciones y, por lo tanto, no hubo precios efectivos. Es el caso de servicios vinculados al turismo, peluquería, manicura, discoteca, salón de fiestas, gimnasios, cines, teatros, y algunos servicios médicos durante la mayor parte del trimestre.⁶⁰

58 A partir del 20 de marzo de 2020 comenzaron a regir las medidas de Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio (ASPO).

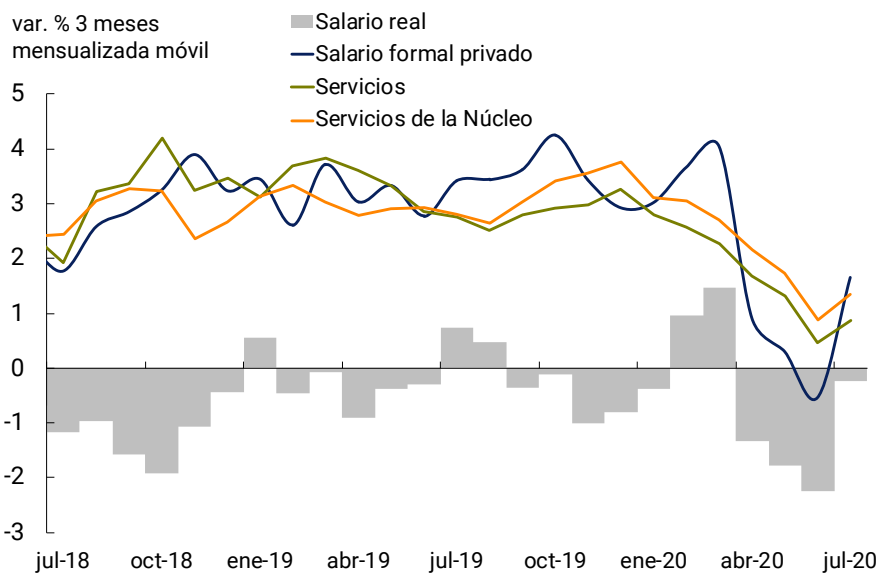
59 El operativo para el cálculo del IPC BA, elaborado por la Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, relevó desde el inicio del ASPO en forma telefónica los rubros comida para llevar (pizzerías, casas de empanadas, rotiserías, entre otros) y también los restaurantes y confiterías que, a pesar de mantener cerrado su servicio de comedor, ofrecieron desde el inicio el servicio de entrega (*delivery*) y luego el servicio de *take away*.

60 En estos casos la metodología de cálculo indica que esos precios se imputan extrapolando el último precio registrado por la variación de un nivel de agregación superior en la clasificación de gastos de consumo adoptada por el IPC.

Por último, la evolución de los precios del resto de los servicios respondió a las políticas activas del Gobierno Nacional. Los servicios esenciales vinculados al sector de telecomunicaciones mostraron aumentos acotados e incluso retracciones en sus valores a partir de negociaciones entre el Gobierno y las empresas (servicios telefónicos). Las tarifas de los servicios públicos de electricidad, gas, agua y transporte se mantuvieron estables por decisión gubernamental, contribuyendo a quitar presión sobre la inflación.

La caída de la actividad económica se reflejó en menores presiones salariales, influyendo en la trayectoria de los precios en general, pero en mayor medida en el segmento de los servicios. En varios sectores, la imposibilidad de operar normalmente llevó a las empresas a acordar junto con los sindicatos la postergación de algunos tramos de incremento salarial pautados en las negociaciones colectivas, y recortes nominales a través de suspensiones (ver Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2 | Servicios y salarios

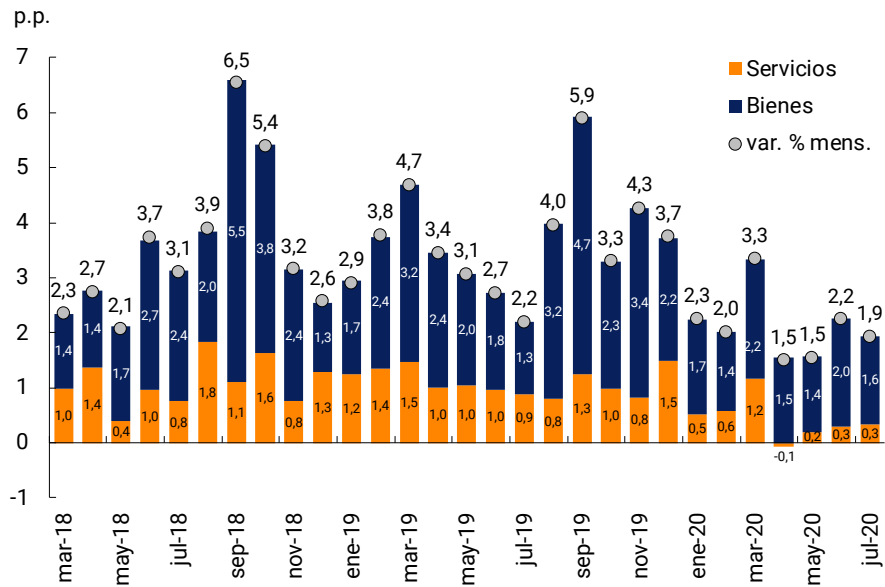


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

6.1.2. La inflación relacionada con los bienes evidenció una reducción más moderada

Los Bienes también exhibieron subas en sus precios por debajo de las del primer trimestre, en un marco de volatilidad acotada del tipo de cambio y en un contexto de fuerte caída de la actividad económica (ver Gráfico 6.3). En igual sentido incidieron los programas de Gobierno Nacional implementados para contener el costo de la canasta básica de consumo de los hogares.

Gráfico 6.3 | IPC Nivel general e incidencia de Bienes y Servicios

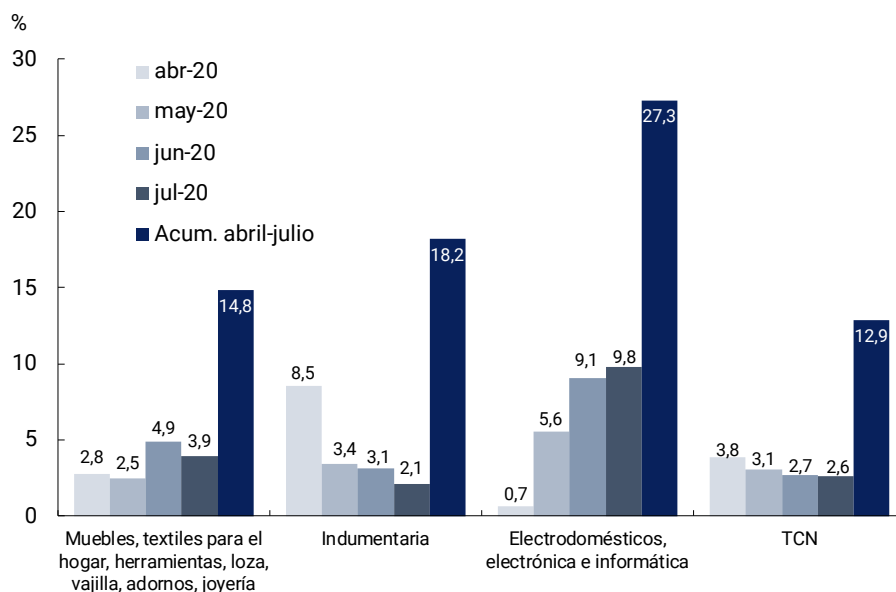


Fuente: INDEC.

Los precios de los bienes desaceleraron su variación mensual respecto al primer trimestre, pero evidenciando comportamientos disímiles al interior. Los precios de los rubros declarados esenciales desde el inicio de las medidas de aislamiento, como los Alimentos y bebidas, fueron alcanzados por los programas de Precios cuidados y Precios máximos, mostrando incrementos acotados e inferiores a los de los primeros meses del año. Dentro de este conjunto se encuentran los alimentos y bebidas (alcohólicas y no alcohólicas), en particular los productos procesados, los artículos de limpieza y los de tocador (ver Recuadro. Programas de precios de referencia). Los alimentos y bebidas, dada su elevada participación en la canasta del consumo de los hogares, fueron los que explicaron la desaceleración de los precios de los bienes en su conjunto. En julio, el comportamiento de los precios de los alimentos y bebidas fue similar al del segundo trimestre, pero a mediados de mes incidieron los ajustes de las listas de Precios máximos y Precios cuidados, dejando un arrastre positivo para agosto.

En contraste, los precios del resto de los bienes promediaron subas superiores a las del primer trimestre, por aumentos de costos originados en restricciones de oferta y por la incertidumbre acerca de la reposición de stocks. Los precios de dos grupos de bienes se elevaron marcadamente en el trimestre. El primer grupo, compuesto por productos con alto contenido importado, como los artículos de electrónica, computación, fotografía, electrodomésticos y juguetes, mostró subas que podrían estar reflejando cierta incertidumbre acerca de los costos de reposición de stocks y problemas de oferta originados en las restricciones a la producción. El segundo grupo, en el que también operaron restricciones de oferta, incluye los artículos de indumentaria y calzado. Los precios de la indumentaria se elevaron significativamente, más allá de la suba estacional propia de la entrada de la nueva colección otoño-invierno, acelerándose en términos interanuales (ver Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4 | Variaciones de precios por grupos de Bienes seleccionados



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

Es importante destacar que las medidas preventivas ante la emergencia sanitaria desatada por el COVID-19 continuaron afectando los relevamientos de precios de manera presencial, planteando nuevos desafíos en la medición de la inflación. Tanto el INDEC como la Dirección de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires emitieron notas técnicas al respecto con cada comunicado de prensa de los IPCs.⁶¹

Recuadro. Programas de precios de referencia

Como respuesta a la incertidumbre que generó el impacto de la pandemia de COVID-19, el 20 de marzo se implementó el programa Precios máximos mediante la Resolución 100 de la Secretaría de Comercio Interior. Esta estableció que un conjunto de 2.300 categorías de productos de Alimentos y bebidas, artículos de limpieza e higiene y cuidado personal debían retrotraer transitoriamente sus precios al consumidor a los valores vigentes al 6 de marzo por un período de treinta días. La medida fue prorrogada hasta el 30 de agosto mediante sucesivas modificatorias⁶² y en el marco de la mencionada normativa, la Disposición 13/2020 autorizó aumentos entre 2% y 4,5% según el rubro para atender las variaciones en la estructura de costos de productores a partir del 15 de julio de 2020.⁶³

61 En las notas técnicas e informes se detallan los medios alternativos de recolección de datos —sitios web, comunicaciones telefónicas, correos electrónicos—, en los casos de que la opción presencial no hubiera sido posible. Los precios faltantes fueron imputados según los métodos detallados en las respectivas metodologías de cálculo y los mismos están en línea con las recomendaciones de las instituciones que definen los manuales y directrices en materia de estadísticas de precios como son la OIT, el FMI y Eurostat. La Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires publicó un informe técnico detallando las decisiones que se adoptaron: "Adaptaciones técnicas y metodológicas del Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires en el marco del COVID-19", disponible en el siguiente [link](#).

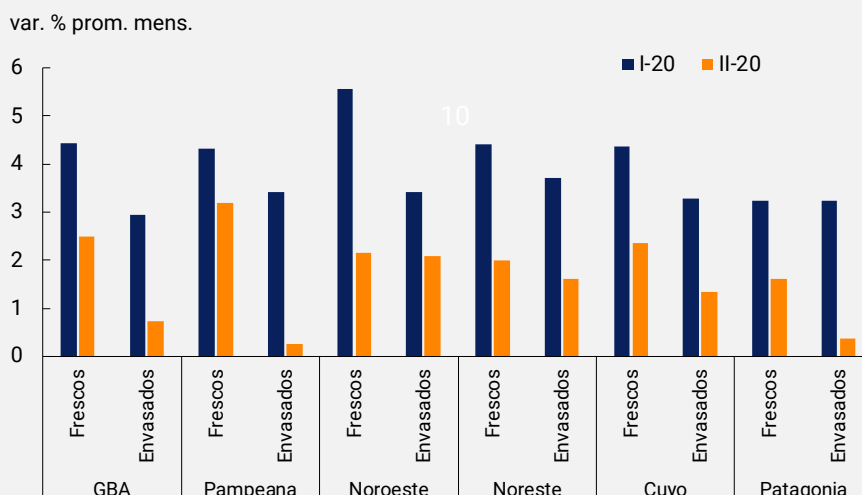
62 Las sucesivas extensiones del programa quedaron fijadas mediante las Res. Nro. 117 de fecha 17 de abril de 2020, la Res. 133 del 16 de mayo de 2020 y la Res. 200 del 30 de junio de 2020 con vigencia hasta el día 30 de agosto de 2020, inclusive.

63 A nivel desagregado, los incrementos en las categorías de los Precios Máximos contemplan subas del 2% en sopas, caldos, puré, aderezos, condimentos y snacks; 2,5% en productos de limpieza del hogar y alimentos congelados; 3% en lácteos, frescos, conservas, endulzantes y encurtidos; 3,5% en cuidado personal; 4% en harinas, fideos, galletitas y panes, bebidas, aceites, arroz y legumbres; y del 4,5% en infusiones.

Junto con esta iniciativa, el pasado 15 de julio se dispuso la actualización del programa Precios cuidados con vigencia hasta el 6 de octubre. La nueva fase del programa habilita subas promedio de 5% dependiendo del rubro y la incorporación de 44 nuevos productos que amplían la lista de artículos de consumo masivo cubiertos por el programa hasta 351.

Con alcance nacional, este paquete de medidas ha contribuido para contener los aumentos de precios en productos de primera necesidad frente a la caída de ingresos por el deterioro de la actividad económica en el marco de la emergencia sanitaria. Con matices, según la región considerada, los alimentos y bebidas no alcohólicas mostraron una marcada desaceleración en el segundo trimestre del año, destacándose especialmente el menor dinamismo de los productos envasados, que concentran el grueso de los artículos incluidos en ambos programas (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | Evolución de los precios de Alimentos y bebidas frescos y envasados por región

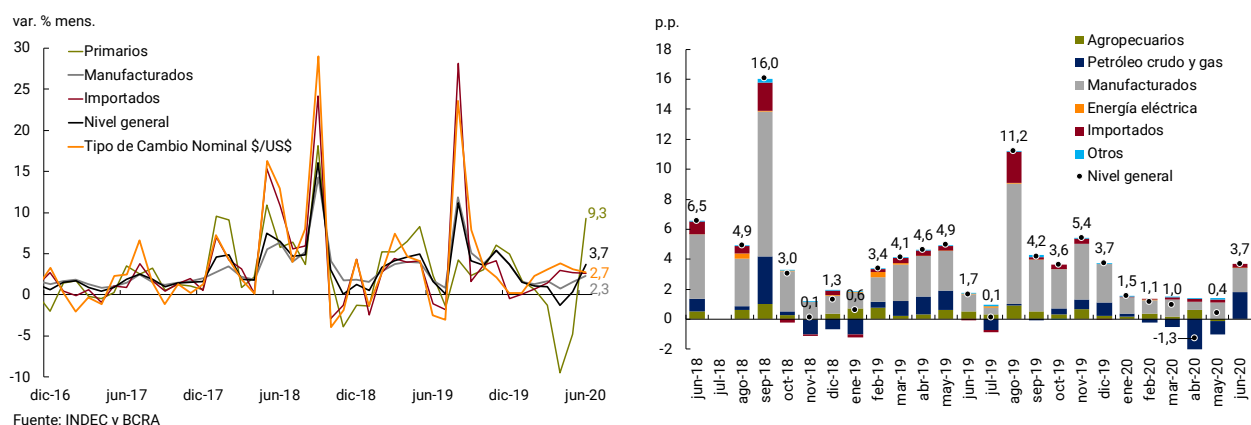


Nota: Frescos es un promedio ponderado de Carnes y derivados, Verduras, tubérculos y legumbres y Frutas. Envasados es un promedio ponderado de Pan y cereales, lácteos, manteca y huevos, aceites y grasas, azúcares, dulces y golosinas y bebidas no alcohólicas.
Fuente: INDEC.

La continuidad de ambos programas en el corto plazo seguirá contribuyendo a atenuar las presiones inflacionarias, coordinar aumentos y encauzar las expectativas a medida que se normalicen las actividades y se consolide la recuperación económica.

Los precios mayoristas mostraron una desaceleración mayor, promediando subas por debajo de los precios minoristas, influenciados por la fuerte caída de las cotizaciones internacionales del petróleo crudo. En el segundo trimestre de 2020 el Nivel general del IPIM promedió una variación de 0,9%, por debajo del promedio de 1,2% de los primeros tres meses del año (ver Gráfico 6.6). El Petróleo crudo y gas explicó la baja en los precios de los Productos Primarios (-2,0% promedio mensual), mientras que los precios de los Productos Manufacturados de origen nacional mantuvieron en promedio un ritmo de suba mensual similar al de los primeros meses del año (1,6% promedio mensual).

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



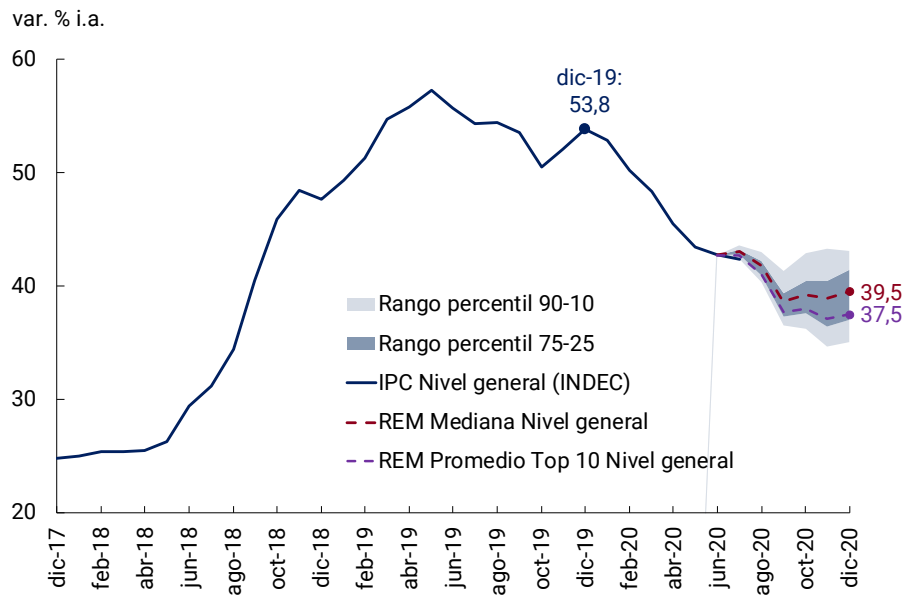
6.2. Perspectivas

Las expectativas de las y los analistas que participaron del REM indican que la inflación de 2020 se ubicaría significativamente por debajo de la de 2019. En el último relevamiento de julio, quienes encabezan las primeras 10 posiciones del ranking del REM para el IPC Nivel general,⁶⁴ prevén en promedio que la inflación interanual se reducirá hasta 37,5% a diciembre de 2020, 16,3 p.p. menor a la de 2019. Para el total de las y los participantes encuestados, la mediana de las respuestas del REM se ubicó en 39,5% i.a. a diciembre 2020, 14,3 p.p. por debajo de la inflación del año previo, pese a que esperan un mayor ritmo de suba mensual en la segunda mitad del año. Tomando el centro de la distribución de la muestra ubicado entre el percentil 25 y el percentil 75, la inflación prevista en el último REM recortaría la suba del año pasado, entre 12,4 y 16,8 p.p. por debajo de la tasa de inflación a diciembre de 2019 (ver Gráfico 6.7).

Luego de los bajos registros inflacionarios durante los primeros meses del año, se prevé un proceso de acomodamiento gradual de los precios relativos en la segunda mitad del año. A medida que las restricciones a las distintas actividades y a la movilidad de las personas vayan cediendo y la demanda gane impulso, los precios de los servicios privados cobrarían mayor dinamismo, tras haber quedado visiblemente rezagados frente a la evolución reciente de los precios de los bienes. Asimismo, el reinicio de las negociaciones salariales y la búsqueda de recomposición de los márgenes de comercialización minorista en algunos sectores, podrían ejercer presión sobre el proceso de formación de precios. (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo).

64 El ranking de pronosticadores para cada una de las variables relevadas se elabora siguiendo los criterios de participación, precisión y actualización de los pronósticos descritos en la metodología del REM. Para un detalle de la metodología completa ver el siguiente [link](#).

Gráfico 6.7 | Expectativas de inflación interanual



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

El Gobierno Nacional seguirá implementando políticas activas que permitan administrar los cambios en los precios relativos de una manera ordenada. La decisión de prorrogar hasta fin de año la suspensión de los cuadros tarifarios de electricidad y gas natural bajo jurisdicción nacional (DECNU 543/2020) y en otros servicios, como los de televisión prepagos y de telefonía ayudará a mantener acotada la suba de los ítems Regulados,⁶⁵ contribuyendo a la recuperación de los ingresos reales de los hogares. Asimismo, la extensión del programa de Precios máximos sobre un conjunto de productos esenciales y la actualización del programa de Precios cuidados seguirán operando para reducir la dispersión de precios, coordinar expectativas y proteger el poder de compra de las familias.

El BCRA considera que la política monetaria excepcionalmente expansiva, orientada a satisfacer las necesidades de liquidez del sector privado en la emergencia, no se traducirá en una aceleración de la inflación anual. La política monetaria se conducirá calibrando la liquidez del mercado para que el proceso de acomodamiento gradual de los precios relativos asociado a la recuperación de la economía ocurra en un entorno de inflación acotada (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

⁶⁵ La decisión de aplazar aumentos en las cuotas de los alquileres hasta septiembre de este año (DECNU 320/2020) también busca atenuar las presiones inflacionarias en el rubro Vivienda.

7. Política Monetaria

Desde 2002 rige un marco de políticas macro y microprudenciales que colaboran para que el sistema financiero pueda administrar adecuadamente los riesgos asociados a episodios de estrés financiero. A fines de 2019, la economía enfrentaba una severa crisis de balanza de pagos y de deuda pública. Frente a este escenario el Gobierno Nacional adoptó un conjunto de medidas destinadas a afrontar las manifestaciones más inmediatas de la crisis y a estabilizar la macroeconomía. En materia de política monetaria, el BCRA definió una serie de lineamientos, destacándose los referidos a tasas de interés y administración del tipo de cambio. Las regulaciones cambiarias y la moderación de los precios vinculada a la acotada volatilidad del tipo de cambio permitieron una rápida y marcada reducción de la tasa de LELIQ desde 68% a 38% nominal anual (87,1% a 45,4% efectiva anual). Así, los avances logrados hicieron que el sistema financiero estuviera mejor preparado para enfrentar la emergencia originada con el COVID-19.

La situación de emergencia originada por la pandemia marcó un hito sin precedentes en la historia reciente, con efectos negativos tanto sobre la salud de la población como sobre la economía. Una vez superada la fase inicial del ciclo COVID-19, la economía entró en una segunda fase de recuperación. En este contexto, y todavía con importantes desafíos por delante, el BCRA implementó medidas acordes a las necesidades de esta nueva etapa, logrando los objetivos buscados e incluso, en algunos casos, superando las previsiones iniciales.

Las medidas de promoción del crédito rompieron el carácter procíclico del financiamiento bancario que ha caracterizado la historia argentina reciente. El crédito al sector productivo lideró la expansión impulsado por las líneas orientadas a las MiPyMEs a tasas de interés subsidiadas. Así, el crédito comercial quebró un ciclo de dos años de contracción y alcanzó una suba récord en términos reales. Por otra parte, la política de tasas de interés mínima para los depósitos a plazo fijo, la creación de los depósitos a plazo fijo UVA precancelables y el régimen de flotación administrada, que redujo la volatilidad cambiaria y contribuyó a una moderación de la inflación, aseguraron un retorno positivo para el ahorro en pesos.

Para alcanzar estos objetivos el BCRA hizo un uso intensivo de los instrumentos de política monetaria disponibles, como la regulación de tasas de interés para estimular tanto el crédito como el ahorro. Asimismo, la autoridad monetaria utilizó el régimen de efectivo mínimo que, si bien mantuvo un carácter prudencial, también contribuyó a alcanzar objetivos fundamentales en esta coyuntura y que son propios de su mandato múltiple.

La situación que atraviesa la economía argentina necesita de una política monetaria activa que, sin perder de vista la estabilidad monetaria y financiera, provea instrumentos para sostener la actividad económica y proteger el empleo, en un marco de equidad social.

7.1. La política monetaria en la segunda fase de la emergencia

La situación de emergencia económica originada por la pandemia marcó un hito sin precedentes en la historia reciente y requirió de una serie de medidas coordinadas con el Gobierno Nacional. Una vez superada la

fase inicial del ciclo COVID-19, la economía argentina entró en un período de recuperación a distintas velocidades a nivel regional (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo; y Apartado 2 / Recuperación económica a distintas velocidades).

La implementación de las medidas orientadas a amortiguar el impacto sobre la economía de la emergencia generada por el COVID-19 fueron posibles debido a que el sistema financiero se encontraba preparado para enfrentar este shock. Los lineamientos de política implementados desde diciembre de 2019 contribuyeron ampliamente en este sentido. Las medidas tendientes a reducir la volatilidad cambiaria ampliaron el margen de maniobra del BCRA para promover a inicios de este año una fuerte y rápida reducción de la tasa de LELIQ, que pasó de 63% nominal anual (n.a.; 87,1% efectiva anual —e.a.—) a 38% (45,4% e.a.), muy por debajo del máximo alcanzado en septiembre de 2019 de 86% n.a. (134,7% e.a.). Con esta nueva configuración, el BCRA pudo implementar medidas de impulso al crédito productivo a tasas subsidiadas. En tanto, avanzó en una mejora del rendimiento que permitió lograr un retorno real positivo para el ahorro en moneda doméstica.

En sintonía con otros Bancos Centrales, el BCRA utilizó todos los instrumentos de política a su disposición para darle un carácter contracíclico al financiamiento bancario, proteger el ahorro en pesos, acotar la volatilidad cambiaria, sostener el nivel de reservas internacionales y regular la liquidez del mercado. Como se detalla en las siguientes secciones, se observaron avances en la prosecución de estos objetivos.

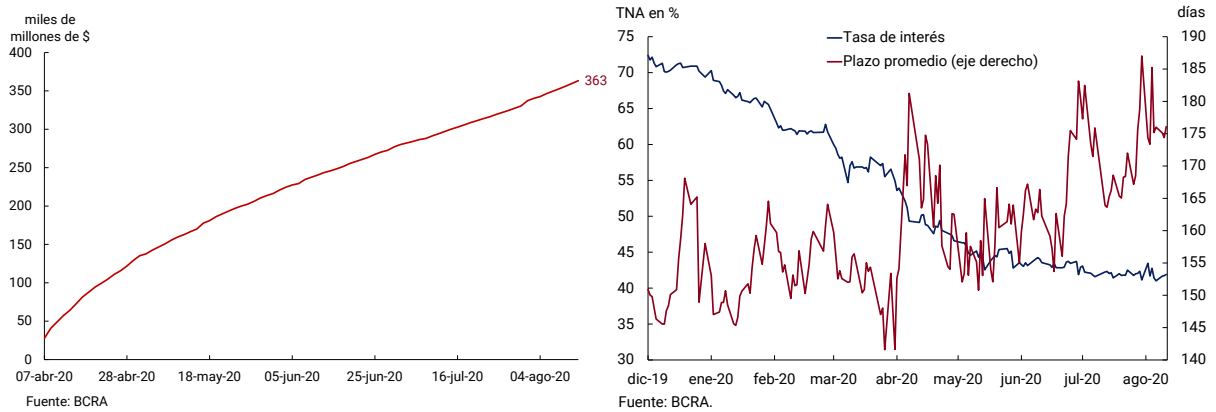
7.1.1. Rol contracíclico del crédito comercial y flujos de financiamiento sin precedentes

Uno de los ejes de la política monetaria en estos últimos meses fue lograr una expansión contracíclica del crédito, con el objetivo de suavizar el efecto de la pandemia sobre los ingresos de las familias y las empresas. Las políticas del BCRA, en este sentido, tuvieron dos grandes objetivos: la promoción de crédito a tasas subsidiadas a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) y monotributistas y autónomos, y el alivio de la carga financiera para las familias. Si bien la emergencia económica generada por la pandemia requirió de una mayor intensidad en el estímulo a la oferta de crédito, estas medidas acentuaron un lineamiento de política que el BCRA ya venía implementando desde el inicio de la actual gestión a finales de año pasado.

El principal vehículo a través del cual se canalizó el crédito comercial al sector privado fue la línea a MiPyMEs y Prestadoras de Servicios de Salud al 24%. Esta línea, destinada fundamentalmente a cubrir las necesidades de capital de trabajo de MiPyMEs, acumuló desde el inicio de la cuarentena un financiamiento por \$369.348 millones, muy por encima de los \$220.000 millones esperados originalmente.⁶⁶ En tanto, la línea MiPyMEs Plus, para empresas sin acceso al financiamiento bancario, otorgó \$2.450 millones de pesos, desde su implementación. Las líneas a MiPyMEs se instrumentaron principalmente a través de documentos a sola firma. El fuerte crecimiento de estas líneas, sumado al tipo de financiación elegida, se tradujo en una mejora de las condiciones crediticias para estas empresas, tanto en términos de tasa de interés como de plazo (ver Gráfico 7.1).

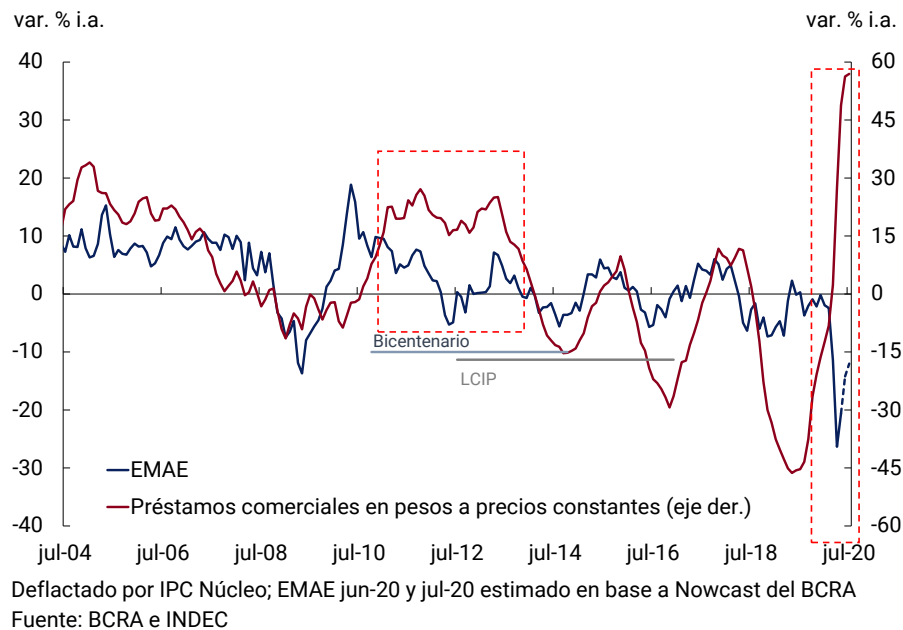
⁶⁶ Los montos correspondientes a MiPyMEs (\$360.900 millones) se distribuyeron de la siguiente forma: 48% a capital de trabajo (excluyendo sueldos), 30% a cobertura de cheques diferidos, 18% a pago de sueldos y el 5% restante a otros destinos.

Gráfico 7.1 | Desembolsos acumulados a MiPyMEs a través de las líneas de emergencia (izquierda) y crédito comercial a MiPyMEs del sistema abierto por tasa de interés y plazo promedio (derecha)



La implementación de todas estas medidas llevó a que el crédito comercial registrara una fuerte expansión desde el inicio de la cuarentena. A precios constantes el crédito alcanzó un aumento sin precedentes en los últimos años (53% i.a.). De este modo se quebró con un ciclo de fuerte contracción iniciado a mediados de 2018 (con una caída real de casi 50% i.a. a fines del 2019), vinculado a la fuerte suba de tasas de interés impulsada por el gobierno anterior. Tanto en este período como en el que va entre fines de 2010 e inicios de 2014 se observa el rol fundamental de las políticas del BCRA para romper el comportamiento procíclico del crédito (ver Gráfico 7.2).

Gráfico 7.2 | Evolución de Crédito Comercial al Sector Privado y EMAE



Deflactado por IPC Núcleo; EMAE jun-20 y jul-20 estimado en base a Nowcast del BCRA
Fuente: BCRA e INDEC

Las financiaciones con tarjetas de crédito, que forman parte de los préstamos al consumo, también presentaron un comportamiento contracíclico, explicado por distintos factores. Entre ellos, se destaca que a partir de mayo se comenzaron a acreditar en las tarjetas los créditos a tasa cero para personas adheridas al Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes y las y los trabajadores autónomos.⁶⁷ Esta es una de las medidas incluidas en el programa de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP).⁶⁸ El monto otorgado acumulado desde el inicio de la línea es de \$61.014 millones de pesos, de los cuales ya se acreditaron \$53.126 millones. Hay que recordar que esta línea contempla la integración de los montos en tres cuotas consecutivas e iguales. Otros factores que también habrían contribuido positivamente al crecimiento de las financiaciones con tarjetas de crédito fueron: la ampliación de los rubros incluidos en el programa “Ahora 12” y la fijación de una tasa máxima para las financiaciones en tarjeta de 43% n.a.⁶⁹ Si bien estas medidas son de inicios de abril, su impacto se estaría viendo reflejado en los últimos meses, debido a que se observó cierta recomposición del consumo.

La línea MiPyMEs Plus y los créditos a tasa cero contemplan en su diseño un avance en materia de inclusión financiera. La línea a empresas sin crédito bancario permitió la incorporación al sistema de unas 5.000 firmas. En lo que refiere a los créditos a tasa cero, como los montos se acreditan en una tarjeta de crédito, la norma contempla la emisión de nuevas tarjetas para aquellas personas que no cuenten con una. De esta forma, desde la implementación de la línea se emitieron cerca de 168.000 nuevas tarjetas. En igual sentido, la ANSES dispuso que, desde del segundo pago, la acreditación del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) sólo se realice en una cuenta bancaria.

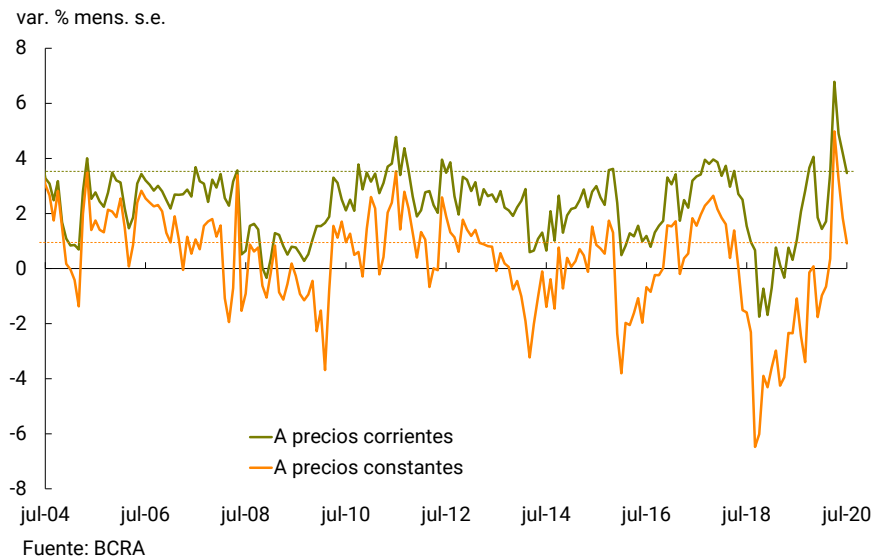
El fuerte crecimiento de las líneas impulsadas por el BCRA hizo que el saldo del crédito total al sector privado registrara un aumento promedio mensual de \$395.000 millones (20,8%) entre marzo y julio, alcanzando a fines de julio un total de \$2.335 miles de millones. En términos nominales, la tasa de crecimiento mensual de los últimos meses se ubicó muy por encima de la media de los últimos años; en tanto, a precios constantes se logró quebrar con un período de casi dos años de profunda contracción (ver Gráfico 7.3). A julio el crecimiento mensual en términos reales del crédito se mantuvo en terreno positivo, aunque con cierta moderación en los últimos meses. Esta dinámica en parte estuvo vinculada a la flexibilización de las medidas sanitarias en algunas zonas del país, que permitió cierta recomposición de los ingresos de las familias y empresas, y a que muchas MiPyMEs ya accedieron a estas líneas de financiamiento.

67 Estos créditos tienen un subsidio del 100% sobre el Costo Financiero Total.

68 Decreto 332/20. Sin embargo, el decreto establece que el BCRA en el marco de sus competencias debería definir las condiciones de acceso a dicho crédito. En tanto AFIP es quien determina la vigencia de la línea y confecciona el padrón de beneficiarios. El decreto estableció que la financiación no podrá exceder una cuarta parte del límite superior de ingresos brutos para cada categoría del Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes, con un límite máximo de \$150.000.

69 Comunicación ["A"6964](#).

Gráfico 7.3 | Variación mensual del crédito al sector privado



En este contexto, en junio el BCRA avanzó con una serie de políticas que tienen por objetivo complementar las ya anunciadas. Las nuevas medidas buscan fomentar la inversión en bienes de capital de origen nacional, al tiempo que amplían y profundizan el alcance de las líneas ya creadas.⁷⁰

- **Crédito para la inversión en bienes de capital de origen nacional a tasas de interés subsidiadas:** el BCRA puso en marcha una nueva línea de crédito a tasas de interés de hasta 24% destinada a grandes empresas que deseen adquirir maquinarias y equipos producidas por MiPyMEs locales.
- **Profundización del crédito a MiPyMEs a tasas de interés subsidiadas:** Se amplió el límite de deducción de efectivo mínimo de 4% a 6% para que las empresas que accedieron a la línea de financiamiento MiPyMEs al 24% puedan renovar los créditos por el equivalente a la masa salarial mensual (sin aguinaldo).
- **Ampliación del acceso a las líneas creadas en la emergencia:** La ampliación de la deducción de efectivo mínimo también se aplica para las financiaciones a clientes que no hayan recibido asistencia a través de las líneas creadas en el marco de la emergencia sanitaria dispuesta por el Decreto 260/2020.
- **Alivio financiero:** Se extendió hasta el 30 de septiembre la medida que establecía que los saldos impagos de las financiaciones de entidades financieras sean incorporados al final de la vida del crédito. Por esta operación las entidades sólo podrán cobrar el interés compensatorio contractual. Esta medida es transversal al mercado de crédito, con excepción de las financiaciones en tarjetas.

Otros organismos del Estado también implementaron medidas que refuerzan las políticas llevadas adelante por el BCRA, ampliando y profundizando el alcance del financiamiento a tasas de interés subsidiadas. Recientemente se anunció la cuarta etapa del programa ATP que contempla una nueva línea de financiamiento a tasas de interés especiales para empresas cuya facturación anual no se haya expandido por encima del 30% y no tengan más de 800 empleados. La tasa de estos créditos dependerá del ritmo de aumento de la

⁷⁰ Ver Comunicaciones "A" 7044 y "A" 7054.

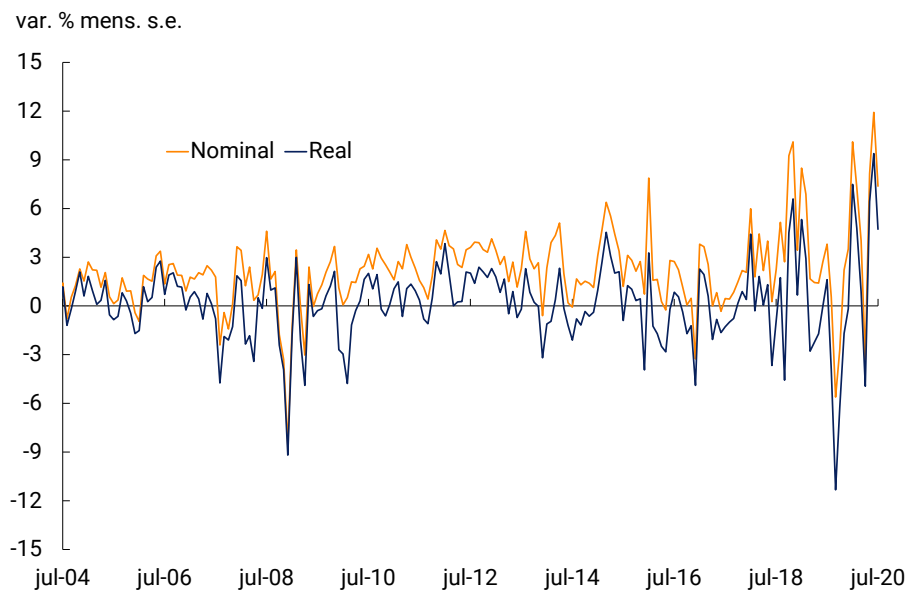
facturación⁷¹. El Ministerio de Desarrollo Productivo elevó los límites de facturación anual de todos los segmentos de MiPyMEs,⁷² ampliando el universo de empresas que quedan comprendidas en las líneas especiales de emergencia. En tanto la AFIP extendió la fecha para la solicitud de los créditos a tasa cero para monotributistas y autónomos hasta el 30 de septiembre y flexibilizó los criterios para acceder al beneficio.

7.1.2. Protección del ahorro en pesos

Otro de los ejes de la política monetaria, que se vio intensificado desde el inicio de la pandemia, fue la protección del ahorro en moneda doméstica. Para incentivar el ahorro en pesos es fundamental que las tasas de interés que reciben las y los depositantes presenten rendimientos atractivos. Esto, a su vez, contribuye a preservar la estabilidad financiera y cambiaria. En este sentido, en abril el BCRA fijó una tasa de interés mínima para las colocaciones a plazo. Inicialmente la medida alcanzaba a las de personas humanas con depósitos de hasta \$1 millón,⁷³ para luego ser extendida a la totalidad de las y los depositantes del sector privado independientemente del monto colocado.⁷⁴ Estas normas son complementarias a otras tomadas con anterioridad, como la creación de los Plazo Fijo UVA precancelables, aunque con una profundidad y alcance considerablemente mayor.

Como resultado de las medidas implementadas se observó un fuerte crecimiento de los depósitos a plazo fijo, que registraron tasas de expansión históricamente elevadas. Así, entre mayo y julio, la tasa promedio mensual de crecimiento de estas colocaciones fue de 9,1% en términos nominales. En particular, en junio se alcanzó una tasa de aproximadamente 12%, que implica una expansión en términos reales de 9,4%, el mayor guarismo desde la salida de la convertibilidad (ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 | Depósitos a plazo fijo del sector privado



Fuente: BCRA.

71 Decisión Administrativa 1343/2020. Según se precisó aquellas empresas cuya facturación haya aumentado entre 0% y 10% la tasa será de 0%, entre 10% y 20% de 7,5% y entre 20% y 30% de 15%. Además, el crédito contará con un período de gracia de 3 meses y se pagará en 12 meses.

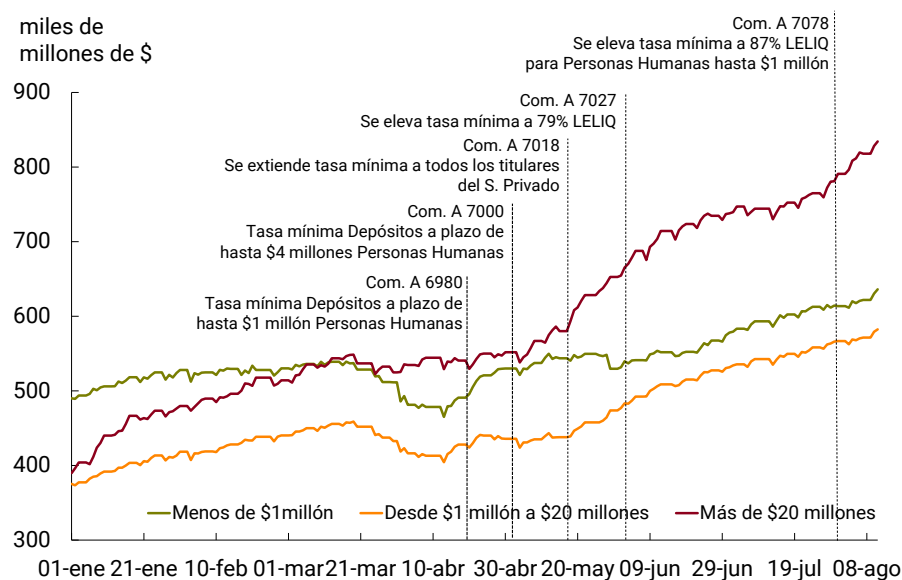
72 Resolución 69/2020

73 Comunicación "A" 6980.

74 Comunicación "A" 7018.

Al distinguir el saldo por estrato de monto se observa que el impulso al crecimiento de los plazos fijos provino fundamentalmente de los depósitos de más de \$20 millones.⁷⁵ En la primera parte de julio se registró una moderación en el ritmo de suba de las colocaciones mayoristas, aunque hacia fines de mes ganaron dinamismo. En tanto, las colocaciones minoristas (menos de \$1 millón) crecieron de manera continuada desde inicios de junio y se aceleraron en los primeros días de agosto (ver Gráfico 7.5).⁷⁶

Gráfico 7.5 | Depósitos a plazo fijo del sector privado por estrato de monto



Fuente: BCRA.

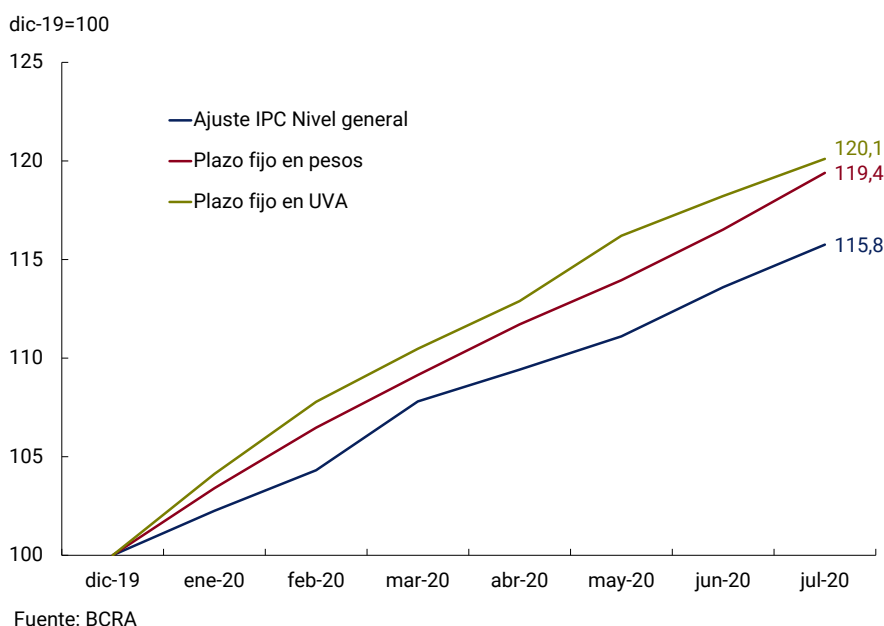
En términos de composición se observó un aumento de la participación relativa de las colocaciones en pesos en detrimento de las colocaciones en UVAs. Este comportamiento respondió a que, en un contexto de desaceleración de la inflación, aumentó el diferencial de rentabilidad a favor de las colocaciones tradicionales. Al interior de los depósitos a plazo en UVAs el comportamiento fue homogéneo, con reducciones tanto en el segmento tradicional como en el precancelable.

Si bien en los últimos meses las personas físicas y jurídicas priorizaron los depósitos a plazo en pesos por sobre los denominados en UVAs, cabe señalar que la rentabilidad de ambos tipos de colocaciones creció a un ritmo superior al nivel general de precios (ver Gráfico 7.6). En efecto, si una persona realizó una colocación en pesos a plazo de 30 días a mediados de diciembre del año pasado y la renovó mensualmente reinvertiendo los intereses, acumuló a julio un retorno de 19,4% (3,1% en términos reales). En tanto, si la persona realizó una colocación equivalente en UVAs, a julio obtuvo un capital 20,1% superior al inicial (3,7% a precios constantes).

75 En este segmento operan casi exclusivamente prestadoras de servicios financieros (básicamente Fondos Comunes de Inversión y compañías de seguros) y otras personas jurídicas.

76 Estos corresponden casi en su totalidad a personas humanas.

Gráfico 7.6 | Rendimiento de Plazo Fijo e Inflación



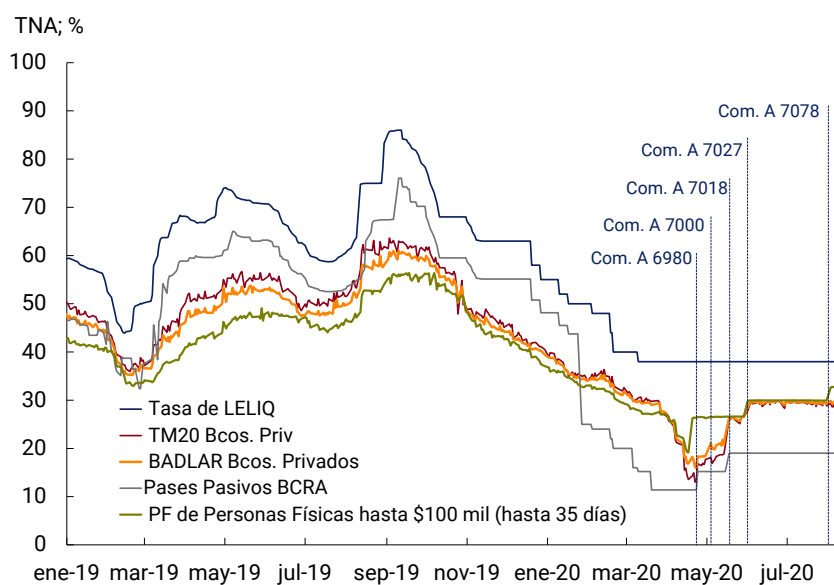
Recientemente, el BCRA anunció una serie de normas cuyo objetivo fue ampliar y profundizar el alcance de las medidas de protección del ahorro en moneda local. En este sentido se buscó mejorar el rendimiento para las y los depositantes y estimular la captación de fondeo por parte de las entidades financieras. Estas medidas tuvieron influencia sobre la evolución más reciente de los depósitos a plazo. Entre ellas se destacan:

- **Aumento de la tasa de plazo fijo.** A inicios de junio se elevó la tasa mínima de depósitos a plazo fijo de 70% a 79% de la tasa de LELIQ. De este modo, la retribución mínima pasó de 26,60% n.a. a 30,02% n.a., y en términos efectivos, se incrementó de 31,10% a 34,52%.⁷⁷ A partir de agosto se elevó la tasa de interés de plazo fijo para las colocaciones de hasta \$1 millón de personas humanas a 87% de la tasa de LELIQ.⁷⁸ Para estas colocaciones la retribución mínima pasó a ser 33,06% n.a. (38,57% efectiva anual). Adicionalmente, se incrementó a 0,75 el coeficiente que determina la tasa fija de precancelación de los depósitos con opción de cancelación anticipada en UVA. Las tasas de interés pasivas reflejaron plenamente estos cambios, ubicándose en torno al piso regulatorio (ver Gráfico 7.7).

⁷⁷ Comunicación "A" 7027. Si bien en el caso de las entidades financieras más pequeñas la adopción de esta norma era voluntaria, la mayoría optó por suscribirse a la norma.

⁷⁸ Comunicación "A" 7078. La adopción de esta norma también es optativa para las entidades financieras más pequeñas.

Gráfico 7.7 | Tasas de interés pasivas



Fuente: BCRA.

- **Plazo fijo para el sector agrícola.** El BCRA implementó cambios en relación con la captación de depósitos con retribución variable para personas –humanas o jurídicas– con actividad agrícola. Estas personas podrán realizar las inversiones a plazo con retribución variable⁷⁹ por un importe de hasta 2 veces el valor total de sus ventas de oleaginosas y/o cereales registradas a partir del 1 de noviembre de 2019. Desde mediados de junio comenzó a registrarse un crecimiento de las colocaciones a plazo vinculadas al valor del dólar. Si bien, su contribución al crecimiento total de los depósitos a plazo todavía no es significativa, acumularon al término de julio alrededor de \$4.200 millones.
- **Integración de efectivo mínimo.** El BCRA permitió que las entidades puedan aumentar sus tenencias excedentes de LELIQ por el equivalente al 18% de los depósitos a plazo constituidos con una tasa de interés mínima del 79% de la tasa de LELIQ. Este límite se expande en 13 p.p. por los depósitos captados a la tasa de interés mínima de 87% de la tasa de LELIQ. A su vez se determinó que la totalidad de la exigencia de efectivo mínimo asociada a las colocaciones a plazo fuese integrada en LELIQ (ver Apartado 5 / El rol de los encajes como herramienta de política monetaria).

7.1.3. Acotada volatilidad cambiaria y sostenimiento del nivel de las reservas internacionales

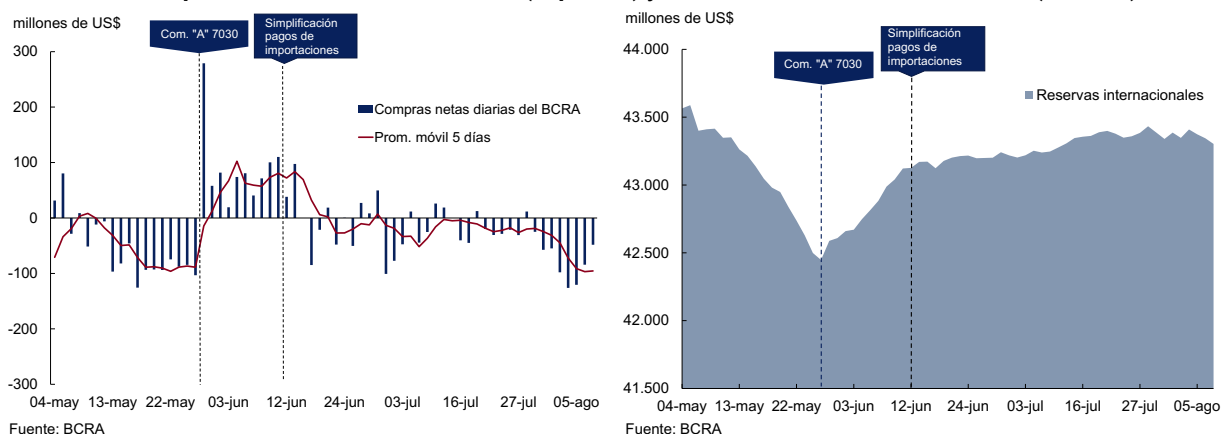
Una acotada volatilidad cambiaria y el uso prudente de las reservas internacionales también se configuraron como ejes de la política monetaria del BCRA. Esta política permitió acotar el impacto de las turbulencias financieras originadas por la pandemia sobre los precios internos, la actividad y la estabilidad financiera. Asimismo, permitió preservar la competitividad de la producción transable local. En los últimos meses se mantuvieron acotadas las fuentes de financiamiento en moneda extranjera, debido a las condiciones del mercado global de capitales y al proceso de reestructuración de la deuda pública. En este contexto, el BCRA implementó cambios en el marco regulatorio para el acceso al mercado de cambios.

⁷⁹ Pueden realizarse en base al valor de los cereales, oleaginosas y/o de la cotización del dólar estadounidense. En este último caso, el BCRA decidió que no se requerirá cobertura del riesgo de tipo de cambio. Comunicaciones "A" 7018 y "A" 7029.

A fines de mayo se estableció el requisito de conformidad previa para la realización de una serie de pagos al exterior, mecanismo que posteriormente se perfeccionó progresivamente atendiendo a las necesidades comerciales particulares de las MiPyMEs y distintos sectores productivos.⁸⁰ También se determinó que los clientes que realicen operaciones que correspondan a egresos por el mercado de cambios deberán presentar una declaración jurada donde conste que en los 90 días previos y posteriores no realizaron ni realizarán ventas de títulos valores con liquidación en moneda extranjera o transferencias a entidades depositarias en el exterior. Adicionalmente, a fines de julio se estableció incrementar el límite de la posición de LELIQ excedente de las entidades financieras por el diferencial entre el límite de la posición de contado en moneda extranjera y la posición de contado observada.⁸¹ Es decir, se busca generar incentivos para que las entidades reduzcan su tenencia de moneda extranjera al contado. En los primeros días de agosto el BCRA y el Banco Popular de la República de China acordaron la renovación de su acuerdo bilateral de swap de monedas por un nuevo plazo de 3 años. Estos acuerdos contribuyen a promover el fortalecimiento de las condiciones financieras para dar soporte al comercio y la inversión entre ambos países, promover una mayor estabilidad financiera y afianzar la relación entre ambos bancos centrales.

Durante los primeros días de junio los cambios normativos le permitieron al BCRA mantener una posición compradora en el mercado de cambios por unos US\$1.000 millones, que se tradujeron en un fortalecimiento de las reservas internacionales. Con el correr del mes, el BCRA pasó a registrar en promedio una posición vendedora y las reservas se estabilizaron en torno a unos US\$43.200 millones (ver Gráfico 7.8).

Gráfico 7.8 | Compras netas de divisas del BCRA (izquierda) y stock de reservas internacionales (derecha)

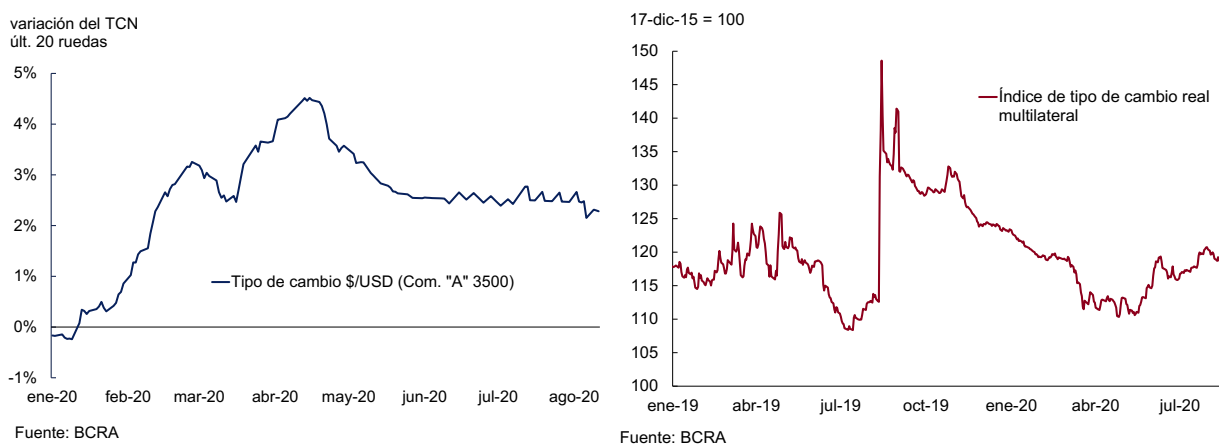


Las regulaciones del mercado de cambios vigentes y el esquema de flotación administrada permitieron acotar la volatilidad cambiaria, en un contexto de turbulencia financiera internacional luego del estallido de la pandemia. Así, el ritmo de suba del tipo de cambio nominal se moderó gradualmente, luego del pico de fines de abril, y se estabilizó en torno a un 2,5% mensual. Este sendero de depreciación del peso, en un contexto de moderación de la inflación, permitió que el tipo de cambio real multilateral retornara a los niveles previos al inicio de la pandemia (ver Gráfico 7.9).

80 Para mayor información, ver comunicados del BCRA del [28 de mayo](#), [4](#), [8](#), [9](#) y [11](#) de junio y [8 de julio](#) y Comunicaciones "A" 7030, "B" 12020, "A" 7042, "A" 7052, "A" 7068 y "A" 7079.

81 Comunicación "A" 7077.

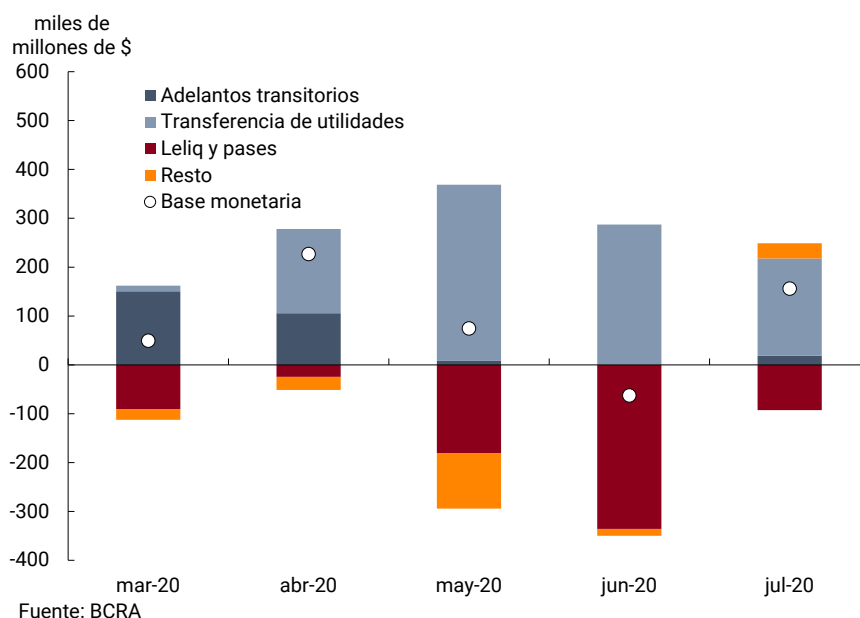
Gráfico 7.9 | Variación del tipo de cambio \$/US\$ (izquierda) e índice de tipo de cambio real multilateral (derecha)



7.1.4. Administración de la Liquidez en la Emergencia

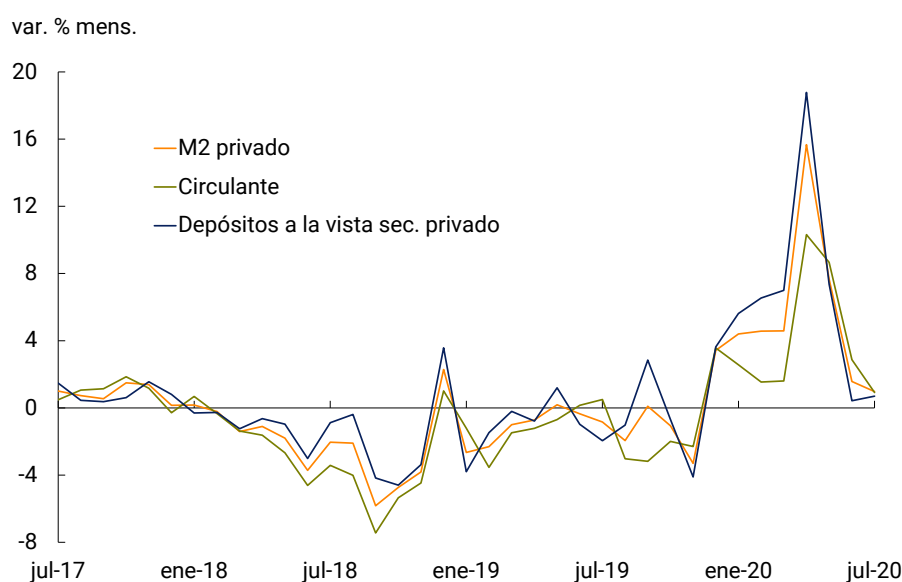
La persistencia de importantes dificultades de acceso al mercado de deuda por parte del Gobierno Nacional, en el contexto de la reestructuración de la deuda externa y con un mercado de deuda en pesos en proceso de reconstrucción, y la disponibilidad limitada de nuevas fuentes multilaterales de crédito mantuvieron restringidas las alternativas de financiamiento del Tesoro. En este contexto, el BCRA siguió contribuyendo con el financiamiento de las medidas extraordinarias de apoyo a las empresas y hogares implementadas por el Gobierno Nacional. En parte, los fondos se destinaron a financiar el ATP y el IFE (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas). Las transferencias al Tesoro Nacional continuaron siendo el principal factor de expansión de la base monetaria, aunque su mayor crecimiento se dio en los meses de abril y mayo (cuando el impacto económico de la pandemia fue más fuerte). A fin de evitar presiones que pudieran impactar negativamente en la estabilidad monetaria, parte de la expansión de la liquidez fue esterilizada mediante instrumentos de regulación monetaria (LELIQ y Pases; ver Gráfico 7.10).

Gráfico 7.10 | Factores prom. mensual de variación de la Base Monetaria



Estas transferencias de fondos del sector público al privado, junto con los cambios en el comportamiento de las personas en cuanto a su demanda de dinero vinculado al esquema de aislamiento social (compras en comercios de cercanía y demanda precautoria), se reflejaron en una mayor demanda de medios de pago y en un cambio respecto de su estacionalidad al interior del mes (ver Recuadro. El comportamiento atípico de los medios de pago durante la transición). No obstante, después del crecimiento récord registrado en abril, se observó una moderación en el ritmo de expansión de los componentes transaccionales de la demanda de dinero. En términos reales y ajustados por estacionalidad, los depósitos a la vista crecieron 2,8% mensual en promedio entre mayo y julio, frente a 18,8% registrado en abril. Por su parte, el circulante en poder del público comenzó a mostrar, a partir de junio, tasas de crecimiento más acotadas comparables con las observadas en el primer trimestre del año (ver Gráfico 7.11).

Gráfico 7.11 | M2 Privado sin estacionalidad a precios constantes



Fuente: BCRA

Recuadro. El comportamiento atípico de los medios de pago durante la transición

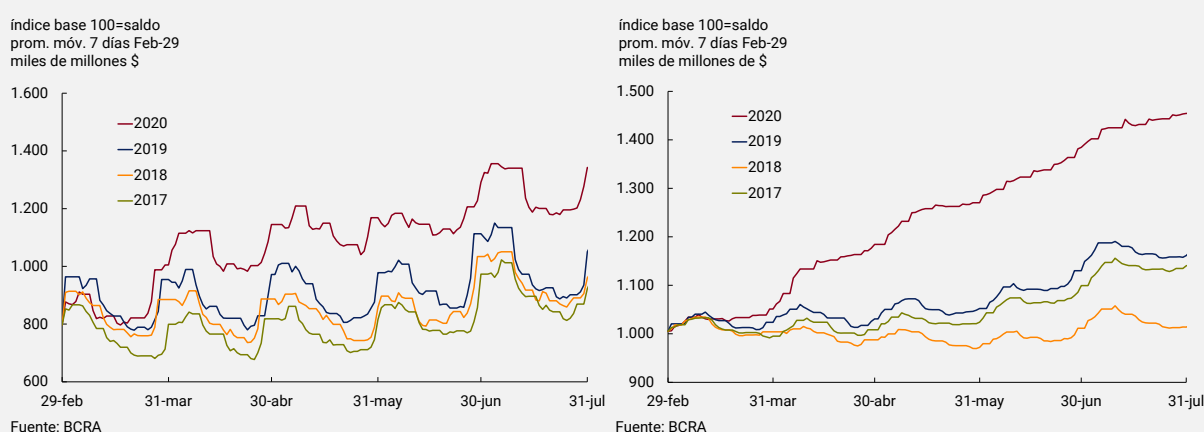
Inmediatamente después de que se estableciera el aislamiento social, preventivo y obligatorio (ASPO) a mediados de marzo, la evolución de los medios de pago (depósitos a la vista —en particular de las cajas de ahorro— y del circulante en poder del público) se diferenció de su comportamiento habitual, registrándose un fuerte aumento de la demanda de dinero transaccional. Con el transcurso del tiempo y a medida que se fueron reanudando ciertas actividades, como la reapertura de los bancos a través del sistema de turnos a mediados de abril, estas variables moderaron su ritmo de crecimiento. No obstante, se observó un cambio de comportamiento respecto de su estacionalidad intramensual desde el inicio de la cuarentena.

En este sentido, los depósitos en cajas de ahorro recortaron la caída habitual de la segunda y tercera semana del mes (ver Gráfico 7.12). Esto estaría vinculado a las transferencias de asignaciones sociales al sector privado, como es el caso del IFE,⁸² cuya acreditación se extiende hasta la tercera semana del mes.

82 Decreto 310/2020.

Las transferencias de asignaciones sociales también repercutieron en la dinámica del circulante en poder del público, ya que estos pagos son efectuados a sectores que hacen un uso más intensivo del efectivo y una parte importante de esos fondos son extraídos rápidamente de las entidades bancarias. En la evolución del circulante también influyó el desarrollo del comercio barrial de cercanía obligado por el esquema ASPO que también utiliza más intensivamente el efectivo y las dificultades que enfrentó la cadena de pagos en un contexto de habilitación parcial de actividades económicas. Así, el circulante en poder del público viene presentando un sostenido crecimiento tendencial a lo largo del mes, sin registrar su típica estacionalidad intramensual, que al igual que en los depósitos en cajas de ahorro, implica una caída a partir de la segunda y durante la tercera semana del mes (ver Gráfico 7.12).

Gráfico 7.12 | Caja de ahorros en pesos del sector privado (izquierda) y Circulante en poder del público (derecha)



7.2. La política monetaria en perspectiva

Desde 2002 rige un marco de políticas macro y microprudenciales que colaboran para que el sistema financiero pueda administrar adecuadamente los riesgos asociados a episodios de estrés financiero. A fin de 2019, la economía enfrentaba una severa crisis de balanza de pagos y de deuda pública, una marcada depreciación de la moneda doméstica y, consecuentemente, una profundización de la recesión con aceleración de la inflación. Frente a este escenario el Gobierno Nacional adoptó un conjunto de medidas destinadas a afrontar las manifestaciones más inmediatas de la crisis y a estabilizar la macroeconomía.

En materia de política monetaria, el BCRA definió una serie de lineamientos, destacándose los referidos a tasas de interés y administración del tipo de cambio.⁸³ El BCRA considera que el nivel de tasa de interés real debe preservar la estabilidad financiera y cambiaria, y debe ser compatible con el financiamiento de la producción y la construcción de una curva de rendimientos a mayor plazo, favoreciendo el ahorro en moneda doméstica. En tanto, se optó por una política de flotación administrada del tipo de cambio, con el objetivo de evitar que fluctuaciones pronunciadas generen efectos negativos sobre la inflación y el crecimiento. Las regulaciones cambiarias y la moderación de los precios vinculada a la acotada volatilidad del tipo de cambio permitieron una reducción de la tasa de LELIQ desde 63% n.a. (87,1% e.a.) a 38% (45,4% e.a.) a inicios de marzo, luego de haberse alcanzado un máximo de 86% n.a. (134,7% e.a.) en septiembre de 2019. Así, los avances logrados permitieron que el sistema financiero estuviera mejor preparado para enfrentar la emergencia originada con el COVID-19.

⁸³ [Lineamientos para una política monetaria en una economía en transición macroeconómica.](#)

El preacuerdo alcanzado con los tres grupos de acreedores privados sobre la deuda pública bajo legislación extranjera es un importante paso hacia la normalización de la economía doméstica. Este avance cimienta bases sólidas sobre las cuales se podrá delinear un sendero fiscal y externo que permita encauzar la economía en un proceso de crecimiento sostenible. La reestructuración ordenada y consensuada de la deuda pública tendrá repercusiones positivas. Permitirá avanzar en el proceso de reconstrucción del mercado de deuda en moneda doméstica. Aumentará la capacidad de financiamiento externo del sector privado, reduciendo la demanda neta de divisas en el mercado de cambios. Disipará gran parte de la incertidumbre financiera de los últimos meses. Finalmente, descomprimirá las necesidades financieras externas⁸⁴ y liberará recursos para afrontar la reactivación económica.

El preacuerdo sobre la deuda y la recuperación parcial de la economía constituyen significativos avances, pero aún restan importantes desafíos por delante. La situación que atraviesa la economía argentina necesita de un Banco Central activo que, sin perder de vista la estabilidad monetaria y financiera, promueva el empleo y el crecimiento con equidad social. En este marco, el BCRA buscará seguir acotando la volatilidad cambiaria, protegiendo el ahorro en pesos y aliviando financieramente a las familias y empresas. Asimismo, procurará facilitar el proceso de recuperación de la actividad económica mediante el estímulo al crédito productivo, en especial a las MiPyMEs, que son las principales dinamizadoras del empleo en Argentina.

La gestión de la política monetaria en la emergencia ha requerido de una importante expansión de la liquidez. El crecimiento observado en la demanda de dinero ha contribuido a absorber una significativa porción de los recursos volcados a la economía, dinámica que se reforzará una vez que se consolide la recuperación económica. El grado de monetización de la economía argentina se encontraba antes de la pandemia en niveles históricamente bajos, y se espera que cierre el año en valores razonables. El Banco Central actuará con todas sus herramientas ante eventuales excesos de liquidez que pudieran emerger en los próximos meses. En este sentido, hasta el momento el BCRA utilizó mayormente LELIQ y Pases, con una remuneración promedio en torno a 33% n.a., lo que implicó un esfuerzo nominal en los primeros 7 meses del año similar a igual periodo de 2019 y significativamente menor en términos reales.

84 El pago de intereses alcanzó 3,2% del PIB en 2019.

Apartado 5 / El rol de los encajes como herramienta de política monetaria

El sistema de encajes bancarios consiste en inmovilizar una determinada proporción de los pasivos, principalmente depósitos, que las entidades conservan como medida precautoria ante posibles tensiones que podrían afectar al sistema financiero. La mayoría de los Bancos Centrales determinan un mínimo legal que las entidades financieras deben cumplir, tanto por su carácter prudencial como por su efecto en el multiplicador monetario, influyendo en la capacidad de crear dinero con préstamos bancarios. Adicionalmente, las entidades pueden apartar, de manera voluntaria, proporciones mayores en función de su política de administración de riesgo. Sin embargo, el sistema puede trascender estas finalidades, buscando servir al cumplimiento de objetivos complementarios, entre ellos el de generar incentivos para promover el crédito de acuerdo con los objetivos de política.

En este sentido, el sistema argentino fue incorporando con los años metas adicionales, como estimular el desarrollo financiero de ciertas regiones desfavorecidas, incentivar el otorgamiento de crédito, fortalecer la transmisión de la política monetaria y la constitución de inversiones en moneda doméstica.⁸⁵ Siempre preservando un nivel de cobertura adecuado ante el riesgo de liquidez.

En la actualidad, el régimen de efectivo mínimo en Argentina parte de un esquema con alícuotas diferenciales en función del tipo de depósito (siendo cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazos fijos los más importantes) y del tiempo faltante hasta el vencimiento en los depósitos a plazo remunerados, siendo más alto el coeficiente cuánto más líquido es el tipo de depósito. A su vez, existen diferencias entre las alícuotas de acuerdo con el tamaño de la entidad financiera y la región en la que ésta opera. Esta distinción busca favorecer a las entidades más pequeñas y a las zonas de menor desarrollo financiero. Dichas alícuotas se aplican sobre el promedio mensual de saldos diarios de los depósitos del mes anterior (lo que habitualmente se conoce como un encaje rezagado), constituyéndose así un promedio mensual de encaje que las entidades deberán mantener y que se denomina exigencia bruta.

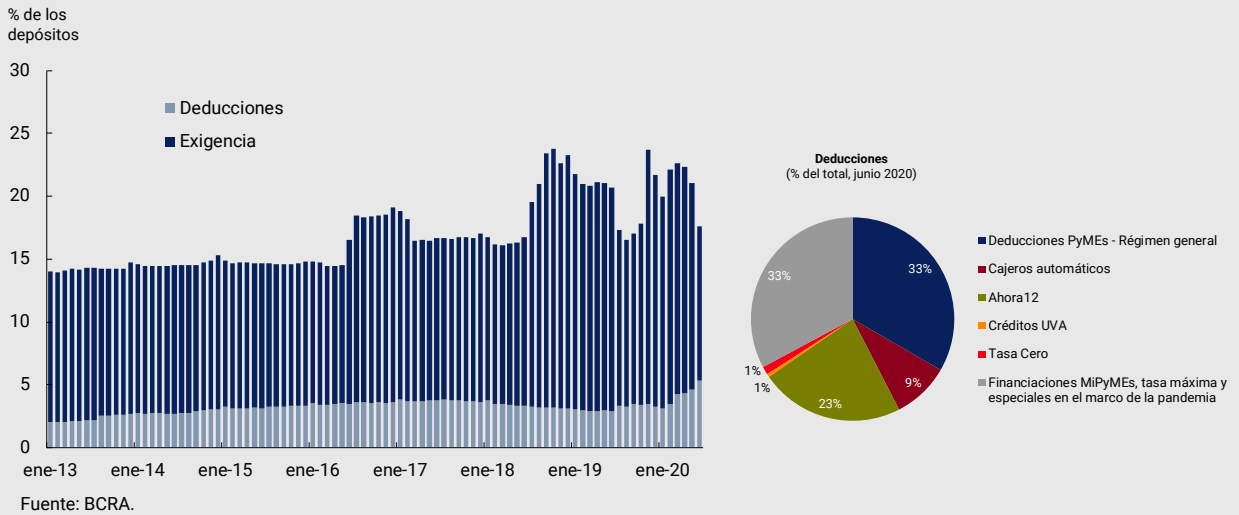
Para lograr sus objetivos complementarios, el sistema contempla una serie de deducciones que pueden realizar las entidades financieras para disminuir su exigencia de encajes. En este sentido, en línea con la promoción y el desarrollo de un sistema financiero más profundo y equitativo a lo largo del país, las entidades pueden reducir su exigencia bruta por una proporción de los retiros de efectivo realizados en sus cajeros automáticos.

Adicionalmente, el esquema argentino busca fomentar el otorgamiento de crédito al consumo, a la vivienda y, fundamentalmente, a las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs). Para lograr su objetivo, contempla deducciones por las financiaciones otorgadas en el marco del Programa "Ahora 12", por la extensión de plazo a los deudores de créditos en Unidades de Valor Adquisitivo (UVAs) y por los préstamos destinados a MiPyMEs.

Así, en los últimos años y consideradas de manera conjunta, las deducciones redujeron la exigencia bruta de las entidades financieras en hasta un 25%, siendo la de mayor magnitud la asociada a los créditos a MiPyMEs (ver Gráfico 1).

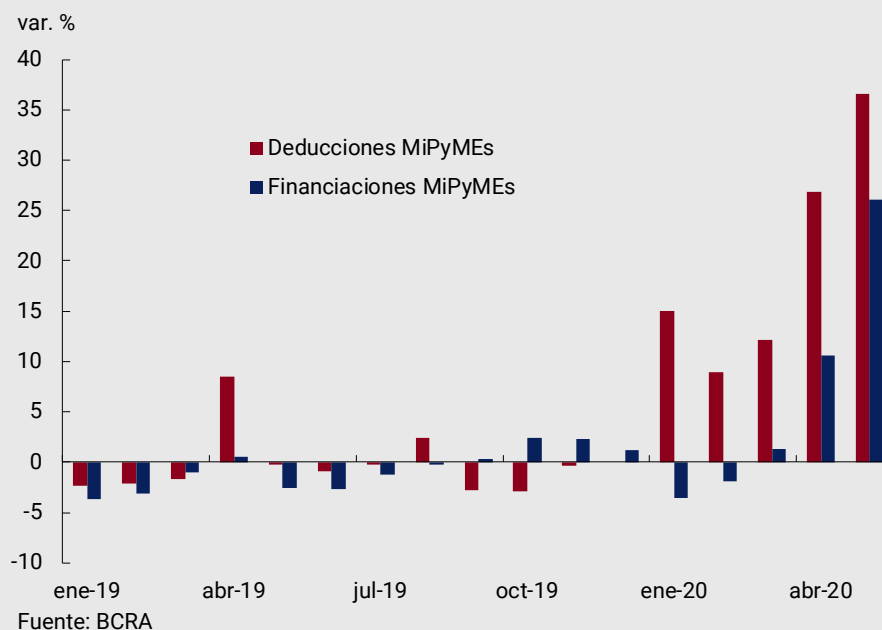
⁸⁵ [Régimen de Efectivo Mínimo](#).

Gráfico 1 | Exigencia en pesos y deducciones



Con la emergencia económica generada por la pandemia de COVID-19, el Banco Central habilitó a que el sistema financiero amplíe estas deducciones, buscando impulsar rápidamente el otorgamiento de crédito al sector productivo.⁸⁶ Respecto a la deducción asociada al financiamiento a MiPyMEs, ésta inicialmente se basaba sólo en el peso que tenían las financiaciones a este tipo de empresas en el total de préstamos al sector privado no financiero. Con el inicio de la crisis sanitaria se introdujo una deducción adicional por las financiaciones a MiPyMEs hasta una determinada tasa de interés máxima⁸⁷. Esto implicó un importante incentivo al crédito productivo que derivó en un fuerte crecimiento de los préstamos a las empresas pequeñas y medianas, que llevó a que las deducciones aumentaran (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Deducciones y financiaciones a MiPyMEs



86 Con tasas de interés máximas de 24%, destinadas mayormente a cubrir capital de trabajo y contando con líneas específicas con garantías del FOGAR para MiPyMEs que tuvieran mayores dificultades de acceso.

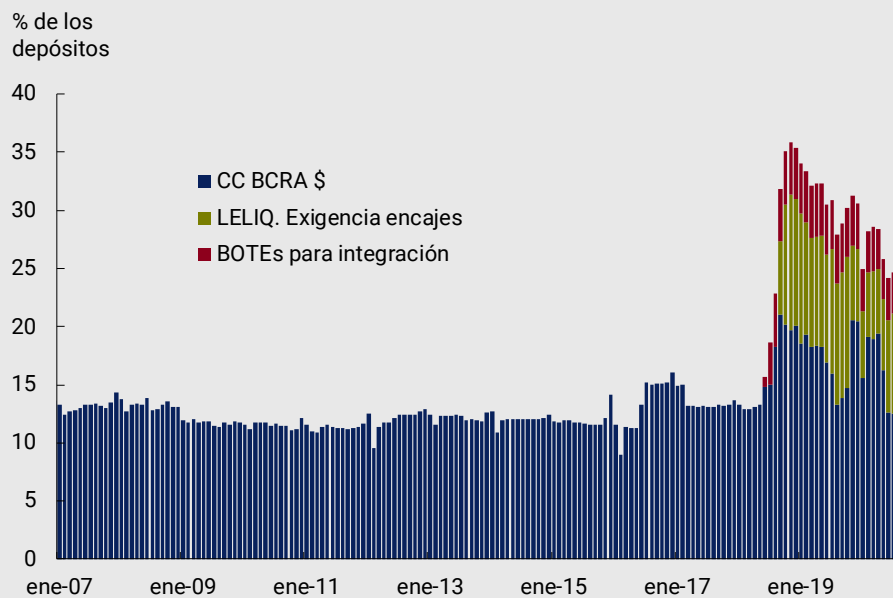
87 Tasa máxima de 40% hasta el 16 de febrero de 2020 y 35% con posterioridad a esa fecha.

Paralelamente, el sistema establece distintas formas de integración de dicha exigencia en función del tipo de depósito: hay encajes remunerados y no remunerados. Entre los primeros, se cuenta con una determinada proporción que puede ser integrado con Letras de Liquidez (LELIQ) o con Bonos del Tesoro Nacional (BOTEs), mientras que el resto se integra en las Cuentas Corrientes de las entidades financieras en el BCRA (no remuneradas). Actualmente, a modo de ejemplo, la totalidad de los encajes correspondientes a depósitos a plazo son remunerados, pudiendo integrarse con LELIQ o BOTEs, mientras que los encajes correspondientes a depósitos a la vista son integrados en las Cuentas Corrientes y con LELIQ y BOTEs.

La presencia de encajes remunerados apunta a fortalecer la transmisión de la tasa de política monetaria (actualmente la tasa de LELIQ) hacia las tasas de interés pagadas por los plazos fijos, buscando estimular el ahorro en moneda local. La integración en BOTEs, por su parte, junto con estimular mayores tasas de interés para los depositantes, favorece la profundización del mercado local de deuda soberana.

Desde una perspectiva histórica, el nivel actual de las cuentas corrientes⁸⁸ en el BCRA se encuentra en torno al promedio histórico (ver Gráfico 3), marcando la diferencia los BOTEs y las LELIQ admitidas para integración.

Gráfico 3 | Integración de Efectivo Mínimo



Fuente: BCRA

Cabe destacar que los requerimientos de encajes se deben cumplir en promedio a lo largo del mes, lo que permite a las entidades financieras cierta flexibilidad para administrar su liquidez intramensual. Sin embargo, para reforzar el carácter prudencial, las entidades tienen una exigencia mínima diaria que deben integrar por el equivalente 25% de la exigencia total sin excepción.

De esta manera, el sistema de encajes argentino mantiene su esencia de carácter prudencial y, adicionalmente, contribuye a alcanzar otros objetivos complementarios, que son propios de las funciones del Banco Central de Argentina.

⁸⁸ El saldo de las cuentas corrientes en el BCRA incluye el encaje no remunerado obligatorio y una pequeña posición adicional en la que incurren las entidades de manera prudencial.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: Emerging Markets Bond Index Plus

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NOA: Noroeste argentino

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PMI: Purchasing Managers' Index

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA