

Informe de Política Monetaria

Noviembre de 2020



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Noviembre 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, 26 de noviembre de 2020.

Contenidos

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

Pág. 8 | 2. Contexto Internacional

Pág. 19 | *Apartado 1 / Medidas recientes de otros bancos centrales latinoamericanos frente a la crisis del COVID-19*

Pág. 22 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 35 | *Apartado 2 / Evolución de la pandemia y recuperación económica*

Pág. 38 | *Apartado 3 / Mercado de trabajo en pandemia*

Pág. 42 | 4. Sector Externo

Pág. 53 | *Apartado 4 / Relevamiento de activos y pasivos externos*

Pág. 57 | *Apartado 5 / Balanza de pagos y balance cambiario*

Pág. 61 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 67 | *Apartado 6 / La reestructuración de la deuda pública y los desafíos pendientes*

Pág. 70 | 6. Precios

Pág. 79 | *Apartado 7 / Sobre los determinantes de la inflación en Argentina*

Pág. 85 | 7. Política Monetaria

Pág. 98 | *Apartado 8 / Reservas de valor en Argentina. Los desafíos que impone nuestra historia*

Pág. 103 | 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

En los últimos meses la pandemia de COVID-19 siguió afectando negativamente la dinámica de la actividad y el empleo a nivel global. Las medidas sanitarias y las respuestas de política económica continuaron enfocadas en contener los efectos de la crisis y generar condiciones para una recuperación que se sostenga en el tiempo. En Argentina el avance de la enfermedad no fue homogéneo. Mientras que la tasa de contagios en el Área Metropolitana de Buenos Aires fue gradualmente cediendo a lo largo del tercer trimestre, se observó una intensificación en el interior del país hasta mediados de octubre, cuando comenzó a retraerse. Dada la mayor participación relativa en el PIB del área metropolitana, la economía se recuperó parcialmente durante el tercer trimestre en la medida en que se fueron habilitando nuevas actividades en esta región. El conjunto de políticas implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA desde el inicio de la pandemia, en marzo, favorecieron la reactivación de la demanda interna, al proteger a los segmentos más vulnerables de la población y al procurar el sostenimiento del nivel de empleo y los ingresos de los hogares.

La inflación interanual mantuvo la trayectoria descendente en el tercer trimestre y se ubicó en 37,2% en octubre. Esto implicó una reducción de 16,6 p.p. respecto de los niveles observados en diciembre pasado. La continuidad del proceso gradual de baja en la tasa de inflación coincidió con ciertas no linealidades y heterogeneidad entre rubros que conforman el IPC. Sobre esta dinámica de menor inflación, favorecida por la acotada volatilidad del tipo de cambio, influyeron, entre otras cosas, las medidas sanitarias de aislamiento y distanciamiento, los bajos niveles de consumo, el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos y las políticas de administración de precios dispuestas por el Gobierno Nacional. Hacia adelante algunos factores podrían ejercer presión sobre el proceso de formación de precios, entre los que se encuentran: la recuperación del precio relativo de los servicios, el avance de los acuerdos paritarios y la búsqueda de recomposición de los márgenes de comercialización minorista en algunos sectores. Sin embargo, se espera que la coordinación de estas fuerzas por parte del Gobierno Nacional con los distintos sectores de la economía permita que el proceso gradual de baja en la inflación continúe.

Así, las condiciones económicas hacia fines del tercer trimestre se tornaron considerablemente diferentes a las prevalecientes en la primera parte del año cuando irrumpió la pandemia. El mejor desempeño de la economía doméstica, en términos de recuperación de la actividad económica y reducción de la inflación, fue acompañado por la culminación exitosa del proceso de reestructuración de deuda pública en moneda extranjera con tenedores privados. Con el objetivo de sentar las bases sobre las cuales se propone administrar esta nueva coyuntura, una vez superada la fase más crítica de la crisis COVID-19, el BCRA presentó a inicios de octubre una adecuación de sus lineamientos de política monetaria, cambiaria y crediticia¹.

En este nuevo escenario, la **política monetaria** tiene un rol primordial como instrumento de estabilización financiera y externa. Desde la irrupción de la pandemia, la política de tasas de interés de referencia respondió a una doble prioridad: la provisión liquidez a los hogares y empresas en la

¹ http://www.bcra.gob.ar/PoliticaMonetaria/Politica_Monetaria.asp.

emergencia y la protección del ahorro en pesos. Pasada la etapa más crítica de la crisis y con el objetivo de desarrollar instrumentos de ahorro e inversión en moneda local, que permitan obtener rendimientos positivos respecto de la inflación y el tipo de cambio, el BCRA inició un proceso de armonización de tasas de interés.

Con aumentos escalonados el BCRA ubicó en 32% n.a. (37,69% e.a.) el costo de las operaciones de pases con las entidades financieras a 1 día. Complementariamente se reanudaron las operaciones de pases a 7 días, que actualmente operan con una tasa de 36,5% n.a. (43,87% e.a.). Inicialmente las subas en la tasa de interés de pases pasivos se complementaron con dos reducciones en la tasa de las LELIQ, que fueron revertidas a mediados de noviembre. Así, la tasa de LELIQ se mantuvo en 38% n.a. (45,44% e.a.). Simultáneamente, se modificaron los límites a la tenencia de LELIQ, con el objetivo de minimizar el costo de esterilización monetaria. El BCRA complementó su política de armonización de tasas de interés con una suba en la remuneración mínima garantizada de los plazos fijos a 30 días, que a fines de octubre se ubicaba en 37% n.a. (44% e.a.) para imposiciones de personas humanas de hasta \$1 millón y en 34% n.a. (39,8% e.a.) para el resto de las colocaciones.

La política de armonización de tasas de interés llevada adelante por el BCRA busca, en coordinación con otros organismos públicos, avanzar en la construcción de una curva de tasas de interés en pesos que facilite y fortalezca la operatoria en el mercado de capitales. El BCRA también está dispuesto a utilizar su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana. Estas medidas permitirán apuntalar el comienzo de una nueva etapa, en la que el mercado de capitales local asuma una importancia creciente en la estrategia de financiamiento del sector público. En este sentido y a partir de nuevas colocaciones de bonos en el mercado local, el Tesoro Nacional logró en octubre reducir en \$125.780 millones la deuda contraída en concepto de adelantos transitorios con el BCRA y anunció que no hará uso de dicha línea en lo que resta del año. Incluso, se comprometió a continuar con el proceso de cancelación anticipada en la medida que logre obtener financiamiento por más del 110% de la totalidad de los vencimientos de capital e intereses pendientes en 2020.

La **política cambiaria** tiene como objetivo estructural mantener un tipo de cambio real competitivo y estable. De manera complementaria a este objetivo, el BCRA mantiene una estrategia de corto plazo que busca atender activamente los desequilibrios transitorios que pudieran generarse en el mercado cambiario. En pos de acotar la volatilidad cambiaria, el BCRA implementó a comienzos de año un régimen cambiario de flotación administrada. Así, el nivel actual del tipo de cambio real se encuentra 3,3% por encima del promedio histórico registrado desde enero de 1997. Este nivel de tipo de cambio real es compatible con los saldos superavitarios del balance comercial y de la cuenta corriente, que permitirán avanzar en el fortalecimiento de las reservas internacionales. En el mismo sentido, actuarán los menores pagos de amortizaciones e intereses de la deuda pública en moneda extranjera a partir del exitoso canje de los instrumentos en tenencia de acreedores privados y, en menor medida, la refinanciación de la deuda externa privada. En términos de la estrategia de corto plazo, las regulaciones sobre el mercado de divisas buscan evitar que desequili-

brios transitorios afecten la posición de reservas internacionales. Las regulaciones son un instrumento necesario para la coordinación de las decisiones individuales mientras se avanza en la mejora de la situación fiscal, externa y monetaria. Asimismo, se busca en el mediano plazo mantener regulaciones macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real.

A lo largo de este año, pese al superávit de cuenta corriente observado, se verificó un aumento en la demanda financiera de divisas por parte de las empresas para cancelar pasivos externos, y de los hogares para adquirir moneda extranjera con fines de atesoramiento. La mayor demanda corporativa estuvo influenciada, entre otros factores, por los elevados niveles de endeudamiento externo del sector privado favorecidos durante la administración anterior y por el relajamiento en las condiciones financieras que trajeron aparejadas las medidas destinadas a auxiliar al sector privado durante la pandemia de COVID-19. Simultáneamente, las medidas de sostenimiento de los ingresos de la población, en un contexto de restricciones parciales al consumo derivadas de la administración sanitaria de la crisis y el mayor ahorro precautorio, intensificó la formación de activos externos netos de las personas humanas. Durante el tercer trimestre, esta tendencia se vio exacerbada por la volatilidad registrada en el diferencial entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de compra venta de títulos y el tipo de cambio oficial.

En este contexto, el BCRA avanzó en una serie de medidas orientadas a atender las tensiones registradas en el mercado cambiario, que fueron complementarias a las acciones de política monetaria ya mencionadas. En lo que refiere al tipo de cambio nominal, siempre dentro del esquema de flotación administrada, se decidió abandonar el mecanismo de depreciación nominal uniforme otorgándole una mayor volatilidad relativa al valor del peso en función de las necesidades de la coyuntura. Además, se abrió una rueda de negociación en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) para permitir la compra de Renminbi exclusivamente para operaciones de comercio exterior. Por otra parte, en coordinación con el accionar de otros organismos del Estado Nacional, en septiembre el BCRA tomó una serie de medidas adicionales para promover una asignación más eficiente de las divisas y sentar los lineamientos para una refinanciación de la deuda privada externa compatible con el normal funcionamiento del mercado de cambios. En este sentido, las refinanciaciones implementadas hasta el momento por diversas empresas siguiendo los principios fijados por el Banco Central revelan el éxito del esquema.

En lo que refiere a la **política crediticia** se decidió avanzar en una reducción y focalización de los esfuerzos de asistencia a tasas reales negativas, adaptándolos a las necesidades de la nueva etapa. Durante la emergencia económica y sanitaria, la política del BCRA permitió un inédito comportamiento contracíclico del financiamiento productivo, en especial a MiPyMEs y monotributistas y autónomos. Las financiaciones a MiPyMEs para capital de trabajo y a prestadoras de servicios de salud explicaron la mayor parte del monto de crédito otorgado, totalizando a inicios de noviembre \$538.381 millones. La línea de crédito a tasas subsidiadas para el pago de sueldos (por hasta el 120% del Salario Mínimo Vital y Móvil por trabajador), a empresas cuya facturación haya crecido en términos interanuales por debajo de la inflación, acumuló a inicios de noviembre desembolsos

por \$5.124 millones (alcanzando a 8.631 empresas y a 245.512 empleados). En tanto, la línea destinada a empresas sin acceso al financiamiento bancario —MiPyME Plus— lleva otorgados \$2.683 millones desde su instrumentación. Las financiaciones a tasa cero acreditadas a las personas monotributistas y autónomas alcanzaron a mediados de noviembre \$65.515 millones. Desde octubre, atendiendo a las nuevas circunstancias, el BCRA aprobó un nuevo esquema de financiamiento para el sector productivo. Estas líneas están destinadas a la inversión de capital, cuya tasa máxima será de 30% n.a. y a la formación de capital de trabajo, con tasa máxima de 35% n.a. También se incluyeron como posibles tomadores de estas líneas a las prestadoras de servicios de salud, que brinden servicios de internación en el marco de la emergencia del COVID-19, y a otras empresas, para la adquisición de Maquinarias y Equipos producidos por MiPyMEs.

En su gestión de la liquidez el BCRA continuará monitoreando atentamente la evolución de los agregados monetarios. Durante 2020 la política del BCRA ha tenido un sesgo expansivo, orientada a satisfacer las necesidades de liquidez del sector privado en la emergencia y a financiar las medidas extraordinarias de apoyo a empresas y hogares implementadas por el Gobierno Nacional. El crecimiento observado en la demanda de dinero, que partió de niveles históricamente bajos antes de la pandemia, ha contribuido a absorber una significativa porción de los recursos volcados a la economía. El cociente entre los medios de pago (M2) y el PIB alcanzó su nivel máximo de 17,1% en junio, como resultado simultáneo de la expansión de la liquidez a partir de la asistencia en la emergencia y la contracción abrupta del PIB en segundo trimestre. No obstante, desde julio el nivel de M2 respecto al PIB comenzó a descender gradualmente, acompañando el menor dinamismo de los medios de pago y la recuperación de la actividad económica. En este contexto, se espera que el M2 termine el año en torno al 14% del PIB, tan solo 1,0 p.p. por encima del promedio registrado entre 2010-2019. Por su parte, la Base Monetaria terminaría el año en un nivel equivalente a 8% del PIB, lo cual representa un valor 0,5% por debajo del promedio para el período 2010-2019. El BCRA seguirá con su compromiso de mantener la liquidez de la economía en niveles adecuados para el período de normalización post pandemia haciendo uso de todos los instrumentos disponibles con el fin de acompañar la recuperación económica, en un entorno de inflación decreciente.

En base a lo anterior, se considera que la gradual normalización de la economía, que permitió al Banco Central avanzar en la armonización de sus tasas de interés de política, y la existencia de un tipo de cambio real que se ubica en niveles adecuados, permiten prever un escenario con trayectorias consistentes para las tasas de interés, el tipo de cambio y la dinámica de los precios.

El BCRA entiende que estas políticas monetaria, cambiaria y crediticia, en coordinación con el Gobierno Nacional, contribuirán a seguir normalizando el funcionamiento de la economía, a fin de sentar las bases macroeconómicas de un sendero de desarrollo económico con equidad social.

2. Contexto Internacional

Desde el IPOM anterior, las regiones del mundo que eran el epicentro de la pandemia mejoraron en el margen, mientras otras —principalmente Europa— enfrentan una segunda ola de contagios que se sigue expandiendo muy rápidamente. El número de casos supera al de la primera ola, y los gobiernos establecieron nuevas medidas de distanciamiento.

La economía global prosiguió recuperándose tras la caída récord del segundo trimestre. Los países avanzados y China mostraron un desempeño mejor que el esperado, llevando a una leve mejora en las proyecciones de crecimiento para la economía global en 2020. Así, el FMI pasó de una caída esperada de 4,9% del PIB mundial a una de 4,4%. A su vez, se proyectan menores caídas del PIB para los socios comerciales de la Argentina, y una recuperación más lenta en 2021 (excepto en China). Los gobiernos y los bancos centrales mantuvieron sus políticas de apoyo a hogares y empresas, cuya continuidad será crucial para las perspectivas del nivel de actividad. La situación financiera internacional continuó mejorando tras el elevado nivel de estrés registrado en el comienzo de la pandemia.

La economía mundial continúa enfrentando una situación dinámica e incierta. Entre los diversos factores de riesgo se destaca el potencial impacto económico del actual rebrote, así como la incógnita sobre el momento en que una vacuna esté disponible de manera generalizada. Otras fuentes de incertidumbre son: la continuidad y efectividad de la política monetaria y fiscal en los próximos meses; los riesgos de insolvencia del sector privado y público ante el creciente endeudamiento; los daños permanentes sobre la estructura productiva y el tejido social que pueda dejar la pandemia; y que una corrección abrupta en el precio de los activos de renta variable pueda disparar una salida de capitales de las economías emergentes similar a la observada en marzo de este año.

2.1. Evolución de la pandemia

Desde la publicación del IPOM anterior, los casos de COVID-19 se incrementaron fuertemente en Europa, recientemente en Estados Unidos, y también en algunas economías de Asia y Oceanía, materializándose en muchos países una segunda ola de la pandemia (ver Gráfico 2.1). Frente a ello, los gobiernos establecieron nuevamente medidas para restringir la movilidad y la aglomeración de personas en lugares cerrados, afectando principalmente la actividad de comercios, restaurantes y bares (ver Gráfico 2.2).

En Latinoamérica e India, que hasta agosto eran el epicentro de la pandemia (junto a Estados Unidos), la situación epidemiológica mejoró en el margen y se flexibilizaron las medidas de distanciamiento social. Sin embargo, la cantidad de casos y fallecimientos se estabilizó en niveles elevados.

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

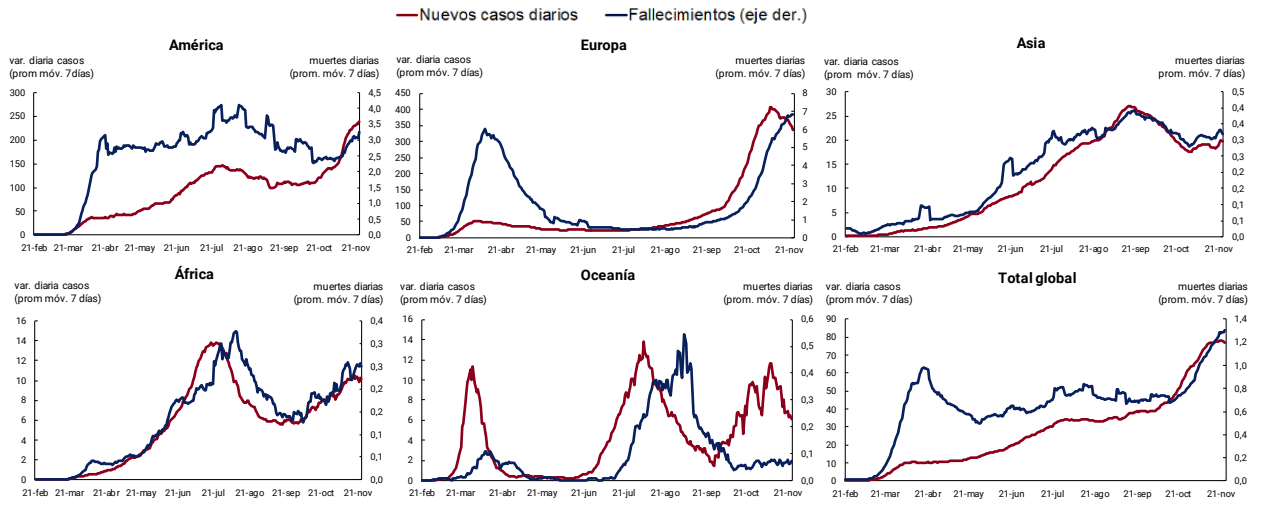
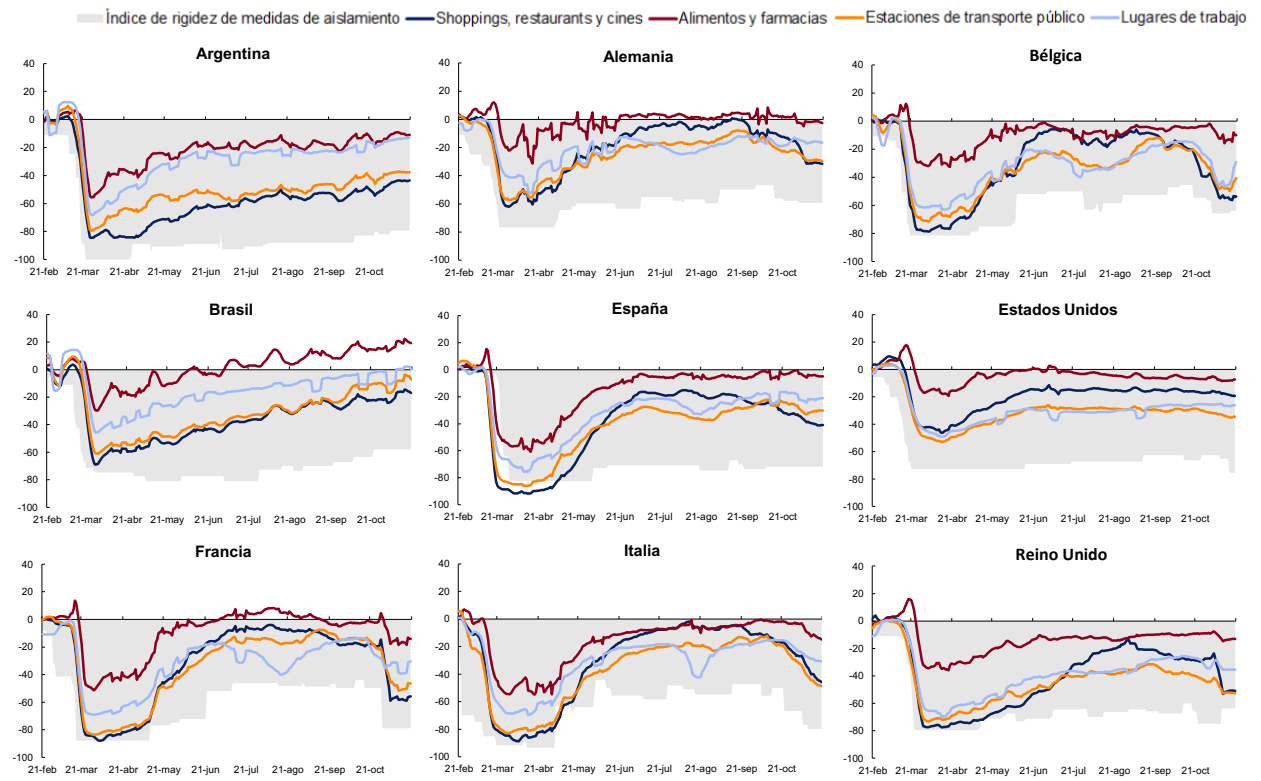


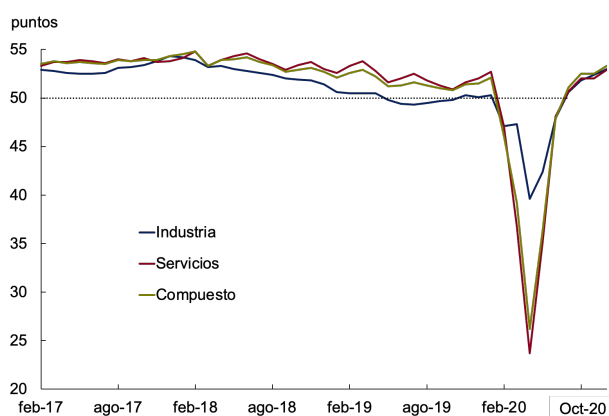
Gráfico 2.2 | Variación de la movilidad (prom. móvil 7 días) e índice de rigidez de medidas de distanciamiento social (-100 = máxima rigidez) de países seleccionados



2.2. La caída de la economía global en 2020 probablemente sea menor que lo esperado en junio, pero también lo sería la recuperación el año próximo

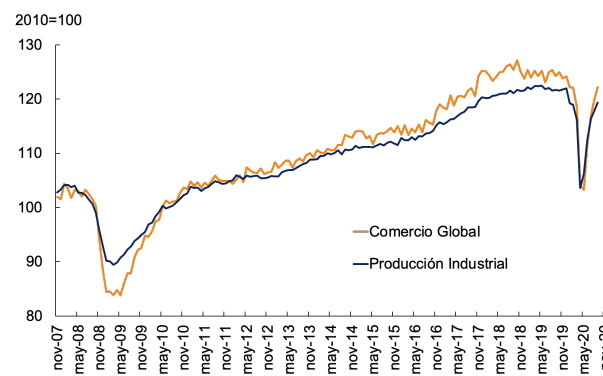
En los últimos meses, los datos de alta frecuencia y los indicadores prospectivos reflejan una recuperación de la economía real. Las encuestas mundiales a gerentes de compras (*Purchasing Managers' Indexes*, PMI) alcanzaron recientemente los valores previos a la crisis, ubicándose por encima del valor de diciembre; ello a excepción de los servicios, el sector de la economía más afectado por el distanciamiento social (ver Gráfico 2.3). La recuperación también se observa en la producción industrial mundial y el volumen de comercio entre países, según la medición que realiza la Oficina de Análisis de la Política Económica de los Países Bajos (ver Gráfico 2.4). La producción industrial está 15,2% por encima del mínimo de pandemia, pero aún 2,1% por debajo de los valores precrisis. El volumen de comercio internacional es 18,3% mayor al mínimo alcanzado en mayo, pero está 1,6% por debajo de los valores prepandemia.

Gráfico 2.3 | PMI Global



Fuente: BCRA en base a datos de Refinitiv.

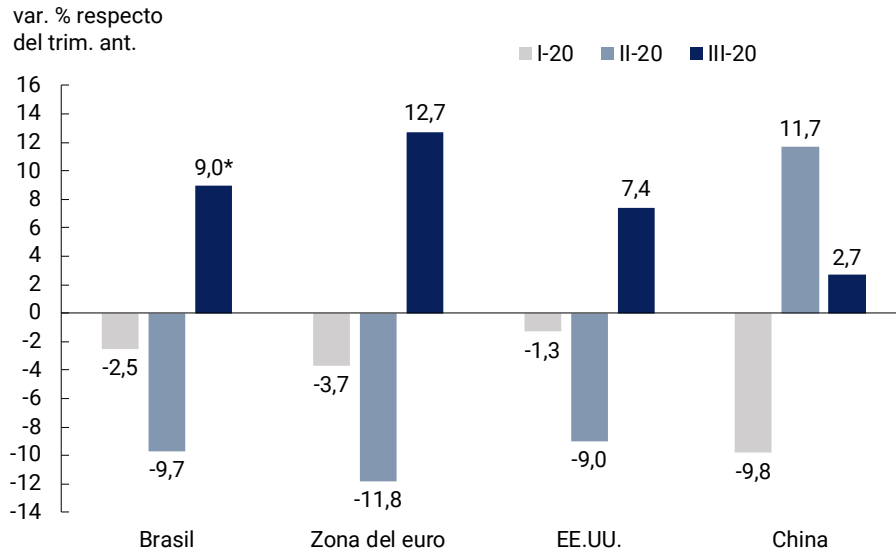
Gráfico 2.4 | Volumen de comercio y producción industrial globales



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

En los principales socios comerciales de la Argentina, los efectos negativos de la pandemia, que ya se observaban en el primer trimestre, se potenciaron en el segundo. En cambio, en el tercer trimestre se registró una recuperación de 12,7% en el PIB de la zona del euro y de 7,4% en Estados Unidos, mientras que se proyecta un aumento del PIB brasileño de 9% (en todos los casos respecto del trimestre previo y sin estacionalidad). China es la excepción, dado que su PIB sólo se redujo en el primer trimestre, debido a que en abril ya había levantado gran parte de las medidas de distanciamiento social (ver Gráfico 2.5).

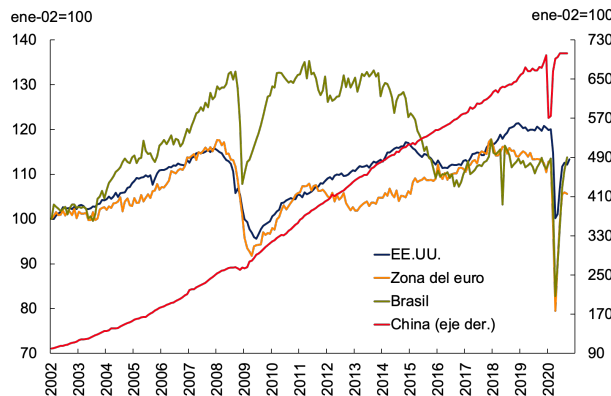
Gráfico 2.5 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina. Sin estacionalidad.



*El dato de Brasil correspondiente al III-20 es una proyección.
Fuente: Respetivos institutos oficiales de estadísticas.

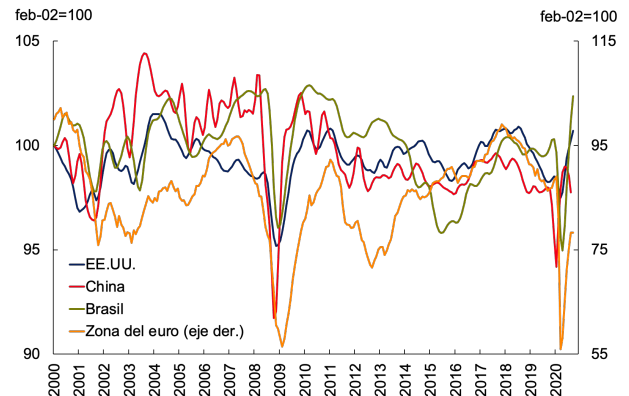
Los indicadores de oferta de este grupo de países muestran mejorías respecto del peor momento de la pandemia. La producción industrial se recuperó desde el mínimo alcanzado en abril (enero para China), aunque aún no se encuentra por encima de los valores prepandemia, excepto en China (ver Gráfico 2.6). Nuestro mayor socio comercial, Brasil, registró en septiembre una producción industrial 1,7% menor a los niveles previos al brote, pero 33% por encima de los mínimos de abril. Por su parte, la confianza empresarial está en todos los casos levemente por encima de los valores prepandemia, excepto en la zona del euro, donde se empiezan a notar los efectos de la segunda ola de contagios (ver Gráfico 2.7).

Gráfico 2.6 | Producción industrial



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

Gráfico 2.7 | Confianza empresarial

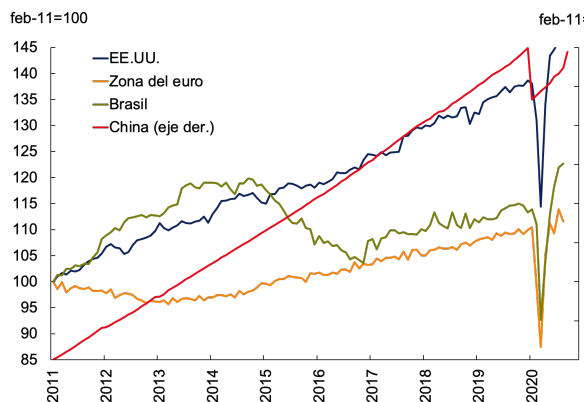


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Reserva Federal de St. Louis.

Los indicadores de demanda muestran también una recuperación respecto de los mínimos alcanzados durante la pandemia. Las ventas minoristas se encuentran alrededor de 30% por encima del mínimo alcanzado en abril, con la excepción de China. Ese país tuvo una caída menor de sus ventas y también registra una

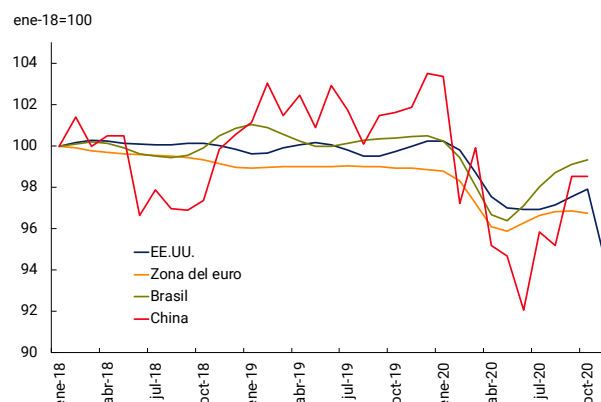
recuperación más acotada, de 7% respecto del mínimo (ver Gráfico 2.8). Las encuestas de confianza registran una recuperación más rápida que los datos de producción y ventas. No obstante, la confianza del consumidor está por encima de los valores prepandemia solo en China (ver Gráfico 2.9).

Gráfico 2.8 | Ventas minoristas



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

Gráfico 2.9 | Confianza del consumidor



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

La recuperación económica se basó en el relajamiento de las medidas de distanciamiento social acompañando la evolución sanitaria y en el apoyo fiscal y monetario sin precedentes desplegado por los gobiernos y los bancos centrales. Y ha llevado a una mejora de las proyecciones macroeconómicas para 2020, a partir del desempeño de los países avanzados y China. En tanto, hay indicios de que la segunda ola de contagios estaría ralentizando la recuperación, lo que devino en un empeoramiento en la mayoría de los pronósticos de crecimiento para 2021 (ver Cuadro 2.1). En el caso de los principales socios comerciales de Argentina, las últimas proyecciones son más optimistas respecto de 2020 que las de junio, pero levemente peores respecto de 2021, a excepción de China.

Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas. Octubre de 2020

	2019	FMI				Otras fuentes			
		Proyecciones octubre 2020		Dif. con proyecciones de junio de 2020		Proyecciones octubre 2020		Dif. con proyecciones de junio de 2020	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
PIB Mundial	2,9	-4,4	5,2	0,8	-0,2	-4,5	5,0	3,1	2,2
Economías avanzadas	1,7	-5,8	3,9	2,3	-0,9	-	-	-	-
Estados Unidos	2,3	-4,3	3,1	3,7	-1,4	-3,7	4,0	2,8	-1,0
Zona del euro	1,3	-8,3	5,2	1,9	-0,8	-8,0	5,0	0,7	-0,2
Mercados emergentes y economías en desarrollo	3,7	-3,3	6,0	-0,2	0,2	-	-	-	-
China	6,1	1,9	8,2	0,9	0,0	1,8	8,0	5,5	3,5
América latina y el Caribe	0,0	-8,1	3,6	1,3	-0,1	-	-	-	-
Brasil	1,1	-5,8	2,8	3,3	-0,8	-5,0	3,5	1,5	0,0

Fuente: World Economic Outlook, Octubre de 2020, FMI. Para el segundo set de proyecciones "Otras Fuentes" los datos surgen para EE.UU. de la Reserva Federal, para la zona del euro del Banco Central Europeo, para Brasil de la encuesta FOCUS del Banco Central de Brasil, y para China de la OCDE.

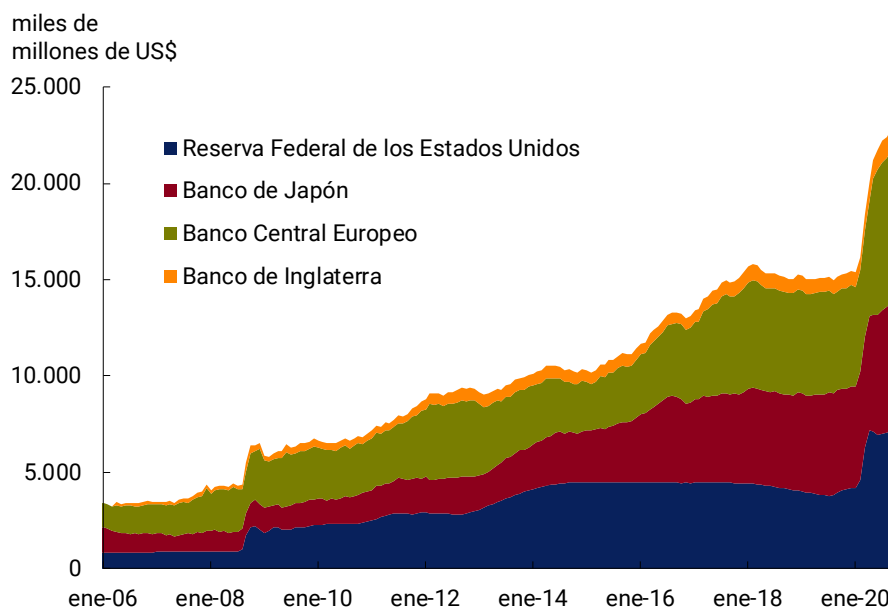
Este escenario de recuperación está sujeto a diversas fuentes de incertidumbre, principalmente vinculadas con la duración de la pandemia. El segundo rebrote conlleva un riesgo para la recuperación, y las mayores incógnitas se concentran en cuándo se contará con una vacuna, qué tiempo de inmunidad generará, y si habrá cooperación internacional en su distribución. Otros factores de incertidumbre son la efectividad y continuidad de las respuestas de política monetaria y fiscal, los efectos permanentes que dejará la pandemia (incluyendo cambios en la composición de la demanda y del producto), y los riesgos de insolvencia del sector privado y público.

2.3. Las políticas de apoyo continúan teniendo un rol fundamental

Los gobiernos y los bancos centrales mantuvieron sus políticas de apoyo. Estas medidas buscan evitar un daño masivo y permanente del entramado económico y facilitar la posterior recuperación, siendo en ese sentido distintas de medidas anticíclicas convencionales de fomento de la demanda efectiva. Por la naturaleza del *shock*, estas acciones han buscado evitar el cierre masivo de muchas empresas afectadas y sostener los ingresos de los hogares.

Los bancos centrales de las mayores economías mantuvieron sus tasas de interés en valores mínimos y continuaron incrementando el tamaño de sus balances hasta niveles récord, tanto en términos nominales como en proporción del PIB (ver Gráfico 2.10). El activo de la Reserva Federal (Fed) llegó a 35% del PIB, el del Banco Central Europeo (BCE) a 62%, el del Banco de Japón a 135%, y el del Banco de Inglaterra a 42%. La Fed, y el BCE en menor medida, recientemente comunicaron sus eventuales cursos de acción futuros para guiar las expectativas (*forward guidance*) e impulsar sus economías (ver Recuadro. Sobre el reciente cambio en el marco de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos). Se espera que, de mantenerse los efectos nocivos de la segunda ola de contagios, las autoridades monetarias del G4, principalmente las de la zona del euro (la más afectada por la segunda ola), tomen nuevas medidas de impulso antes de fin de año.

Gráfico 2.10 | Activos totales de los bancos centrales del G4



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

La mayoría de los bancos centrales de países emergentes con margen para reducir su tasa de interés de política monetaria avanzaron en ese sentido. Además, algunos de estos bancos continuaron aplicando medidas no convencionales de política monetaria y de apoyo a los sectores más afectados de la economía (ver Apartado 1 / Medidas recientes de bancos centrales latinoamericanos frente a la crisis del COVID-19).

Recuadro. Sobre el reciente cambio en el marco de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos

Recientemente la Fed modificó parte del marco con el que lleva adelante su política monetaria. En su [discurso](#) de apertura de la conferencia anual de Jackson Hole, el presidente de la Fed, Jerome Powell, anunció que — tras una revisión de casi dos años— la Fed pasará a definir su objetivo de estabilidad de precios como la inflación promedio en torno al 2% anual. A su vez, también modificó su objetivo respecto del nivel de empleo.

Para entender la decisión es necesario ponerla en contexto. La Fed tiene un mandato dual (ver la [estrategia actualizada de política monetaria de la Fed](#)): 1) un objetivo de empleo y 2) alcanzar la estabilidad de precios. La Fed definía, hasta ahora, la estabilidad de precios mediante un objetivo de inflación en torno al 2% en el largo plazo.

Los cambios anunciados recientemente hacen más específico el objetivo de estabilidad de precios, que pasa a ser definido como el promedio durante un período de tiempo que no se explicitó. Esto le permite a la autoridad monetaria de Estados Unidos ser más tolerante en los próximos meses o años ante un aumento acotado de la inflación por encima del 2% que no tenga impacto en las expectativas. Como explicó Powell, en este escenario la Fed no tendría que reaccionar ante esta mayor inflación necesariamente subiendo la tasa de interés, puesto que esa mayor inflación estaría compensando años con inflación por debajo del 2%.

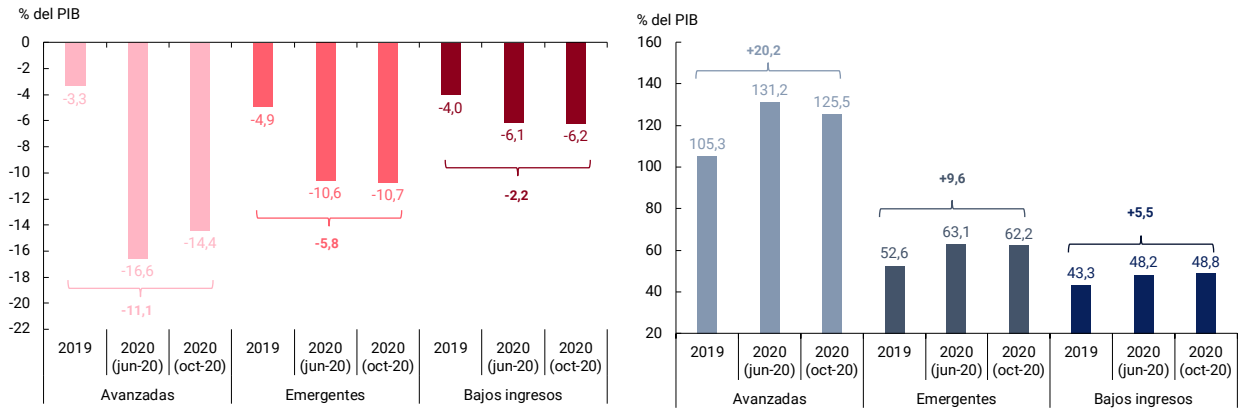
Powell también dio un marco más laxo y menos restrictivo a la definición de máximo empleo. Afirmó que tasas de desempleo cercanas o incluso superiores a lo que se considera pleno empleo (sin contar el desempleo friccional) no tendrán como consecuencia una política monetaria más restrictiva si no se verifica al mismo tiempo un impacto positivo en la inflación, o en otras variables que pudiesen dificultar el cumplimiento de los objetivos de la Fed.

Todo lo anterior permite prever que las tasas de interés reales se mantendrían muy bajas o bajas por un período relativamente prolongado, si es que uno estima que por la crisis relacionada al COVID-19 la tasa de inflación de los próximos meses estará por debajo del 2% anual.

La prolongación de la pandemia llevó a que muchos países continuaran expandiendo las medidas de política fiscal, aunque a un ritmo más moderado que al comienzo de la crisis. En parte esto se debe a que en algunos países —como Estados Unidos y el Reino Unido— algunas de las medidas de apoyo iniciales caducaron y no fueron renovadas aún. Según los datos del FMI, entre junio y septiembre la respuesta global de la política fiscal se incrementó en US\$1 billón, hasta llegar a los US\$12 billones (cerca de 12% del PIB global)².

² Los datos fiscales se han tomado del Monitor Fiscal del FMI de octubre. Los paquetes de estímulo abarcan tanto medidas de aumento del gasto y reducción de impuestos como el otorgamiento de préstamos, aportes de capital y garantías por parte de los tesoros nacionales.

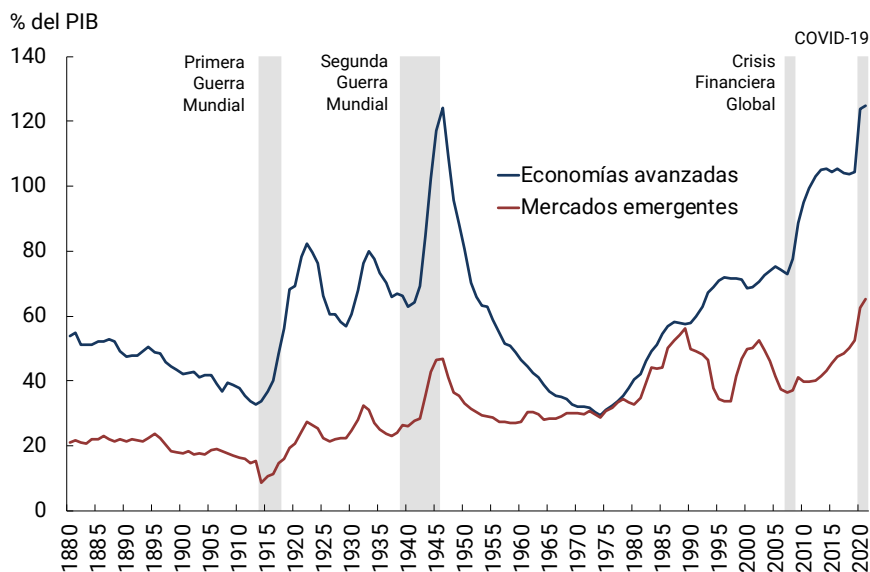
Gráfico 2.11 | Resultado financiero (izquierda) y deuda pública bruta (derecha)



Fuente: FMI, Monitor Fiscal de octubre de 2020.

Las medidas fiscales, junto con el impacto de la crisis en los ingresos tributarios y en algunos estabilizadores automáticos (como los seguros de desempleo), llevarán a un fuerte incremento de los déficits fiscales y de la deuda pública durante este año (ver Gráfico 2.11). El FMI prevé un aumento promedio del déficit fiscal global de 9 puntos porcentuales del PIB con respecto a 2019. Este incremento resultará mayor en los países avanzados, gracias al espacio fiscal con que cuentan. En este grupo se prevén desequilibrios fiscales de dos dígitos del PIB, principalmente en las economías más grandes, con Canadá y Estados Unidos en valores cercanos a un quinto del PIB (-19,9% y -18,7% del PIB, respectivamente). A pesar de las mayores limitaciones de financiamiento, algunas economías emergentes relevantes también registrarán déficits fiscales de dos dígitos del PIB, como Brasil (-16,8%), Sudáfrica (-14%), India (-13,1%) y China (-11,9%).

Gráfico 2.12 | Perspectiva histórica de la deuda pública (1880-2021)



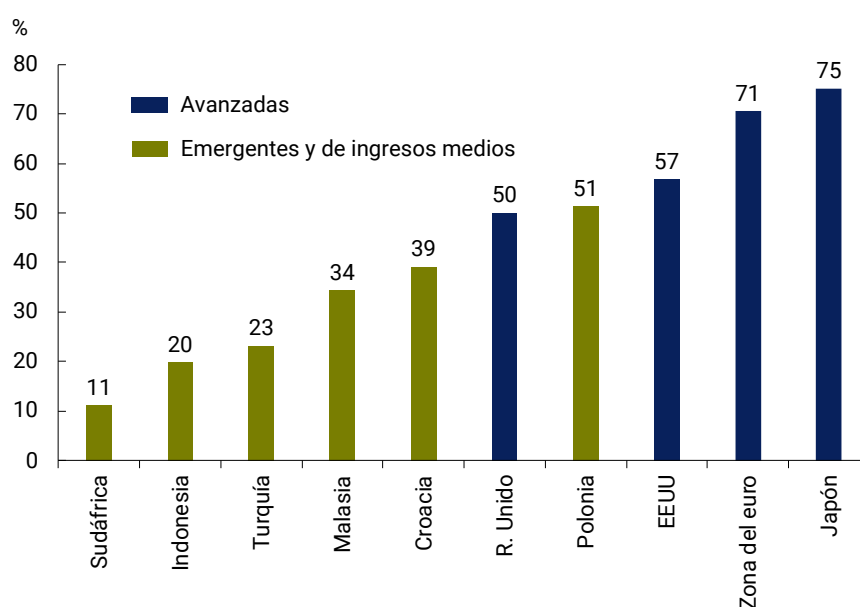
Fuente: FMI, Monitor Fiscal de octubre de 2020.

El deterioro de las cuentas públicas y la caída de la actividad prevista para este año llevarán a un aumento de la deuda pública global a un nivel récord cercano a 100% del PIB (ver Gráfico 2.12). El FMI prevé que la deuda

pública se estabilice en torno a dicho nivel hasta 2025, debido a la perspectiva de tasas de interés bajas y menores al crecimiento de la economía previsto para ese período (con excepción de China y Estados Unidos).

Esta dinámica fiscal coloca a la sostenibilidad de la deuda en el horizonte de riesgos globales. En general, muchos países se están beneficiando de las tasas de interés en mínimos históricos por la política monetaria expansiva. En varios casos la autoridad monetaria ha financiado directa o indirectamente una parte importante del aumento de deuda del sector público (ver Gráfico 2.13). Sin embargo, las economías emergentes, que cuentan con menor espacio de política, podrían enfrentar restricciones relevantes al financiamiento. En particular, cerca de la mitad de los países en desarrollo de menores ingresos experimentan problemas de deuda o tienen un elevado riesgo de enfrentarlos según el FMI³.

Gráfico 2.13 | Compras de bonos del gobierno realizadas por bancos centrales (% de la deuda emitida o de títulos de mercado desde febrero de 2020)



Fuente: FMI, Monitor Fiscal de octubre de 2020.

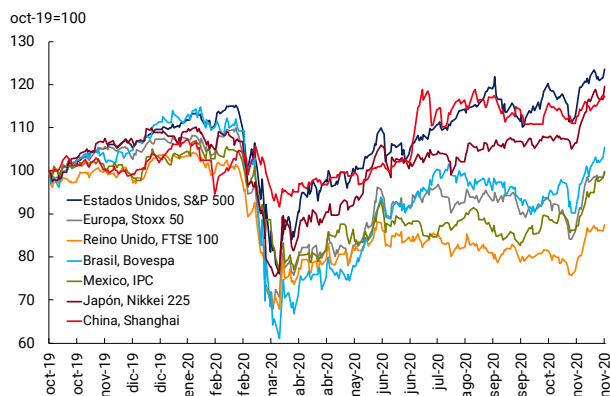
2.4. Mercados financieros en auge, aunque persisten riesgos de corrección

Los mercados bursátiles continuaron en auge, a pesar de las dificultades económicas derivadas de la pandemia. Luego de sufrir una caída fuerte en marzo seguida de una paulatina recuperación, los mercados cerraron este trimestre en valores superiores a los del cierre del IPOM anterior. Los precios de las acciones oscilaron de la mano de la evolución de las noticias sobre los rebrotes de las infecciones, las medidas de estímulo de los distintos gobiernos, y estuvieron impulsadas en las últimas semanas por las noticias favorables de las vacunas. Así, el índice S&P 500 subió 7,7% y en Europa el Stoxx 50 lo hizo un 4,9% desde el cierre del IPOM anterior. La volatilidad medida por el índice VIX se mantuvo acotada, con valores menores a 30 durante todo el período (el promedio histórico es 20), mientras había tocado un máximo de 82 en marzo de este año.

³ Según el análisis conjunto de sostenibilidad de la deuda realizado por el Banco Mundial y el FMI para países en desarrollo de bajos ingresos.

Este comportamiento de los precios de las acciones ha sido heterogéneo: mientras el S&P 500 subió 12,5% en lo que va del año, el índice FANG de acciones tecnológicas lo hizo por 81,5% en el mismo período. Hay analistas que siguen señalando la desconexión entre las valuaciones de mercado y la situación de la economía real, y de manera particular comienza a cuestionarse la racionalidad de las cotizaciones de las acciones de tecnología. De todas maneras, hay otros que señalan que estos precios de los activos financieros están explicados por las bajas tasas de interés, ya que los flujos futuros de las empresas valuadas (que pueden ser menores en los próximos años) se descuentan también a tasas menores. Por supuesto, esto las haría altamente vulnerables ante cambios en el sesgo de la política monetaria.

Gráfico 2.14 | Índices accionarios



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

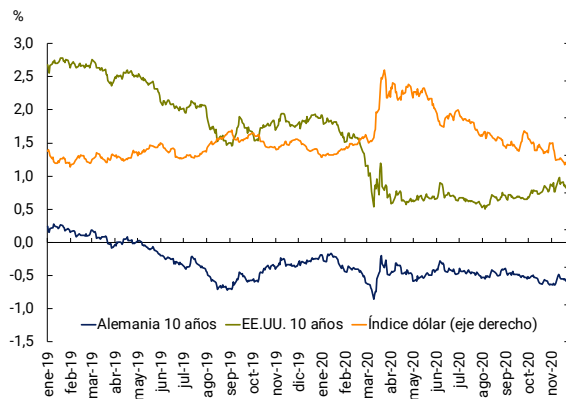
Gráfico 2.15 | Índices accionarios de Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

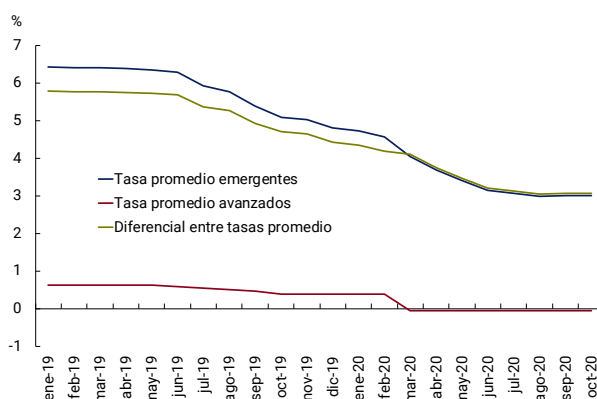
Si bien las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos continúan muy bajas, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años subió y está en valores cercanos a 0,9%, luego de haber tocado mínimos de 0,5% a fines de agosto de este año. En el caso de Alemania, las tasas continuaron haciéndose más negativas, llegando a valores cercanos a -0,6%. El dólar continuó con la depreciación iniciada en marzo de este año.

Gráfico 2.16 | Rendimiento de los títulos públicos de Alemania y Estados Unidos e índice dólar



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

Gráfico 2.17 | Tasas de interés de Política⁴



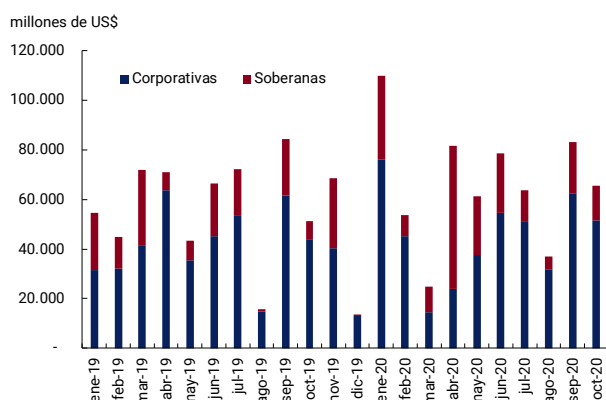
Fuente: BCRA en base a datos de BIS.

4 Avanzados, promedio simple de tasas de política de Japón, Estados Unidos, Zona Euro, Australia, Suiza y Gran Bretaña. Emergentes, promedio simple de tasas de política de Brasil, Chile, China, Colombia, Indonesia, India, México, Malasia, Perú, Filipinas, Rusia, Tailandia, Turquía, Sudáfrica.

En línea con la depreciación del dólar, los precios de las materias primas continúan recuperándose luego del impacto sufrido por la crisis (ver Recuadro. Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas del Capítulo 4. Sector Externo).

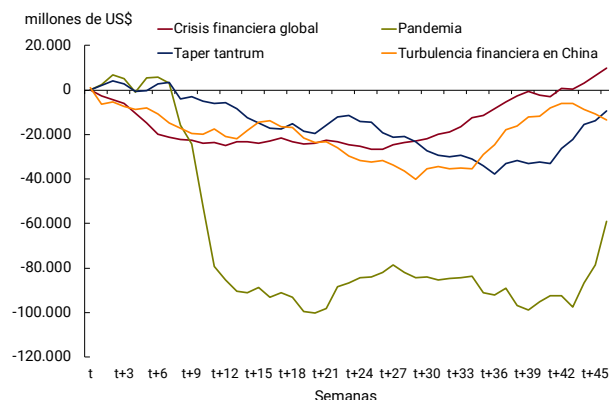
Los flujos de capitales hacia países emergentes se mantienen con un saldo neto negativo de US\$59 mil millones desde comienzos de la pandemia, aunque con una recuperación significativa en las últimas semanas. Desde el cierre del IPOM anterior, el saldo de flujos netos de portafolio hacia fondos especializados en países emergentes es superavitario en 20 mil millones. Los montos de emisiones de deuda en países emergentes, tanto soberanas como corporativas, se recuperaron luego de los mínimos de marzo, y la emisión total acumulada en lo que va del año ya es 12% superior al mismo período del año anterior.

Gráfico 2.18 | Colocaciones de deuda en países emergentes



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Gráfico 2.19 | Flujos de capitales acumulados desde el inicio de crisis



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

Un factor podría explicar, al menos parcialmente, los menores flujos de capitales hacia emergentes durante la pandemia: a diferencia de crisis anteriores, cuando estos países solían responder subiendo las tasas de interés para evitar mayores salidas de capitales, en este caso las han reducido para sostener la actividad económica. Y como partieron de niveles de tasas sustancialmente mayores a las de economías avanzadas, el recorte de las mismas ha sido mayor en los países emergentes, con lo que también se ha reducido el diferencial de tasas contra los avanzados (ver gráfico 2.17). Ello ha tenido lugar, además, en un escenario de mayor demanda de activos “seguros” por parte de los inversores globales.

Los principales riesgos financieros para las economías emergentes son: una corrección en los mercados; y que los problemas de liquidez se transformen en problemas de solvencia, tanto para la deuda privada como pública. De materializarse, estos eventos podrían disparar una nueva ola de salidas de capitales de los países emergentes.

En resumen, la evolución sanitaria y el apoyo fiscal y monetario sin precedentes facilitaron una recuperación económica global algo mayor que la esperada para 2020 al momento del IPOM anterior. Sin embargo, la recuperación de los últimos meses da indicios de ralentizarse, lo que junto con la segunda ola de contagios empeoraron levemente las perspectivas para 2021. Todo esto plantea un escenario dinámico e incierto, con diversos factores de riesgo en el horizonte: el tiempo del desarrollo y aplicación efectiva de una vacuna, la continuidad de las políticas de apoyo y los impactos permanentes sobre la capacidad productiva y el tejido social, entre otros.

Apartado 1 / Medidas recientes de bancos centrales latinoamericanos frente a la crisis del COVID-19

Los bancos centrales latinoamericanos han tomado diversas medidas en respuesta al impacto del COVID-19: este apartado reseña aquellas llevadas adelante por una muestra representativa, compuesta por las autoridades monetarias de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Estos bancos centrales usaron las herramientas de política monetaria disponibles para incrementar la liquidez en moneda local y extranjera; también aplicaron medidas regulatorias o prudenciales para sostener el flujo de crédito (y la liquidez). Además, varios bancos centrales innovaron, ampliando el menú de instrumentos o de contrapartes con las que operan para proveer liquidez. Finalmente, ya sea directamente o instrumentando medidas del Gobierno, todos los bancos centrales examinados aquí llevaron adelante programas específicos para el fomento del crédito; en particular, aquel dirigido a pequeñas y medianas empresas (PyMEs). El cuadro 1 resume las principales medidas.

Cuadro 1 | Medidas monetarias, regulatorias y crediticias frente a la crisis del COVID-19. Bancos centrales latinoamericanos seleccionados

País	Tasas de interés	Intervención cambiaria	Medidas regulatorias/prudenciales	Nuevas medidas o ampliación de operaciones (títulos privados o públicos)	Medidas de crédito a PyMEs
Brasil	Reducción de 250 p.b.	Ventas de dólares spot y swap. Swap de monedas con la Fed.	Reducción de encajes y requisitos de capital	Cambió la C.O. en mayo de 2020 para realizar compras de títulos privados (solo en 2020). Realiza repos con títulos públicos en dólares	Menores encajes y menor requisito de capital para bancos que presten a PyMEs. Línea especial de crédito a PyME fundada por Gobierno Nacional (85%) y bancos (15%)
Chile	Reducción de 125 p.b. y "forward guidance"	Ventas de dólares spot y swap. Línea con el FMI para incrementar reservas		Sólo de entidades financieras y títulos del BC; expandió la capacidad de compra de esos bonos, e incluyó a la deuda privada como garantía elegible para pases. Nueva ley que autoriza al BC comprar bonos del Gobierno	Facilidad de crédito condicional al incremento de las colocaciones, programa de garantías públicas.
Colombia	Reducción de 250 p.b. a mínimo histórico	Subastas de dólares (swaps); forward de cobertura cambiaria. Línea con el FMI para incrementar reservas.	Reducción de encajes	Amplió operaciones para comprar títulos de deuda privada. Ampliación de operaciones de pases: con títulos de deuda privada, a mayor plazo y cupo, con nuevos agentes (sociedades de bolsa, AFP, aseguradoras, fondos de inversión).	Créditos con garantías del Fondo Nacional de Garantías y expansión de financiamiento de bancos de desarrollo (Finagro, Findeter y Bancóldex).
México	Reducción de 275 p.b. a 4,25%	Subastas de crédito en dólares y ampliación del programa de coberturas (swap con Fed)	Reducción de encajes	Ampliación de facilidad de liquidez ordinaria (menores tasas, más contrapartes y más títulos elegibles). Nuevas operaciones de pases: con títulos de deuda privada (de corto y largo plazo) y títulos públicos (plazos mayores). Ventanilla de intercambio de garantías y permuta de títulos públicos.	Reducción de encajes a bancos que presten a PyMEs (o pases). Línea especial del BC a bancos garantizada con préstamos corporativos.
Perú	Reducción de 200 p.b. y "forward guidance"	Ventas de dólares spot y swap. Línea con el FMI para incrementar reservas	Reducción de encajes	Amplió contrapartes (bancos con menor calificación) y extendió lista de instrumentos para usar en repos, incluyendo factoring; nuevos repos (con otras garantías, ver crédito a PyMEs)	Repos a bancos con garantía del Gobierno (Reactiva Perú).
Uruguay	Crecimiento de M2 por encima de meta	Ventas de dólares spot.	Reducción de encajes	Se habilitó la postergación de amortizaciones de créditos con el sector financiero; se amplió el sistema de garantías para créditos de empresas en dificultades (SIGA)	Sistema de garantía para créditos de empresas en dificultades, orientado a PyMEs

Fuente: BCRA en base a información de los bancos centrales.

Todos los bancos centrales analizados respondieron a la crisis reduciendo tasas de interés, interviniendo en el mercado cambiario e inyectando liquidez a través de operaciones de mercado abierto. La reducción de tasas de interés ha sido de entre 125 y 250 p.b. (en el caso de Uruguay, que utilizaba una meta de agregados, implicó aumentar la expansión monetaria). Dos de ellos, además, hicieron hincapié en señalar el sesgo de política monetaria a futuro (la llamada *forward guidance*). Estas medidas contrastan con las tomadas durante la crisis financiera global, cuando los bancos centrales de la región contaban con menor espacio para reducir las tasas de interés. Además de intervenir en el mercado de cambios, varios de estos bancos centrales fortalecieron su posición de reservas internacionales a través de swaps de monedas con la Reserva Federal (Brasil, México) o líneas precautorias con el Fondo Monetario Internacional (Chile, Colombia, Perú).

Asimismo, todos los bancos centrales de esta muestra, a excepción de Chile, redujeron los encajes (requisitos de liquidez) para proveer liquidez o estimular la oferta de crédito. Además, el Banco Central de Brasil (BCB) redujo los colchones de capital contracíclico, los requisitos de capital para bancos que presten a PyMEs, y el ratio de cobertura de liquidez. De hecho, el BCB tomó las medidas regulatorias de mayor magnitud en términos del producto (ver cuadro 2).

Estos bancos centrales también ampliaron sus ventanillas de liquidez, incluyendo nuevos instrumentos o contrapartes con quienes realizar sus operaciones de mercado abierto. Por ejemplo: el congreso de Brasil modificó la carta orgánica del BCB para que este pueda comprar títulos de deuda privados durante 2020 (facilidad que hasta el momento no ha empleado); y el congreso de Chile aprobó una ley que permite la compra de títulos públicos en el mercado secundario por parte del banco central de ese país, en situaciones de excepción. En tanto, el Banco de México dio acceso a su ventanilla de liquidez a instituciones de banca de desarrollo, a la vez que amplió —a través del cambio de las calificaciones admitidas— el rango de títulos que pueden presentarse en ella.

El menú más amplio de instrumentos y contrapartes para operar también puede utilizarse para inyectar liquidez transitoriamente: permitir un conjunto mayor de títulos contra los cuales realizar operaciones de pase (por las cuales el banco central presta dinero contra cierta garantía provista por la entidad financiera). Los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú incluyen ahora alguna forma de títulos privados contra los cuales se pueden realizar pases. En varios casos, también admiten realizar estas operaciones con nuevos agentes (bancos con menor calificación, sociedades de bolsa, fondos de inversión, etc.). Así, por ejemplo, el Banco de la República (Colombia) pasó a admitir fondos de inversión y sociedades de bolsa en las operaciones de pase (también lo hizo en las operaciones de mercado abierto).

Finalmente, una parte muy significativa de la respuesta de estos bancos centrales han sido los programas de crédito a PyMEs. Los bancos centrales de Brasil, Chile, y Perú tomaron medidas o lanzaron programas de crédito a PyMEs. Las medidas tienen que ver con reducir encajes o requisitos de capital, asociados al incremento de crédito a PyMEs (Brasil). Varios programas consisten en dar pases o redescuentos con garantías públicas a los bancos que presten a PyMEs (Chile, Perú). En el caso de Colombia y Uruguay, los programas para PyMEs son conducidos directamente por el gobierno; los bancos centrales se han limitado a establecer regulaciones adecuadas para su funcionamiento, cuando han sido necesarias. En casi todos los países se trata de incentivos a dar crédito; solo Brasil tiene una parte de su programa con crédito abiertamente dirigido a través de bancos públicos.

Las medidas para inyectar liquidez representaron entre 0,5% y 5,6% del PIB según el país, estimando los montos efectivamente ejecutados (Cuadro 2). En tanto, las medidas de crédito implicaron montos desembolsados de entre 0,03% del PIB hasta casi 12% del PIB.⁵

⁵ El caso de Brasil fue diferente, pues consideramos allí los recursos liberados por la regulación para que los bancos presten más, pero no los montos prestados por ellos.

Cuadro 2 | Medias de los bancos centrales

País	Medidas de liquidez o para estabilizar mercados (% PIB)		Otras medidas, entre ellas de crédito (% PIB)	
	Anunciado	Efectuado	Anunciado	Efectuado
Brasil	17,5%	4,5%	19,2%	18,50%
Chile (6)	13,9%	5,6%	16,3%	11,8%
Colombia	-	2,4% (1)	2,3% (2)	1,1%
México	2,3%	1,2%	1,4%	0.03%
Perú		2,0% (5)	8,4% (4)	7,7%
Uruguay	0,4%	0,4%	6,4% (3)	

(1) Incluye operaciones de regulación monetaria (repo y compra de títulos públicos y privados) y reducción de encajes.

(2) Corresponde sólo al cupo para los préstamos con garantía FGN (no para préstamos de la banca de desarrollo).

(3) Garantías de préstamos (SIGA) y préstamos de banco oficial.

(4) Reactiva Perú.

(5) Aumento de emisión primaria (circulante más encajes), excluye aumento de 5,7% del PIB de valores emitidos (obligación monetaria).

(6) Se excluyen aquellas medidas que fueron dispuestas originalmente para atender los disturbios sociales de 2019.

No se consideran las líneas precautorias con el FMI (Chile, Colombia, Perú) ni el swap de monedas con la Fed (Brasil, México).

Fuente: BCRA en base a información de los bancos centrales.

Las medidas tomadas presentan varios desafíos para los bancos centrales de la región, como pone de manifiesto un [informe reciente del BID y el Center for Global Development](#) (CGD). El mayor rango de operaciones de los bancos centrales implica una creciente interacción fiscal y monetaria (a través de la compra de bonos del Gobierno), pero también una mayor relación con el sector privado no financiero (por las eventuales compras de deuda privada). Los cambios regulatorios han implicado en muchos casos un diferimiento de pagos de deuda, lo que es beneficioso para una situación de iliquidez transitoria, pero menos claro si surgen problemas de solvencia. Los programas de garantías presentan *trade-offs*: garantías públicas plenas por los préstamos privados pueden disminuir los incentivos de los bancos a monitorear riesgos, mientras que garantías parciales pueden ser insuficientes para incentivar el crédito, en especial a las PyMEs (de hecho, de acuerdo con el informe del BID-CGD, en la región se observa que, de los montos ofrecidos en estos programas, solo un 50% habría sido tomado como crédito).

En resumen, los bancos centrales latinoamericanos han respondido activamente a la crisis del COVID-19 con herramientas que ya tenían disponibles (política monetaria, prudencial e intervención cambiaria), pero también han desarrollado otras nuevas, ampliando el espectro de instrumentos y contrapartes con los que pueden realizar operaciones de provisión de liquidez, y participando más activamente en programas de facilidades de crédito, en especial a las PyMEs.

3. Actividad Económica y Empleo

La economía se recuperó parcialmente durante el tercer trimestre a medida que nuevas actividades fueron autorizadas a operar con protocolos sanitarios. El Estimador Mensual de Actividad Económica acumuló hasta septiembre una suba de 25,7% en relación con el mínimo de abril, pero aún se ubicó 7% por debajo de su nivel de febrero, mes previo al inicio de la propagación del COVID-19 en el país. Esa recuperación se sostuvo con una demanda interna más dinámica, en un contexto en el que la demanda externa fue débil. La reactivación fue heterogénea entre sectores, con algunas actividades ya operando en niveles cercanos a los de pre-pandemia, y acompañada por un leve aumento del empleo privado independiente.

La flexibilización paulatina de las restricciones a la movilidad social continuó siendo complementada por un conjunto amplio de políticas monetarias, fiscales y laborales adoptadas por el BCRA y el Gobierno Nacional a fin de impulsar el crédito, asistir a los segmentos en situación de mayor vulnerabilidad, y sostener el nivel de empleo. Estas medidas facilitaron la continua recuperación a partir de abril, como fue anticipado en el IPOM de mayo. Recientemente, se sumaron otras medidas más focalizadas para dinamizar la actividad de ciertos sectores productivos caracterizados por sus encadenamientos y por su capacidad de aumentar la oferta de divisas, como el turismo y la energía.

El BCRA prevé que la economía continúe transitando el sendero de recuperación. La velocidad a la que el Producto logre volver al nivel previo a la pandemia dependerá de una serie de factores tanto internos como externos, no exentos de riesgos. El primer foco de incertidumbre, compartido a nivel global, está asociado a la evolución de la pandemia y el segundo, de orden local, se vincula con el entorno de mayor volatilidad financiera. En este contexto, la política monetaria cobra relevancia como instrumento de estabilización macroeconómica a fin de alinear las expectativas en torno a los objetivos buscados.

3.1. Durante el tercer trimestre continuó la recuperación de la economía en forma dispar a nivel regional, sujeta a la evolución de los contagios de COVID-19

La actividad continuó transitando la segunda fase económica⁶ dentro de la crisis del COVID-19 en línea con la apertura progresiva de las actividades y potenciada por la política fiscal orientada a proteger los ingresos de las familias y las medidas de estímulo al crédito adoptadas por el BCRA. La actividad económica ya acumuló una mejora de 25,7% desde el mínimo registro en abril pasado. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) subió de manera ininterrumpida a partir de mayo y se ubicó en septiembre 7% por debajo de su nivel de febrero, mes previo a la implementación de las medidas de aislamiento social y preventivo.

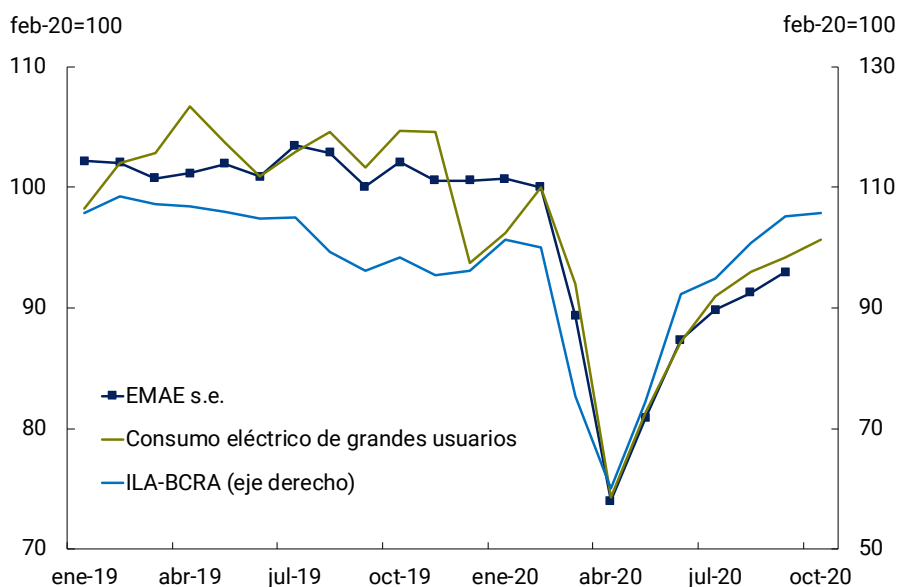
El ritmo de recuperación de la actividad estuvo asociado a las reaperturas dispuestas por las distintas esferas gubernamentales, sujetas a la evolución de los contagios en las diferentes regiones del país. Desde fines de julio el número de casos positivos de COVID-19 comenzó a amesetarse en el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA) y a descender paulatinamente a partir de agosto, mientras que, en algunas ciudades del interior del país, el deterioro de la situación epidemiológica llevó a restablecer las medidas de aislamiento

⁶ En el IPOM de mayo se anticipó que se sucederían tres fases económicas durante la crisis del COVID-19. La primera de aislamiento social estricto, la segunda de aislamiento social administrado y la tercera de nueva normalidad (apertura completa bajo protocolos sanitarios).

social y ralentizó el proceso de normalización de la actividad económica (ver Apartado 2 / Evolución de la pandemia y recuperación económica).

De todas maneras, la recuperación de la actividad a nivel país continuó durante el tercer trimestre cuando el EMAE registró una recuperación de 13,2% trimestral s.e. La demanda de electricidad de grandes usuarios siguió aumentando y en octubre se ubicó un 28,2% por encima del mínimo de abril, un 4,8% por debajo de los registros de febrero pasado⁷. En octubre, el Indicador Líder de la Actividad Económica (ILA-BCRA) acumuló seis subas consecutivas, confirmando que la mejora observada en el EMAE desde abril representó el comienzo de una fase de recuperación de la economía⁸ (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Actividad económica



Fuente: BCRA, INDEC y CAMMESA.

Durante el tercer trimestre, el Poder Ejecutivo Nacional continuó sosteniendo las políticas de asistencia a familias y empresas⁹ y además anunció diversas medidas de estímulo a sectores productivos estratégicos. En particular se destacan aquellas que tienen un alto impacto por sus encadenamientos en las economías regionales: el Plan PreViaje para el sostenimiento y la reactivación del turismo¹⁰, las que impulsan la actividad

7 Se considera consumo eléctrico diario de los grandes usuarios de CAMMESA (excluyendo Aluar) medido en MW, mensualizado.

8 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE. En esta oportunidad, el fin de una fase recesiva y comienzo de una expansiva. La crisis generada por el COVID-19 ocurrió estando la economía argentina en una fase contractiva del ciclo, es decir que hasta feb-20 el ILA no había señalado aun el piso de la recesión iniciada en nov-17. En sep-20 se cumplieron los 3 criterios (duración, difusión y profundidad) que señalan el inicio de una recuperación. El ILA subió durante 5 meses consecutivos, la suba fue difundida entre sus componentes, superando el umbral requerido de 52,5% en promedio de los últimos 4 meses y la variación acumulada por el ILA en 6 meses (profundidad de la suba) sobrepasó ampliamente el mínimo requerido de 2,3%. De esta manera, el ILA permite confirmar que la mejora observada en la actividad económica desde abril representó el comienzo de una fase expansiva de la economía de al menos 6 meses de duración. Para más detalles metodológicos del ILA ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM correspondiente a enero de 2017.

9 Para mayores detalles ver IPOM correspondientes a Mayo y Agosto de 2020.

10 El Gobierno Nacional lanzó el Programa de e Auxilio para Prestadores Turísticos y reglamentó la Ley 27563 "Sostenimiento y Reactivación Productiva de la Actividad Turística Nacional". El "Programa Previaje" que consiste en un reintegro del 50% de lo gastado en turismo y gastronomía en 2021. Mediante Resoluciones 221/20 y 222/20 del 15 y 16 de octubre respectivamente, el Ministerio de Transporte estableció la reanudación gradual de las conexiones entre provincias mediante la regularización de los servicios de transporte aéreo de cabotaje comercial, aviación general y de los servicios de transporte automotor y ferroviario de pasajeros interurbano e internacionales. Mediante la Resolución 814/20 el Gobierno Nacional estableció la apertura de fronteras para el ingreso

de la construcción¹¹ y el Plan Gas IV¹² con el que se busca reactivar la producción de gas no convencional en Vaca Muerta. Para este último caso, el BCRA determinó el libre acceso al mercado único de cambios a las empresas que inviertan¹³.

3.1.1. Mientras que el consumo de servicios continuó deprimido por las restricciones sanitarias, el gasto en bienes durables e insumos para la construcción volvió al nivel prepandemia

Tal como se anticipó en el IPOM de agosto, la demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— registró la caída más severa de la serie histórica en el segundo trimestre de 2020 producto de la pandemia. El consumo privado cayó 18,9% trimestral s.e. (-22,3% i.a.), el consumo público se redujo 10,4% s.e. (-10,1% i.a.) y la inversión¹⁴ retrocedió 27,3% trimestral s.e. (-38,4% i.a.).

Los datos parciales del tercer trimestre dan cuenta de una gradual recuperación del consumo privado. El Indicador de Consumo privado del BCRA arroja una mejora del 14,5% trimestral s.e., con una fuerte recomposición de ciertos bienes y servicios, mientras que otros consumos, vinculados a transporte y esparcimiento, continuaron en niveles bajos.

Durante el tercer trimestre, el consumo de bienes durables tuvo una importante recuperación, en parte beneficiado tanto por una canalización del consumo de las familias hacia este tipo de bienes ante la menor oferta de servicios disponibles como por la mayor permanencia de las personas en sus hogares en un contexto de mayor disponibilidad del crédito. Los rubros con mayor dinamismo entre julio y septiembre fueron los electrodomésticos, muebles y materiales para la construcción de acuerdo con el relevamiento efectuado por CAME. Las ventas de autos en el mercado interno también aumentaron fuertemente en el período¹⁵ (ver Gráfico 3.2).

En cambio, continuó en niveles mínimos el consumo de servicios, como transporte, esparcimiento, salud, educación y vivienda, que en conjunto representan una porción significativa del gasto en consumo de las familias¹⁶.

por turismo de nativos y extranjeros radicados en los países limítrofes desde las 00 horas del viernes 30 de octubre. Mediante DECAD 2057/20 del 17 de noviembre la Jefatura de Gabinete de Ministros autorizó el uso del servicio público de transporte de pasajeros de larga distancia sea por vía terrestre, ferroviaria o aérea.

11 El "Nuevo Plan Procrear" contempla líneas de crédito destinadas al mejoramiento de las condiciones habitacionales y ampliación de las viviendas y nuevas líneas de crédito hipotecario. Por su parte, el Proyecto de Ley de Presupuesto 2021 estima un gasto de capital de 2,1% del PIB.

12 Mediante DECNU 892/20 del 16 de noviembre el Gobierno Nacional aprobó el Plan de Promoción de la Producción de Gas Natural Argentino - Esquema de Oferta y Demanda mediante el cual se contempla, entre otros objetivos, el de reducir importaciones y generar un ahorro fiscal.

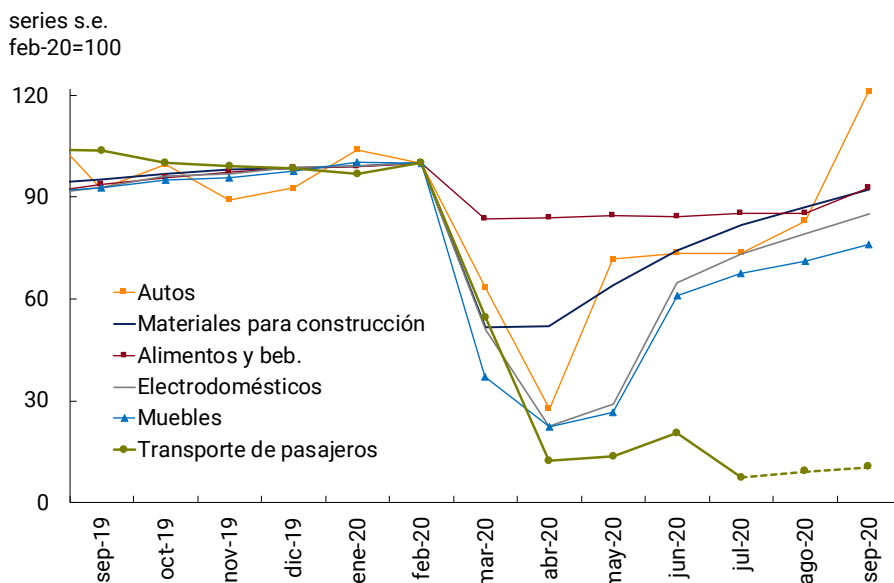
13 Comunicación "A" 7168.

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

15 En el III-20 las variaciones trimestrales desestacionalizadas fueron: 4,2% en Alimentos y bebidas, 39,7% en Materiales para la construcción, 53,8% en automóviles, 94,3% en Muebles para el hogar y 106% en Electrodomésticos.

16 De acuerdo con mediciones del INDEC en 2016 (última disponible) el consumo de servicios representó cerca del 60% del consumo privado total mientras que el de bienes solamente el 40%. Se estima que a partir de las medidas de incentivo al turismo interno y con la reanudación del transporte aéreo comenzará a dinamizarse el consumo de servicios.

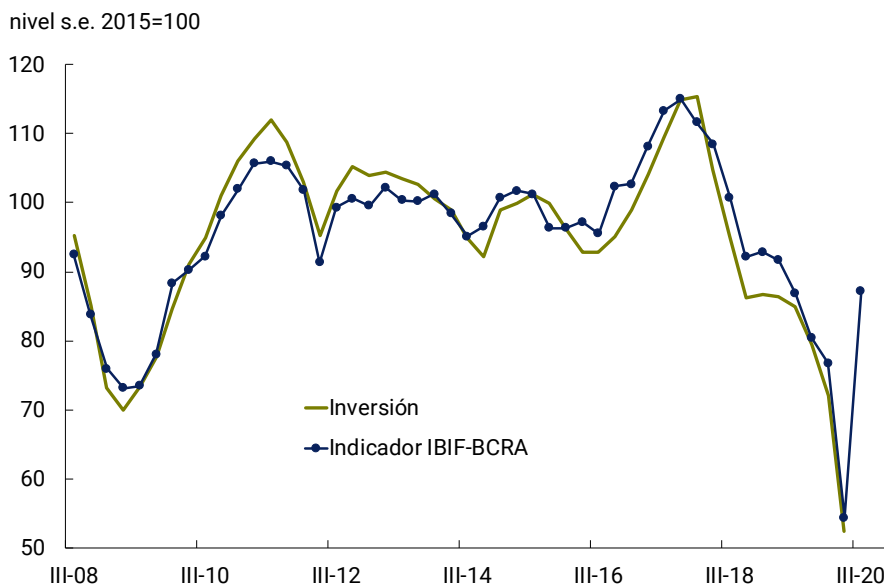
Gráfico 3.2 | Consumo real por rubros



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

La inversión se recuperó con mayor fuerza que el consumo privado en el tercer trimestre de 2020. El indicador IBIF-BCRA, que aproxima la evolución de la inversión de las Cuentas Nacionales, subió 61,3% trimestral s.e., luego de desplomarse 29,5% s.e. durante el trimestre anterior, superando los niveles registrados en el primer trimestre del año. La recuperación se explicó por el fuerte aumento de sus dos componentes: la construcción y el equipamiento durable de producción (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Indicador de Inversión BCRA



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y FIEL.

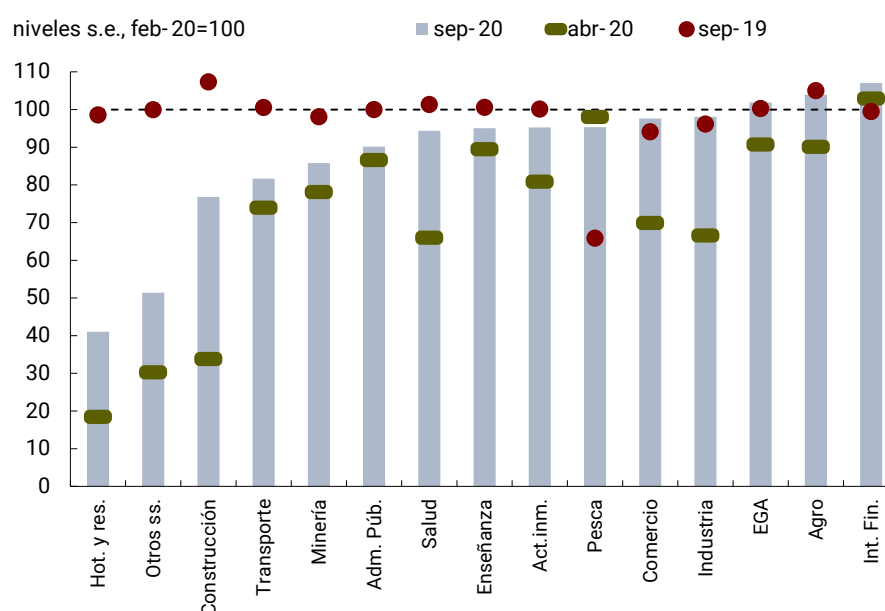
En el tercer trimestre, la actividad de la construcción acumuló una suba de 42,5% s.e. en relación con el trimestre anterior, según el EMAE del sector. Del mismo modo, durante el tercer trimestre se reactivó la producción nacional de bienes de capital y crecieron fuertemente las cantidades importadas de bienes de capital¹⁷.

La recuperación de la demanda interna se reflejó en las cuentas externas en el tercer trimestre de 2020. El sector externo tendría una contribución negativa en la variación trimestral del producto. Entre julio y septiembre, el volumen de importaciones de bienes se incrementó fuertemente en relación con el trimestre anterior (11% promedio s.e.) en tanto que las cantidades exportadas ajustadas por factores estacionales se mantuvieron estables (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.1.2. Diversos sectores productivos se encuentran próximos a sus niveles de precrisis

En el tercer trimestre del año continuó la recuperación en el nivel de actividad de los sectores productivos, luego de la contracción sin precedentes generada por la pandemia entre marzo y abril. La mejora de la economía que comenzó en mayo siguió siendo heterogénea a nivel regional y sectorial con velocidades que dependieron principalmente del riesgo sanitario y de las autorizaciones al funcionamiento (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Actividad económica sectorial



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Analizando los componentes del EMAE ajustados por estacionalidad y disponibles hasta el mes de septiembre, diferentes conjuntos de sectores pueden identificarse según el nivel de actividad que alcanzaron en comparación con febrero de 2020, mes previo al inicio de la pandemia en el país.

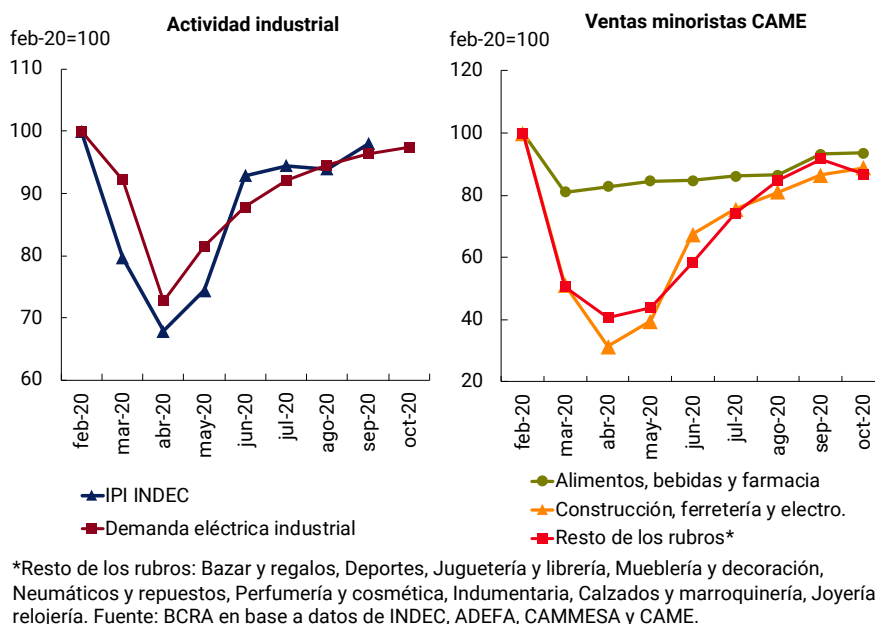
Un primer grupo está compuesto por aquellas actividades que en septiembre han superado el nivel registrado en febrero: el Agro, Electricidad, Gas y Agua (EGA) y la Intermediación Financiera. Los sectores Agropecuario y EGA, dado su carácter de esenciales, no fueron afectados en forma directa por las medidas de

¹⁷ La producción nacional de bienes de capital relevada por FIEL (desestacionalización propia) aumentó 172,6% trimestral s.e. mientras que las cantidades importadas de bienes de capital crecieron 10,5% trimestral s.e.

aislamiento social y, luego de una caída moderada en abril, comenzaron a recuperarse logrando superar en septiembre al nivel previo a la pandemia. La Intermediación Financiera aumentó durante la pandemia, a diferencia de lo que sucede habitualmente en las recesiones en nuestro país, impulsada por la política de estímulo al crédito adoptada por el BCRA y el Gobierno Nacional.

El segundo grupo contiene a los sectores que en septiembre se encontraban en niveles moderadamente inferiores a los registrados antes de la pandemia (entre 1,9% y 9,8%): Industria, Comercio, Pesca, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, Enseñanza, Salud y Administración Pública. La mayoría de estas actividades sufrieron severas contracciones durante el período de aislamiento estricto y desde entonces se han recuperado aceleradamente. Esta evolución fue explicada por la flexibilización de las restricciones a la oferta, la mejora en la demanda externa en algunos rubros industriales y por las medidas adoptadas por el Gobierno y el BCRA para sostener la demanda interna. Distintos indicadores de Industria y Comercio señalan la continuidad de su recuperación durante octubre impulsados principalmente por la producción y comercialización de bienes durables, como por ejemplo materiales para la construcción y electrodomésticos (ver Gráfico 3.5). La evolución de los sectores de Enseñanza y Administración pública ha sido diferente al resto, ya que evidenciaron caídas más acotadas durante el período de aislamiento estricto, y su recuperación ha sido muy lenta entre mayo y septiembre. El ritmo de mejora de estos dos sectores dependerá en forma directa de la velocidad en la normalización de sus actividades. Por último, la Pesca, cuyo producto mensual es muy volátil dependiendo principalmente de la cantidad de capturas, no ha sido afectada en forma directa por las restricciones a la movilidad, registrando una caída entre junio y julio de la cual se recuperó en gran medida entre agosto y septiembre.

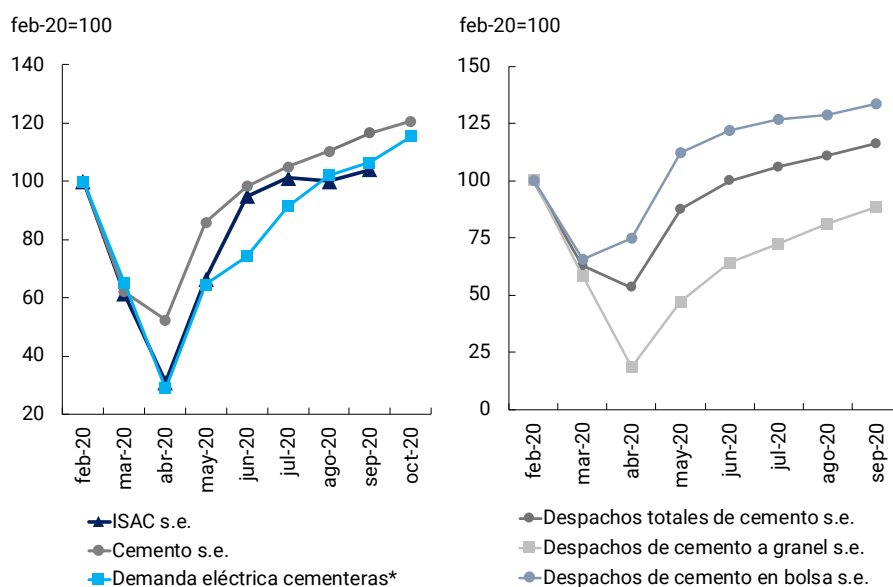
Gráfico 3.5 | Indicadores de actividad industrial y de comercio



El tercer grupo se compone de los sectores que en septiembre se encontraban todavía lejos de los registros previos a la pandemia (entre 14,2 y 23,2% debajo de los niveles de febrero): Explotación de minas y canteras (Minería), Transporte y Construcción. La evolución de estas actividades ha sido, sin embargo, heterogénea desde que comenzó la crisis evidenciándose hasta septiembre recuperaciones muy acotadas en Minería y Transporte mientras que el sector de la Construcción mejoró a gran velocidad desde mayo. La Minería se perjudicó por la menor demanda de petróleo y gas durante la pandemia, lo que constituyó un factor adverso que

se sumó a la tendencia negativa en la producción de gas no convencional observada desde agosto de 2019. Se espera que la demanda acompañe la reactivación de la economía mientras los programas de impulso al sector, como el Plan Gas IV, impulsen la oferta de hidrocarburos. El Transporte, por su parte, registró una fuerte contracción en el período de aislamiento estricto y hasta septiembre ha evidenciado un crecimiento muy acotado, que se habría acelerado desde octubre. Esta mejora prevista se debe a la flexibilización de las restricciones a la circulación de personas y de los nuevos permisos a operar para aerolíneas y empresas de transporte terrestre de media y larga distancia. En ese sentido, la autorización del turismo interno prevista para el próximo verano le daría un impulso significativo al sector. Por último, la Construcción ha sido una de las actividades más perjudicadas por las medidas de aislamiento estricto, cayendo 66% s.e. entre marzo y abril, pero tuvo una importante recuperación desde mayo. La mejora del sector se basó en un fuerte incremento de las pequeñas obras privadas que implicó ventas minoristas récord de materiales para la construcción. La recuperación en los despachos de cemento a granel, asfalto y hormigón armado ha sido más débil, lo que constituye una prueba de la falta de dinamismo de la obra pública y de las construcciones privadas de gran escala que, en gran parte del país, aún no se encontraban autorizadas en septiembre. Distintos indicadores adelantados señalan que la tendencia positiva de la Construcción continuó en octubre (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Evolución de la actividad de la construcción



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

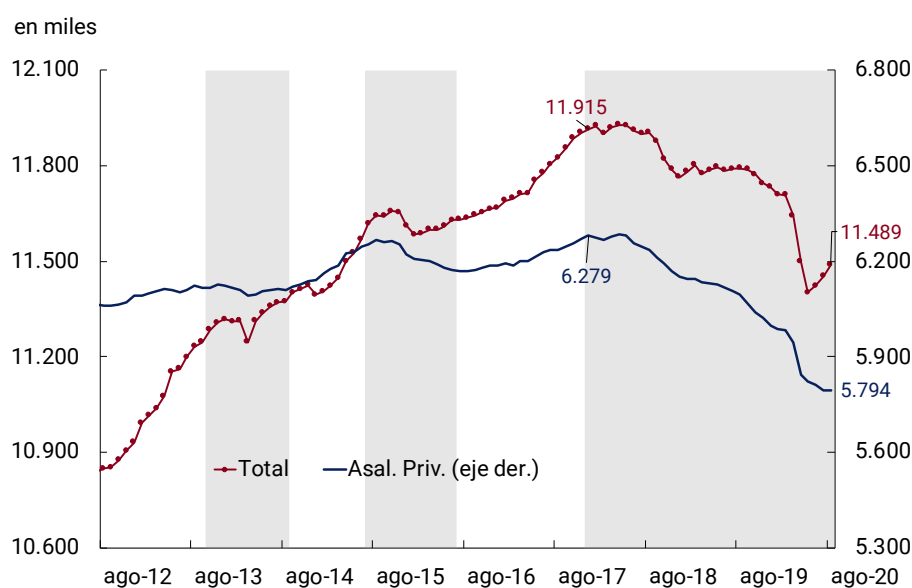
El último grupo se conforma por Hoteles y Restaurantes y Otros servicios, dos sectores que registraron en septiembre los niveles más bajos en comparación con el resto de la economía (59% y 48,6% inferiores a febrero respectivamente). Estas actividades han sido las más perjudicadas por la pandemia y las autorizaciones a su funcionamiento han sido más lentas que en el resto de la economía debido al riesgo sanitario que implican. El nivel de actividad en restaurantes se ha recuperado en mayor proporción que en hoteles y que en otros servicios como por ejemplo cines, teatros, actividades culturales y deportivas, que hasta septiembre no se encontraban autorizados a funcionar. Al igual que en el caso del Transporte, la flexibilización de las restricciones al turismo dentro del país impulsaría la actividad de estos sectores durante la temporada de verano.

3.1.3. El empleo independiente se recupera

La pandemia y las medidas sanitarias implementadas para mitigarla han tenido, a nivel mundial, efectos sin precedentes sobre los mercados de trabajo. América Latina ha sufrido el mayor impacto debido a las particularidades de sus mercados laborales y las dificultades de controlar la propagación del COVID-19 (Ver Recuadro. Mercados de trabajo y COVID-19. Perspectiva internacional).

En el caso de Argentina, la crisis provocada por la pandemia profundizó la dinámica negativa del empleo que se había iniciado a principios de 2018 y que encontró un piso en mayo de 2020 (Ver Gráfico 3.7). Desde mayo pasado, de acuerdo con los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), el empleo registrado total viene mostrando una incipiente recuperación (+0,7% s.e. acumulado desde el mínimo en mayo).

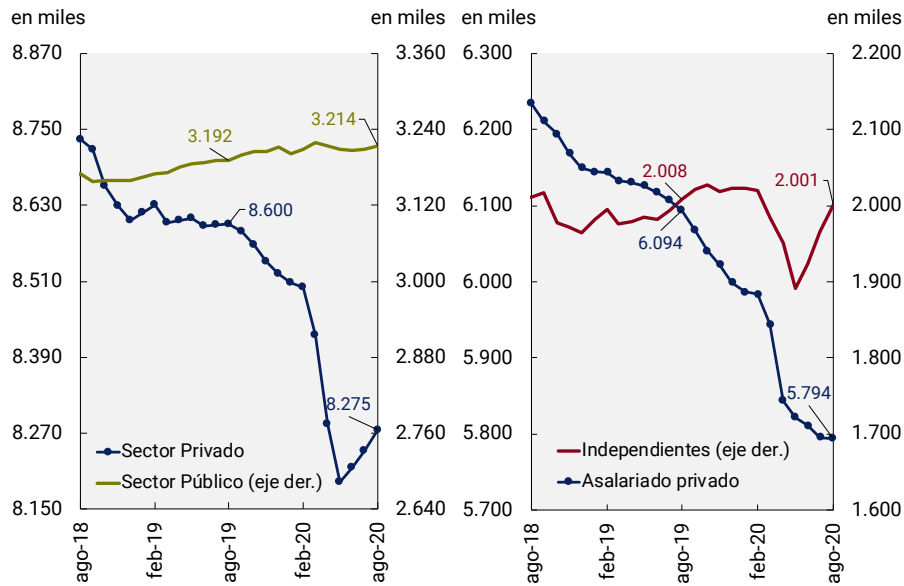
Gráfico 3.7 | Empleo total y asalariado privado



Fuente: MTEySS.

Esta recuperación estuvo motorizada por el incremento de las personas registradas con trabajo independiente (autónomos y monotributistas) ya que el empleo asalariado privado, a pesar de haber ralentizado su caída, aún no encontró su piso y el empleo público mostró una progresiva recuperación desde junio, punto mínimo desde el inicio de la pandemia (Ver Gráfico 3.8).

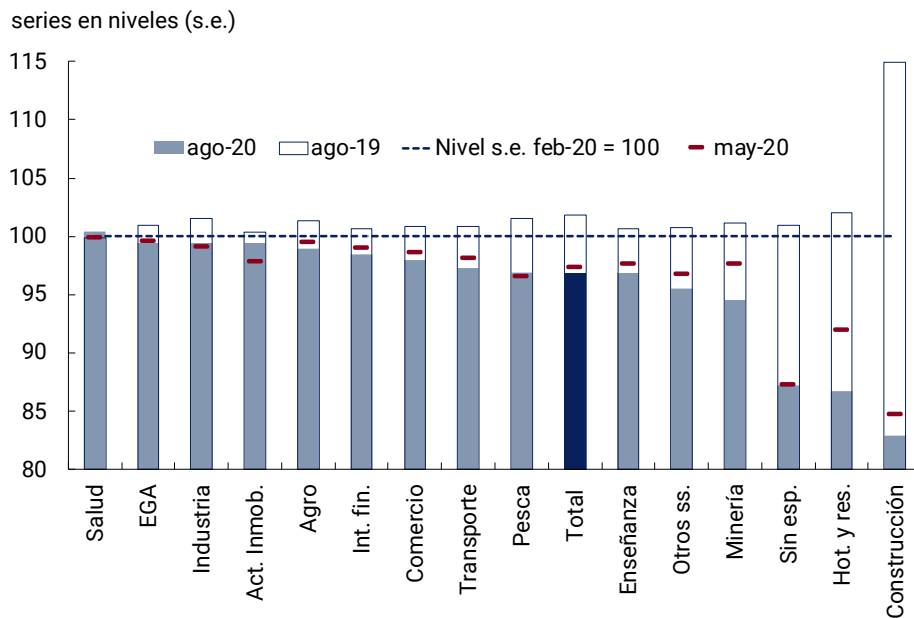
Gráfico 3.8 | Empleo asalariado privado y total



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Entre mayo y agosto el empleo asalariado formal se recuperó en algunos sectores. En Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (+1,6% s.e.), Servicios sociales y de salud (+0,5% s.e.), Industria (+0,3% s.e.) y Pesca (+0,3% s.e.) mostraron una relativa mejora desde mayo y amortiguaron en parte la continuidad de las caídas de Hoteles y restaurantes (-5,7% s.e.), Explotación de Minas y canteras (-3,2% s.e.), Construcción (-2,2% s.e.) y Servicios comunitarios, sociales y personales (-1,3% s.e.; ver Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9 | Personal asalariado registrado del sector privado, por rama de actividad



Fuente: MTEySS.

Durante el tercer trimestre, el Gobierno Nacional mantuvo las políticas laborales destinadas a aquellas empresas aún afectadas por la crisis desatada por la pandemia. La continuidad del régimen de suspensiones laborales y los Programas de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP) permitieron que muchas empresas pudieran mantenerse operativas a pesar de la fuerte baja de la actividad. La política de suspensiones y contratos salariales acordados individual o colectivamente a nivel de empresa permitió una mejor adaptación de las unidades productivas frente a la coyuntura. Las suspensiones pasaron del 13% en abril (785 mil personas) a 10% en julio (592 mil). Asimismo, la prohibición de despidos y el programa ATP, que alcanzó a 338 mil empresas y alrededor del 60% del total de empresas empleadoras, también contribuyeron a contener la destrucción de puestos entre los/as asalariados/as formales.

Este conjunto de políticas laborales junto con la paulatina mejora de la actividad se reflejó en los resultados de la Encuesta de Indicadores Laborales. La publicación con datos a septiembre mostró una progresiva disminución en las expectativas de reducción de dotación de personal y un aumento de las perspectivas de contratación, aunque las expectativas netas todavía se encontraban en terreno negativo.

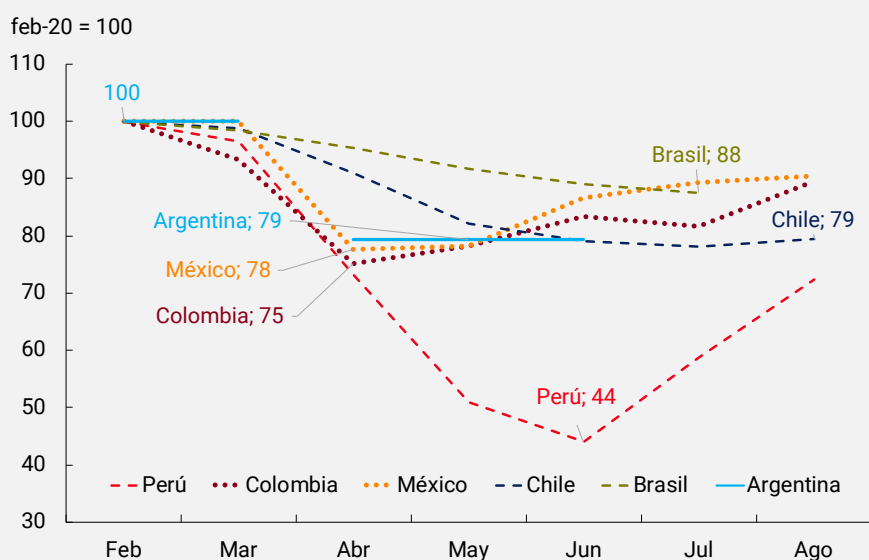
Recuadro. Mercados de trabajo y COVID-19. Perspectiva internacional

Diversos estudios¹⁸ demostraron que Latinoamérica y el Caribe es la región que mayor impacto ha sufrido en materia laboral a nivel global por la crisis económica derivada de la pandemia del COVID-19. El shock sobre sus mercados laborales en el segundo trimestre de 2020 ha sido inédito tanto por su magnitud como por sus características (Ver Apartado 3 / Mercado de trabajo en pandemia). El tercer trimestre muestra el inicio de la recuperación de los puestos de trabajo perdidos. Sin embargo, la región enfrenta grandes desafíos en materia laboral.

El shock ha sido inédito por su magnitud. Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), las y los trabajadores de la región son las y los más afectados a escala global. En los primeros tres trimestres del año 2020, comparados con el último trimestre de 2019, la caída de las horas trabajadas en la región es de 20,9% s.e., la mayor observada a nivel global, casi duplicando el valor promedio mundial (-11,7% s.e.). Para igual período, los ingresos derivados del trabajo se derrumbaron un 19,3% s.e., por encima del 10,7% s.e. de contracción promedio global. En este marco la tasa de empleo regional ha caído a su menor nivel histórico, con dinámicas regionales dispares (ver Gráfico 3.10).

¹⁸ "Labour Overview in times of COVID-19: Impacts on the labour market and income in Latin America and the Caribbean". Organización Internacional del Trabajo - Septiembre 2020; "Technical Note on Labour Overview in times of COVID-19". Organización Internacional del Trabajo - 2020 "Country Technical Note on Labour Overview in times of COVID-19" para los países de Argentina, Costa Rica, Chile, México, Colombia, Uruguay, Perú y Paraguay. Organización Internacional del Trabajo - 2020 y "Employment Situation in Latin America and the Caribbean". Comisión Económica para América Latina y el Caribe y Organización Internacional del Trabajo Octubre 2020.

Gráfico 3.10 | Población ocupada en 2020



Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

El shock ha sido inédito también por sus características. Dado el sesgo sectorial en la caída de la actividad, la misma ha impactado principalmente sobre trabajadores informales, exacerbando los niveles de pobreza y desigualdad preexistentes. A modo de ejemplo, en marzo y abril México sufrió una caída de 2 millones de empleos formales y de 10,4 millones de puestos informales (ILO, 2020). En Brasil, el 63% de la pérdida de empleos se verificó en el sector asalariado informal, el sector doméstico informal y los/as trabajadores/as por cuenta propia informales. En este contexto, se estima que en 2020 el nivel de pobreza de la región será equivalente al del año 2006, retrocediendo a valores de hace casi 15 años (CEPAL, 2020a).

Latinoamérica y el Caribe tienen grandes desafíos en materia laboral. La pandemia ha llegado luego de años con pobre desempeño económico y conflictos sociales crecientes. Transcurrido el shock inicial, se ha tocado el piso de la crisis y se observa la vuelta de parte de los/as trabajadores/as a los puestos de trabajo. Sin embargo, la recuperación de los niveles prepandemia será un proceso que podría tomar más de una década, amplificando las tensiones sociales (CEPAL, 2020b). La crisis ha golpeado desproporcionadamente a los/las trabajadores/as informales y el desafío es aumentar su protección sin poner en riesgo sus empleos, favoreciendo la paz social. En este marco, la situación se presenta como una oportunidad para repensar las instituciones laborales y de la seguridad social de la región (BM, 2020).

Referencias

Semiannual Report of the Latin America and the Caribbean Region. Octubre, Banco Mundial - 2020.

Labour Overview in times of COVID-19: Impacts on the labour market and income in Latin America and the Caribbean. Septiembre, Organización Internacional del Trabajo- 2020.

Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2020: principales condicionantes de las políticas fiscal y monetaria en la era pospandemia de COVID-19. CEPAL - Octubre 2020a.

CEPAL (2020b): Sectores y empresas frente al COVID-19: emergencia y reactivación. CEPAL – Julio, 2020b.

3.2. Perspectivas

La actividad económica continúa transitando la segunda fase dentro de la crisis del COVID-19, en la que nuevas aperturas en el AMBA se incorporaron a las flexibilizaciones alcanzadas en el resto del país. En este contexto, comienza a evidenciarse cierta normalización del nivel de actividad en algunas regiones y sectores como consecuencia de la progresiva habilitación de los diversos segmentos productivos. La persistencia de la mejora epidemiológica observada desde fines de octubre permitiría avanzar en la habilitación de más actividades.

En ese marco, el Gobierno Nacional y el BCRA sostuvieron las medidas de emergencia, focalizadas en los sectores más vulnerables de la sociedad y en las pequeñas y medianas empresas (ver Capítulo 7. Política Monetaria), a fin de fortalecer la recuperación económica. En el mismo sentido contribuirán las recientes medidas implementadas por el Gobierno Nacional orientadas a sectores productivos estratégicos para promover el desarrollo y el cambio estructural, en pos de una recuperación económica basada en mayor innovación y dinamismo productivo¹⁹.

El contexto internacional continúa evidenciando una elevada incertidumbre asociada a una segunda ola de contagios, aunque con restricciones menos severas en relación con los cierres impuestos entre marzo y abril²⁰. En ese marco, el FMI mejoró las perspectivas de recuperación de determinados países entre los que se encuentran nuestros principales socios comerciales. La reducción de la tasa de interés internacional a niveles mínimos en conjunto con el nuevo esquema de manejo de la política monetaria anunciado por la Fed., resultó en una depreciación del dólar que impulsó la recuperación del precio de las materias primas. Asimismo, recientes anuncios sobre la efectividad de las vacunas en el marco de las elecciones presidenciales en Estados Unidos mejoraron las expectativas de los mercados bursátiles que se recuperaron a nivel mundial. Esta mejora del contexto internacional implicaría para la economía argentina un incremento de la demanda externa y de los precios de nuestros principales productos exportables (ver Capítulo 2. Contexto Internacional y Capítulo 4. Sector Externo).

La velocidad de convergencia de la economía hacia nueva normalidad continuará dependiendo en los próximos meses principalmente de la evolución de la pandemia en el país. La baja de los contagios observada a fines del mes de octubre amplió las habilitaciones al sector turismo y transporte, dando un nuevo impulso al consumo y a la actividad en los próximos meses. Por su parte, la pronta disponibilidad y acceso a los desarrollos recientes de vacunas frente al COVID-19 proporcionará mayor certidumbre y confianza.

No obstante, los riesgos asociados a eventuales daños en el entramado productivo, un impacto económico mayor al esperado debido a los rebrotes en diversas economías como Estados Unidos y Europa, y las potenciales demoras en permitir un amplio acceso a la vacuna, podrían ralentizar el proceso de recuperación.

La incertidumbre asociada a una coyuntura de escasez de divisas también podría tener efectos indeseados para la economía. En este sentido el BCRA en coordinación con el Ministerio de Economía continuará implementando medidas tendientes a evitar desequilibrios temporales que puedan impactar negativamente en la

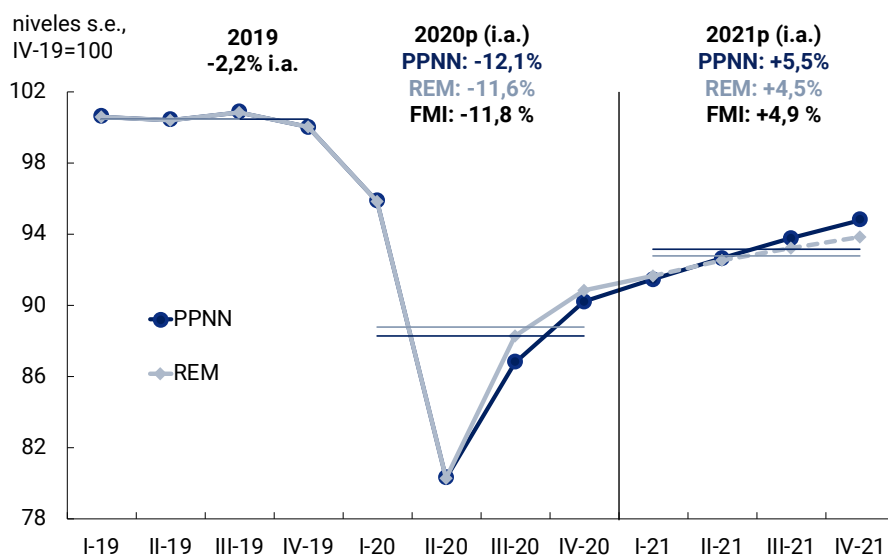
19 La Ley 27506 de "Régimen de Promoción de la Economía del Conocimiento" modificada por la Ley 27570, promueve incentivos fiscales hasta el 2029 para empresas y emprendedores de la industria del software, servicios informáticos y digitales, producción y postproducción audiovisual, biotecnología, nanotecnología, industria aeroespacial y satelital, ingeniería e industria 4.0, entre otros. El Ministerio de Producción implementó un paquete de medidas orientadas a la reactivación productiva y al desarrollo industrial orientado a la transformación digital y cambio estructural: <https://www.argentina.gob.ar/produccion>.

20 Diversos factores como la mayor intensidad de testeo, menor edad promedio de los contagiados, mayor conocimiento sobre la enfermedad llevaron a que el ratio de fallecimientos sobre casos sea por el momento menor en comparación a la primera ola.

actividad productiva, a la vez que focalizará sus esfuerzos hacia el desarrollo de instrumentos de inversión que permitan direccionar el ahorro interno al financiamiento de la producción.

En este contexto, los analistas que participan del REM recortaron en 0,2 p.p. sus pronósticos de caída para 2020 anticipando una contracción de 11,6%. Según la mediana del REM del mes de octubre, el PIB registraría un rebote de 10,5% y 2,9% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Para 2021, los analistas del REM prevén una recuperación del PIB de 4,5% anual que está en línea con los supuestos macro del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021 y con las proyecciones del FMI (ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 | Actividad económica proyectada 2020-2021



Nota: La línea punteada corresponde a datos trimestrales implícitos en el REM.

Fuente: BCRA en base a datos de FMI, Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021 y REM.

Apartado 2 / Evolución de la pandemia y recuperación económica

Entre fines de agosto y mediados de octubre, los nuevos casos de COVID-19 se redujeron en el AMBA²¹ y se incrementaron en el resto del país, en sentido opuesto a lo ocurrido en el segundo trimestre. La reducción de contagios en el AMBA permitió nuevas aperturas de actividades, mientras la mayor propagación del virus en gran parte de las provincias del interior dio lugar a nuevas medidas diferenciadas, focalizadas y transitorias de reducción de la movilidad.

A mediados de octubre la situación epidemiológica del resto del país mejoró considerablemente dando lugar a un marcado descenso de casos totales a nivel país. En ese contexto, el Gobierno Nacional redujo el aislamiento social preventivo y obligatorio (ASPO) a departamentos de sólo 10 provincias y dispuso el distanciamiento social preventivo y obligatorio (DISPO) para el resto de las jurisdicciones, incluyendo la región del AMBA²².

La tendencia positiva de recuperación de la movilidad de las personas a los lugares de trabajo a nivel país se frenó entre agosto y mediados de octubre. La suba de la movilidad del AMBA²³ impulsada por la baja de los casos, fue compensada por la reducción en el resto del país ante el aumento de sus casos (ver Gráfico 1). Desde octubre, la baja de los nuevos casos a nivel país, permitió que la movilidad agregada recobrara dinamismo. Esta tendencia que continuó en el mes de noviembre dio lugar a nuevas aperturas de actividades²⁴ (ver Gráfico 2).

Gráfico 1 | Nuevos casos diarios COVID-19 cada 100 mil habitantes (Media móvil centrada 15 días)

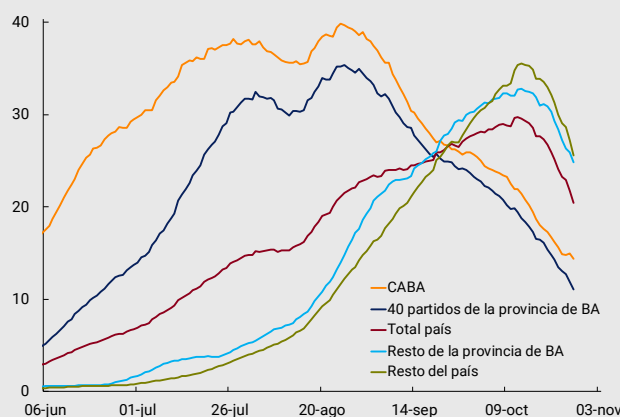
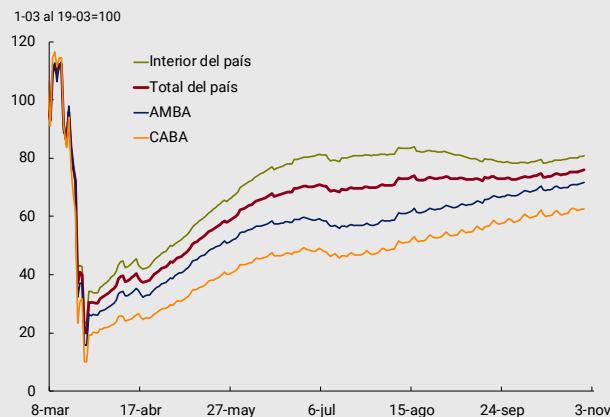


Gráfico 2 | Movilidad hacia lugares de trabajo (Media móvil últimos 7 días)



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Salud de la Nación (preliminares) y Google Mobility Report.

21 Área Metropolitana de Buenos Aires: Región compuesta por la Ciudad de Buenos Aires (CABA) y 40 partidos de la Provincia de Buenos Aires.

22 Mediante DECNU 875/20 se prorrogó hasta el día 29 de noviembre de 2020 inclusive la vigencia del Decreto N° 297/20 que establece el "Aislamiento y Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio", sucesivamente 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, 641/20, 677/20, 714/20, 754/20 y 792/20 y 814/20.

23 La Ciudad de Buenos Aires habilitó en el mes de agosto la construcción de manera parcial y la gastronomía al aire libre, y entre septiembre y octubre incorporó la atención médica de rutina, amplió la construcción a su totalidad, incorporó el servicio doméstico, los centros comerciales, eventos culturales al aire libre y el retorno escalonado a la educación presencial, entre otros rubros.

La provincia de Buenos Aires habilitó a partir del 20 de septiembre la construcción para obras pequeñas, ampliando a partir del día 16 de octubre a obras iniciadas como viviendas multifamiliares y obras en parques industriales, además incorporó al personal doméstico, bares, restaurantes y gimnasios, centros comerciales, nuevos deportes al aire libre, salas de ensayos talleres en centros culturales y educación presencial en determinados partidos, dependiendo de la fase en la que se encuentren.

24 El Gobierno de la Provincia de Buenos Aires dispuso nuevas aperturas en noviembre como restaurantes al interior y gimnasios con aforo y la ampliación de la construcción a nuevas obras. La Ciudad de Buenos Aires por su parte incorporó a partir de noviembre los centros deportivos públicos y privados, registros civiles, y la ampliación de la presencialidad escolar a todos los niveles, además de habilitar el transporte turístico.

La movilidad en la CABA y en la Provincia de Buenos Aires asociada a otros conceptos como supermercados y farmacias, parques, tiendas y ocio (restaurantes, cafeterías, centros comerciales, parques temáticos, museos, bibliotecas y cines), y estaciones de transporte, también mostraron un mayor dinamismo en octubre y principios de noviembre (ver Gráficos 3 y 4). Sin embargo, varias de estas actividades continúan rezagadas al contener rubros aún no habilitados por representar un mayor riesgo sanitario²⁵. El incremento de la movilidad relativa a esparcimiento al aire libre en parques, habilitado por el Gobierno Nacional el 31 de agosto²⁶, tomó impulso por la mejora del consumo en comercios, bares y restaurantes dando un nuevo estímulo a la economía.

Gráfico 3 | Movilidad CABA
(promedio móvil últimos 7 días)

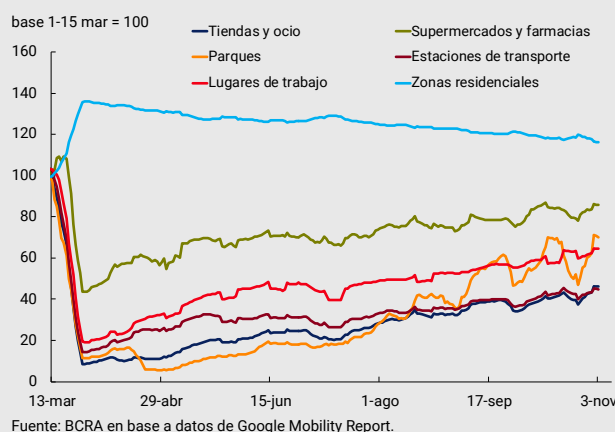
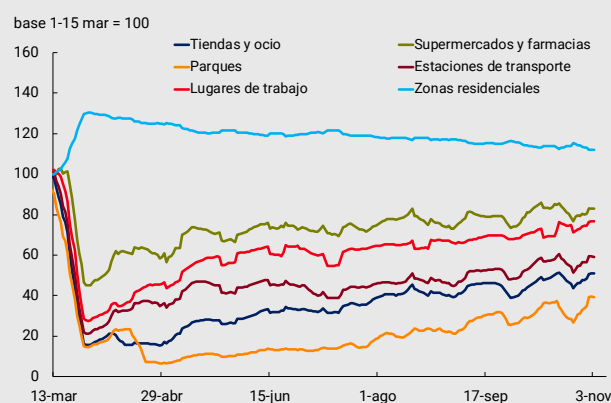


Gráfico 4 | Movilidad Provincia de Buenos Aires
(promedio móvil últimos 7 días)



Entre agosto y principios de octubre, el resto del país evidenció un incremento acelerado del número de casos a partir del aumento de la circulación y de la habilitación prácticamente total de actividades (ver Gráfico 1). En ese marco, las provincias de La Pampa, San Juan, San Luis, Catamarca, Santa Fe, La Rioja y Salta retrocedieron a una fase de aislamiento estricto²⁷ en forma transitoria y focalizada, mientras que Mendoza, Córdoba y Corrientes optaron por restricciones menos severas. Ante el avance de la pandemia, las autoridades locales dispusieron estrategias diferenciadas. Santa Fe, Tucumán y Mendoza optaron por mantener las actividades autorizadas previamente, a fin de preservar los niveles de actividad alcanzados y evitar cierres estrictos ante cumplimientos que podrían no ser efectivos. Para ello, implementaron medidas de restricción a la movilidad en determinados horarios, limitaciones de salidas por número de DNI, y la adopción de turnos y nuevos horarios para la realización de actividades. En algunos casos, estas decisiones fueron descentralizadas, autorizando que las intendencias pudieran solicitar excepciones al ASPO de acuerdo con la evolución epidemiológica de cada localidad. En contraposición, Jujuy, Chaco y Neuquén implementaron restricciones más severas de reducción de la movilidad.

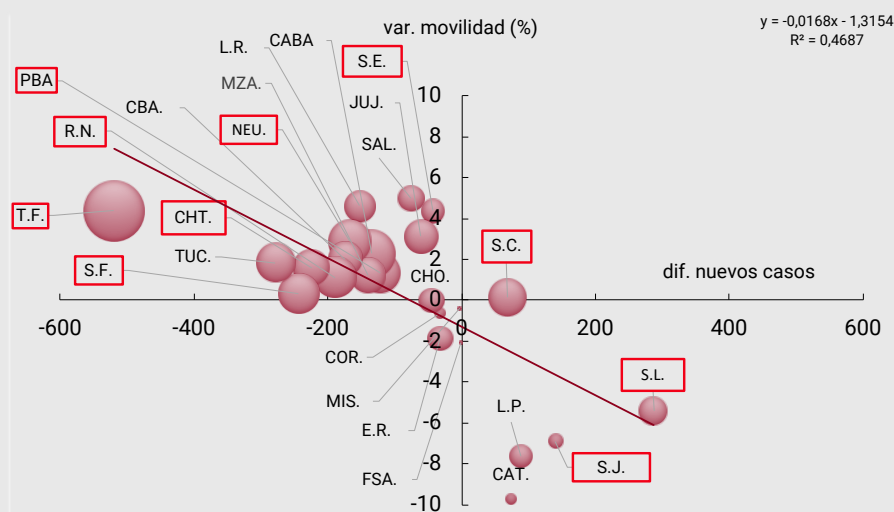
25 Por ejemplo, aún no fueron habilitados a nivel país los espectáculos deportivos y cines.

26 Mediante 714/20 el Gobierno Nacional autorizó las reuniones sociales de hasta 10 personas en espacios públicos o de acceso público al aire libre, siempre que se dé estricto cumplimiento a los protocolos de actividades y a las recomendaciones e instrucciones de las autoridades sanitarias provinciales, de la CABA y nacional y que no se utilice el servicio público de pasajeros de colectivos, trenes o subtes.

27 Para mayor detalle ver Fases de Administración del Aislamiento: <https://www.argentina.gob.ar/coronavirus/aislamiento/fases>.

A fines del mes de octubre los nuevos casos COVID-19 en el interior del país descendieron de manera significativa, bajando en 19 de las 24 provincias. Analizando la información cruzada entre aumento de casos de Covid-19 y porcentaje de incremento de la movilidad de las personas hacia los lugares de trabajo durante la quincena del 20 de octubre al 3 de noviembre en relación con su inmediata anterior se observa que, en 16 de las 24 jurisdicciones (67%) se incrementó la movilidad hacia lugares de trabajo, y sólo en 1 de ellas se evidenció un incremento de casos. Entre las jurisdicciones que disminuyeron su movilidad y presentaron un aumento de contagios se encuentran San Juan, San Luis, La Pampa y Catamarca, mientras que Corrientes, Entre Ríos, Misiones y Formosa redujeron parcialmente la movilidad pese a haber disminuido la cantidad de nuevos casos positivos.

Gráfico 5 | Nuevos casos diarios de COVID-19 cada 100 mil habitantes vs. Variación de la movilidad hacia los lugares de trabajo
Comparativo 20-oct al 3-nov vs. 5 al 19-oct



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Salud de la Nación (preliminares) y Google Mobility Report.

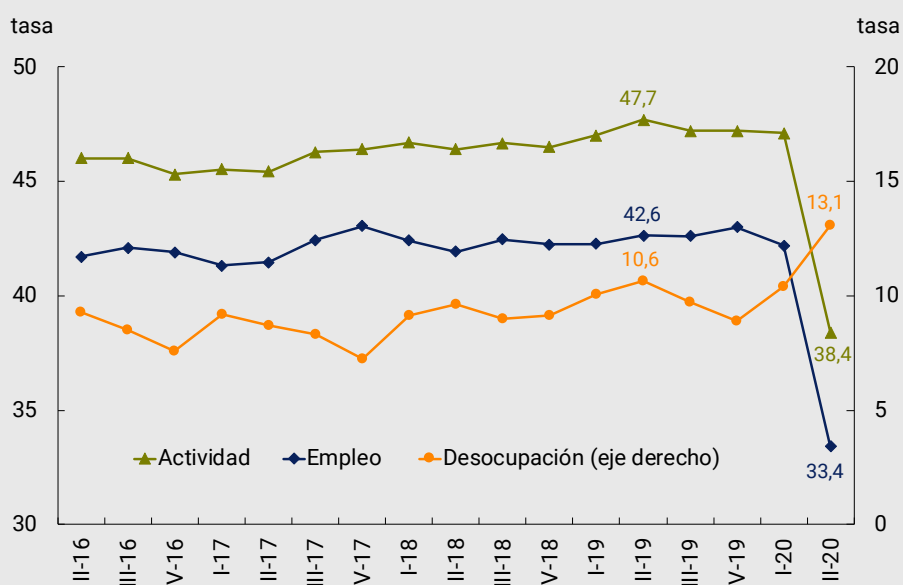
El proceso de recuperación de la actividad económica dependerá en gran medida de la evolución de la pandemia en el país. En este sentido, la mejora observada en la situación epidemiológica a fines de octubre en todas las regiones permitió ampliar la habilitación de sectores como el turismo interno y el transporte, otorgando un nuevo impulso al consumo y a la actividad en los próximos meses. Asimismo, la pronta disponibilidad y acceso amplio a una vacuna disminuiría el riesgo de rebrotes y por lo tanto evitaría nuevas y eventuales restricciones a la movilidad que pudieran retrasar el proceso de recuperación económica.

Apartado 3 / Mercado de trabajo en pandemia

Los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre el mercado laboral han variado en distintos países de acuerdo con tres factores: las características intrínsecas del mercado de trabajo, su marco regulatorio y las medidas que han tomado los gobiernos para mitigar tanto el impacto sanitario como el económico (Ver Recuadro Mercados de trabajo y COVID-19. Perspectiva Internacional). En el caso de Argentina, la publicación de los datos relevados durante el segundo trimestre de 2020 por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) permite analizar alguno de los efectos que tuvo la crisis del COVID-19 sobre la estructura económica y social de los hogares.

El primer punto para destacar es la inédita caída en los niveles de ocupación que se registró durante el segundo trimestre de 2020. Extrapolando²⁸ los resultados de los aglomerados urbanos relevados por la EPH al total de la población argentina se estima que se perdieron aproximadamente 3,4 millones de puestos de trabajo respecto al nivel de un año atrás (-22% i.a.).

Gráfico 1 | Principales tasas del mercado laboral



Fuente: INDEC.

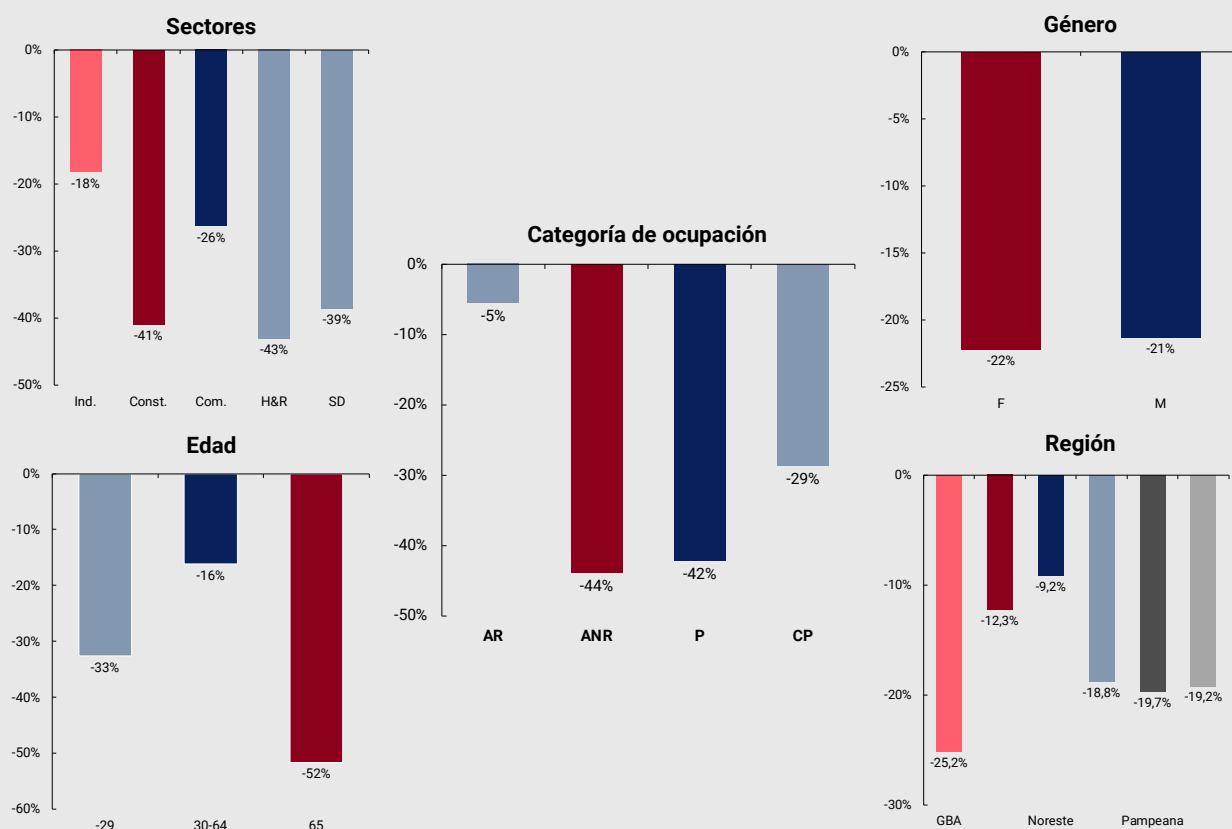
El segundo efecto relevante es el moderado aumento del desempleo (+2,5 p.p. i.a.) que se ubicó en 13,1% a pesar de la fuerte contracción de la ocupación (Ver Gráfico 1). Esto se debe a que la mayor parte de las personas que dejaron de trabajar no buscaron activamente un nuevo empleo. Es decir, se dio un fuerte traslado desde la población ocupada hacia la inactividad. Las restricciones del ASPO y las medidas orientadas al sostenimiento de los ingresos de los hogares (Ingreso Familiar de Emergencia - IFE) jugaron un rol importante. Por un lado, el ASPO desalentó la búsqueda activa de trabajo y por el otro el IFE redujo las necesidades económicas al compensar parcialmente los ingresos perdidos.

²⁸ El criterio elegido fue utilizar las tasas de los aglomerados menores de 500 mil habitantes para la extrapolación de la población no relevada por la EPH, considerando que las características de dicha población guardan mayor relación con los aglomerados de menos de 500 mil habitantes que con los del total de la muestra de la EPH.

A diferencia de lo observado en las últimas recesiones desde 2008, el empleo informal²⁹ e independiente³⁰ no actuaron como amortiguadores. La pandemia afectó principalmente a estos grupos: en términos interanuales las personas asalariadas informales cayeron 44%, las y los patrones 42% y las personas cuentapropistas 29%, mientras que la contracción entre los/as asalariados/as formales, contenida por el programa Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP) y la prohibición de despidos³¹, fue del 5% (Ver Gráfico 2).

Las ramas de actividad más afectadas fueron Hoteles y restaurantes (-43% i.a.), Construcción (-41% i.a.) y Servicio doméstico (-39% i.a.), a las cuales el ASPO afectó directamente. Por el contrario, la Administración pública, defensa y seguridad social (+3% i.a.), la Actividad primaria (-4% i.a.) y los Servicios sociales y de salud (-7% i.a.) fueron los sectores menos afectados por considerarse esenciales.

Gráfico 2 | Impacto relativo en ocupación según categorías



Nota: F: Femenino, M: Masculino, AR: personas asalariadas registradas, ANR: personas asalariadas no registradas, P: patrón/a y CP: cuentapropista.
Fuente: INDEC.

En términos etarios, el grupo con mayor caída en la ocupación fue el de las personas mayores de 64 años (-52% i.a.) que forman parte de la población "de riesgo". El grupo que va desde los 30 a los 64 años se contrajo 16% i.a. pero al representar la mayor parte de la fuerza laboral explicó 53% del total de la caída interanual. Desde una perspectiva binaria de género, la pandemia afectó casi proporcionalmente tanto a mujeres como a hombres en relación con las pérdidas de empleo. Para las mujeres la variación interanual del empleo se

29 Personas asalariadas a las cuáles no se les hacen los aportes previsionales.

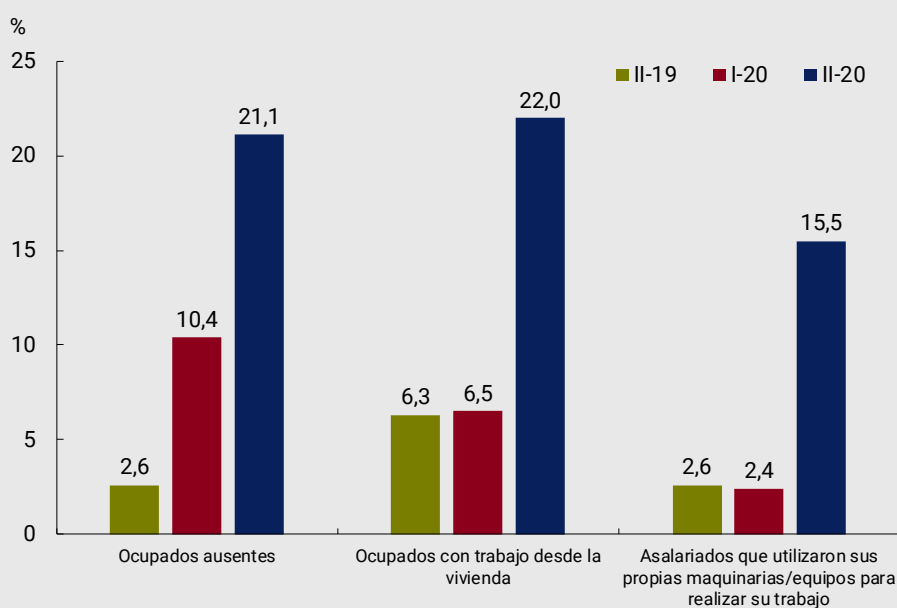
30 Patrones/as y cuentapropistas.

31 Decreto 329/2020.

situó en -21,5%, mientras que la caída para los hombres fue marginalmente menor (-20,5%). Finalmente, a nivel regional el GBA, por ser el epicentro de la pandemia, fue la región con mayor caída del empleo (-25,2% i.a.) seguida por la región Pampeana (-19,7% i.a.), la Patagonia (-19,2% i.a.) y el NOA (-18,8% i.a.). Por el contrario, Cuyo (-12,3% i.a.) y el NEA (-9,2% i.a.) fueron las regiones menos afectadas (Ver Gráfico 2).

La pandemia también generó cambios en las modalidades laborales. En el segundo trimestre de 2019 el 6,3% de los ocupados realizaron sus tareas desde su vivienda mientras que un año después ese porcentaje fue del 22%. Los ocupados ausentes (suspendidos o con licencia) pasaron de ser el 2,6% en el segundo trimestre de 2019 a ser el 21,1% en 2020. Por último, en 2019 los asalariados que utilizaron equipos propios para realizar sus tareas fueron el 2,6% y en 2020 pasaron a ser el 15,5% (Ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Nuevas modalidades de trabajo



Fuente: INDEC.

A la caída de ingresos en los hogares generada por los menores puestos de trabajo se le sumó la contracción en la cantidad de horas trabajadas³² por aquellas personas que mantuvieron su trabajo. La variación interanual de los ingresos reales de las personas asalariadas informales fue de -7,4% mientras que la de aquellas independientes fue de -21,5%. Para el sector formal la caída real del -1,7% estuvo relacionada con las suspensiones que supusieron recortes de hasta 25%.

Esta caída en los ingresos de los hogares tuvo como correlato un fuerte incremento de la pobreza y la indigencia. Durante el primer semestre de 2020 el 40,9% de las personas se encontraron por debajo de la línea de pobreza mientras que el 10,5% no alcanzó la línea de indigencia. A su vez, el mayor impacto de la pandemia en el empleo informal e independiente generó un deterioro en la distribución del ingreso debido a que estas categorías laborales tienen mayor peso en los deciles de ingresos más bajos. Este escenario podría haber resultado aún más adverso de no haberse implementado medidas orientadas a la recomposición de ingresos

³² El promedio de horas trabajadas por ocupado pasó de ser 146 durante el segundo trimestre de 2019 a ser 108 para el mismo trimestre de 2020 (-25,8% var i.a.).

y al sostenimiento del empleo. Las políticas sociales, apuntadas a los sectores más vulnerables, que combinaron transferencias directas (IFE – Tarjeta Alimentar) y bonos (jubilados, beneficiarios de AUH), sirvieron para amortiguar la merma en los ingresos de estos grupos. A su vez, el programa ATP, los créditos con tasa subsidiada dirigidos a MiPymes y a Prestadores Servicios de Salud, los créditos a tasa 0% a personas mono-tributistas y autónomas y la prohibición de despidos permitieron atenuar el impacto dentro del empleo formal.

En línea con los indicadores de actividad adelantados que anticipan un incremento significativo de la actividad durante el tercer trimestre, se prevé una recuperación de los puestos de trabajo sobre todo de informales e independientes. Esta recuperación del empleo, junto con el impacto pleno del IFE, que durante ese período registró más de 12 millones de beneficiarios³³, traerá alivio a los ingresos de los hogares.

³³ Durante el segundo trimestre, debido a características metodológicas de la encuesta se llegó a captar de forma parcial el primer pago del IFE. Durante el tercer trimestre se captará el cobro remanente del primer pago, el cobro completo del segundo pago y parte del tercer pago.

4. Sector Externo

El Gobierno avanza en un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el cual, tras la exitosa renegociación de la deuda pública nacional y la adopción de planes de refinanciación de la deuda externa de las empresas, consolidará un escenario despejado en cuanto a las obligaciones externas de la economía para los próximos años.

Con un tipo de cambio real multilateral que se ubica en torno al promedio histórico, el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos continuó registrando un saldo superavitario en el tercer trimestre del año, tras alcanzar niveles históricamente elevados en el segundo trimestre, en parte, como consecuencia de la pandemia.

Sin embargo, a partir de abril de este año, el Banco Central debió atender la demanda financiera de divisas por parte de las firmas para cancelar pasivos externos, y de los hogares con el fin de adquirir moneda extranjera para atesoramiento vendiendo reservas en el mercado de cambios. Esta mayor demanda estuvo influenciada, entre otros factores, por los elevados niveles de endeudamiento externo de las empresas a comienzos de año, el incremento en el ahorro precautorio de los hogares en un contexto marcado por la incertidumbre de la pandemia y las restricciones que el aislamiento social y preventivo impuso al consumo de ciertos bienes y servicios, el diferencial existente entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de compra venta de títulos y el tipo de cambio oficial, y cierto relajamiento en las condiciones financieras que trajo aparejado el fomento al crédito para aliviar a empresas y hogares durante la pandemia.

En este contexto, a fines de mayo el BCRA ordenó inicialmente el pago de obligaciones externas y, a mediados de septiembre, en coordinación con otros organismos del Estado Nacional, tomó medidas para garantizar las divisas necesarias para la recuperación económica. Con ellas se buscó promover una asignación más eficiente de las divisas, evitar operaciones disruptivas de inversores no residentes sobre el mercado financiero local, sentar los lineamientos para una refinanciación de la deuda privada externa compatible con el normal funcionamiento del mercado de cambios, favorecer el desarrollo del mercado local de capitales y priorizar el acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas para la prefinanciación de exportaciones.

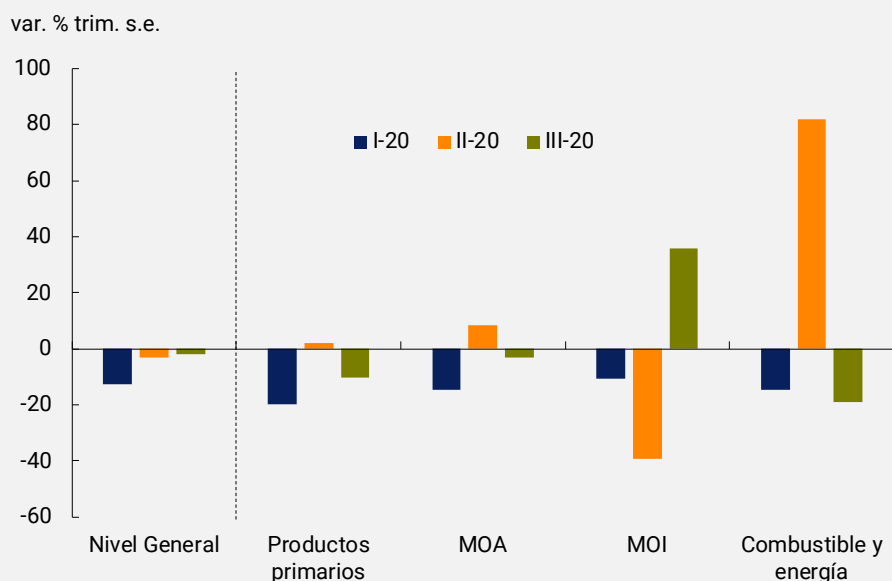
4.1. Durante la pandemia aumentó el superávit de cuenta corriente de Argentina

Los flujos del comercio exterior se vieron afectados por la irrupción de la pandemia de COVID-19. Los volúmenes exportados ajustados por estacionalidad se estabilizaron en el tercer trimestre, al tiempo que las cantidades importadas retomaron una trayectoria de crecimiento (ver Recuadro. Evolución reciente de los volúmenes del comercio exterior de bienes).

Recuadro. Evolución reciente de los volúmenes del comercio exterior de bienes

Luego de un primer semestre negativo, en el tercer trimestre los volúmenes exportados de bienes atenuaron el ritmo de caída al retroceder 2% en términos desestacionalizados (s.e.) respecto al segundo trimestre. Los principales rubros de exportación continuaron exhibiendo un comportamiento dispar. Los volúmenes exportados de manufacturas de origen industrial recuperaron parte de lo perdido en la primera mitad del año, período en el que acusaron con mayor intensidad el impacto negativo de la pandemia. Así, luego de caer 11% s.e. en el primer trimestre y 39% s.e. en el segundo, los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron 36% s.e. en el tercer trimestre impulsados por la recuperación de la demanda de Brasil, el principal destino de estos productos (ver Gráfico 4.1). Al interior del rubro se destacaron por su incidencia los incrementos de material de transporte terrestre y de productos químicos. A pesar de este repunte, los volúmenes exportados de las MOI se ubicaron en septiembre un 21% por debajo de los niveles previos al inicio de la pandemia.

Gráfico 4.1 | Volúmenes exportados de bienes



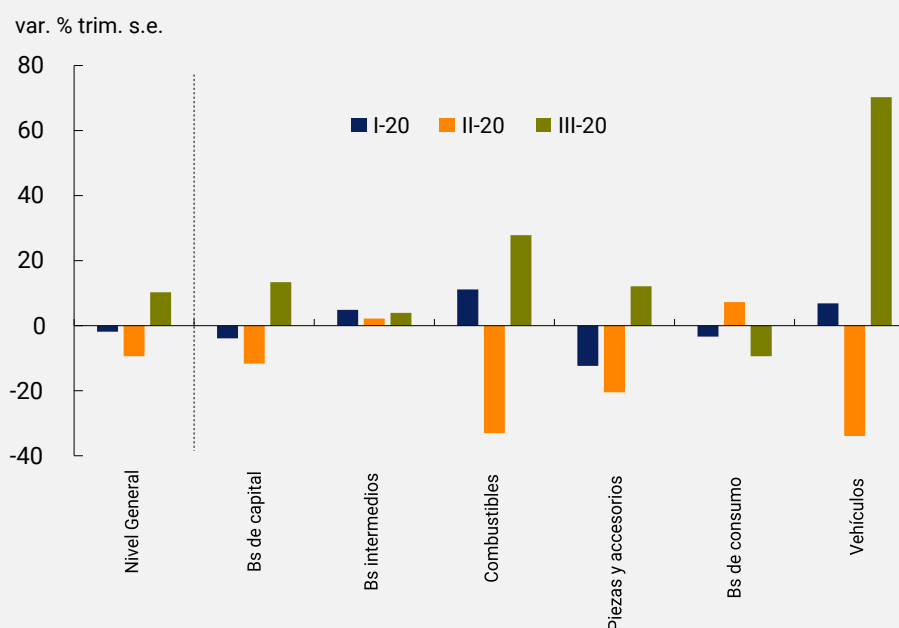
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los otros tres rubros, que habían crecido en el segundo trimestre del año, mostraron un retroceso en el margen. En el caso de los combustibles este desempeño estuvo asociado a la dinámica de la demanda energética doméstica y por lo tanto tuvo un comportamiento contracíclico. La caída en las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) estuvo vinculada con los bajos niveles de molienda de soja registrados en el tercer trimestre, que derivaron en menores envíos de aceite y pellets de soja. Dado su peso relativo en el rubro, este comportamiento contrarrestó evoluciones positivas de otros productos como lácteos y carnes. Por su parte, en la baja de los productos primarios repercutieron negativamente la virtual paralización de la actividad pesquera en julio y el marcado retroceso de los embarques de porotos de soja en septiembre.

En octubre, los volúmenes exportados profundizaron su caída (-7% mensual s.e.) con mermas en todos los rubros. De esta manera, el último dato disponible indica que las cantidades exportadas se ubican un 16% por debajo del nivel de febrero de 2020.

Por su parte, los volúmenes importados de bienes ajustados por estacionalidad repuntaron fuertemente en el tercer trimestre (+10% s.e.), interrumpiendo así una sucesión de caídas que se inició en el primer trimestre de 2018. A excepción de los bienes de consumo (uso en el que se registra el material sanitario, como medicamentos o productos textiles) cuyas importaciones crecieron al comienzo de la pandemia, todos los usos tuvieron incrementos entre julio y septiembre, con variada intensidad. Cabe destacar que aquellos usos de importación que más crecieron en el tercer trimestre (vehículos y combustibles) fueron los que peor desempeño relativo habían registrado en el segundo trimestre de 2020 (ver Gráfico 4.2). Luego de un crecimiento inusual en septiembre, los volúmenes importados tuvieron una corrección en octubre (-4% mensual s.e.). No obstante, en el décimo mes del año las cantidades importadas se sostuvieron por encima de los niveles pre-pandemia.

Gráfico 4.2 | Volúmenes importados de bienes

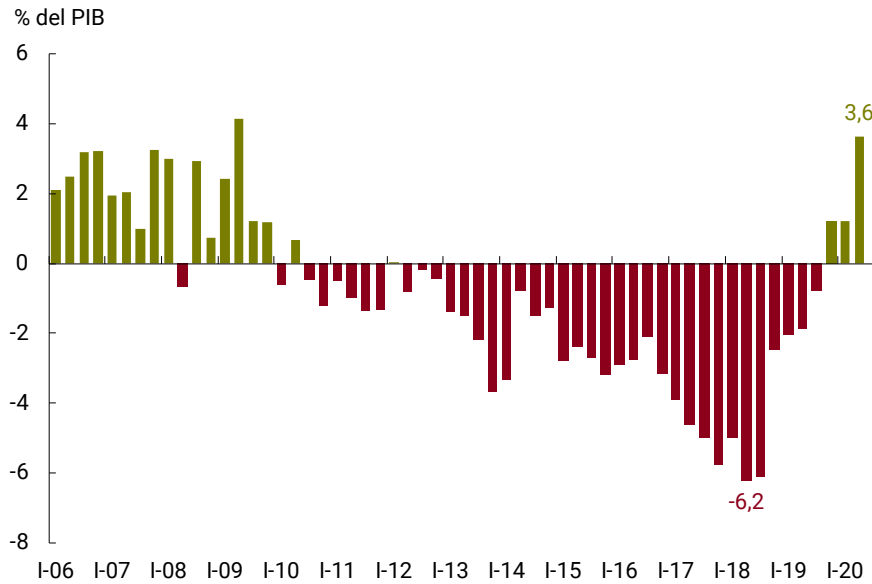


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En el segundo trimestre de 2020 la cuenta corriente del balance de pagos fue superavitaria en US\$2.824 millones, lo que implicó una reversión por casi US\$4.800 millones respecto al mismo periodo de 2019. Ajustado por estacionalidad el saldo anualizado de la cuenta corriente en el segundo trimestre fue equivalente a 3,6% del PIB, el registro más elevado en más de una década. En solo 2 años la economía argentina experimentó un ajuste de los flujos externos por casi 10 p.p. del Producto (ver Gráfico 4.3).

El elevado registro de cuenta corriente se dio en un contexto en el que el tipo de cambio real osciló en torno al promedio histórico y en el que los términos de intercambio se ubicaron en niveles similares a los de los últimos años (ver Recuadro. Evolución reciente de los precios internacionales de los *commodities*).

Gráfico 4.3 | Cuenta corriente (valores ajustados por estacionalidad y anualizados)

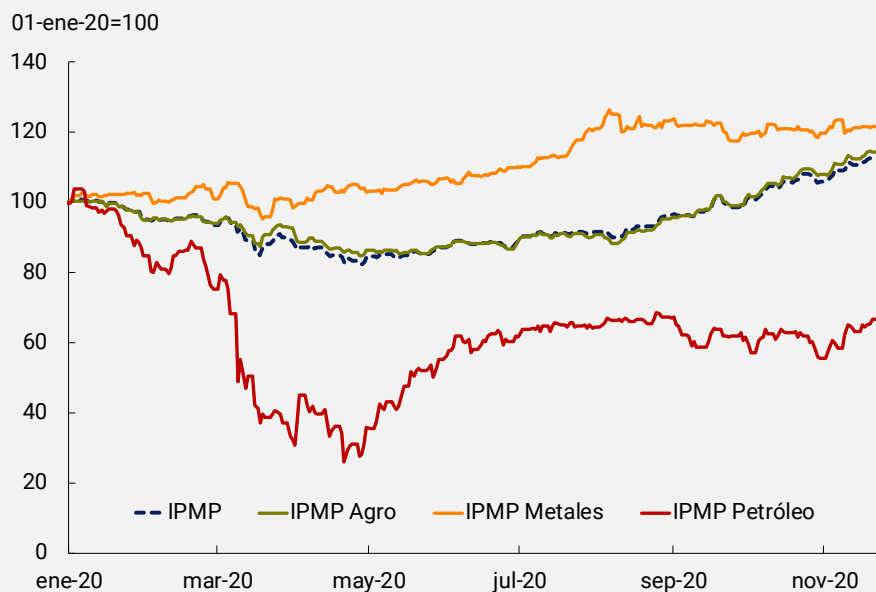


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Recuadro. Evolución reciente de los precios internacionales de los *commodities*

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) que elabora el BCRA experimentó un crecimiento sostenido a partir de mediados de agosto, impulsado por su componente más importante, el de los precios de los productos agropecuarios, y cerró el tercer trimestre de 2020 con un aumento de 8,8% respecto al período entre abril y junio. A nivel desagregado se destacaron en este período los aumentos de las cotizaciones internacionales de pellets de soja, del trigo, del maíz y de los porotos de soja. De esta manera, a fines de noviembre de 2020, el IPMP no solamente había recuperado todo lo perdido producto de la pandemia, sino que incluso el índice se ubicaba un 13% por encima de los registros de principios de año. Los otros dos componentes del índice, el IPMP Metales y el IPMP Petróleo, registraron subas trimestrales de mayor magnitud (13,5% y 35,0% respectivamente), y se estabilizaron en torno a los niveles de agosto (ver Gráfico 4.4).

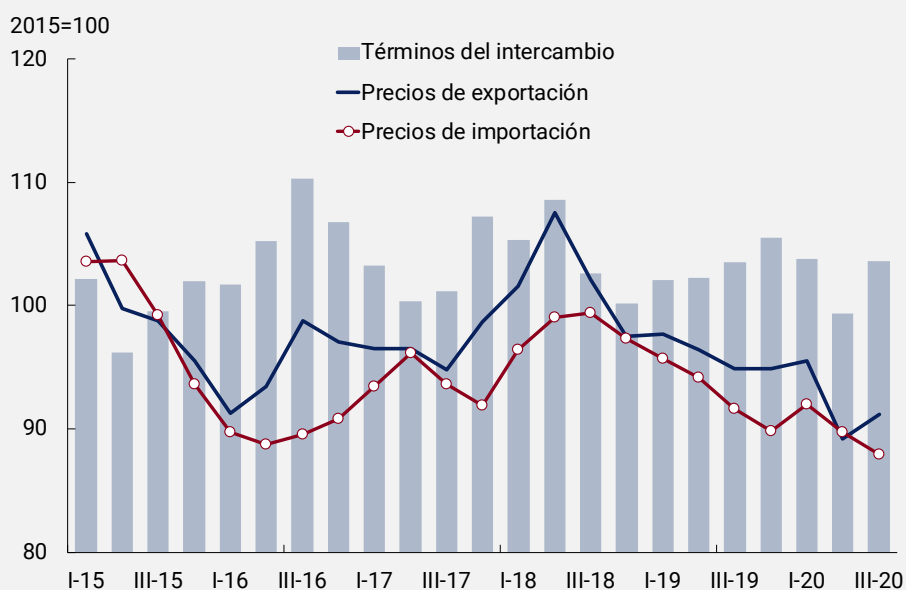
Gráfico 4.4 | Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP)



Fuente: BCRA.

El repunte de los precios globales de las materias primas que exporta Argentina se reflejó en un incipiente incremento de los precios de exportación medidos en dólares en el tercer trimestre de 2020. Por su parte, los precios de importación de Argentina no lograron torcer la tendencia negativa que exhiben desde el tercer trimestre de 2018. De esta manera, los términos de intercambio de la economía crecieron 4% en el período julio-septiembre y se ubicaron en torno al promedio de los últimos 5 años (ver Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5 | Términos de intercambio

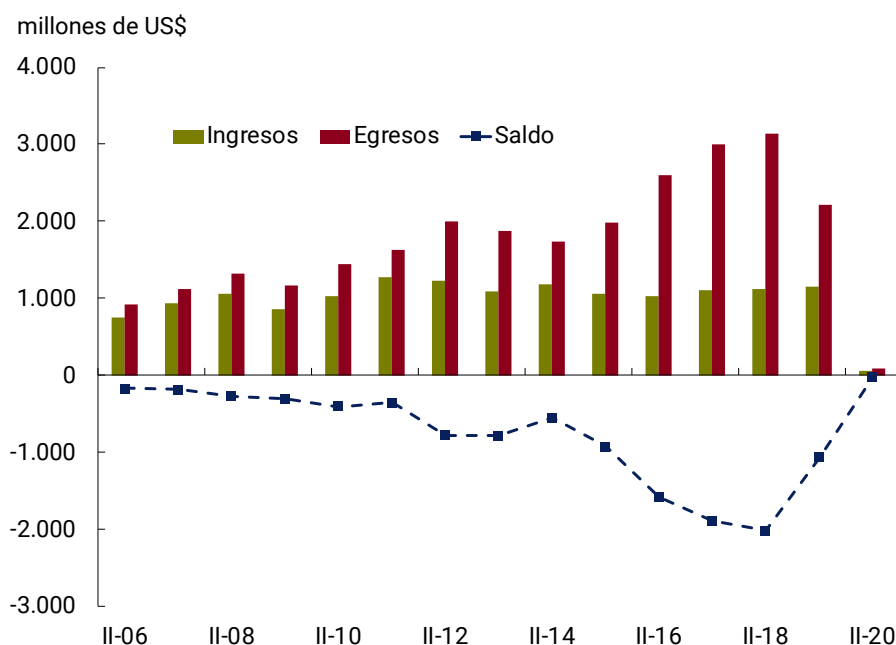


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En octubre los precios de exportación acentuaron su crecimiento (+3% mensual) y retornaron al nivel pre-pandemia. El IPMP sugiere que incluso continuaron aumentando durante todo noviembre.

Los datos sugieren que una parte del elevado superávit de cuenta corriente obedece al efecto de la pandemia sobre los flujos comerciales y, que, en ausencia de eventos disruptivos, podría erosionarse en los próximos trimestres. En particular, este parece ser el caso del turismo internacional, rubro en el que Argentina registra un déficit comercial estructural desde mediados de la década anterior y que en el margen prácticamente fue revertido (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Balance comercial por turismo



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

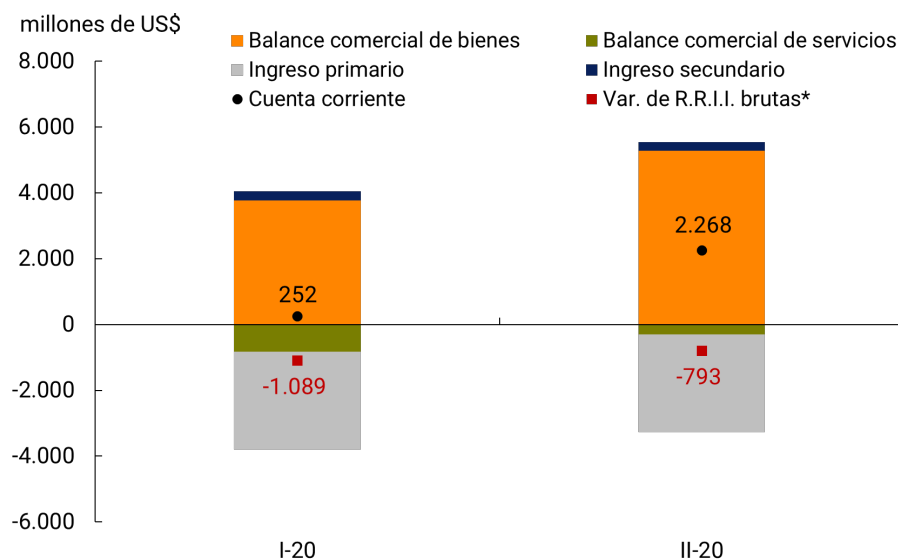
De esta manera, en el primer semestre de 2020 la economía acumuló un superávit de cuenta corriente en torno a los US\$3.100 millones (un resultado superior en aproximadamente US\$8.600 millones respecto del primer semestre de 2019 y US\$1.600 millones más elevado que en el segundo semestre de ese año), explicado por un saldo de bienes en el orden de los US\$9.000 millones que fue parcialmente compensado por el déficit comercial de servicios y de ingreso primario. No obstante, ese superávit de la cuenta corriente no se tradujo en un aumento equivalente de las reservas internacionales del BCRA, las cuales a lo largo de todo este período cayeron aproximadamente US\$1.600 millones (ver Gráfico 4.7 y Apartado 5 / Balanza de pagos y balance cambiario. Similitudes y diferencias)³⁴.

Esta dinámica del sector externo, con elevados superávits de cuenta corriente de balanza de pagos que no se reflejan en aumentos de las reservas internacionales, continuó durante el tercer trimestre del año³⁵.

34 Las Reservas Internacionales brutas del BCRA contabilizadas a valor de mercado eran de US\$ 44.848 millones al 30 de diciembre de 2019 y de US\$ 43.242 millones al 30 de junio de 2020. Sin considerar el ajuste por tipo de pase la variación de activos de reserva en el balance de pagos ascendió a unos US\$1.900 millones.

35 Los servicios de la deuda pública también impactaron sobre las reservas internacionales. En los primeros nueve meses de 2020, las reservas se contrajeron en US\$ 3.400 millones. Además de los egresos por intereses por US\$ 3.100 millones, que se incorporan con criterio devengado en el resultado de la cuenta corriente, el Tesoro Nacional realizó pagos en moneda extranjera y aportes de capital por unos US\$ 2.057 millones. Estos pagos, fueron en parte compensados por desembolsos de organismos internacionales de crédito y otros acreedores bilaterales por US\$ 1.768 millones. Entre capital e intereses se pagaron US\$ 1.555 millones por títulos públicos con legislación extranjera, US\$ 1.000 millones al Fondo Monetario Internacional y US\$ 2.512 millones a otros Organismos Internacionales y bilaterales.

Gráfico 4.7 | Cuenta corriente y variación de reservas internacionales



*Excluye ajustes por tipo de pase
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

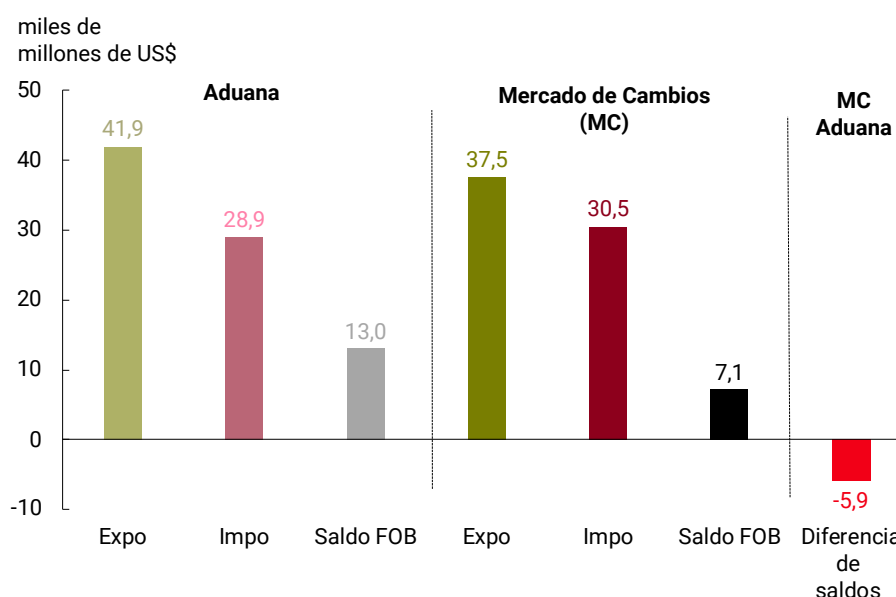
4.2. Las firmas y los hogares incrementaron su demanda financiera de divisas

Los efectos de la irrupción de la pandemia sobre una economía que ya transitaba una larga recesión con un elevado nivel de endeudamiento externo generaron un ambiente de gran incertidumbre desde comienzos de año. Pese a un exitoso proceso de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera, y el inicio de la recuperación económica, en los últimos meses se observó un aumento significativo en la demanda de divisas para cancelar deuda por parte de las empresas y para atesorar con motivos precautorios por parte de los hogares, lo que generó cierto desequilibrio en el mercado de cambios. Esta dinámica fue reforzada por el impacto en las expectativas de los agentes del diferencial existente entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de compra venta de títulos y el tipo de cambio oficial.

Esta "brecha cambiaria" junto con la disponibilidad de fondeo local en pesos a tasas de interés favorables, configuraron un conjunto de incentivos para que las firmas redujeran una parte de los pasivos externos que habían acumulado durante los años anteriores. A fines de 2019, luego de haberse incrementado ese año US\$5.500 millones, el stock de deuda externa privada ascendía a US\$84.800 millones, de los cuales US\$39.000 millones correspondían a deuda comercial y US\$45.800 millones a deuda financiera (ver Apartado 4. Relevamiento de activos y pasivos externos). La cancelación de pasivos en moneda extranjera se concentró en las prefinanciamientos y anticipos de exportaciones de bienes desde principios de año, cuando la brecha cambiaria se mantenía en niveles más contenidos y prevalecían tasas de interés activas negativas en términos reales. En ese contexto, el sector Oleaginosas y Cereales canceló durante 2020 la deuda que contrajo durante noviembre y diciembre de 2019, para adelantar las ventas de sus productos ante un inminente aumento de retenciones. Este comportamiento se reflejó en los registros de ventas externas, que durante 2019 se ubicaron por encima de las exportaciones del año por unos US\$ 8.500 millones.

La reducción de la deuda comercial es el reflejo de la diferencia entre el superávit comercial de bienes, que acumuló unos US\$13.000 millones³⁶ en los primeros nueve meses del año, y las ventas netas por los conceptos incluidos en bienes del mercado de cambios en el mismo período, en torno a US\$7.100 millones en el mismo período (ver Gráfico 4.8 y Apartado 5. Balanza de pagos y balance cambiario. Similitudes y diferencias).³⁷

Gráfico 4.8 | Comercio de bienes (primeros 9 meses de 2020)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y BCRA.

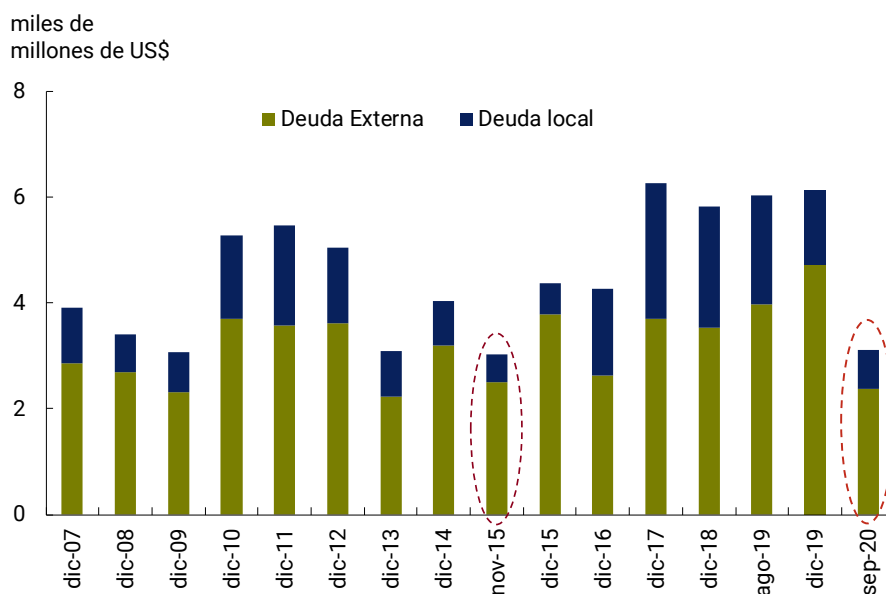
Más en detalle, mientras las exportaciones totales acumularon en el mismo lapso según los datos de la Aduana un monto cercano a US\$41.900 millones, se registraron ventas de divisas por bienes en el mercado de cambios por unos US\$37.500 millones. La diferencia respondió a la cancelación de deuda por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones de bienes contraída en períodos anteriores, tanto con acreedores no residentes como con bancos locales³⁸. Este desempeño obedeció en gran medida, como ya fue mencionado, al comportamiento del sector Oleaginosas y Cereales —el principal sector exportador neto de la economía—, que exportó bienes por unos US\$20.000 millones, mientras que registró ventas por bienes a través del mercado de cambios en torno a los US\$16.600 millones. Al cierre de septiembre, el nivel de endeudamiento de este sector por financiamiento a exportaciones se encontraba entre los mínimos históricos al alcanzar la suma de US\$3.100 millones, de los cuales US\$2.400 millones correspondían a deuda externa y US\$700 millones a deuda local denominada en moneda extranjera (ver Gráfico 4.9).

36 En términos *Free On Board* (FOB).

37 Este diferencial en parte también puede ser explicado por constitución de activos externos a través de la forma de cobros no ingresados o anticipos de importaciones, pero se estima que el efecto es menos significativo.

38 La cancelación de prefinanciaciones de exportaciones locales se efectiviza toda vez que el exportador aplica los cobros de exportaciones a cancelar la deuda cuyos fondos habían sido liquidados en el mercado de cambios en un período anterior. En tanto, la cancelación del resto de la deuda local en moneda extranjera no tiene impacto en las reservas internacionales, pero forma parte de las compras de divisas del sector privado no financiero en el mercado de cambios. Cabe recordar que en la actualidad las entidades financieras necesitan autorización previa del BCRA para otorgar financiaciones a "Grandes empresas exportadoras" (Comunicaciones BCRA "A" 6981 y "A" 7104) —que habitualmente cuentan con la posibilidad de acceder a crédito en el exterior— con el fin de evitar que desplacen en el acceso al crédito a empresas locales de menor envergadura. Asimismo, a los clientes con actividad agrícola —que no sean MiPyME— que mantengan un acopio de su producción de trigo y/o soja por un valor superior al 5% de su capacidad de cosecha anual, se les impidió el acceso a los créditos con condiciones especiales (tasa del 24%), y se incrementó la exigencia de capital mínimo de las entidades financieras que se origine en asistencias a esos clientes (Comunicación "A" 7018).

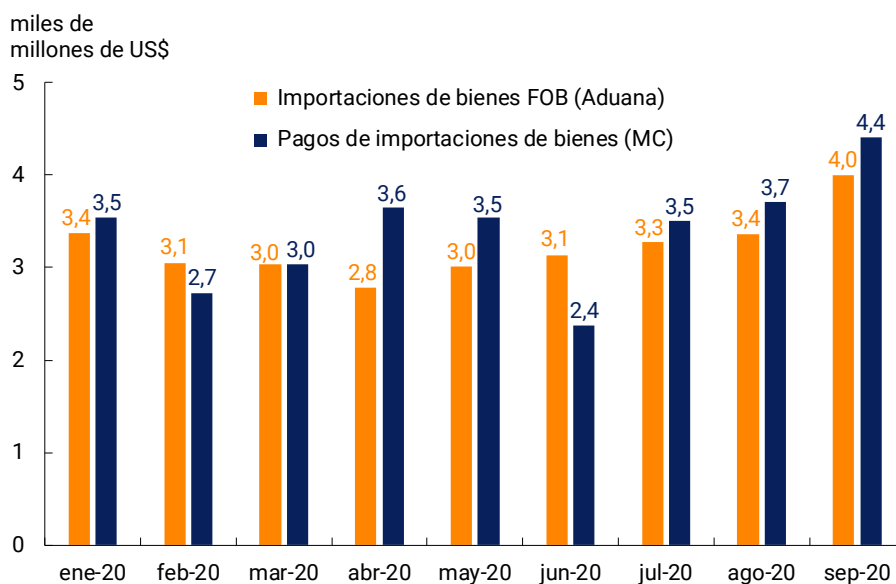
Gráfico 4.9 | Oleaginosas y cereales. Deuda por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones en moneda extranjera local y del exterior



Fuente: Estimación preliminar propia en base a BCRA e INDEC.

En el caso de las importaciones, la deuda comercial es de corto plazo y tiene un carácter rotativo por lo que está asociada al tamaño del negocio. Debido a la fuerte caída de las compras externas registrada desde mediados de 2018, el stock de deuda por importaciones se ubicaba por encima del promedio histórico a fines de 2019. En este contexto, durante los primeros nueve meses del año se verificó un proceso de desendeudamiento externo de los importadores, el cual se reflejó en una demanda de divisas para el pago de importaciones en el mercado de cambios que superó en US\$1.500 millones a las compras externas registradas en Aduana (ver Gráfico 4.10). Este fenómeno, que arrancó en abril, se detuvo a partir de la emisión de la Comunicación "A" 7030, de fin de mayo, que tenía como finalidad ordenar el pago de obligaciones con el exterior. A partir de julio, a medida que se fue perfeccionando la normativa en atención a las necesidades comerciales particulares de distintos sectores productivos, los pagos volvieron a superar a los montos de las importaciones, aunque a una escala mucho menor. A pesar de esta cancelación neta de pasivos, el impacto negativo de la pandemia sobre las importaciones de bienes provocó que el cociente entre deuda y las compras externas se ubique en torno a los máximos históricos a fines de septiembre de 2020 (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.10 | Importaciones de bienes



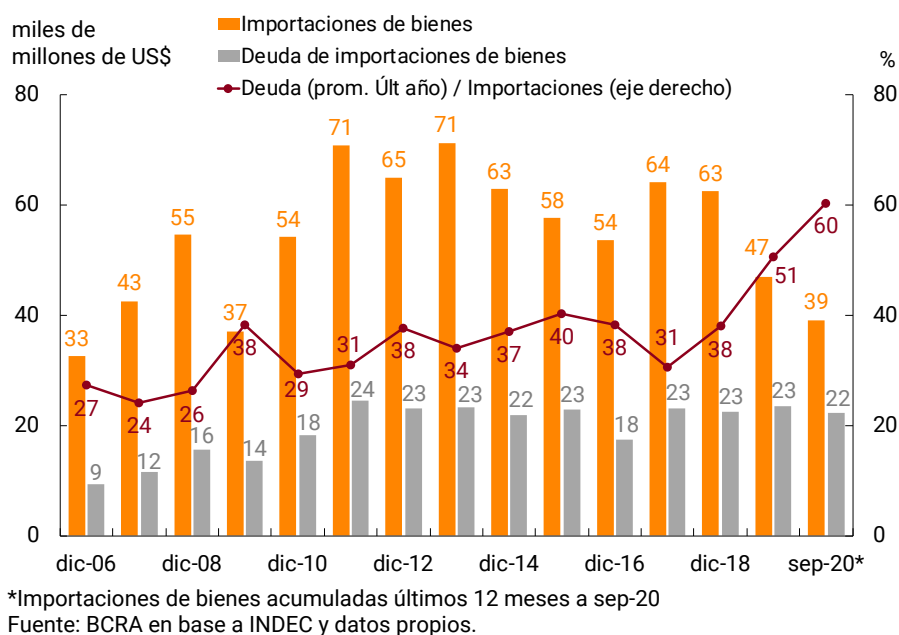
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

En forma análoga a lo sucedido con la deuda comercial, en los primeros nueve meses del año, se observaron cancelaciones netas de deuda financiera privada, tanto local como del exterior, por US\$3.900 millones. Durante el resto del cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021, se estiman que luego de los nuevos perfiles del servicio de la deuda que las empresas presentaron al BCRA,³⁹ los vencimientos sumarán unos US\$2.500 millones.

Los hogares también fueron demandantes netos de divisas en lo que va de 2020 (aproximadamente US\$3.500 millones para atesoramiento) con una tendencia creciente a partir de abril. Dado que a lo largo de todo el año estuvo vigente el tope de adquisición de US\$200 por mes por persona, las crecientes compras netas de billetes estuvieron vinculadas con el número de individuos que hacían uso del cupo mensual. En efecto, mientras que en el primer trimestre de 2020 en promedio 500.000 personas accedieron al mercado de cambios para comprar moneda extranjera, en el segundo trimestre fueron 2.300.000 y en el tercero alcanzaron los 3.800.000.

³⁹ Entre los lineamientos y bases para la reestructuración de deudas financieras del sector privado en moneda externa, el BCRA invitó a las empresas del sector privado a mantener el proceso de desendeudamiento en moneda extranjera en curso a partir de una renegociación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios (un ritmo que resultase compatible con las necesidades de divisas de la economía y con la estabilidad cambiaria). El marco establecido se enfocó sobre las empresas con vencimientos mensuales superiores a 1 millón de dólares, incorporando un período de gracia para el trámite de las renegociaciones con los acreedores y considerando la posibilidad de la cancelación de hasta el 40% de los vencimientos de capital, en línea con lo realizado por las principales empresas del sector privado. La normativa prevé que la refinanciación contemple como mínimo una vida promedio de 2 años.

Gráfico 4.11 | Importaciones y Deuda Externa por Importaciones. Bienes



4.3. El BCRA busca evitar que desequilibrios temporales afecten la posición de reservas internacionales

Desde que se implementaron las regulaciones cambiarias en 2019 los volúmenes operados en el mercado de cambios registraron una tendencia decreciente y se encuentran actualmente en mínimos históricos, también afectados por la pandemia y la reducción de los flujos comerciales.

Tras el ordenamiento de los pagos externos que se impulsó a fines de mayo, a mediados de septiembre de 2020, el BCRA, en coordinación con otros organismos del Estado Nacional⁴⁰, tomó medidas para promover una más eficiente asignación de las divisas, evitar operaciones disruptivas de inversores no residentes sobre el mercado financiero local y sentar los lineamientos para una renegociación de la deuda privada externa compatible con el normal funcionamiento del mercado de cambios⁴¹. Entre ellas se destacan, los lineamientos para la refinanciación de las deudas financieras de las empresas compatibles con el normal funcionamiento del mercado de cambios y la normativa que estableció que a partir de inicios de septiembre de 2020 los pagos realizados por los consumos en moneda extranjera con tarjetas de crédito o débito sean tomados a cuenta del cupo mensual de US\$200 por persona⁴². Además, se limitó el acceso de cotitulares a la compra de dólares para formación de activos externos⁴³ y se implementó un sistema de control y monitoreo respecto de la capacidad económica y de ingresos requeridos para la apertura de nuevas cajas de ahorro en moneda extranjera.

40 A partir del 16 de septiembre de 2020, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), mediante Resolución General 4815/2020, estableció un mecanismo de percepción a cuenta del pago de los impuestos a las Ganancias y sobre los Bienes Personales del 35% para las operaciones de formación de activos externos (FAE) de personas humanas y las compras con tarjetas (débito y crédito) en moneda extranjera.

41 Para mayor detalle ver el Capítulo de Política Monetaria.

42 Comunicación BCRA "A" 7106.

43 Comunicación BCRA "A" 7105.

Apartado 4 / El Relevamiento de activos y pasivos externos

La complejidad creciente de la configuración de relaciones entre los agentes de las distintas economías genera desafíos para la obtención de información más específica, e impacta en los nuevos estándares internacionales y en los procedimientos para la estimación de los datos que reflejan dichas relaciones.

En Argentina, tanto el Banco Central como el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) son responsables de la elaboración de las estadísticas del sector externo. En la actualidad existe un trabajo conjunto entre ambos organismos⁴⁴, intercambiando información y consensuando metodologías, para satisfacer la demanda de información.

Con el objetivo de poder enfrentar aquellos desafíos, en el año 2016 el BCRA actualizó de manera integral los relevamientos asociados a la compilación de las estadísticas del sector externo. Es por esta razón que se dispuso, mediante la Comunicación "A" 6401, la creación de un nuevo Relevamiento de Activos y Pasivos Externos, que reemplazó y amplió los dos relevamientos existentes hasta ese momento: el Relevamiento de Títulos de Deuda y Otros Pasivos Externos⁴⁵ y el Relevamiento de Inversiones Directas en el País y en el Exterior⁴⁶.

Como novedades, el cuestionario del nuevo relevamiento incluye información sobre activos externos, e información sobre posiciones en derivados financieros. Estas innovaciones están en línea con la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional, y con los *Data Gaps Initiative* del G20, en los que las principales economías del mundo reconocieron la existencia de brechas de información sobre las cuales era imperativo trabajar.

Por otra parte, se modernizó la metodología de compilación, trabajando sobre las plataformas de carga de la información (se ofrece la posibilidad de efectuar la carga en forma masiva extrayendo datos de los sistemas propios del declarante o bien en forma manual) y en la eliminación de los costos de transacción asociados. En este sentido, el nuevo relevamiento se completa en forma electrónica ingresando a través del sitio web de la AFIP y las validaciones de los datos cargados se efectúan de manera más ágil, minimizando errores en la carga y asegurando la consistencia de la información recibida por el BCRA.

Luego del proceso de validación y control de la información, se comparten los datos con el INDEC, organismo que la utiliza como insumo para la estimación del Balance de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional. En el mismo sentido, a partir de noviembre el BCRA reanudó la publicación trimestral de su "Informe de Deuda Externa Privada" cuyos puntos principales se detallarán a continuación. Las estimaciones publicadas en el informe cuentan con el acuerdo de ambos organismos.

44 En el contexto del Acuerdo Marco de Cooperación firmado entre BCRA y el INDEC, el Relevamiento de Activos y Pasivos Externos fue consensuado en forma conjunta por ambos organismos.

45 Comunicación "A" 3602 y complementarias.

46 Comunicación "A" 4237 y complementarias.

Cuadro1 | Mejoras introducidas por el Relevamiento de Activos y Pasivos Externos



Fuente: BCRA.

La deuda externa del sector privado

El sector privado registró una posición de deuda externa al 30 de junio de 2020 de US\$81.401 millones⁴⁷, de los cuales US\$36.233 millones correspondían a deuda comercial y US\$45.169 millones a deuda financiera. Para ponerlo en perspectiva, este nivel es muy cercano al de fines de 2001, aunque más de un 30% superior a la que había a fines de 2016, siendo que el aumento respecto a esa fecha estuvo explicado totalmente por el incremento en la deuda financiera.

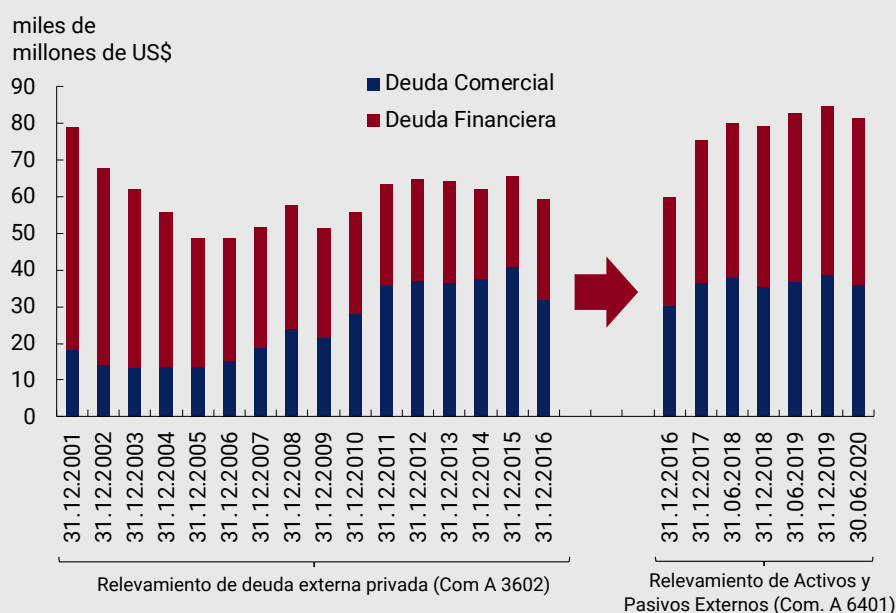
Cabe destacar que durante el año 2016 el Banco Central avanzó en la flexibilización de las normas en materia cambiaria, iniciada en diciembre del 2015, modificando las condiciones generales en las que venía operando el mercado de cambios desde el 2012, y con impacto sobre la posición de deuda externa del sector privado.

En este sentido, se simplificaron las normas en materia de pagos de importaciones de bienes y de servicios, rentas, transferencias corrientes y activos no financieros no producidos, y se flexibilizaron las regulaciones en materia de ingreso y cancelación de deudas financieras. Estos cambios fueron unas de las principales causas de la reducción de deuda comercial, por unos US\$9.000 millones durante el año 2016, y el inicio del aumento observado en la deuda financiera, que terminó ese año en un aumento de US\$3.000 millones⁴⁸.

47 Para mayor información sobre la evolución de la deuda externa privada, consultar las versiones del Informe de Deuda Externa Privada disponible en el sitio web del BCRA.

48 El Relevamiento de Títulos de Deuda y Otros Pasivos Externos (Comunicación "A" 3602 y complementarias) y el Relevamiento de Activos y Pasivos Externos (Comunicación "A" 6401) difieren tanto en sus metodologías de recolección de la información como en sus metodologías de estimación de las cifras totales. No se cuenta con una metodología de empalme de ambas series, por lo que las comparaciones entre relevamientos deben considerarse a la luz de esta información.

Gráfico 1 | Deuda externa del sector privado. Por tipo de operación agrupada

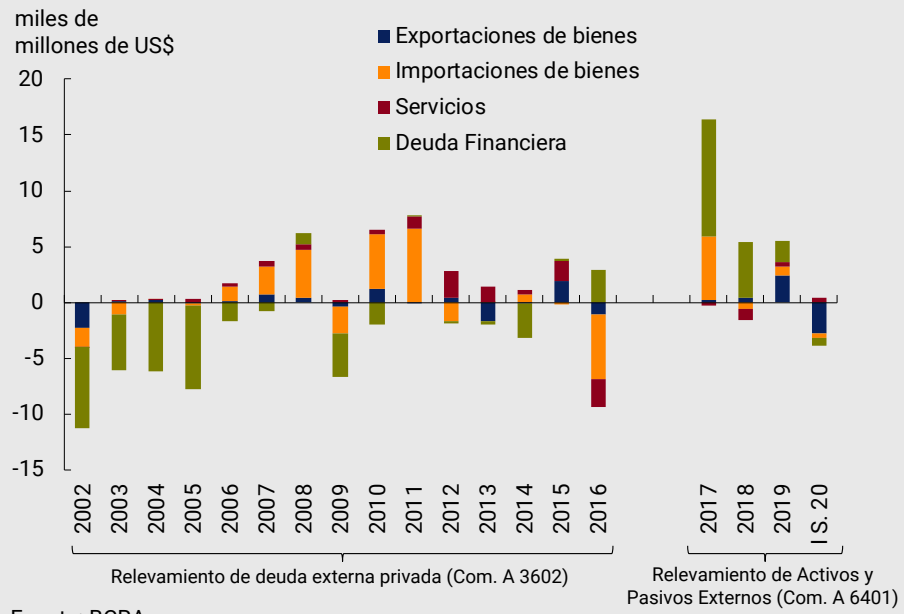


Fuente: BCRA.

Durante el año 2017, en un marco de desregulación cambiaria y un contexto favorable para el acceso al financiamiento internacional por parte del sector privado, se observó un cambio de comportamiento con respecto al año anterior, registrándose un aumento de la deuda externa total de alrededor de US\$16.000 millones, explicado básicamente por la deuda financiera (aproximadamente US\$11.000 millones). Este incremento anual en la deuda financiera fue récord en la serie iniciada en 2001 y la llevó a valores similares a los años 2001-2004, cuando el sector se encontraba en un proceso de reestructuración, luego de la crisis del año 2002.

A lo largo de los años 2016 a 2019 la deuda financiera se fue incrementando, alcanzando un récord de crecimiento en 2017, para luego seguir creciendo, pero a un menor ritmo. Por su parte, la deuda comercial, luego de un 2016 de fuerte desendeudamiento, continuó en alza. Este proceso de endeudamiento externo privado del período 2016-2019 por unos US\$19.000 millones fue interrumpido en el año 2020, donde se verificó, de acuerdo a estimaciones del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos, una caída en el primer semestre del año de la deuda total de unos US\$3.400 millones, explicada por una reducción tanto de la deuda comercial de unos US\$2.770 millones (básicamente por caída en las deudas por exportaciones de bienes), como de la deuda financiera (US\$664 millones).

Gráfico 2 | Deuda externa del sector privado. Variación anual por tipo de operación



Apartado 5 / Balanza de pagos y balance cambiario. Similitudes y diferencias

En Argentina, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) es el organismo responsable de la compilación, elaboración y análisis de las cuentas internacionales de Argentina, conformadas por las Estadísticas de Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa. Dichas estadísticas se compilan de acuerdo con las recomendaciones del "Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional sexta edición" (MBP6) del año 2009 y "Estadísticas de la deuda externa, guía para compiladores y usuarios", del año 2013 publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Por su parte, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) publica mensualmente el "Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario", en base a la información recopilada a través del Régimen Informativo de Operaciones de Cambio (RIOC) administrado por esta Institución y a los movimientos de las Reservas Internacionales del Banco Central.

- Los datos que se reciben de las entidades a través del RIOC, incluyen, para cada una de las operaciones en el mercado de cambios, información sobre quienes operaron (personas humanas o jurídicas, y el sector al que pertenecen de acuerdo a su declaración de actividad principal ante la Administración Federal de Ingresos Públicos), los montos transados, la denominación de la moneda, y también el motivo detrás de la transacción cambiaria (concepto), sea exportación o importación, atesoramiento, obligaciones financieras, entre otros, definidos de acuerdo al mencionado MBP6 del FMI. Esto genera que el Balance Cambiario posea un formato de presentación que se basa en la presentación analítica por componentes y sector institucional de la Balanza de Pagos.

Sin embargo, a pesar de que tanto la Balanza de Pagos como el Balance Cambiario son estados contables estadísticos del sector externo con presentaciones similares y que se registran en términos de flujos usando el criterio básico de la contabilidad por partida doble, suelen mostrar diferencias en sus resultados para un mismo período. Veamos por qué.

La **balanza de pagos** (BdP) resume las transacciones entre residentes y no residentes durante un periodo determinado.

Las transacciones de la BdP se registran teniendo en cuenta el **método de devengado**, independientemente del momento de su cobro o pago (método de percibido).

Estas transacciones se dividen en tres cuentas:

- Cuenta corriente: muestra los flujos de bienes, servicios, ingreso primario e ingreso secundario, entre residentes y no residentes.
- Cuenta capital: muestra los flujos de los activos no financieros no producidos y las transferencias de capital entre residentes y no residentes.
- Cuenta financiera: comprende la adquisición y disposición neta de activos y pasivos financieros con el resto del mundo, incluidas las transacciones entre sectores institucionales residentes que impliquen intercambio de activos o pasivos financieros externos transferibles.

Cada transacción se registra con dos asientos equivalentes y opuestos, uno en el crédito y otro en el débito, que reflejan el principio de entrada y salida contenido en cada intercambio (contabilidad por partida doble).

Dado que la suma de todas las transacciones es igual a cero, el saldo de la cuenta financiera muestra cómo se financian los saldos de la cuenta corriente y la cuenta capital (o viceversa).

De esta manera, el suministro neto de recursos hacia o desde el resto del mundo, medido según el saldo en la cuenta corriente y la cuenta de capital, por definición, debe tener como contrapartida una variación de los derechos netos frente al resto del mundo. Por ejemplo, el superávit en cuenta corriente y cuenta capital queda reflejado en un aumento de los activos externos o una disminución de los pasivos con no residentes. De igual manera, un déficit en cuenta corriente y cuenta capital implica que la adquisición neta de recursos del resto del mundo debe abonarse liquidando activos externos o incrementando los pasivos frente a no residentes.

La estadística que recoge estos resultados dentro de las cuentas internacionales es la posición de inversión internacional (PII), que es un estado que muestra el valor, en un momento dado, de los activos y los pasivos financieros de los residentes de una economía frente al resto del mundo. Las cifras que figuran en la PII al cierre del periodo obedecen a transacciones financieras incluidas en el BdP y a otros flujos que ocurrieron en el periodo corriente y en periodos anteriores.

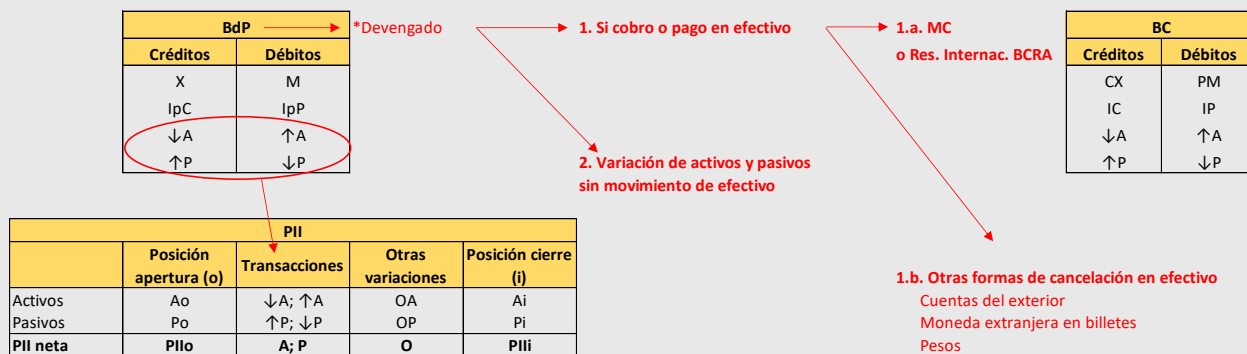
El **balance cambiario** (BC) comprende las compras y ventas de moneda extranjera concertadas por entidades con clientes a través del mercado de cambios (MC) y las operaciones efectuadas de forma directa con reservas internacionales del Banco Central registradas en su evolución patrimonial, ya sea por cobros o pagos con el resto del mundo (como también con otros residentes). De este modo, al estar registrando las operaciones al momento efectivo de cobro o pago, en el balance cambiario se utiliza el **método de percibido**.

Estas transacciones se agrupan en las siguientes cuentas:

- Cuenta corriente cambiaria: muestra los ingresos y egresos de moneda extranjera originados por operaciones de comercio exterior, servicios reales, intereses recibidos o pagados, utilidades y otras transacciones corrientes.
- Cuenta capital cambiaria: muestra los ingresos y egresos de moneda extranjera originados por los flujos de los activos no financieros no producidos y las transferencias de capital.
- Cuenta financiera cambiaria: comprende las operaciones de cambio que resultan de los flujos de inversión extranjera directa, inversión de portafolio, préstamos, formación de activos externos, canjes, compra-venta de títulos valores, entre otros.

De la misma manera que el BdP, el BC utiliza el método de contabilidad por partida doble, ya que necesariamente las compras de moneda extranjera por parte de un operador tienen como contrapartida ventas por parte de otro operador y su saldo también siempre es igual a cero.

Dado que las operaciones incluidas en el balance cambiario son únicamente aquellas que afectan la posición en activos externos de entidades o del Banco Central, se podría sintetizar diciendo que el balance cambiario es la porción del balance pagos que afecta los activos del sistema financiero residente.



CX: Cobros de exportaciones; PM: Pagos de importaciones; IC: Ingresos cobrados; IP: Ingresos pagados

Las diferencias existentes entre la Balanza de Pagos y el Balance Cambiario para un período determinado surgen como consecuencia del método de registración (devengado o percibido) y, además, porque una misma operación puede no estar registrada en la cuenta análoga del otro estado estadístico, sino en otra cuenta.

Veamos algunos ejemplos usuales de registración de operaciones en los que suelen existir diferencias entre ambos estados, considerando una operación única en el periodo por el equivalente a 100 dólares estadounidenses. Se usa la presentación analítica de la balanza de pagos y balance cambiario, con separación entre créditos y débitos, distinguiendo específicamente la cuenta de reservas internacionales, que es la que cierra el BC, para poder ver si se ve afectada.

De esta manera, se dividen el BdP y el BC en dos líneas (cuenta corriente –CC– y cuenta financiera –CF– y, dentro de ésta, las reservas internacionales –RI–), tomando a la cuenta capital sin transacciones en el periodo.

Para la PII, sólo se toman variaciones por transacciones, arrancando de una posición activa neta al comienzo de 1.000 (activos por 3.000 y pasivos por 2.000)⁴⁷.

47 Se pueden encontrar más ejemplos de registración en ambos estados estadísticos en el trabajo "Principales diferencias entre la balanza de pagos y el balance cambiario", disponible [aquí](#).

Gráfico 1 | Anticipo de exportación, ingresado y liquidado a través del MC, comprado por el Banco Central

		1. Anticipo de exportación, ingresado y liquidado a través del MC, comprado por Banco Central											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC	X	0				3.000	100	3.100	CX	100			
CF	CyA Com	100		RI	100	2.000	100	2.100	Deuda	0		RI 100	
						PII neta	1.000	0					
		2. Exportación que cancela deuda de anticipo del caso 1											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC	X	100				3.000	0	3.000	CX	0			
CF			CyA Com	100		2.000	-100	1.900	Deuda	0		RI 0	
			RI	0		PII neta	1.000	100					
		3. Importación no pagada (suba de deuda)											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			M	100		3.000	0	3.000	EF	0		PM 0	
CF	CyA Com	100		RI	0	2.000	100	2.100	RI	0		AE 0	
						PII neta	1.000	-100					
		4. Pago a proveedor de deuda por importaciones de periodos anteriores con compra al Banco Central											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			M	0		3.000	-100	2.900				PM 100	
CF			CyA Com	100		2.000	-100	1.900	RI	100		Deuda 0	
			RI	100		PII neta	1.000	0					
		5. Compra de billetes de residentes a entidad usados en viajes al exterior											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			V	100		3.000	-100	2.900	EF	100		V 0	
CF	EF	100		MyD	0	2.000		2.000				AE 100	
				RI	0	PII neta	1.000	-100				RI 0	
		6. Intereses devengados y cobrados, pero no ingresados											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			Intereses	100		3.000	100	3.100	AE	0		Intereses 0	
CF	AE	100		RI	0	2.000	0	2.000				RI 0	
						PII neta	1.000	100					
		7. Reinversión de utilidades											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			Renta IED	100		3.000		3.000	IED	0		UyD 0	
CF	IED	100		RI	0	2.000	100	2.100				RI 0	
						PII neta	1.000	-100					
		8. Pago de utilidades distribuidas en periodos anteriores (caída de deuda) con compras al BC											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			Renta IED	0		3.000	-100	2.900				UyD 100	
CF			Deuda IED	100		2.000	-100	1.900	RI	100		Deuda IED 0	
			RI	100		PII neta	1.000	0					
		9. Compra de billetes de residentes para atesoramiento, con compra al Banco Central											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			AE	100		3.000	0	3.000				AE 100	
CF						2.000		2.000	RI	100			
						PII neta	1.000	0					
		10. Compra de billetes de individuos por home banking que mantienen depositados											
		BdP				PII				BC			
		Créditos	Débitos			Po	Transacc.	Pi	Créditos	Débitos			
CC			AE	0		3.000		3.000	Otros (Dep)	100		AE 100	
CF	EF	0		RI	0	2.000		2.000				RI 0	
						PII neta	1.000	0					

X: Exportaciones; CX: Cobros de exportaciones; CyA Com: Créditos y Anticipos Comerciales; RI: Reservas Internacionales del Banco Central; M: Importaciones; PM: Pagos de importaciones; V: Viajes; MyD: moneda y depósitos; AE: activos externos del sector privado no financiero; EF: activos externos del sector financiero (sin Banco Central); IED: inversión extranjera directa

5. Finanzas Públicas

Desde que se inició la pandemia de COVID-19 el Gobierno Nacional realizó un esfuerzo fiscal por un monto equivalente a aproximadamente 5,3% del PIB de los últimos 12 meses destinado a la contención de la emergencia sanitaria, económica y social.

La recaudación tributaria continuó evidenciando un mejor desempeño durante el tercer trimestre e inicios del último trimestre del año, apoyada en un conjunto de tributos impulsados a partir de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva a fines de 2019, al tiempo que el resto de los impuestos reflejó una gradual recuperación, en línea con la evolución de la actividad económica.

Por el lado de las erogaciones, se prevé un desarrollo más contenido de las amplias medidas extraordinarias de alivio a hogares y empresas afectadas por la pandemia. Se espera que la política fiscal se focalice en mayor medida en la promoción de la reactivación del aparato productivo y en la atención de situaciones críticas derivadas de la emergencia económica y social.

El déficit fiscal primario se acentuó significativamente por el esfuerzo fiscal desplegado durante los meses iniciales de mayor impacto de la pandemia, y registraría un valor entre 6,6% y 7% del PIB en 2020, exhibiendo un significativo aumento con respecto al año 2019. Para el año próximo, de acuerdo con el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021, se verificaría una reducción del déficit fiscal primario del SPNF hasta 4,2% del PIB, ya sin las masivas asistencias extraordinarias a las familias y empresas que caracterizaron lo ocurrido desde abril de 2020.

Superado el período de mayor impacto de la pandemia, y con el objetivo de contribuir a la estabilización monetaria, en octubre el Tesoro Nacional canceló en forma anticipada Adelantos Transitorios del BCRA por \$125.780 millones y anunció que durante los meses de noviembre y diciembre no solicitará asistencias adicionales del Banco Central al Tesoro Nacional en forma de Adelantos Transitorios. El Ministerio de Economía afirmó que cualquier incremento en el financiamiento neto que supere el 10% de los vencimientos de capital e intereses en lo que resta de año será destinado a reducir adicionalmente el nivel de asistencia del Banco Central.

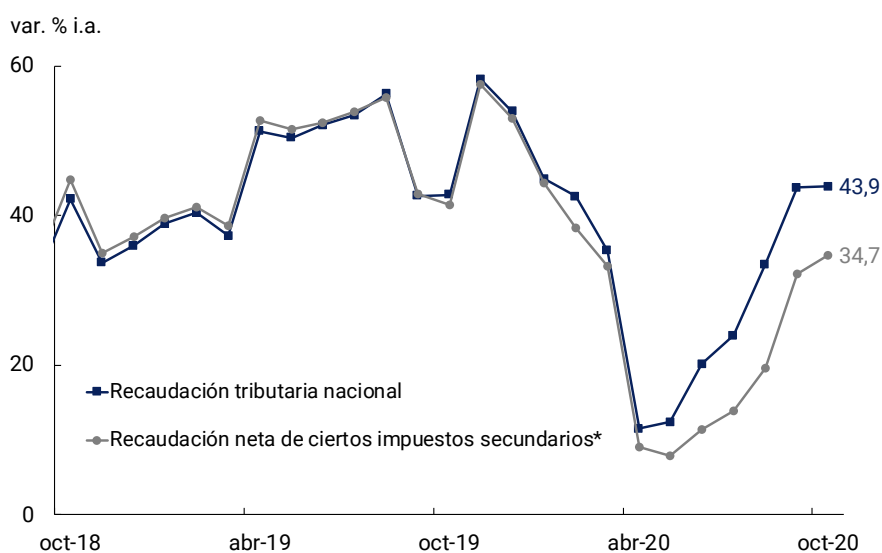
Tras la exitosa reestructuración de deuda denominada en moneda extranjera el Gobierno Nacional continuó reconstruyendo el mercado local de deuda y reforzó su compromiso con la sostenibilidad de las finanzas públicas a partir del anuncio del envío al Congreso de un sendero fiscal plurianual (ver Apartado 6 / La reestructuración de la deuda pública y los desafíos pendientes).

5.1. Los ingresos fiscales mostraron un mejor desempeño impulsados por la gradual recuperación de la actividad económica

La recaudación tributaria nacional mostró una leve recuperación al crecer 33,5% i.a. en el tercer trimestre, luego de crecer sólo 15% entre abril y junio (ver Gráfico 5.1). En términos reales esta mejora implicó un recorte de casi 16 p.p. respecto de la caída registrada en los ingresos tributarios durante el segundo trimestre (-20,1% i.a.). En octubre la suba fue de 43,9% i.a.

Se observaron dinámicas diferentes entre los grupos de impuestos. Por un lado, se destacó el elevado dinamismo de los tributos que fueron impulsados por la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva. El impuesto a los Bienes Personales registró un aumento muy significativo, al tiempo que la instauración del Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS) contribuyó con \$118.996 millones en los primeros diez meses del año (2,4% de la recaudación total). Por su parte, otros tributos con menor incidencia también registraron incrementos considerables, como los impuestos internos.

Gráfico 5.1 | Recaudación tributaria nacional nominal



*Recaudación sin Bienes Personales, Impuesto PAIS e impuestos internos
Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

Por otro lado, los principales impuestos (aquellos con elevadas participaciones históricas sobre el total recaudado) han tenido un avance relativamente acotado, consistente con la gradualidad del proceso de recuperación económica en el contexto de la pandemia. El Impuesto al Valor Agregado (IVA) neto creció 14,9% i.a. en el tercer trimestre en comparación con el aumento de 7,6% i.a. que se había registrado en el segundo trimestre. Los recursos de la seguridad social crecieron 26% i.a. entre julio y septiembre cuando habían exhibido un aumento de 14,7% i.a. entre abril y junio. Finalmente, el impuesto a las ganancias⁴⁸ mostró una suba 29,4% i.a. en el tercer trimestre del año, por encima del 7,8% i.a. que se había verificado en el trimestre previo. En octubre continuó registrándose una recuperación en la recaudación tributaria.

Cabe destacar que sobre el desempeño interanual de la recaudación de los últimos meses (septiembre y octubre; +43,7% i.a. y +43,9% i.a. respectivamente) impactó la baja base de comparación. En agosto de 2019 el Gobierno anterior había tomado una serie de medidas transitorias de alivio tributario tras las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) con resultado adverso para el oficialismo en ese entonces. El Gobierno Nacional aumentó el mínimo no imponible y la deducción especial para jubilados y empleados en relación de dependencia del impuesto a las ganancias, al tiempo que implementó un cronograma de devolución

48 Sobre el desempeño interanual del Impuesto a las ganancias impactó una serie de factores entre los que se destacó la prórroga este año hasta agosto de la presentación de la declaración jurada para personas humanas y del pago del saldo del tributo correspondientes al período fiscal 2019. Asimismo, incidió la baja base de comparación por las medidas de alivio tributario luego de las PASO de agosto 2019.

de lo retenido por el impuesto. En segundo lugar, en relación con el IVA, se habían tomado medidas de reducciones puntuales sobre algunos productos de la canasta básica alimentaria durante el último cuatrimestre del año pasado. Luego, en relación con los aportes personales a la seguridad social, en agosto de 2019 se había dispuesto la eximición del pago de aportes personales durante los meses de septiembre y octubre.

En tanto, incluso pese a la suba de alícuotas dispuesta a fines de 2019, los impuestos asociados al comercio exterior continuaron exhibiendo un desempeño acotado. En el tercer trimestre registraron un incremento de 12%, mostrando de todas formas una mejora frente a la suba de 3% i.a. que habían verificado en el trimestre previo. En octubre verificaron una suba de 4% i.a., afectada por el atípico adelantamiento en el pago de derechos de exportación de los productos agrícolas que había ocurrido a fines de 2019 ante la previsión de la suba de alícuotas y otros cambios normativos. Asimismo, en octubre comenzó a incidir la reducción transitoria de alícuotas de derechos de exportación sobre el complejo sojero y otras modificaciones en el tributo⁴⁹.

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del SPNF aumentaran en términos nominales 28% i.a. en octubre y 25% i.a. entre julio y septiembre, tras haberse incrementado sólo 8% i.a. en el trimestre previo⁵⁰. La evolución interanual negativa del resto de los ingresos del SPNF se explicó por la eximición del cobro de intereses sobre los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) a las personas beneficiarias de prestaciones previsionales y sociales y por los menores recursos disponibles de ANSeS para financiar el pago de las obligaciones derivadas del programa de Reparación Histórica a jubilados y pensionados⁵¹.

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 octubre el avance nominal de los recursos propios se habría sostenido en torno al 28% i.a. luego de crecimientos en torno al 10% i.a. y al 13% i.a. en abril y mayo, respectivamente.

5.2. Tras el extraordinario esfuerzo fiscal en el marco de la pandemia se comenzó a delinear una trayectoria consistente con la sostenibilidad y la recuperación de la actividad económica

El gasto primario exhibió un aumento nominal de 63% i.a. en el tercer trimestre y de 55% en octubre, en un contexto en el que los ingresos crecieron al 25% i.a. y 28% i.a. en iguales períodos, reduciéndose significativamente la diferencia entre ambos desempeños en relación con el trimestre previo (ver Gráfico 5.2).

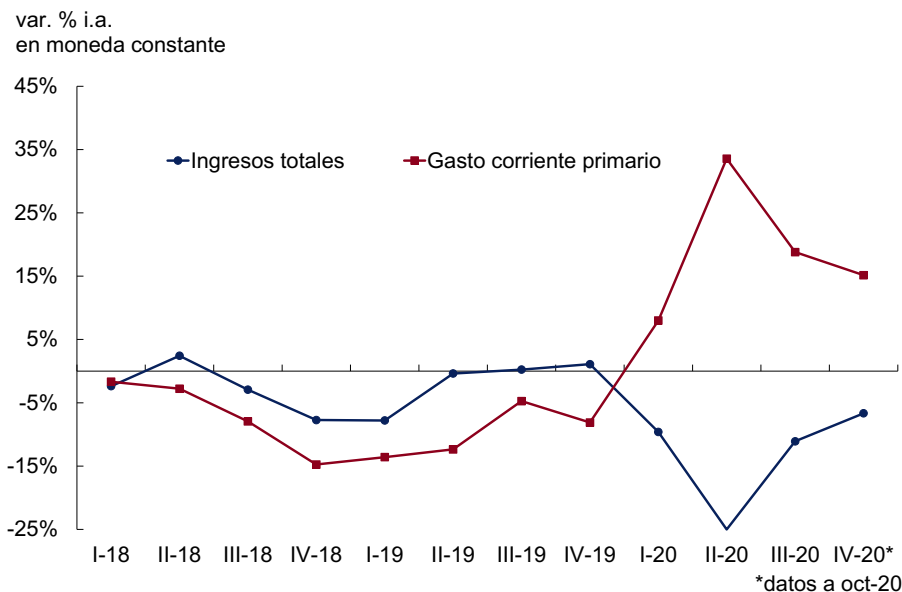
Los gastos en el marco de la emergencia sanitaria por el COVID-19 se vieron fuertemente incrementados por medidas específicas destinadas a proteger los ingresos de las familias y las empresas y auxiliar financieramente a las administraciones provinciales, fortalecer el sistema de salud y reactivar la producción y el empleo. Este conjunto de medidas explicó casi dos tercios del incremento del gasto primario entre abril y octubre del 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 por la contratación de servicios básicos. Otros rubros de gasto mantuvieron una evolución contenida, incluyendo el gasto de capital no vinculado a la salud y al saneamiento.

49 Decretos 789/2020 y 790/2020.

50 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).

51 Artículo 121 de la Ley de Presupuesto Nacional 2019 N° 27467.

Gráfico 5.2 | Ingresos y gasto primario del SPNF



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

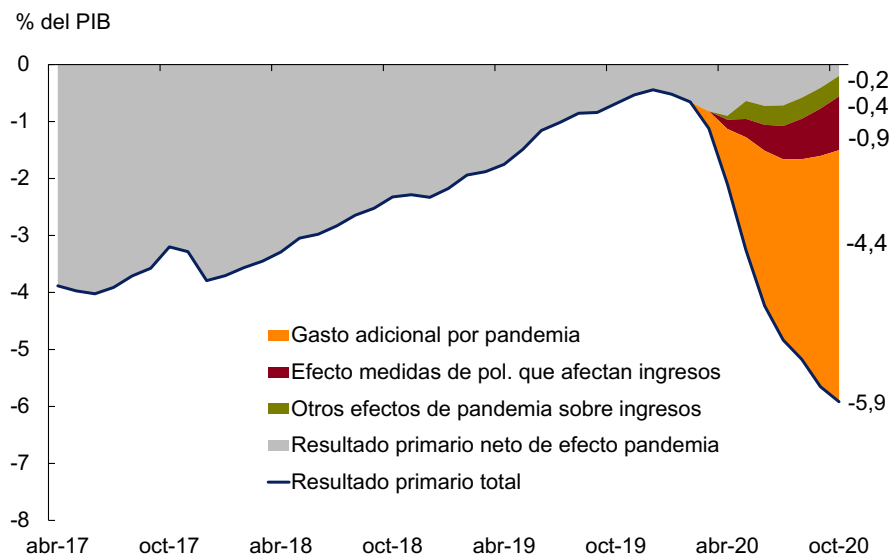
De acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Economía, el déficit primario acumulado en los últimos 12 meses a octubre representó aproximadamente 5,9% del PIB, tras el 0,4% del Producto registrado en 2019⁵² (ver Gráfico 5.3). Una gran parte del déficit primario se explica por el efecto de la pandemia de COVID-19: se estima que 4,4 p.p. del PIB son gastos adicionales relacionados a medidas de contención social, económica y sanitaria, mientras que 0,9 p.p. del Producto representan efectos de medidas paliativas de política que afectaron los ingresos del SPNF (como la eximición del cobro de contribuciones patronales o del cobro de intereses a los préstamos de beneficiarios de la ANSeS). A esto se le adiciona una estimación de 0,4 p.p. del PIB de pérdida de ingresos por los efectos macroeconómicos de la coyuntura sobre los ingresos tributarios y de la seguridad social que no alcanzaron a ser compensados por las modificaciones impositivas incluidas en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación productiva de fines de 2019.

El Ministerio de Economía difundió que para 2020 estima que el déficit primario del SPNF oscilaría entre 6,6% y 7% del PIB⁵³.

52 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.

53 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-equipo-economico-expuso-los-ejes-centrales-del-presupuesto-2021-ante-la-comision-de>

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



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

Recuadro. Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021

Los objetivos centrales del Gobierno Nacional para el próximo ejercicio fiscal estarán concentrados en consolidar la protección social de los sectores más vulnerables de la sociedad argentina, impulsar una recuperación económica robusta en el marco de la emergencia sanitaria, económica y social y comenzar a construir un camino de desarrollo sustentable sobre la base de una estructura productiva que asegure una generación sostenida de empleo con derechos y contribuya al bienestar social de las y los habitantes de la Argentina.

El presupuesto fue diseñado a efectos de administrar una situación de emergencia económica agravada por la pandemia, y se basa en dos principios fundamentales. El primer principio es que no hay estabilización macroeconómica que sea posible sin una recuperación de la actividad económica, y por ello apunta a que el Estado juegue un rol central para fomentar la recuperación económica, partiendo de una situación de profunda recesión. El segundo principio es que la sostenibilidad fiscal requerirá de esfuerzos consistentes para alcanzar el equilibrio fiscal que sean compatibles con un sendero de crecimiento inclusivo, concibiéndose el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021 (PPN-21) como el comienzo de un camino sostenido en esa dirección.

En un contexto de múltiples restricciones, incluyendo una limitada capacidad de financiamiento, se plantea un esquema de política fiscal orientado a generar una recuperación del nivel de actividad.

Respecto a los ingresos fiscales, en el PPN-21 se espera que la propia recuperación económica devendrá en un robustecimiento de los ingresos públicos asociados al dinamismo del mercado interno.

En cuanto a la inversión pública, el PPN-21 promueve una recuperación importante del gasto en capital por parte del Estado Nacional como un factor dinamizador de la actividad económica y el empleo. El gasto de capital alcanzaría 2,1% del PIB.

Cuadro 5.1 | Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021

(Sector Público Nacional no Financiero)

	2021	
	mill. de \$	% del PIB
Recursos totales	6.730.583	18,0
Gasto primario	8.298.539	22,2
Gasto primario corriente	7.518.669	20,1
Gasto de capital	779.870	2,1
Resultado Primario	-1.567.956	-4,2
Intereses	544.527	1,5
Resultado Financiero	-2.112.483	-5,7

Fuente: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021

En 2021, la menor carga de intereses de la deuda liberará recursos para priorizar otras erogaciones, como el gasto de capital. El resultado primario representaría -4,2% del PIB. Considerando las variaciones interanuales para los recursos y gastos, tanto en términos totales como primarios, se proyectan mejoras en ambos resultados respecto de los estimados para 2020. El Presupuesto Nacional 2021 propone una tasa de variación interanual de los gastos por debajo de la estimada para los recursos y, particularmente, un gasto primario decreciente en términos reales.

5.3. Tras el exitoso canje de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continuó afrontando sus necesidades básicamente a partir de fuentes domésticas de financiamiento

El Ministerio de Economía llevó a cabo exitosamente el canje de la deuda pública en moneda extranjera emitida tanto bajo legislación local como extranjera, ambas bajo condiciones similares, con porcentajes de aceptación sobre el total elegible superiores al 99% (ver Apartado 6 / La reestructuración de la deuda pública y los desafíos pendientes).

Adicionalmente, durante los meses de agosto, septiembre y octubre se realizaron diferentes operaciones de financiamiento que permitieron refinanciar un alto porcentaje de los vencimientos en moneda local, disminuyendo las necesidades de financiamiento monetario al tiempo que se expandió la profundidad del mercado local de deuda y la participación de sus inversores institucionales más relevantes⁵⁴. En este contexto, y para ampliar el menú de instrumentos de financiamiento, el Tesoro Nacional licitó en octubre bonos vinculado a la cotización del dólar (*dollar-linked*), por un monto equivalente a US\$1.766 millones (aprox. \$136.105 millones)⁵⁵. Asimismo, el Ministerio de Economía realizó a inicios de noviembre una subasta de instrumentos denominados en dólares por US\$750 millones.

54 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-tesoro-nacional-amplia-el-menu-de-instrumentos-de-financiamiento-en-el-contexto-de-la>

55 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultados-de-la-licitacion-del-bono-del-tesoro-nacional-vinculado-al-dolar>

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 (ver Capítulo 7. Política Monetaria). Así, en lo que va del 2020, el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$1,26 billones asociados a las utilidades correspondientes al ejercicio 2019, le otorgó \$407.720 millones de adelantos transitorios netos y US\$3.244 millones de reservas internacionales de libre disponibilidad a cambio de letras intransferibles. Asimismo, hasta fines de octubre suscribió nuevas letras intransferibles en moneda extranjera por unos US\$112 millones. A inicios de noviembre, el Ministerio de Economía anunció que durante los meses de noviembre y diciembre no solicitará asistencias del Banco Central al Tesoro Nacional en forma de Adelantos Transitorios, tras las cancelaciones netas por \$125.780 millones efectuadas durante octubre. En cuanto a la política financiera para el cierre del año, el Ministerio afirmó que pretende renovar la totalidad de los vencimientos de capital e intereses y obtener financiamiento neto de mercado por hasta un 10% respecto al total de vencimientos de dicho período. Asimismo, señaló que cualquier incremento de financiamiento neto que supere ese umbral será destinado a reducir adicionalmente el nivel de asistencia del Banco Central⁵⁶.

⁵⁶ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/gestion-de-la-politica-fiscal-en-el-ultimo-bimestre-de-2020>

Apartado 6 / La reestructuración de la deuda pública y los desafíos pendientes

La recuperación del canal del crédito público es un paso fundamental para la construcción de un esquema general de consistencia macroeconómica. No sólo se trata de comenzar a normalizar el canal de financiamiento del Tesoro Nacional tras la excepcionalidad de 2020 en el marco de la pandemia COVID-19, sino de reconstruir un mercado de capitales en moneda local que sirva de sustento para el fortalecimiento del ahorro en pesos.

A tan solo meses de iniciada la nueva gestión, el Gobierno Nacional logró reestructurar de manera exitosa los títulos públicos de deuda pública nacional denominados en moneda extranjera. En tanto, continúa el proceso de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), al tiempo que resta normalizar la situación de los pasivos con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París. No obstante, la solución al complejo problema de insostenibilidad del endeudamiento público requería un enfoque integral que contemplase soluciones tanto para la deuda denominada en dólares como para aquella emitida en moneda nacional. En función de ese diagnóstico, se definieron estrategias para evitar operaciones disruptivas sobre el mercado financiero y cambiario local de inversores no residentes posicionados en instrumentos de deuda pública. Finalmente, las provincias han avanzado en las reestructuraciones de sus respectivos pasivos.

Reestructuración de la deuda con privados en moneda extranjera

La deuda pública argentina en moneda extranjera se encontraba en una posición no financiable e insostenible puesto que ningún superávit primario y externo plausible desde un punto de vista económico o social podía estabilizar su trayectoria. Para el período 2020-2024, los vencimientos en moneda extranjera de títulos públicos en manos del sector privado y las obligaciones previstas del crédito del FMI totalizaban más de US\$100.000 millones. En particular, los títulos públicos emitidos en moneda extranjera representaban el 39% de la deuda pública nacional bruta, correspondiendo un 24% a los emitidos bajo legislación externa y un 15% a los regidos por la ley local.

El 31 de agosto de 2020 se dieron a conocer los resultados de la oferta de canje que realizó la Argentina. Considerando las tenencias del sector privado los tenedores del 94,25% del monto total de capital pendiente de todos los bonos elegibles emitidos en virtud del Contrato de 2005 y del Contrato de 2016 aceptaron la oferta realizada por Argentina y accedieron a canjear los títulos por los nuevos bonos. Debido a las cláusulas contractuales de los bonos elegibles, la República obtuvo los consentimientos requeridos para canjear y/o modificar el 99,01% del monto total de capital pendiente de todas las series de bonos⁵⁷.

Por su parte, a principios de agosto el Congreso de la Nación aprobó la Ley 27556 de Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública nacional instrumentada mediante títulos denominados en dólares estadounidenses emitidos bajo ley de la República Argentina, ofreciendo a esos tenedores condiciones similares a las de la propuesta para la reestructuración de los títulos elegibles bajo legislación extranjera. Sobre este segmento de la deuda, se logró reestructurar el 99,41% del monto elegible⁵⁸.

57 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-externa-bajo-ley>

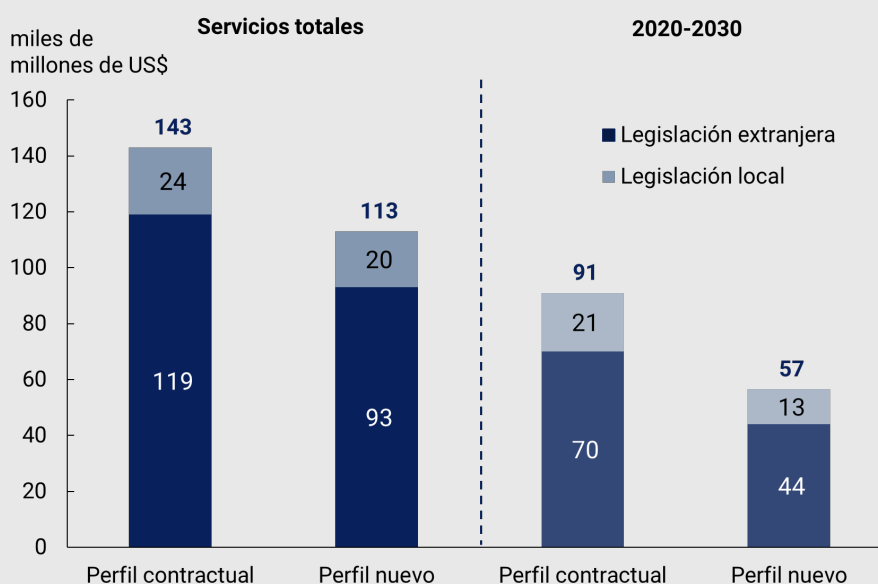
58 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-definitivos-del-canje-de-deuda-publica>

Los resultados exitosos de ambos canjes de deuda dotaron de mayor sostenibilidad a las finanzas públicas, al tiempo que brindan certidumbre al sector privado⁵⁹, sentando bases necesarias para que la República Argentina retome la senda del crecimiento sostenible luego de una recesión de más de dos años generada por la crisis de balance de pagos y de deuda, a lo que se sumó el fuerte impacto negativo asociado a la pandemia.

Nuevo perfil de deuda reestructurada de títulos públicos en moneda extranjera

Tras el exitoso canje de los instrumentos en tenencia de acreedores privados, los nuevos bonos bajo legislación local generarán pagos de amortizaciones e intereses por aproximadamente US\$12.500 millones en el período 2020-2030. Si se compara este perfil de vencimientos con el que regía previo al canje para los bonos elegibles en tenencia de acreedores privados, se observa una reducción de los servicios de deuda cercana a US\$8.900 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\$26.000 millones adicionales de menores necesidades financieras para ese mismo período (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Perfil de vencimientos de los títulos públicos en moneda extranjera en tenencia de acreedores privados (legislación local y extranjera)



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía

Normalización del mercado local de deuda

Cuando asumió el nuevo Gobierno a fines de 2019, el mercado de deuda pública en pesos contemplaba obligaciones contractuales muy elevadas (por alrededor de \$1,15 billones), de los cuales el 74% vencía en el primer

59 El Ministerio de Economía informó su decisión de abonar a fines de septiembre el cupón de interés correspondiente a los títulos PAR denominados en dólares estadounidenses y euros (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/comunicado-del-ministerio-de-economia-0>). Para estos instrumentos emitidos en 2010 no se alcanzaron los umbrales necesarios para gatillar las cláusulas de acción colectiva, a pesar de que una porción significativa de los tenedores de dichos títulos participó de forma voluntaria en el canje. A partir de la resolución 540/2020 que aprobó el Procedimiento para los Títulos Elegibles no ingresados a la operación de reestructuración de deuda bajo ley argentina, los tenedores que no pudieron ingresar con anterioridad a la invitación de canje de la República podrán hacerlo en sucesivos períodos de aceptación hasta el próximo 28 de julio de 2021 en iguales condiciones que los tenedores que oportunamente ingresaron en el período de aceptación tardío de ofertas.

semestre de 2020. Por su parte, este mercado mostraba signos de elevada iliquidez, con títulos que cotizaban en torno al 35%-40% de paridad. Frente a ese escenario, el Gobierno Nacional se trazó el objetivo de normalizar el funcionamiento del mercado de deuda en pesos.

Durante el año se realizó un conjunto de operaciones de conversión de instrumentos denominados en dólares por títulos en pesos a tasas de interés reales positivas por un monto de unos US\$6.600 millones, incentivando el ahorro en instrumentos en moneda nacional, pero compatibles con la sostenibilidad de la deuda. De esta manera, dichas operaciones contribuyeron a disminuir la exposición del Tesoro Nacional (TN) a obligaciones de corto plazo en moneda extranjera. Asimismo, el TN consiguió un mayor financiamiento neto en los mercados locales de deuda.

Adicionalmente, con el fin de evitar operaciones disruptivas de inversores no residentes sobre el mercado financiero local⁶⁰, en el marco del artículo 7 de la Ley 27561, el Gobierno Nacional realizó a inicios de noviembre una subasta de instrumentos denominados en dólares por US\$750 millones.

Otros desafíos pendientes

Entre los principales desafíos que enfrenta la gestión de los pasivos públicos debe considerarse una eventual reestructuración de los vencimientos de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por un monto equivalente a US\$43.904 millones hasta agosto de 2024. Entre septiembre y diciembre de 2021 operan las primeras obligaciones contractuales de deuda de capital por unos US\$3.650 millones.

Cuadro 1 | Perfil trimestral de vencimientos contractuales con el FMI
(en millones de US\$)

	IV-21	I-22	II-22	III-22	IV-22	I-23	II-23	III-23	IV-23	I-24	II-24	III-24	TOTAL
Capital	3.650	3.476	3.476	4.817	5.488	5.488	5.488	3.663	3.663	2.012	2.012	671	43.904
Intereses	381	362	321	293	242	185	124	72	28	13	6	2	2.028
TOTAL	4.031	3.838	3.797	5.110	5.730	5.673	5.612	3.735	3.691	2.025	2.018	672	45.932

Fuente: Secretaría de Finanzas.

Asimismo, queda pendiente la formalización de un acuerdo con los acreedores bilaterales nucleados en el Club de París con un capital adeudado que a junio de 2020 ascendía a un monto equivalente a US\$2.123 millones más los intereses correspondientes.

Finalmente, las jurisdicciones subnacionales enfrentan actualmente el desafío de reestructurar sus pasivos en moneda extranjera siguiendo principios de sostenibilidad similares a los que fueron considerados en ocasión de perfeccionarse la reestructuración de la deuda nacional. Al 30 de septiembre de 2020, el stock total de la Deuda Provincial asciende a US\$23.770 millones⁶¹.

60 El Ministerio de Economía identificó en el mercado local un conjunto de tenedores externos de instrumentos en pesos, cuyas estrategias y mandatos de inversión no eran compatibles con las características estructurales del mismo, lo cual podría generar condiciones de inestabilidad financiera y macroeconómica. Con el fin de restaurar la estabilidad macroeconómica y avanzar en la normalización del mercado de deuda en pesos, se previeron licitaciones programadas de instrumentos de deuda pública denominados en moneda extranjera, con idénticas características a los que se pusieron 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.

61 https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/uasdp_informe_consolidado_trimestre_iii_2020.pdf

6. Precios

La inflación se ubicó en 37,2% i.a. en octubre, 16,6 p.p. por debajo de la observada en diciembre de 2019. Este proceso de gradual baja en la tasa de inflación fue viable dentro del entorno de acotada volatilidad del tipo de cambio propiciado por el BCRA. El comportamiento de los precios continuó afectado por las medidas de aislamiento y distanciamiento social en el marco de la pandemia del COVID-19. Las subas salariales acotadas, junto con el congelamiento de las tarifas de servicios públicos regulados y un conjunto de bienes cuya evolución de precios estuvo coordinada por programas gubernamentales, contribuyeron a desacelerar la inflación.

Los registros mensuales de inflación del tercer trimestre se ubicaron algo por encima de los del trimestre previo, en un contexto en que la actividad agregada ha dado signos de recuperación. Esta dinámica respondió tanto a las actualizaciones de los precios de los Alimentos y bebidas y de los productos de limpieza y tocador, como a los aumentos de los precios de un grupo de bienes durables no alcanzados en programas de precios de referencia, que subieron significativamente por encima del Nivel general. Los precios de estos productos resultaron particularmente afectados por restricciones de oferta durante los meses de ASPO, y con la flexibilización de las medidas sanitarias comenzaron a enfrentar una demanda creciente.

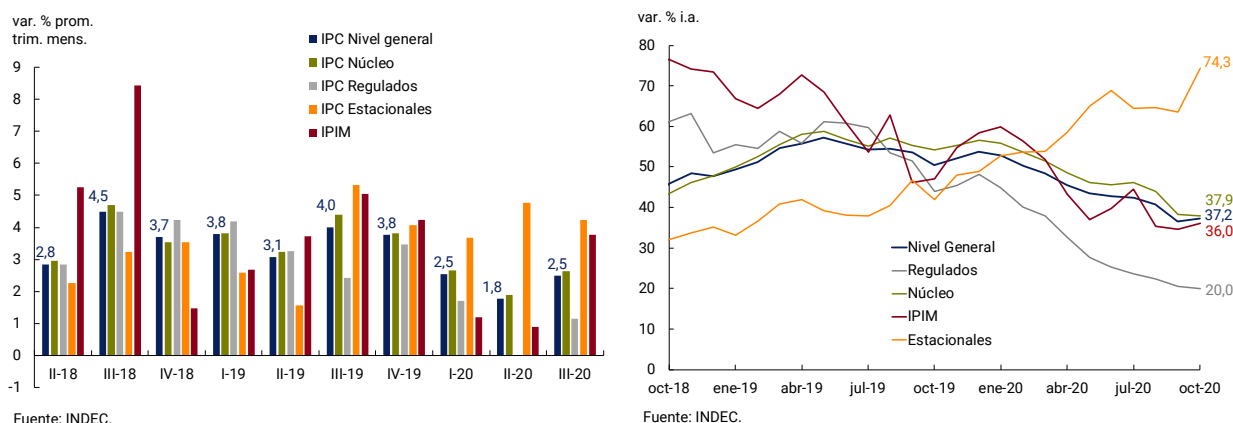
Hacia delante algunos factores podrían ejercer presión sobre el proceso de formación de precios, entre los que se encuentran: la recuperación del precio relativo de los servicios, el avance de acuerdos paritarios y la búsqueda de recomposición de los márgenes de comercialización minorista en algunos sectores. Sin embargo, se espera que la coordinación de estas fuerzas por parte del Gobierno Nacional con los distintos sectores de la economía permita que el proceso en curso de gradual baja en la tasa de inflación continúe.

6.1. La inflación continuó descendiendo en términos interanuales durante el tercer trimestre

La inflación continuó descendiendo en los últimos meses hasta ubicarse en 37,2% i.a. en octubre, significativamente por debajo de la observada en diciembre de 2019. La estrategia de flotación administrada del tipo de cambio nominal implementada por el BCRA fue determinante en reducir la inflación. Los precios mayoristas también acumularon una suba en términos interanuales muy por debajo de la del año 2019, al elevarse 36,0% i.a. en octubre (ver Gráfico 6.1).

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

Gráfico 6.1 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIIM) variaciones trimestrales (izquierda) e interanuales (derecha)



Al igual que durante el segundo trimestre del año, entre julio y octubre el comportamiento de los precios estuvo influenciado por las medidas de aislamiento y distanciamiento social dispuestas por la pandemia de COVID-19. Durante el tercer trimestre, si bien la actividad tuvo una recuperación significativa, algunos sectores aún continuaron exhibiendo niveles altos de capacidad ociosa⁶² que contribuyeron a mantener la inflación acotada. En este mismo sentido, el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos dispuesto por el Gobierno Nacional continuó quitando presión al alza de los precios al consumidor.

En octubre, la inflación se ubicó por encima de la del tercer trimestre. Diversos factores se conjugaron para que la tasa de inflación mensual fuera transitoriamente más elevada: fuertes aumentos de carácter estacional, que en parte se revertirían en el corto plazo, actualizaciones pendientes de precios de alimentos en el marco de los programas gubernamentales de administración de precios y subas en los valores de los combustibles.

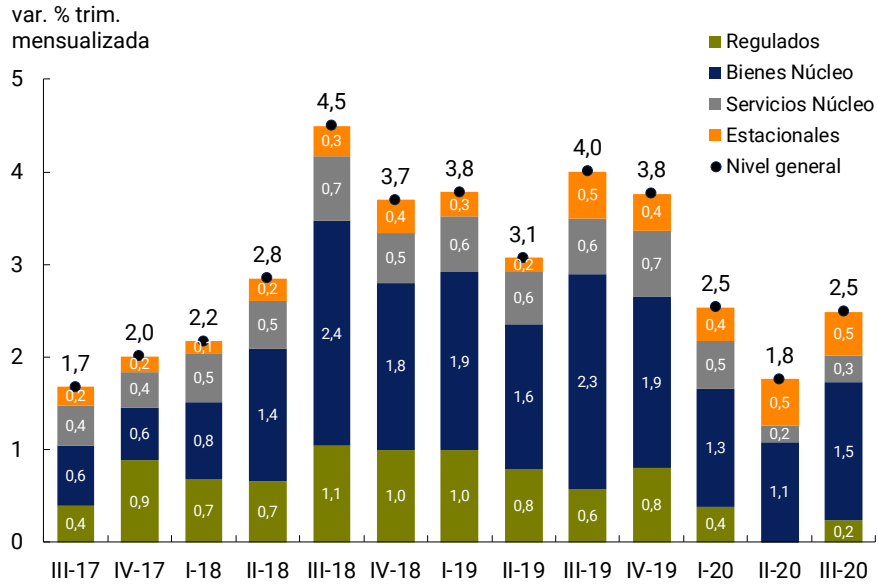
6.2. Se verificó una leve aceleración en la inflación mensual durante el tercer trimestre, tal como se anticipó en el IPOM de agosto

En línea con lo que se preveía en el IPOM anterior, durante el tercer trimestre la inflación minorista se ubicó por encima de los registros del segundo trimestre. En este comportamiento influyeron las adecuaciones en los programas gubernamentales de administración de precios, actualizaciones paritarias y, en algunos rubros transables puntuales, la mayor incertidumbre financiera. Así, en el tercer trimestre la inflación promedió una suba de 2,5% mensual, 0,7 p.p. mayor a la tasa media de variación observada entre abril y junio.

Durante el tercer trimestre tanto los precios de los bienes como los de los servicios se aceleraron, incidiendo mayormente en la dinámica de la inflación Núcleo (ver Gráfico 6.2). El IPC Núcleo promedió una suba de 2,6% mensual, ubicándose 0,7 p.p. por encima del segundo trimestre. Los precios de la categoría Regulados se elevaron 1,1% promedio mensual, tras haber permanecido estables en el segundo trimestre. Por otra parte, los precios de bienes y servicios estacionales registraron incrementos por debajo de los del segundo trimestre, aunque continuaron subiendo por encima del resto de las categorías (4,2%, -0,5 p.p. respecto del segundo).

62 Ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo y Apartado 2 / Evolución de la pandemia y recuperación económica.

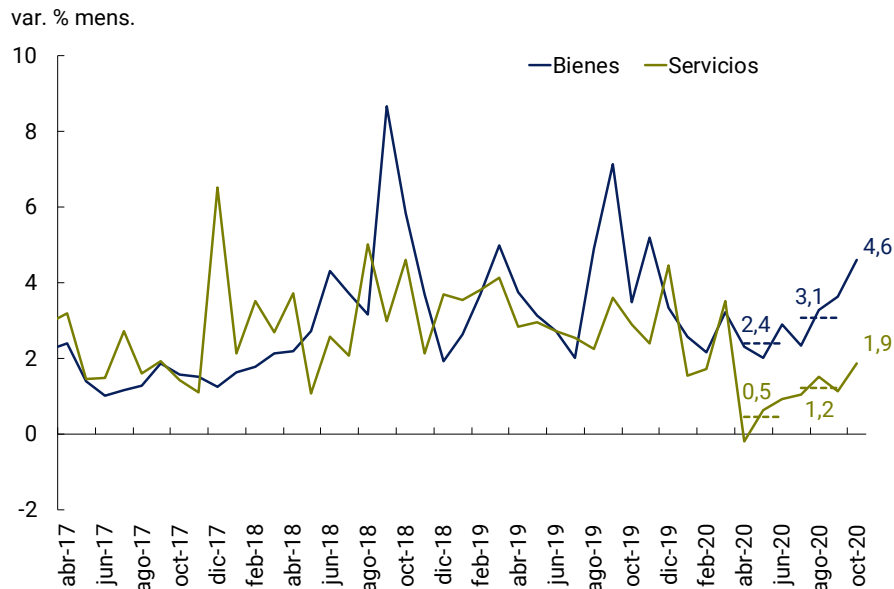
Gráfico 6.2 | IPC. Contribuciones de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios en el trimestre



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Durante el tercer trimestre, continuó el patrón observado desde el inicio de las restricciones a la circulación, donde los precios de los bienes crecieron por encima de los precios de los servicios. Los precios de los bienes subieron a un ritmo de 3,1% (+0,7 p.p. respecto del trimestre previo), por encima de los de los servicios que lo hicieron a una tasa mensual promedio de 1,2% (+0,7 p.p. respecto del segundo trimestre del año). En octubre se mantuvo la tendencia del tercer trimestre, con subas en los bienes de 4,6% y en servicios de 1,9% (ver Gráfico 6.3).

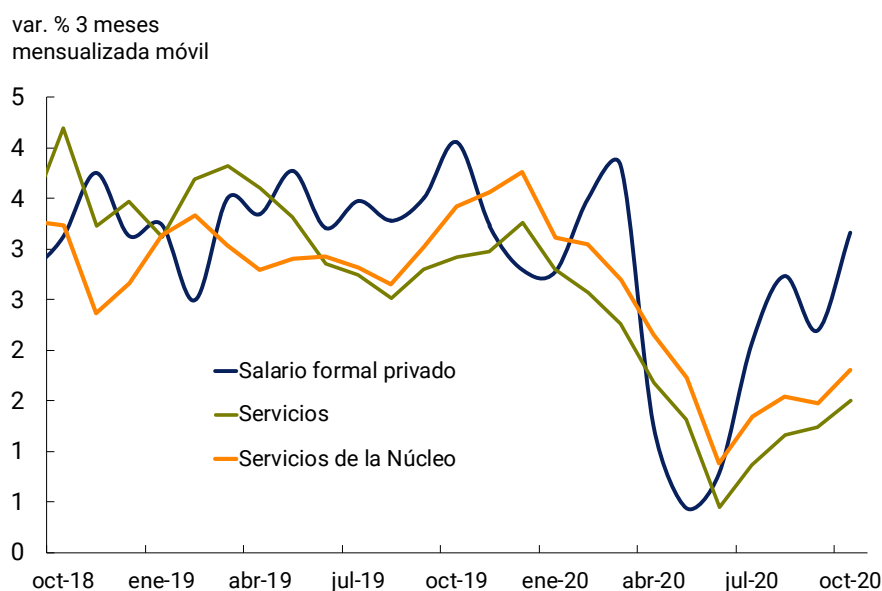
Gráfico 6.3 | IPC. Bienes y Servicios



Fuente: INDEC.

Desde julio las subas en los servicios, intensivos en mano de obra, reflejaron la actualización salarial en varios gremios, luego de haber sido postergadas durante el segundo trimestre. (ver Gráfico 6.4) Los principales impulsos provinieron de los servicios incluidos en la componente Núcleo, como los alquileres y las expensas, las cuales reflejaron la nueva paritaria de los encargados de edificio. A estos se sumó un mayor ritmo de aumento mensual de los valores de los servicios de cuidado personal y de reparación de la vivienda. En algunos casos, el mayor dinamismo coincide con la apertura de algunos rubros que habían permanecido sin operaciones en el segundo trimestre del año (ver Recuadro. Impacto de la reapertura de actividades en los registros de precios).

Gráfico 6.4 | Precio de los servicios y salarios



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

Recuadro. Impacto de la reapertura de actividades en los registros de precios

Las restricciones a la circulación de las personas establecidas en el marco de la pandemia de COVID-19 influyeron en las modalidades de recopilación de precios de los institutos de estadística a nivel mundial. Así, el INDEC, las Direcciones Provinciales de Estadística y la Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires incorporaron modalidades no presenciales de relevamiento, en línea con lo sugerido por los organismos internacionales en la materia y las oficinas de estadística de otros países (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Fondo Monetario Internacional, Eurostat, entre otros).

En el caso de algunos servicios directamente no fue posible obtener precios porque no se estuvieron ofreciendo. Es el caso de los servicios turísticos, que incluyen paquetes vacacionales, pasajes de avión y ómnibus, y hotelería, los servicios de cuidado personal y los servicios de restaurantes en los locales. En estos casos se adoptó alguna estrategia de imputación de los precios faltantes, evitando generar las distorsiones que en períodos de alta inflación podría ocasionar la inclusión de variaciones nulas para estos servicios y permitiendo así que el IPC reflejase de manera robusta la variación de los precios que efectivamente fueron relevados cada mes.

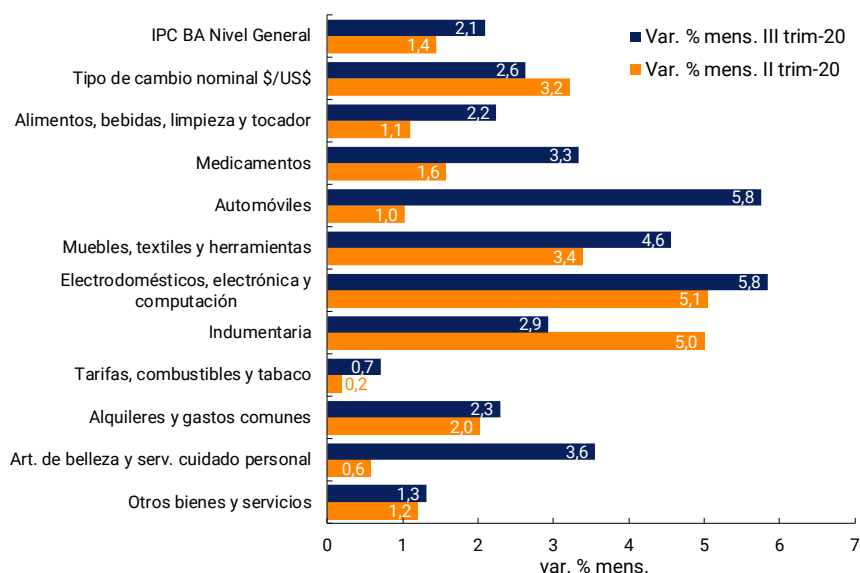
Durante el tercer trimestre en algunas regiones se flexibilizaron las restricciones posibilitando que el IPC comience a capturar cotizaciones reales vinculadas a aquellas actividades que fueron habilitadas a operar. Es el caso de los lavaderos de autos y de los servicios de cuidado personal, como los brindados por las peluquerías, que abrieron sus puertas a fines de julio en el ámbito de la Ciudad de Buenos Aires. Si bien los precios de estos servicios se imputaron en los índices de precios con el movimiento de agrupaciones superiores, la captura de cotizaciones correspondientes a transacciones reales se plasmó en una fuerte suba de los precios de esos servicios, del orden del 16% mensual en el mes de agosto en el caso de los de cuidado personal. Los precios de los gimnasios y alquiler de canchas de fútbol incluidos en la división Recreación y cultura, que comenzaron a operar a fines de octubre y principios de noviembre, mostrarían una dinámica similar que se registrará en el IPC de noviembre.

Tal como se había anticipado en el IPOM de mayo, la incorporación de los precios efectivos, después de meses de haber sido imputados, corrige el nivel del índice y, por lo tanto, cualquier discrepancia con la inflación que se hubiese estimado en condiciones normales. Es por ello que, en estos casos, se vuelve más relevante la inflación en un período que incluya al menos un mes sin restricciones a la circulación.

Todavía no hay cotizaciones efectivas de los rubros relacionados con turismo, pero cabría esperar una suba significativa en los servicios locales, por una concentración de demanda y una oferta que deberá adaptarse a los protocolos de salubridad ante este nuevo contexto. La fuerte depreciación del peso y la pandemia desalentarán la demanda de turismo fuera del país, que en parte se volcará al turismo interno.

Al interior de los bienes del componente núcleo, el mayor dinamismo desde julio en las distintas categorías fue difundido. En el caso de los Alimentos envasados, artículos de limpieza y tocador, las subas obedecieron a las actualizaciones de las listas en el marco de los Programas de Precios Máximos y Cuidados autorizadas en julio y octubre. Los precios de la carne y sus derivados también subieron en mayor medida durante el tercer trimestre y octubre. Otros aumentos de importancia se dieron en los precios de los medicamentos y los automóviles, cuyos precios también se elevaron a un ritmo mayor desde julio (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | IPC BA. Variaciones de precios promedio mensual por Grupos de bienes y servicios

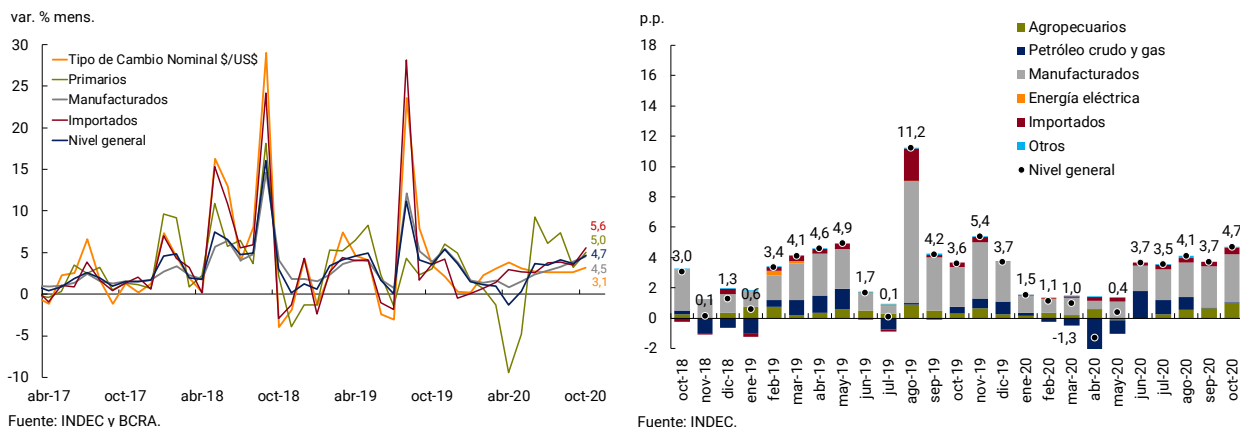


Fuente: BCRA en base a datos de Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires.

La mayor inflación de los bienes Regulados respondió principalmente a las actualizaciones de los precios de los combustibles para el automotor y los cigarrillos registradas entre julio y octubre. Finalmente, los precios de los productos estacionales continuaron creciendo por encima de los del componente núcleo, reflejando principalmente la dinámica de las verduras y de la indumentaria.

Los índices de precios mayoristas, compuestos prácticamente en su totalidad por bienes, amplificaron la dinámica de los bienes del IPC, al crecer a una tasa promedio mensual de 3,8% durante el tercer trimestre (+2,9 p.p. respecto del segundo trimestre, ver Gráfico 6.6.). En octubre el IPIM subió 4,7%, en línea con el aumento de los bienes incluidos en el IPC. La aceleración de la inflación de los últimos meses vino acompañada por una mayor difusión de las subas de precios.

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

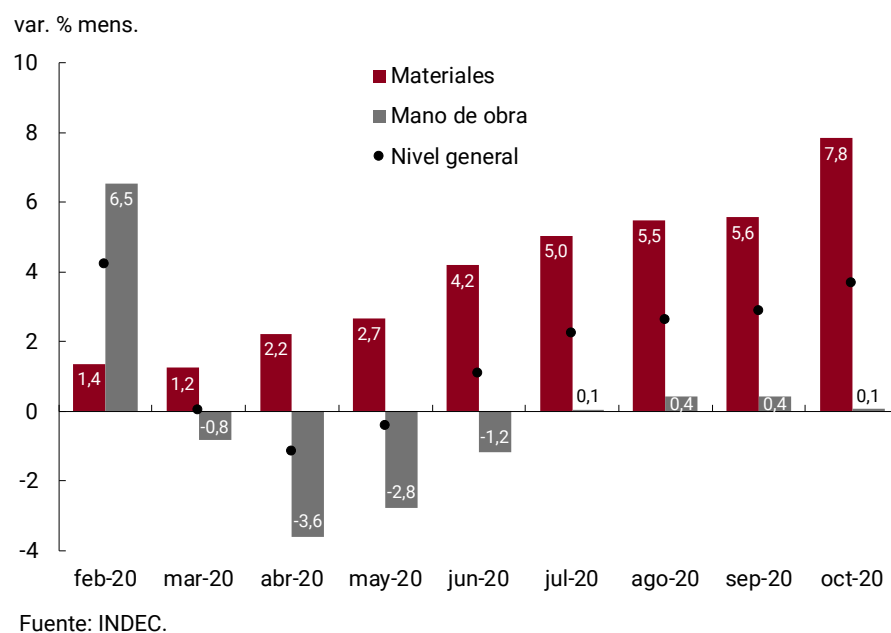


La principal contribución a la mayor inflación mayorista provino de los Productos Primarios (5,6% mensual en el tercer trimestre, luego de (-2,0%) mensual en el segundo), reflejando la dinámica de las cotizaciones del Petróleo crudo y gas, que subieron a un ritmo de 7,4% mensual, tras haber promediado una retracción de 6,7% mensual durante el segundo trimestre. Le siguieron en importancia los Productos Manufacturados de origen nacional que promediaron un alza de 3,3% en el tercer trimestre, más que duplicando el ritmo de suba del trimestre anterior (1,6% promedio mensual). Dentro de las manufacturas, en este período todos los rubros promediaron incrementos en sus precios por encima de los del trimestre anterior, destacándose por su contribución los Productos refinados de petróleo, las Sustancias y productos químicos y de los Productos cárnicos dentro de los alimentos. En el mes de octubre los precios de los Productos Manufacturados subieron 4,5%, por encima de las subas registradas durante el tercer trimestre, con aumentos ampliamente difundidos por rubros. En tanto los Productos Primarios se elevaron 5,0%, algo por debajo del promedio del tercer trimestre, reflejando alzas significativas en los Productos agropecuarios, mientras que las cotizaciones del Petróleo crudo y gas se mantuvieron relativamente estables.

Los costos de la Construcción mostraron la misma dinámica de los precios minoristas y mayoristas, acelerándose respecto del segundo trimestre del año. El ICC promedió una suba de 2,6% trimestral, después de haber exhibido una retracción (-0,2%) por la caída de los salarios del sector durante el período abril-junio. En octubre el ICC subió 3,7%, 1,1 p.p. por encima del promedio mensual del segundo trimestre.

El mayor dinamismo del ICC reflejó una marcada disparidad entre los costos de mano de obra que permanecieron relativamente estables y los Materiales, que registraron subas significativas en relación con el trimestre anterior. En un contexto donde la actividad sectorial continuó limitada, los costos de la mano de obra promediaron una suba mensual de 0,3% mientras que los materiales de la construcción acumularon un aumento de 17% en el tercer trimestre del año, creciendo a una tasa de 5,4% mensual. Estas dinámicas disímiles fueron más marcadas en octubre, mes en el que los materiales se elevaron 7,8% y los costos de mano de obra se mantuvieron estables (0,1%). Al igual que en el IPC, el componente bienes, que son los materiales, continuó ganando peso relativo al subir muy por encima del componente mano de obra (Ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7 | Costos de la construcción



6.2.1. Diferentes velocidades de aumento al interior del IPC

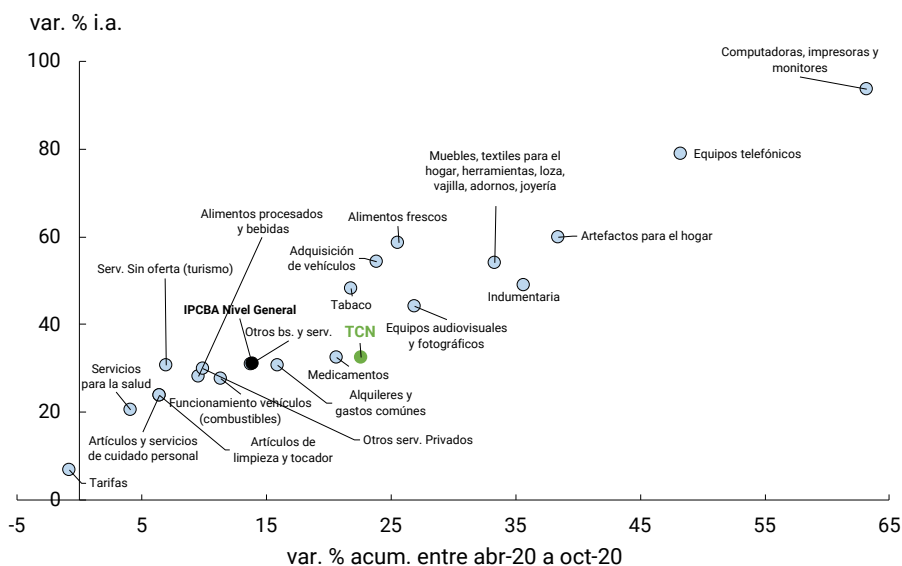
Durante el tercer trimestre continuaron observándose fuertes cambios de precios relativos al interior del IPC y sobre todo al interior de los bienes, profundizando los observados desde abril.

En el extremo inferior de la distribución de las variaciones de precios, tanto las subas acumuladas desde abril como las acumuladas en 12 meses, se encuentran los servicios, tanto públicos como privados. Le siguen aquellos bienes cuyos precios se encuentran bajo algún programa gubernamental (alimentos procesados, bebidas, productos de limpieza y tocador) que, a pesar de aumentar más que en el trimestre previo, continuaron promediando subas muy por debajo de las del resto de los bienes, y dada su importancia en la canasta de consumo de los hogares, contribuyeron a contener la inflación.

Otros bienes continuaron subiendo muy por encima del Nivel general y de la variación de la cotización oficial del dólar. Este es el caso de productos con alto contenido importado, como los artículos de electrónica, computación y electrodomésticos, y otros bienes no esenciales como los textiles para el hogar, artículos de joyería, muebles, automóviles e indumentaria entre otros, que continuaron enfrentando restricciones tanto de oferta interna (por el COVID-19) como externa, sumado a la incertidumbre sobre los costos de reposición

ante un aumento de la brecha entre el tipo de cambio nominal oficial y las cotizaciones implícitas en operaciones de compra y venta de activos financieros (ver Gráfico 6.8). En este contexto, la política monetaria cobra relevancia como instrumento de estabilización financiera y externa a fin de alinear las expectativas y acotar la tasa de crecimiento de los precios domésticos.

Gráfico 6.8 | Distribución de las variaciones de precios de los distintos bienes y servicios del IPC



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

6.3. Perspectivas

El conjunto de analistas de mercado que participan del REM continuó recortando sus proyecciones de inflación para dic-20, previendo que la inflación de este año se ubicaría significativamente por debajo de la del año previo. En el último relevamiento de octubre, quienes encabezan las primeras 10 posiciones del ranking del REM para el IPC Nivel general, estiman en promedio que la inflación interanual se reducirá hasta 35,1% a diciembre de 2020, 18,7 p.p. menor a la de 2019. Para el total de las y los participantes encuestados, la mediana de las respuestas se ubicó en 35,8%, 18 p.p. por debajo del año anterior.

A medida que se extienda la normalización de la actividad que comenzó a evidenciarse en algunas regiones y sectores, se espera un reajuste gradual de precios relativos durante el 2021. Hacia adelante, conforme las restricciones a las distintas actividades y a la movilidad de las personas vayan cediendo, 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 cierre de un conjunto de acuerdos paritarios pospuestos a inicios de año debido a la emergencia sanitaria y la búsqueda de recomposición de los márgenes de comercialización minorista en algunos sectores, podrían ejercer presión sobre el proceso de formación de precios. De acuerdo con las pautas que surgen del Proyecto de Ley del Presupuesto 2021, se prevé que las tarifas de los servicios públicos aumenten en línea con el nivel general de precios durante 2021, evitando imprimir presiones adicionales sobre el ritmo de suba de los precios.

Para 2021, Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2021 contiene una proyección de inflación de 29% i.a. a diciembre), mientras que el REM prevé una aceleración de la inflación hasta 48,9% i.a. El BCRA irá adecuando el ritmo de variación del tipo de cambio a las necesidades de la coyuntura, en el marco de la estrategia de flotación administrada, procurando mantener el tipo de cambio real multilateral en un nivel competitivo y estable. También utilizará todos los instrumentos disponibles para calibrar la liquidez del mercado (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

Apartado 7 / Sobre los determinantes de la inflación en Argentina

La discusión sobre las causas de la inflación suele presentar contrapuntos muy marcados. Dar una respuesta definitiva a esta pregunta es en extremo complejo, no sólo en Argentina sino en cualquier país. Si bien es responsabilidad de la teoría económica determinar las relaciones de causalidad, las diversas variables que a priori pueden ser relevantes en la discusión, en la práctica se determinan simultáneamente, por lo que la identificación de causas y efectos constituye un ejercicio para nada trivial.

Pero el argumento sobre la complejidad de la cuestión no implica que cualquier explicación puede ser razonable: no sólo las hipótesis que se postulan sobre los determinantes de la inflación deben ser válidas bajo condiciones suficientemente amplias —en caso contrario, solo estaríamos haciendo un mero ejercicio de casuística, no generalizable a otros contextos— sino que además dichas hipótesis deben poder dar cuenta de ciertas dinámicas que se observan en los datos. Este apartado presenta un análisis cuantitativo de los vínculos entre las variables relevantes para el caso argentino, con el objetivo de brindar un marco de referencia apropiado (hechos estilizados) que sea de utilidad para discutir sobre el fenómeno inflacionario⁶³.

El análisis se concentra en el período 2004-2019, con foco en la evolución del IPC Núcleo (P , para futuras referencias). Las principales variables que se consideran son el tipo de cambio nominal (E), los salarios (W), la actividad (Y), la cantidad de dinero (M) y la tasa de interés en pesos (i)⁶⁴. Se estudia su relación desde tres perspectivas complementarias. La primera intenta capturar el comportamiento promedio entre las variables en períodos largos de tiempo, caracterizando relaciones que eventualmente tienden a traccionar las dinámicas. La segunda estudia las relaciones en el corto plazo, analizando cuáles variables son las que suelen ajustarse más rápidamente a desvíos en estas relaciones que eventualmente tienden a cumplirse, y el grado de anticipación entre las variables (es decir, si el movimiento de alguna de ellas suele a anteceder al de las demás). Finalmente, se descompone la evolución de la inflación a 12 meses entre la contribución de las diversas variables en cada período, estudiando también el rol de la persistencia o inercia. En base a estos ejercicios se esbozan conclusiones generales sobre el comportamiento inflacionario en Argentina.

Relaciones de “largo plazo”

El análisis de “largo plazo” (denominado técnicamente como cointegración) intenta encontrar relaciones que tiendan a mover el comportamiento conjunto de las variables; tal vez no la evolución mes a mes, pero sí en promedio durante periodos largos de tiempo⁶⁵. Aplicando este enfoque a las series de interés, se detectan dos principales relaciones de largo plazo (cointegración) entre ellas⁶⁶:

63 Sin intentar hacer una revisión exhaustiva, algunos trabajos previos relacionados son Basco et al (2009), D’Amato y Garegnani (2009), Trajtenberg et al (2015) y Zack et al (2017), entre otros.

64 En particular se utilizan, respectivamente, el tipo de cambio “Comunicación A3500” (BCRA), la remuneración promedio de los trabajadores registrados del sector privado (serie normal y permanente –MTEySS–), el estimador mensual de actividad económica neto de la evolución del sector agro (INDEC), el agregado monetario M2 (BCRA) y la tasa de interés de plazo fijos (30 a 59 días). Todas las series son mensuales y se utilizan desestacionalizadas; y son medidas en logaritmos naturales a excepción de la tasa de interés que se expresa en tanto por uno.

65 En ese sentido, “largo plazo” no debe leerse como algo que ocurrirá en un futuro lejano, sino simplemente relaciones que se verifican en promedio durante periodos largos de tiempo.

66 El análisis de cointegración fue realizado mediante el enfoque de Johansen-Juselius. Entre paréntesis se muestran los desvíos estándar de los coeficientes estimados. Además de estas dos, se encuentra una relación adicional de cointegración entre la actividad y el salario real, con un coeficiente unitario. Ésta refleja la influencia de los determinantes de crecimiento de largo plazo de la economía. Dadas las otras ecuaciones, dicha relación no tiene una implicancia directa en la inflación de largo plazo. Una potencial limitación del análisis es que presupone la ausencia de cambios estructurales en las relaciones de largo plazo. Sin embargo, dado el tamaño de la muestra no resulta trivial implementar test estadísticos para evaluar esa posibilidad.

$$P = 0,21 \times E + 0,79 \times W, \quad M - P = 1,21 \times Y - 1,44 \times i + 0,44 \times E.$$

(0,02) (0,06) (0,13) (0,27) (0,08)

La primera ecuación marca una relación de largo plazo donde cerca del 80% de la evolución de los precios está asociada al sendero de los salarios, mientras que el 20% restante depende del tipo de cambio⁶⁷. Ésta puede interpretarse como la determinación de precios en base a la tecnología disponible y las variables distributivas, lo que comúnmente se conoce como “costos de producción”. Como los coeficientes suman uno, podemos también interpretarla como una relación negativa entre el salario real ($W-P$) y el tipo de cambio real ($E-P$). Esto es, en la muestra analizada, depreciaciones reales persistentes han estado asociadas a menores nivel de salario real en promedio, y viceversa.

La segunda ecuación es una relación entre la cantidad real de dinero ($M-P$), la actividad económica, la tasa de interés y el tipo de cambio. La interpretación más directa es de demanda de dinero transaccional de largo plazo⁶⁸. Pero estos resultados no permiten identificar si los incrementos en los precios preceden a la cantidad de dinero, o viceversa.

Sin pretender dar una respuesta definitiva a la vinculación que existe entre estas relaciones y la inflación, la primera de ellas parece sugerir que el proceso inflacionario puede ser gatillado por una incompatibilidad en la distribución del ingreso existente, lo que comúnmente se conoce como “conflicto distributivo”. Por ejemplo, ante un incremento del tipo de cambio, y sus consecuentes efectos sobre el nivel de precios, los trabajadores pueden intentar recomponer su salario real reclamando mejoras nominales, lo cual puede tener un efecto ulterior en los precios, dando inicio a una nueva ronda de reclamos de salarios que retroalimenten el proceso inflacionario.

La segunda relación, que da cuenta de la influencia de los agregados monetarios en la inflación, es menos directa. Muestra que no puede haber desequilibrios persistentes entre la cantidad real de dinero y aquella que el sector privado está dispuesto a demandar en el largo plazo. Pero por sí misma no permitiría concluir cómo se eliminarán dichas discrepancias; en este sentido, si el canal para eliminar un potencial exceso de liquidez en el sistema fuera el incremento en el nivel general de precios, el mismo podría ser el resultado de un “exceso de demanda” en el mercado de bienes (aunque ello no parece observarse en Argentina, dado que sorpresas en el producto no tienen una influencia significativa para explicar la inflación, ver abajo, sección “Dinámica de la inflación interanual”). Pero también puede ocurrir como consecuencia de un reacomodamiento de la cartera del sector privado, quien, al volcar parte de sus excedentes financieros a la demanda de moneda extranjera, termina presionando el tipo de cambio y por ende los precios.

En conclusión, más allá de su explicación específica, lo que muestran los datos es que toda explicación sobre el fenómeno inflacionario en Argentina debe dar cuenta que estas dos relaciones tienden a cumplirse *eventualmente*.

67 La hipótesis de que ambos coeficientes suman uno no puede rechazarse al 1% de significatividad.

68 Los dos primeros componentes del lado derecho son usuales en demandas de dinero: una relación positiva con el nivel de actividad y negativa con la tasa de interés. La relación con el tipo de cambio es menos trivial y a priori hay dos efectos que pueden generar relaciones con signos contrario: puede existir un efecto sustitución (a mayor tipo de cambio, menor demanda de pesos), pero también un efecto riqueza (quienes mantienen una porción de su ahorro en dólares, un aumento cambiario incrementa su riqueza, generando en particular una mayor demanda de saldos reales). En la relación de largo plazo, el segundo efecto parece dominar. Sin embargo (aunque no se muestra aquí), la relación de corto plazo entre tipo de cambio y saldos reales es negativa.

Dinámica de corto plazo y anticipación

La evolución de las variables en el corto plazo puede analizarse desde distintas perspectivas. Una consiste en estudiar cuáles son las variables que tienden a ajustar más rápidamente cada vez que se producen desvíos en las relaciones de "largo plazo" identificadas⁶⁹. En particular, se encuentra que desvíos en la relación de costos generan efectos directos solo en los precios y los salarios, pero no en las otras variables. Así, por ejemplo, ante una depreciación sorpresiva, tanto precios como salarios tienden a ajustar al alza traccionados por esta relación de largo plazo. Si, en cambio, se producen desvíos en la demanda de dinero de largo plazo, las variables que ajustan más directamente son el tipo de cambio y los saldos reales. En otras palabras, si la cantidad de dinero está por encima de su relación de largo plazo, habrá una presión al alza en el tipo de cambio y a la baja en la cantidad de dinero en el corto plazo para restaurar esta relación.

Otro enfoque consiste en estudiar la anticipación entre variables. Esto es, tomándolas de a pares, analizar si el comportamiento de una de estas se anticipa a la otra, o si el comovimiento es mayoritariamente simultáneo⁷⁰. El objetivo es tratar de caracterizar cierta secuencialidad esperada entre las variables. Los resultados indican que los precios son anticipados por movimientos de tipo de cambio, de cantidad de dinero y de tasa de interés. A su vez, el tipo de cambio es anticipado por movimientos en la cantidad de dinero y la tasa de interés. Finalmente, el salario es anticipado solo por la inflación y la tasa de interés. La relación con las otras variables no muestra una clara evidencia de anticipación.

Dinámica de la inflación interanual

El último ejercicio intenta descomponer la dinámica de la inflación interanual en dos grandes componentes: uno que se debe a la influencia del pasado en valores contemporáneos (persistencia o inercia), y otro asociado a las novedades contemporáneas que ocurrieron en ese período de doce meses⁷¹. El gráfico 1 muestra que la mayor parte de la inflación interanual (línea azul) es atribuible a la persistencia (línea roja). A su vez, ésta se debe principalmente a la influencia directa de la inflación pasada (área verde) y en menor medida de valores pasados de las otras variables consideradas⁷². Así, sin importar qué fecha se analice, la inflación observada en ese período se debe en gran medida a los registros inflacionarios previos.

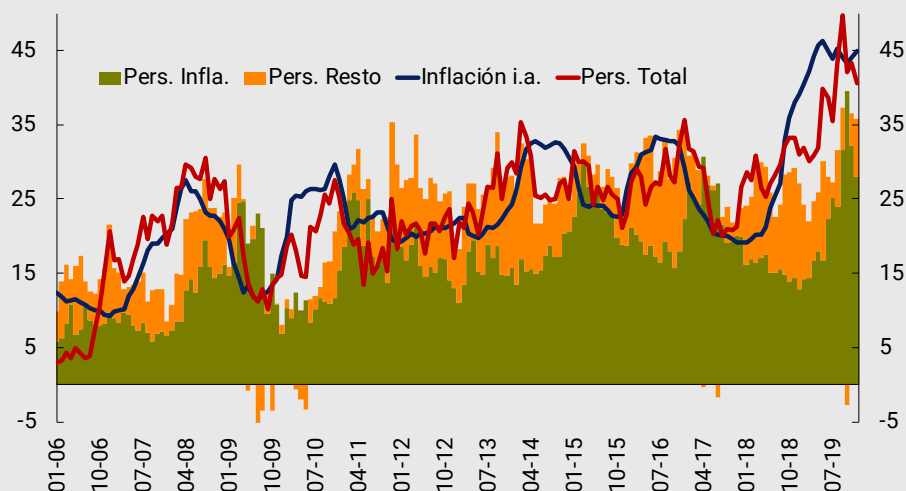
69 Esto no quita que las otras variables respondan también eventualmente, solo que su ajuste es menos inmediato.

70 Formalmente, se implementan tests bivariados de "causalidad a la Granger" para todas las combinaciones posibles entre variables. Estos tests dan cuenta de relaciones de anticipación entre variables (es decir, si el pasado de una variable contiene información relevante para pronosticar a otra).

71 La descomposición se implementa en 2 etapas. En la primera se estima una regresión para cada uno de los determinantes, donde el cambio logarítmico de esa variable entre $t+12$ y t se regresa contra valores en $t-1$ o anteriores del cambio mensual de todos los determinantes (se consideran hasta 12 rezagos posibles), incluyendo también como regresor a los desvíos de la relación de largo plazo en $t-1$. Los residuos de cada una de estas ecuaciones representan la parte de la variación de doce meses de cada variable que no puede ser explicada por el pasado. En la segunda etapa se realiza una regresión para el cambio en los precios entre $t+12$ y t en función de los residuos de todas las variables (obtenidos en el paso anterior), de los valores pasados de todas las variables y de los desvíos respecto a relaciones de largo plazo. La contribución de los elementos rezagos es denominada persistencia, mientras que el rol de los residuos de la primera etapa se denomina componente contemporáneo. La selección de variables y rezagos que son relevantes en cada regresión se implementa con la metodología GETS (Pretis et al., 2018).

72 La diferencia entre la línea roja y la suma de las áreas verde y naranja se debe a la parte explicada por los desvíos respecto a la relación de largo plazo de costos.

Gráfico 1 | Inflación interanual y persistencia



Notas: La línea azul muestra la inflación núcleo interanual, mientras que la roja es la parte de esa inflación que se asigna al pasado de las variables consideradas. De esta parte, el área verde muestra la parte que depende solo del pasado de la inflación, mientras que el área naranja corresponde a la influencia del cambio pasado de las otras variables.

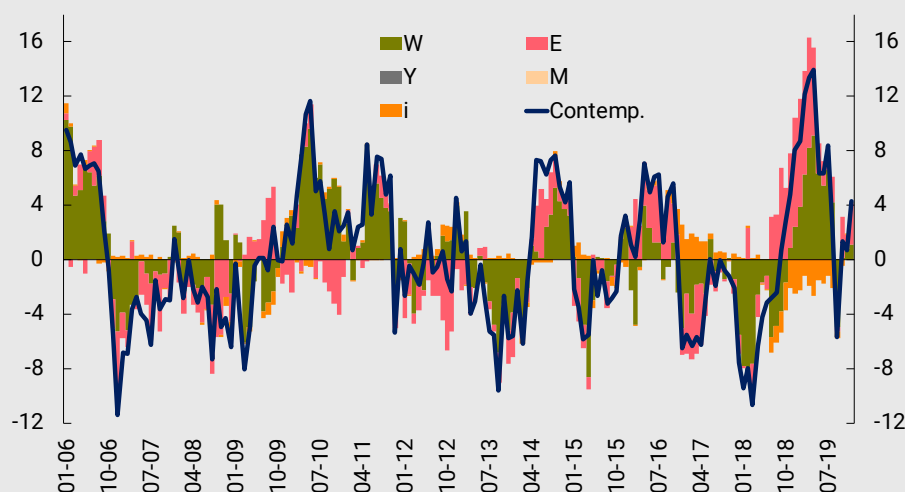
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, MTEySS y BCRA.

Si bien la persistencia tiene un rol fundamental, es relevante estudiar episodios donde la inflación fue también influida por desarrollos no anticipados. En particular porque son estas sorpresas las que luego terminan alimentando la persistencia, aportando a la tendencia creciente en la inflación que se observó durante la muestra considerada. El gráfico 2 muestra el componente contemporáneo de la inflación (línea azul, igual a la diferencia entre las líneas azul y roja del gráfico 1) y su descomposición⁷³. Se aprecia que los salarios tienen un rol preponderante. También se observa un aporte no trivial de movimientos cambiarios, en particular ante eventos con grandes depreciaciones. Por otro lado, la contribución de sorpresas en la cantidad de dinero y en el producto no presentan una influencia significativa⁷⁴.

⁷³ Notar que los componentes de esta descomposición no son independientes entre sí, por lo que no pueden interpretarse como "movimientos autónomos" en cada variable. Simplemente muestran el aporte de la información contenida en cada variable más allá de lo que se podría haber anticipado para de cada una en base al pasado de todas las variables.

⁷⁴ Los movimientos contemporáneos de tasa de interés tienen en general un rol menor, con un aporte algo más visible a entre fines de 2016 y principios de 2017 (con signo positivo) y luego de las subas de tasas de interés observadas desde 2018 (con signo negativo). La metodología no permite identificar el canal específico por el cual la tasa de interés afecta a la inflación, que podría ser a través de un canal cambiario (mayores tasas de interés amortiguan subas cambiarias) o mediante su efecto en la demanda de dinero (tasas más altas contienen en parte la demanda de dinero, suavizando presiones inflacionarias).

Gráfico 2 | Componente contemporáneo de la inflación y su descomposición



Notas: La línea azul muestra el componente contemporáneo de la inflación interanual (igual a la diferencia entre las líneas azul y roja del gráfico 1), mientras que las diversas barras indican la parte de ese componente contemporáneo que es atribuible a cambios en las diversas variables respecto de su propia persistencia.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, MTEySS y BCRA.

El rol de los salarios parecería ser diferente dependiendo del evento que se analice. En particular, en situaciones donde la inflación fue menor a lo que la persistencia hubiese dictado (entre mediados de 2006 y de 2008, durante 2013, y desde mediados de 2016 a comienzos de 2018) los salarios contribuyeron ajustándose por debajo de lo que la propia influencia del pasado hubiese indicado⁷⁵. En otras palabras, los descensos (a la postre transitorios) de inflación que experimentó argentina en los últimos 15 años estuvieron acompañados de aumentos salariales acotados que facilitaron esa disminución. Por otro lado, también se observa que los períodos marcados por grandes aumentos en el tipo de cambio anteceden a ajustes salariales, que son determinantes para la evolución de la inflación. En otras palabras, el traspaso del tipo de cambio a precios está en gran medida afectado por el ajuste salarial que se observa a posteriori.

Conclusiones

Si bien estos hechos estilizados no permiten determinar unívocamente las causas detrás de la inflación, los resultados presentados tienen consecuencias a la hora de evaluar hipótesis alternativas detrás de este fenómeno. En primer lugar, las relaciones de largo plazo entre las variables nominales (precios, salarios, tipo de cambio y cantidad de dinero) sugieren que las teorías alternativas postuladas, deberían dar cuenta de la existencia de una relación entre estas variables. Los precios relativos (como el tipo de cambio real, o el salario real) pueden verse modificados en el largo plazo, pero la explicación que se postule debe justificar la relación negativa promedio que ha existido entre estos precios relativos. **Como mencionamos en la primera sección, ello es compatible con la explicación del fenómeno inflacionario como resultado de un conflicto por la distribución del ingreso.**

También resulta clara la evidencia sobre el rol de los movimientos cambiarios, en particular como antesala de aceleraciones en la inflación. *Pero la evidencia también sugiere que el tipo de cambio es antecedido por*

⁷⁵ Recordar que un valor negativo en las barras del gráfico 2 no quiere decir que la variable decreció, sino que su crecimiento fue menor a lo que los valores pasados de las variables hubiesen indicado de acuerdo con los modelos estimados.

movimientos en variables monetarias; viéndose en particular afectado por las diferencias entre la cantidad de dinero y sus determinantes de largo plazo.

Finalmente, resulta de suma importancia comprender la evolución de los salarios. No sólo para entender las dinámicas inflacionarias iniciadas por saltos cambiarios, sino también para considerar el efecto de políticas que apunten a reducir la inflación. En otras palabras, más allá de la teoría que quiera postularse sobre determinantes o variables que *eventualmente* afecten a la inflación, la evidencia sugiere que las explicaciones *cuantitativas* deben dar cuenta del mecanismo que determinará la evolución salarial para comprender el fenómeno inflacionario. En última instancia, lo anterior muestra la importancia de diseñar **acuerdos que permitan contener el potencial “conflicto distributivo” y coordinar expectativas**, de manera de inducir un sendero de precios y salarios compatible con la estabilidad de precios.

Referencias

Basco, E., L. D'Amato y L. Garegnani, 2009. "Understanding the money-prices relationship under low and high inflation regimes: Argentina 1977-2006," *Journal of International Money and Finance*, 28(7), 1182-1203.

D'Amato, L. y L. Garegnani, 2009. "Short-Run Dynamics of Inflation: Estimating a Hybrid New-Keynesian Phillips Curve for Argentina (1993-2007)", *Ensayos Económicos*, 1(55), 33-56.

Pretis, F., J. Reade y G. Sucarrat, 2018. "Automated General-to-Specific (GETS) Regression Modeling and Indicator Saturation for Outliers and Structural Breaks." *Journal of Statistical Software*. 86(3), 1-44.

Trajtenberg, L., S. Valdecantos y D. Vega, 2015. "Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013," en Bárcena *et al* (eds), Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina, CEPAL.

Zack, G., M. Montané y M. Kulfas, 2017. "Una aproximación a las causas del proceso inflacionario argentino reciente." *Serie Documentos de Trabajo del IIEP-UBA*, No. 19.

7. Política Monetaria

La pandemia del COVID-19 encontró a la economía argentina transitando una severa crisis de endeudamiento, con grandes desbalances macroeconómicos y una situación social acuciante. En este contexto, el país debió diseñar una estrategia de respuesta a la pandemia con los instrumentos disponibles en una economía en emergencia, sin acceso al mercado internacional de crédito y con un mercado de capitales poco desarrollado.

Las políticas adoptadas por el BCRA contribuyeron a contener el impacto de la crisis sobre los sectores más afectados y proveyeron el financiamiento necesario para que el Gobierno Nacional pudiera desplegar diversos paquetes de ayuda, dadas las limitaciones existentes en el acceso al financiamiento. Una vez superada la fase inicial del ciclo COVID-19, la economía entró en una etapa de recuperación gradual, que fue acompañada por la reestructuración de la deuda.

En esta segunda etapa, la política monetaria se focalizará en proteger los ahorros, tanto respecto de la inflación como de las variaciones de tipo de cambio. Complementariamente, y en coordinación con el Gobierno Nacional, se buscará fortalecer el mercado local de deuda. La política cambiaria atenderá activamente los desequilibrios transitorios que se pudieran generar, sosteniendo un tipo de cambio real competitivo mediante un régimen de flotación administrada. La política crediticia avanzará en una reducción y focalización de los esfuerzos de asistencia, manteniéndola en los sectores críticos.

En el último bimestre del año la actividad económica continuaría con el proceso de recuperación gradual iniciado a mediados de año. Esto, sumado a la focalización de los esfuerzos de asistencia del Gobierno Nacional y al aumento de la participación relativa del financiamiento al Tesoro Nacional vía colocación de deuda doméstica, daría lugar a que los medios de pago continúen con el proceso de moderación observado en los últimos meses. En este marco, se espera que el M2, tanto a precios constantes como en términos del PIB, finalice 2020 en valores cercano al promedio 2010-2019.

Más allá de los avances logrados, aún restan importantes desafíos por delante. Estos desafíos requieren de una política monetaria activa que, privilegiando la estabilidad monetaria y financiera, provea instrumentos para sostener la actividad económica y proteger el empleo, en un marco de equidad social.

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

La situación de emergencia originada con la pandemia, y de duración todavía incierta, obligó a replantear las prioridades de la política monetaria. La asistencia financiera del BCRA al Tesoro Nacional, en un contexto en el que el acceso al mercado de deuda se encontraba limitado, ayudó a la política fiscal a desplegar un importante paquete de medidas para la contención de la situación social y económica. Por otra parte, la política de tasas de interés llevada adelante por el BCRA buscó un doble objetivo: proveer financiamiento en condiciones favorables a las empresas, para compensar la significativa caída registrada en su facturación, y proteger el ahorro en pesos de los y las argentinas.

Los principales indicadores de actividad señalan una concentración de los efectos negativos de la pandemia en el segundo trimestre, mientras que en el tercer trimestre se observa una recuperación gradual y heterogénea de la actividad. La mejora en los niveles de actividad permitirá focalizar los esfuerzos de la política fiscal en los sectores que se encuentran en una situación más crítica. Complementariamente, tras la exitosa reestructuración de deuda denominada en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continuó con el proceso de reconstrucción del mercado local de deuda. Todo esto permitió reducir las necesidades de asistencia monetaria, incluso permitiéndole al Tesoro Nacional cancelar en octubre parte de la deuda contraída con el BCRA.

En este contexto, a mediados de octubre, el BCRA presentó una actualización de los lineamientos enunciados el 27 de enero pasado, que busca adecuar el diseño de la política monetaria a las condiciones económicas prevalecientes. En materia cambiaria se mantendrá la estrategia de flotación administrada, aunque se adecuará el ritmo de variación diaria del tipo de cambio a las necesidades de la coyuntura. Asimismo, se dispusieron una serie de regulaciones con el objetivo de administrar la escasez de divisas en un contexto de alta volatilidad financiera. Por otra parte, el BCRA redoblará los esfuerzos en pos del desarrollo de instrumentos de ahorro e inversión que permitan obtener rendimientos positivos, tanto respecto de la inflación como de la evolución del tipo de cambio. En este sentido, se procurará armonizar progresivamente las tasas de interés de referencia de los instrumentos de política monetaria, contribuyendo con la construcción de una curva de rendimientos de activos domésticos. Finalmente, en materia de crédito, se focalizarán los esfuerzos de asistencia adaptándolos a las necesidades de la nueva etapa. En las siguientes secciones se detallan los avances logrados en la consecución de dichos objetivos.

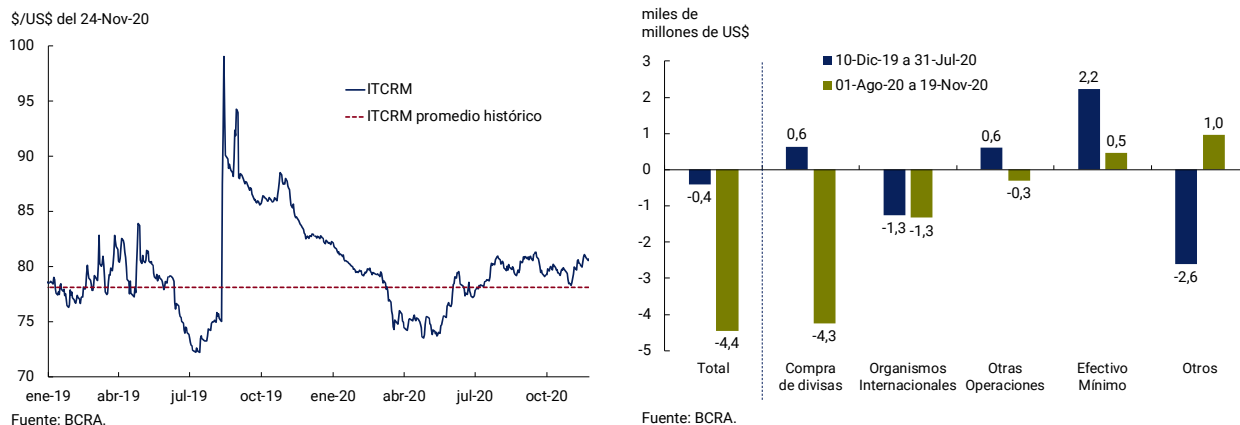
7.1.1. La política cambiaria buscó atender las tensiones observadas en el mercado de cambios

Las tensiones observadas en los últimos meses en el mercado de cambios acrecientan la relevancia de la política monetaria como instrumento de estabilización financiera y del sector externo. Desde el inicio de la actual gestión, las medidas para acotar la volatilidad cambiaria y el uso prudente de las reservas internacionales fueron parte central de los ejes de política monetaria. En pos de dicho objetivo el BCRA mantiene un esquema de flotación administrada del tipo de cambio nominal, cuyo foco estructural está puesto en el sostenimiento del tipo de cambio real en niveles competitivos para apuntalar el proceso de acumulación de reservas internacionales⁷⁶. De manera complementaria, el BCRA mantiene una estrategia de corto plazo que busca atender activamente los desequilibrios transitorios que pudieran generarse en el mercado cambiario.

Actualmente, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral se encuentra ligeramente por encima del promedio histórico, lo que coincidió con elevados niveles de superávit comercial y de cuenta corriente del balance de pagos (ver Capítulo. Sector Externo). Sin embargo, en los últimos meses se observó un aumento en la demanda de divisas para cancelación de deudas con el exterior y para Formación de Activos Externos (FAE), que excedió el resultado positivo del balance de cuenta corriente. Esta dinámica implicó un mayor volumen de ventas netas de divisas por parte del BCRA (ver Gráfico 7.1).

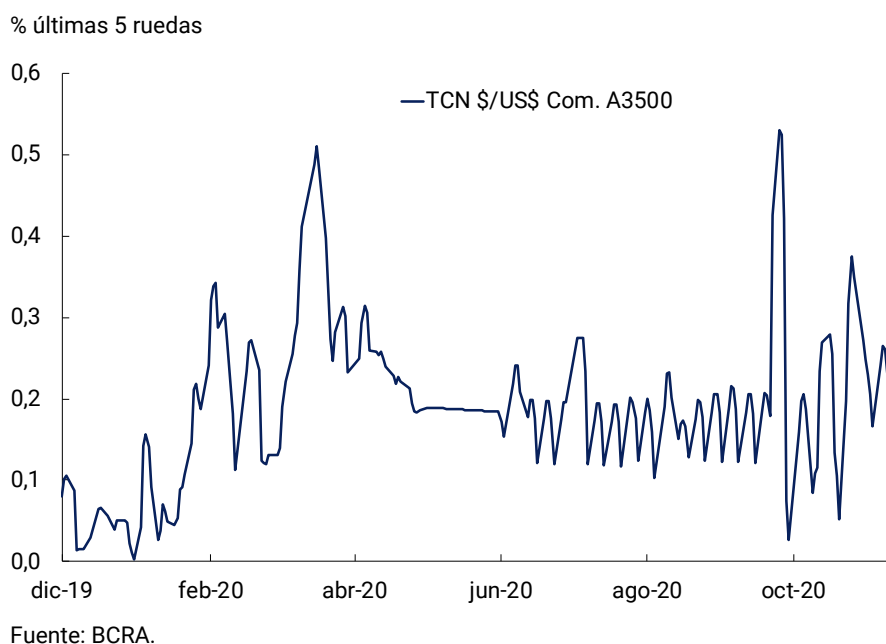
⁷⁶ En igual sentido operaran los menores pagos de amortizaciones e intereses de la deuda pública en moneda extranjera, a partir del exitoso canje de los instrumentos en tenencia de acreedores privados (ver Apartado 6 / La reestructuración de la deuda pública y los desafíos pendientes).

Gráfico 7.1 | Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Izquierda) Variación de las reservas internacionales y sus fuentes de variación (derecha)



En este contexto, el BCRA avanzó en una serie de medidas orientadas a atender las tensiones registradas en el mercado cambiario. En lo que refiere al tipo de cambio nominal, se decidió otorgarle una mayor volatilidad relativa en función de la coyuntura, siempre dentro del esquema de flotación administrada (ver Gráfico 7.2). Además, se abrió una rueda de negociación en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) para permitir la compra de Renminbi exclusivamente para operaciones de comercio exterior. Por lo tanto, no se permitirá la compra de esta moneda para atesoramiento ni la apertura de cuentas bancarias denominadas en dicha moneda.

Gráfico 7.2 | Coeficiente de Variación del Tipo de Cambio Nominal



Asimismo, el BCRA en coordinación con el Gobierno Nacional tomó una serie de medidas para promover una asignación eficiente de las divisas. Las modificaciones en el marco regulatorio apuntaron a desincentivar la demanda de divisas, tanto de personas humanas como de empresas⁷⁷. Las medidas buscaron, por un lado, incentivar a las empresas del sector privado no financiero a generar un sendero temporal de reducción de pasivos externos consistente con el normal funcionamiento del mercado de cambios y, por el otro, desalentar el atesoramiento y cobertura de gastos con tarjetas de crédito y/o débito de personas humanas. Paralelamente, se implementaron normas tendientes a mejorar la oferta de moneda extranjera.

En línea con los esfuerzos realizados por el Estado Nacional, el BCRA estableció un marco de referencia bajo el cual las empresas del sector privado podrán iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos⁷⁸. Este nuevo marco busca que las empresas puedan mantener el proceso de desendeudamiento en moneda extranjera en curso, aunque a un ritmo que resulte compatible con las necesidades de divisas de la economía y la estabilidad cambiaria. En este contexto, aquellas empresas con vencimientos de capital mayores a un millón de dólares⁷⁹ que operen entre el 15 de octubre del 2020 y el 31 de marzo de 2021 deberán presentar un plan de refinanciación según el cual: a) no se accederá a un monto neto mayor al 40% del capital que vencía en los plazos originales y b) el resto del capital haya sido, como mínimo, refinanciado con un nuevo endeudamiento externo con una vida promedio de 2 años. Las refinanciaciones implementadas hasta el momento por diversas empresas siguiendo los principios fijados por el Banco Central revelan el éxito del esquema.

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) estableció una percepción de 35% a cuenta de los pagos de impuestos a las ganancias para las operaciones de FAE y las compras con tarjetas en moneda extranjera⁸⁰. En tanto, el BCRA estableció que los consumos en tarjeta de crédito se tomarán a cuenta del cupo mensual para atesoramiento. Si bien no habrá límite para las operaciones realizadas con tarjetas, en caso de que superen el cupo mensual para atesoramiento, el excedente se absorberán del cupo de los meses subsiguientes⁸¹. Además, se restringió la posibilidad de compra de dólares para atesoramiento para los funcionarios públicos de mayor jerarquía⁸². En tanto, se perfeccionaron los mecanismos de control y monitoreo respecto de la capacidad económica y financiera de las personas para abrir nuevas cuentas bancarias en dólares y se limitó la compra de moneda extranjera para portafolio a un único titular por cuenta⁸³.

De manera transversal a todas las personas, el BCRA dispuso que quienes hayan accedido a las financiaciones crediticias en el marco de la emergencia del COVID-19 o posean un crédito hipotecario cuya cuota haya sido congelada, no podrán acceder al mercado de divisas hasta la total cancelación de la financiación o mientras dure el beneficio respecto de la actualización de la cuota, según sea el caso⁸⁴.

En cuanto a las medidas vinculadas a la expansión de la oferta de divisas, el Ministerio de Economía dispuso una reducción transitoria (hasta diciembre) de los derechos de exportación del complejo sojero, con una reducción incremental en función del valor agregado del producto⁸⁵. El carácter transitorio de la medida hace

77 Comunicación "A" [7106](#).

78 Comunicación "A" [7106](#).

79 Por alguno de los siguientes conceptos: 1) endeudamientos financieros con el exterior del sector privado no financiero con un acreedor que no sea una contraparte vinculada del deudor o 2) endeudamientos financieros con el exterior por operaciones propias de las entidades financieras, o 3) emisiones de títulos de deuda con registro público en el país denominados en moneda extranjera de clientes del sector privado o de las propias entidades.

80 [Resolución General N° 4815/2020](#) de la AFIP.

81 Com. "A" [7106](#).

82 Com. "A" [7126](#).

83 Com. "A" [7105](#) y [7112](#).

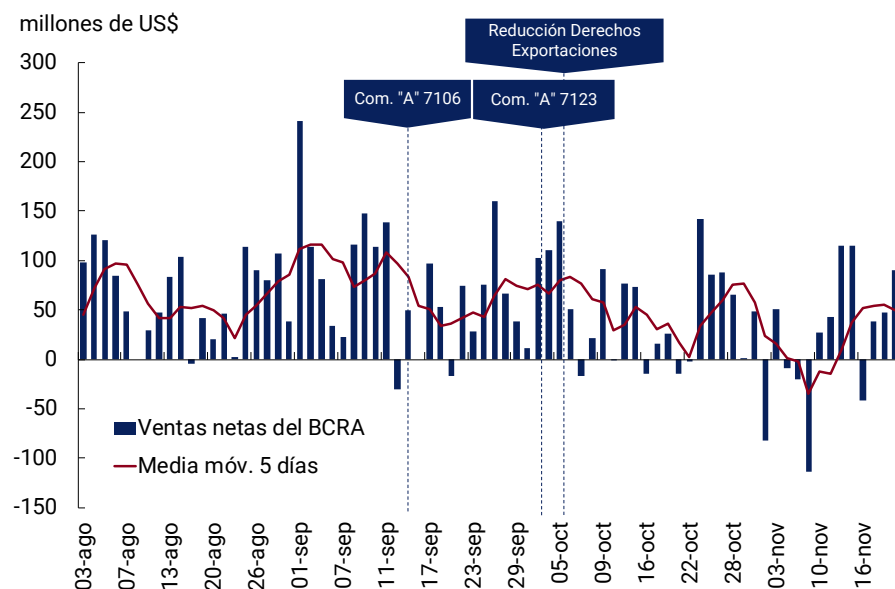
84 Com. "A" [7106](#).

85 Decreto N°790/2020.

que se generen incentivos a anticipar las liquidaciones al período en el que rige la reducción. Para el sector industrial se dispuso una baja en los derechos de exportación de bienes finales industriales y de los insumos elaborados industriales. Por otra parte, el BCRA generó un sistema de incentivos para la atracción de Inversión Extranjera Directa (IED)⁸⁶. Este esquema es de aplicación para proyectos de inversión destinados a la producción de bienes y servicios exportables, sustitutivos de importaciones o a la mejora de la infraestructura vinculada a la capacidad de transporte de las exportaciones. Según la norma, a partir del año de vida del proyecto, se podrán aplicar los cobros en divisas para la repatriación de la inversión o el pago de servicios de deuda con el exterior. Posteriormente, este esquema también se extendió a las empresas que reestructuraron sus pasivos externos⁸⁷.

Los cambios normativos iniciados a mediados de septiembre le permitieron al BCRA reducir la posición vendedora en el mercado de cambios (ver Gráfico 7.3). De este modo, las Reservas internacionales redujeron su ritmo de caída y se ubican en torno los US\$39.000 millones.

Gráfico 7.3 | Ventas Netas de Divisas del BCRA



Fuente: BCRA.

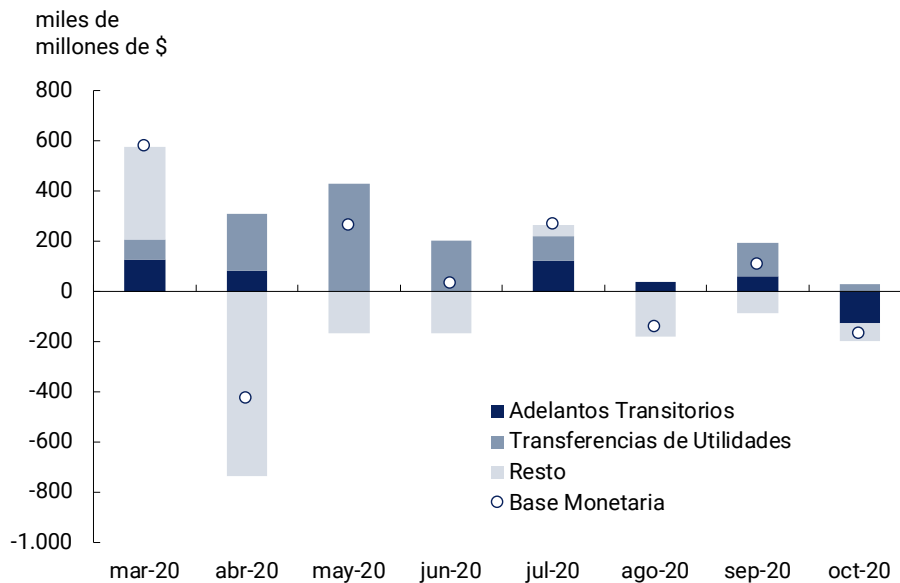
7.1.2. Gestión de la liquidez y Armonización de Tasas de Interés de Referencia

En virtud de los resultados favorables obtenidos respecto de la reestructuración de la deuda pública bajo legislaciones extranjera y doméstica, el Gobierno Nacional ha logrado avanzar en el proceso de reconstrucción del mercado de deuda doméstica, logrando en octubre el mayor financiamiento neto en lo que va del año. Esto permitió que, pasado el período de mayor impacto económico de la pandemia, se redujera la necesidad de cubrir monetariamente las medidas extraordinarias del Gobierno Nacional en apoyo a las familias y empresas. Así, el efecto monetario de las transferencias de utilidades y el otorgamiento de Adelantos Transitorios disminuyó en los últimos meses. Incluso, el Tesoro Nacional procedió en octubre a la cancelación de su stock de deuda con el BCRA por \$125.780 millones (ver Gráfico 7.4).

86 Com. "A" [7123](#).

87 Com. "A" [7138](#).

Gráfico 7.4 | Factores de Expansión de la Base Monetaria (var. punta)



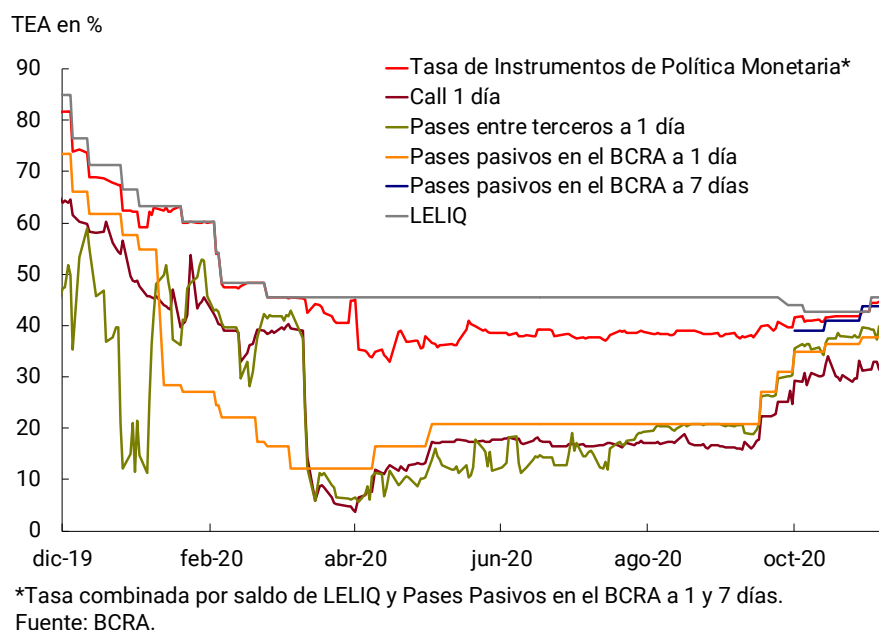
Fuente: BCRA.

El BCRA utilizará su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, propiciando las condiciones necesarias para que el mercado de capitales asuma una importancia creciente en la estrategia de financiamiento del sector público. Asimismo, para acompañar este proceso el BCRA está llevando adelante una armonización progresiva de las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria, luego de la implementación de medidas excepcionales para asegurar tasas de interés bajas para el crédito durante el período de mayor impacto de la pandemia.

El BCRA decidió incrementar en varias oportunidades la tasa de pases pasivos. El primero de octubre, elevó la tasa 5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 24% nominal anual –n.a.– (27,1% efectiva anual –e.a.–). Luego, se realizaron cuatro subas más que llevaron la tasa hasta 32% n.a. (37,69% e.a.) a inicios de noviembre. Desde el 16 de octubre el BCRA comenzó a ofrecer pases pasivos a 7 días con una tasa inicial de 33,0% n.a. (39,0% e.a.), que luego fue elevada hasta 36,5% n.a. (43,87% e.a.). Las tasas de interés del mercado interbancario acompañaron la suba en la tasa de pases pasivos en el BCRA. Así, la tasa de interés de *Call* a 1 día se ubicó entorno a 27% n.a. (31% e.a.) a fines de la primera quincena de noviembre, mientras que la de pases entre terceros a 1 día se posicionó en valores cercanos a 33% n.a. (39% e.a.) en igual período.

Inicialmente las subas en la tasa de interés de pases pasivos se complementaron con dos reducciones en la tasa de las LELIQ, que fueron revertidas a mediados de noviembre. Así, la tasa de LELIQ se mantuvo en 38% n.a. (45,44% e.a.). El BCRA administrará el stock de LELIQ con el objetivo de contener el impacto del cambio de tasas sobre el costo de esterilización. La autoridad monetaria dispuso, desde inicios de octubre, una reducción de 20 p.p. en la tenencia de las entidades financieras de LELIQ excedentes respecto de su posición promedio mensual de septiembre. Así, la tasa promedio ponderada por montos de los instrumentos de política monetaria (pases pasivos y LELIQ) registró una expansión de 3,76 p.p. en hasta 37,2% n.a. (44,55% e.a.) desde que el BCRA comenzó el proceso de armonización de tasas de interés (ver Gráfico 7.5).

Gráfico 7.5 | Tasas de Interés



7.1.3. Incentivos al ahorro en pesos brindando una amplia diversidad de instrumentos

Complementariamente a las medidas tomadas en el frente cambiario, el BCRA redoblará sus esfuerzos en pos del desarrollo de instrumentos de ahorro e inversión que permitan obtener rendimientos positivos no sólo respecto de la evolución de la inflación, sino también en relación con la evolución del tipo de cambio. El proceso de armonización de tasas de referencia permitió elevar las tasas de interés de los depósitos a plazo.

En concordancia con la suba de la tasa de pases pasivos, el BCRA incrementó en dos ocasiones la tasa mínima garantizada de los plazos fijos. Así, la tasa de interés para depósitos en pesos de personas humanas hasta \$1 millón quedó definida en 37% n.a. (44% e.a.), mientras que para el resto de las personas y estratos se elevó a 34% n.a. (39,8% e.a.)⁸⁸.

A lo largo del año el esquema de tasas de interés mínimas para el ahorro en moneda doméstica garantizó retornos por encima de la inflación. De hecho, 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 octubre un retorno de 29,3% (1,9% en términos reales). En tanto, si la persona realizó una colocación equivalente en UVAs al 1% n.a. el rendimiento fue prácticamente el mismo.

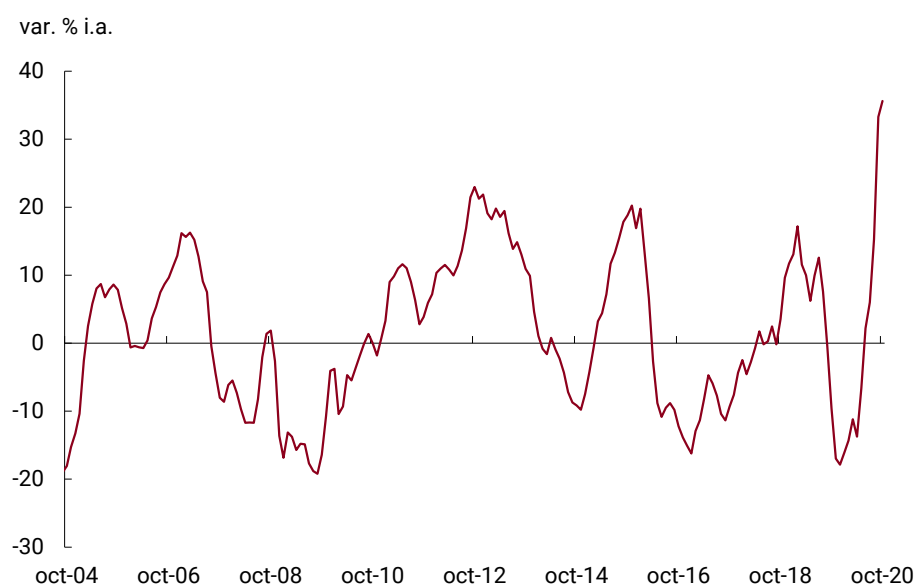
En un contexto de tasas de interés reales positivas, los depósitos a plazo fijo continuaron creciendo a buen ritmo en agosto y septiembre, a una tasa promedio mensual de 7% en términos nominales (4,1% ajustada por inflación). Sin embargo, en octubre se observó una ligera reversión, al registrar una contracción nominal de 0,5% (una caída de 4,2% en términos reales). La tasa de variación interanual a precios constantes se ubicó

88 Comunicación "A" [7139](#) y "A" [7160](#).

en terreno positivo desde junio y alcanzó un valor de 35,6% en octubre, valor históricamente elevado (ver Gráfico 7.6).

Distinguiendo por estrato de monto, si bien todos crecieron, el segmento mayorista (más de \$20 millones) fue el más dinámico en el trimestre. Sin embargo, a partir de la segunda semana de octubre se registró una marcada contracción en las colocaciones a plazo de este segmento (que principalmente corresponden a empresas y prestadoras de servicios financieros). En términos de instrumentos la caída correspondió al desarme de inversiones con opción de cancelación anticipada que se habrían canalizado en parte hacia la licitación de bonos del Tesoro Nacional atados a la cotización del dólar. En efecto, en octubre el Tesoro Nacional (TN) realizó dos licitaciones de Bonos del Tesoro (BOTEs) vinculados al precio del dólar (Com. "A"3500) que contribuyeron a ampliar el abanico de instrumentos que protegen el ahorro en pesos respecto de eventuales fluctuaciones del valor de la divisa⁸⁹. Entre ambas licitaciones el TN logró colocar \$266.000 millones (US\$3.406 millones).

Gráfico 7.6 | Depósitos a plazo del sector privado a precios constantes



Fuente: BCRA.

Otra opción que tienen los y las ahorristas para resguardar su poder adquisitivo son los depósitos denominados en UVA. Estas colocaciones, que presentaban una tendencia decreciente desde junio, comenzaron a crecer desde mediados de septiembre. Así, entre el 15 de septiembre y el 19 de noviembre, acumularon un aumento de \$3.900 millones. Dicha expansión se explicó por la evolución de las imposiciones tradicionales, ya que los depósitos con opción de precancelación anticipada se mantuvieron relativamente estables.

En lo que refiere a las opciones de inversión atadas al dólar, para las personas con actividad agrícola están disponibles los plazo fijo con tasa de interés variable vinculada al valor del dólar (DIVA dólar). Con el fin de estimular la captación por parte de las entidades de estos depósitos para destinarlos al prefinanciamiento de exportaciones sin que se genere un descalce de monedas, se modificó la forma en la que se determina

89 Consultar resultado de la colocación en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultados-de-la-licitacion-del-bono-del-tesoro-nacional-vinculado-al-dolar>.

la “Posición Global Neta en Moneda Extranjera”. Específicamente, se incluyó como deducción el importe de las prefinanciaciones de exportaciones cuyo fondeo en moneda extranjera haya sido imputado a pasivos vinculados con la evolución de la cotización del dólar⁹⁰. Desde mediados de octubre estas colocaciones presentaron una expansión de \$9.200 millones, revirtiendo la tendencia registrada desde fines de agosto y marcando un nuevo máximo.

7.1.4. Focalización de la Política de Crédito

El estímulo de la oferta de crédito al sector privado como herramienta necesaria para el desarrollo productivo nacional constituye un lineamiento de política que el BCRA decidió implementar desde el inicio de la actual gestión a finales del año pasado. No obstante, la emergencia económica desencadenada por la pandemia requirió de una intensidad mucho mayor en el estímulo del crédito para morigerar el impacto sobre los ingresos de las familias y las empresas. Así, uno de los ejes principales de política monetaria durante los últimos meses fue lograr una expansión contracíclica del crédito. La normalización gradual de la economía que se está observando en algunas regiones y sectores permitirá reducir y focalizar los esfuerzos de asistencia crediticia, adaptándolos a las necesidades de la nueva etapa.

El crédito comercial al sector privado continuó siendo canalizado principalmente a través de las líneas de emergencia creadas para tal fin. Las financiaciones a MiPyMEs para capital de trabajo y a prestadoras de servicios de salud explicaron la mayor parte del monto de crédito otorgado, totalizando a inicios de noviembre \$538.381 millones, más del doble de lo previsto originalmente. De los montos desembolsados a MiPyMEs el 48% se destinó a capital de trabajo (excluyendo sueldos), el 35% a cobertura de cheques diferidos, el 13% a pago de sueldos y el 4% restantes a otros destinos.

La baja participación relativa de los sueldos dentro de la línea de capital de trabajo se explica por la existencia de otras líneas que se crearon a tales fines. En julio comenzó a regir una línea de crédito a tasas de interés subsidiadas para empresas que hayan registrado expansiones nominales interanuales positivas en su facturación, pero reales negativas. Inicialmente esta línea tuvo una tasa de interés escalonada, pero a partir de agosto se unificó en 15%. A partir de septiembre se estableció que en el caso en que la empresa haya mantenido/incrementado el nivel de empleo que registraba con anterioridad a la pandemia podrá reconvertir parcial o totalmente el crédito en un subsidio⁹¹. Esta línea acumuló al 24 de noviembre desembolsos por \$5.124 millones que llegaron a 8.631 empresas y a 245.512 empleados (que fueron quienes recibieron la acreditación directamente en sus cuentas). A fines de octubre se extendió la línea de crédito subsidiado para pago de sueldos. La última versión de la línea se amplió a una mayor cantidad de empresas y contempla una tasa de interés de 27% n.a. para los sectores no críticos con caída nominal interanual en la facturación y de 33% para el resto de los sectores alcanzados⁹². Por último, la línea destinada a empresas sin acceso al financiamiento bancario –MiPyME Plus– desde su instrumentación lleva otorgados \$2.683 millones.

Si bien las líneas a MiPyMEs continuaron siendo instrumentadas mayoritariamente a través de documentos, en el último tiempo es posible apreciar un cambio en su composición. Al interior de este tipo de financiaciones se observa una redistribución de los montos otorgados en los últimos meses desde líneas más de largo

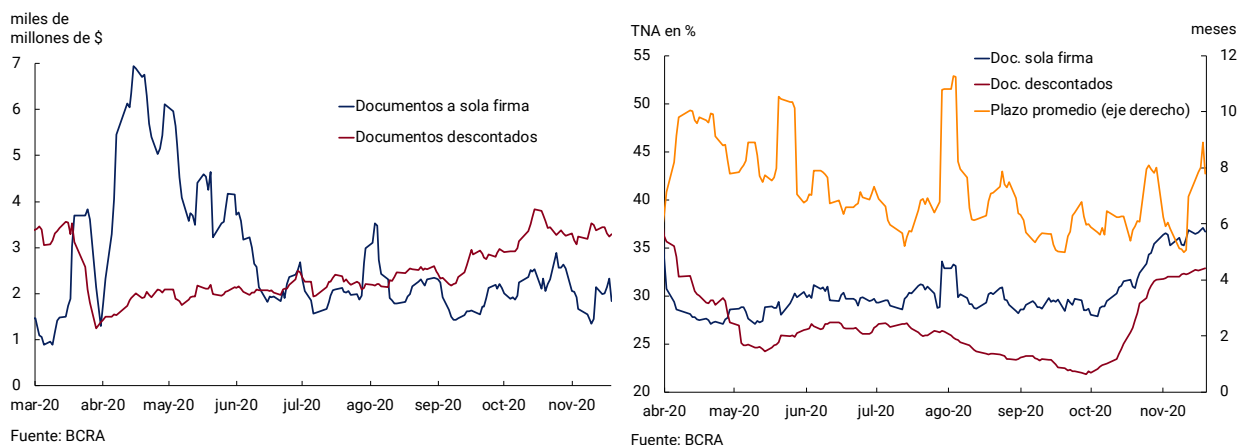
90 Comunicación “A” 7101.

91 [Resolución N°491/2020](#) del Ministerio de Desarrollo Productivo.

92 [Decisión Administrativa 1954/2020](#). El crédito seguirá disponible para empresas con menos de 800 empleados cuya facturación haya presentado un crecimiento interanual de entre 0% y 35% y se agregarán a este beneficio las empresas que prestan actividades no críticas cuya facturación nominal interanual sea negativa, independientemente de la cantidad de empleados. El crédito seguirá siendo convertible en un subsidio para aquellas empresas que mantuvieron o incrementaron la cantidad de trabajadores respecto de los niveles previos a la pandemia.

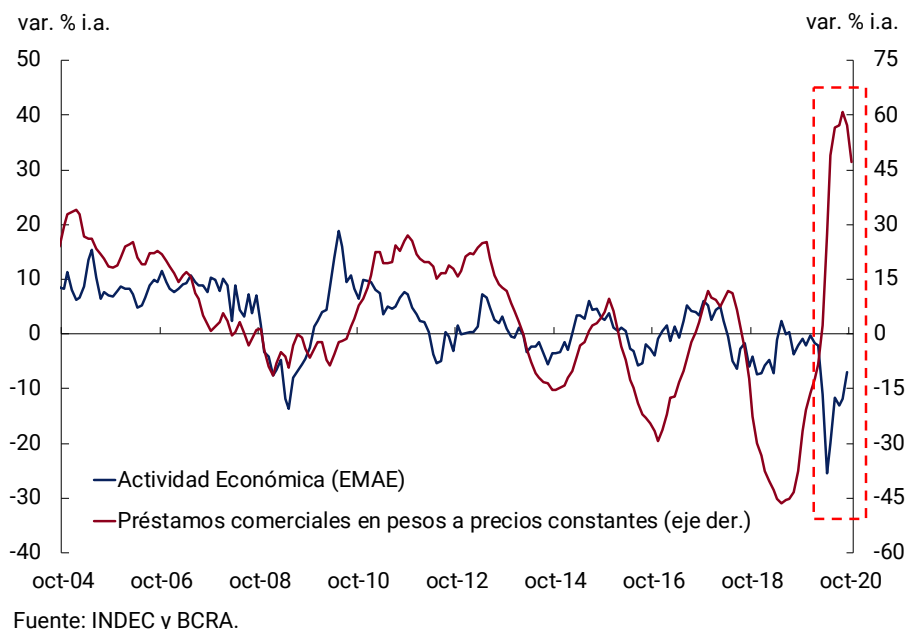
plazo, como es el caso de los documentos a sola firma, hacia otras líneas de corto plazo como los documentos descontados. El creciente dinamismo de los documentos descontados se da en un contexto en el que las MiPyMEs ya renovaron prácticamente su stock de crédito por líneas a tasas subsidiadas y aprovecharon las bajas tasas de interés, previas al proceso de armonización de tasas, para cubrir sus necesidades financieras de corto plazo. Como consecuencia, el plazo promedio de los montos otorgados de préstamos comerciales disminuyó gradualmente en los últimos meses (ver Gráfico 7.7).

Gráfico 7.7 | Crédito comercial - monto promedio diario otorgado – media móvil 5 días (izquierda) y tasas de interés y plazo promedio – media móvil 5 días (derecha)



Las líneas de financiamiento de emergencia permitieron darle un carácter contracíclico al crédito comercial, que alcanzó una tasa máxima de crecimiento interanual a precios constantes de casi 61% en agosto (ver Gráfico 7.8). En este contexto, ya en septiembre comenzó a observarse una moderación en el ritmo de crecimiento, consistente con cierta recuperación de la actividad económica en algunas regiones y sectores.

Gráfico 7.8 | Evolución de Crédito Comercial al Sector Privado y EMAE

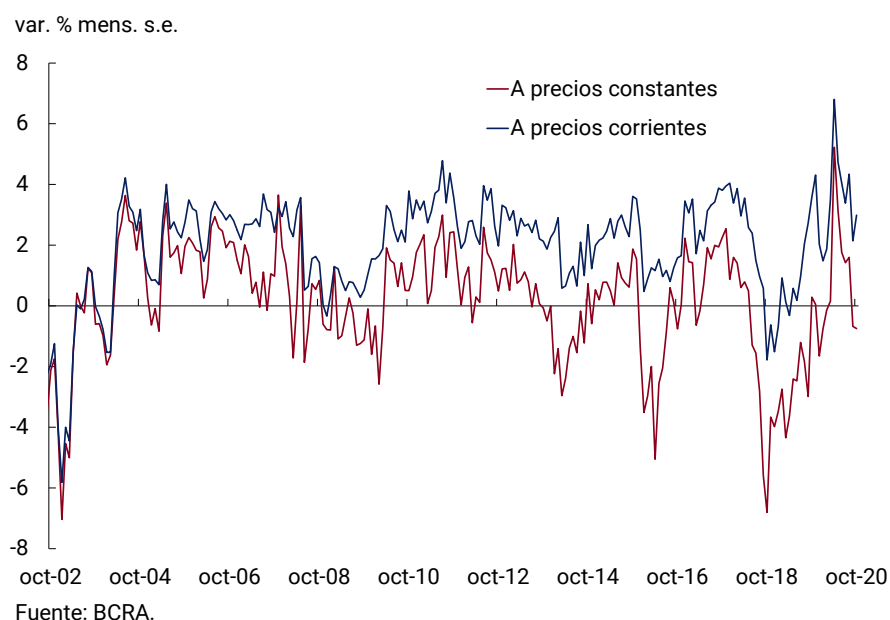


Dentro de las financiaciones al consumo, el impulso continuó proviniendo de las financiaciones con tarjetas de crédito, aunque fueron moderando su ritmo de crecimiento entre agosto y octubre. En ese sentido incidió la modificación del programa “Ahora 12”, que a partir de octubre amplió la cantidad de rubros incluidos y se incorporaron 3 meses de gracia para los planes en 12 y 18 cuotas. Asimismo, el BCRA dispuso que los saldos impagos correspondientes a financiaciones con tarjetas de crédito cuyos vencimientos operaron en el transcurso del mes de septiembre se refinanciaran automáticamente a un plazo mínimo de 12 meses, con 3 meses de gracia en 9 cuotas mensuales, iguales y consecutivas, a una tasa de interés máxima de 40% nominal anual. Cabe aclarar que el saldo impago se podrá cancelar de manera anticipada, sea total o parcialmente, en cualquier momento y sin costo, excepto el interés compensatorio devengado hasta el momento del pago. El impulso de los factores antes mencionados fue parcialmente compensado por el menor ritmo de crecimiento de las financiaciones a tasa cero a personas monotributistas y autónomas, que aumentaron \$17.565 millones hasta alcanzar desembolsos por \$65.297 millones, una expansión considerablemente inferior a la registrada entre mayo y julio (\$47.733 millones). Por su parte, las financiaciones a tasa cero a las y los monotributistas y autónomos vinculados a la cultura⁹³ alcanzaron acreditaciones por \$218 millones de pesos.

De manera transversal al mercado de crédito se extendió hasta el 31 de diciembre la medida que establecía que las cuotas impagas de financiaciones (excluyendo tarjetas de crédito) sean incorporadas al final de la vida del crédito, sólo pudiendo cobrarse el interés compensatorio a la tasa contractual.

Las medidas adoptadas por el BCRA continuaron impulsando la expansión del crédito al sector privado. Así, entre marzo y octubre el saldo del crédito total al sector privado acumuló un crecimiento nominal de 36,7% s.e (12,4% real) y de 50,4% (9,6% real) respecto a igual período del año previo. Sin embargo, en los últimos meses se observó una moderación en el ritmo de crecimiento mensual, vinculada a que muchas MiPyMEs ya accedieron a las líneas de emergencia y a la incipiente recomposición de los ingresos de las familias y empresas en línea con la flexibilización de las medidas de aislamiento en distintos lugares del país (ver Gráfico 7.9). En este contexto, el BCRA avanzará en una estrategia que permita reducir y focalizar los esfuerzos de asistencia crediticia a tasas bajas.

Gráfico 7.9 | Crédito al sector privado



93 Incluidos en el ATP y reglamentados por la [Com. "A" 7082](#).

En este sentido, en octubre el BCRA aprobó un nuevo esquema de líneas de financiamiento para el sector productivo⁹⁴. El nuevo régimen consta de tres líneas de crédito:

- **Financiación de Inversión de Capital:** estará disponible para empresas que adquieran bienes de capital o para la construcción de las instalaciones necesarias para la producción, con una tasa de interés máxima de 30% n.a.
- **Financiación de capital de trabajo:** que incluye el descuento de cheques de pago diferido y de otros documentos de empresas, cuya tasa máxima será de 35% n.a.
- **No MiPyMEs:** que alcanza a prestadoras de servicios de salud que brinden servicios de internación en el marco de la emergencia del COVID-19 y a otras empresas para la adquisición de Maquinarias y Equipos producidos por MiPyMEs. Esta línea tendrá una tasa máxima de 35% n.a.

Paralelamente, otros organismos del Estado continuaron con la implementación de medidas que refuerzan las políticas llevadas adelante por el BCRA. El Ministerio de Desarrollo Productivo creó el Programa de Asistencia a Empresas Estratégicas en proceso de Reestructuración de Pasivos (PAERP)⁹⁵ a fin de asistir económicamente a empresas que presenten proyectos para la reestructuración de sus deudas. Esta medida abarcará sólo a aquellas empresas de más de 500 empleados que vendan bienes o servicios con alto contenido tecnológico o exporten con alto valor agregado. En tanto, el Ministerio de Economía elevó un proyecto de ley facilitando el acceso al crédito hipotecario y protegiendo a los propietarios e inversores ante descalces entre salarios e inflación⁹⁶.

7.2. La política monetaria en perspectiva

La gestión de la política monetaria en la emergencia ha requerido de una importante expansión de la cantidad de dinero, orientada a satisfacer las necesidades de liquidez del sector privado y a financiar las medidas extraordinarias de apoyo a las familias y empresas llevadas adelante por el Gobierno Nacional. Las 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, se reflejaron en una mayor demanda de medios de pago. Esta expansión de la demanda de dinero permitió absorber una porción significativa de los recursos volcados a la economía.

La paulatina recuperación de la actividad económica evidenciada en el tercer trimestre permitió reducir y focalizar los esfuerzos de la política fiscal a los sectores más críticos, lo que redundó en un menor nivel de transferencias al sector privado. Complementariamente, tras la exitosa reestructuración de deuda denominada en moneda extranjera el Gobierno Nacional continuó sus esfuerzos para consolidar la reconstrucción del mercado local de deuda. Todo esto permitió reducir las necesidades de asistencia monetaria, incluso permitiéndole al Tesoro Nacional cancelar en octubre parte de la deuda contraída con el BCRA.

En este contexto, se observó una estabilización en el ritmo de expansión de los componentes transaccionales de la demanda de dinero. En efecto, el M2 privado registró una expansión promedio mensual de 1,3%

94 Com. "A"7140. El esquema está destinado a entidades financiera del Grupo A y los agentes financieros del Gobierno. Las entidades alcanzadas que pertenezcan al Grupo A deberán alcanzar un cupo de 7,5% de los depósitos del sector privado no financiero en pesos, mientras que para aquellas alcanzadas pero que no pertenezcan al Grupo A la exigencia se reduce al 25% del previsto para el Grupo A.

95 Resolución 551/2020 del Ministerio de Desarrollo Productivo.

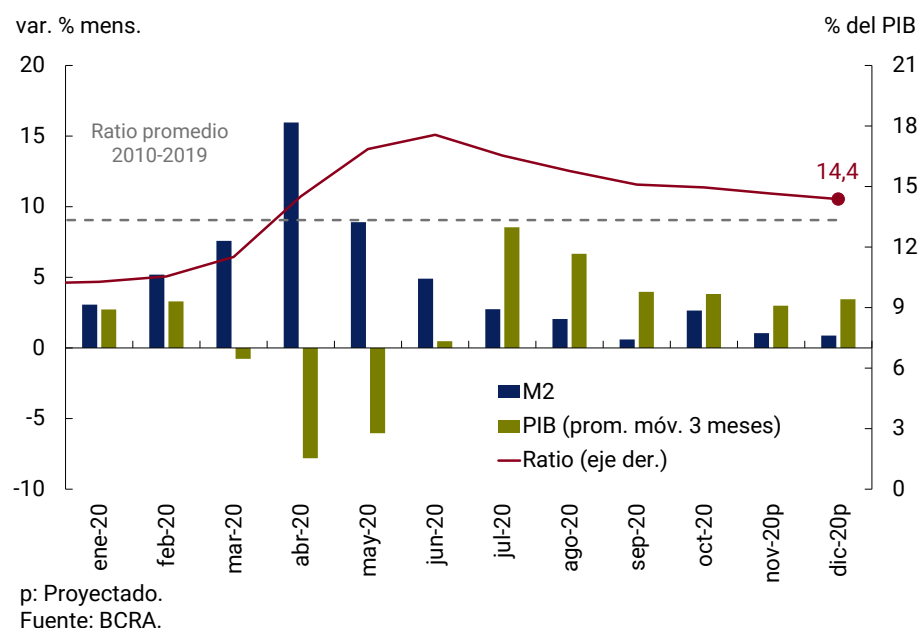
96 [Comunicación del Ministerio de Economía](#).

nominal sin estacionalidad (s.e.) entre agosto y octubre, 7 p.p. menos que el incremento medio observado entre abril y julio. Los depósitos a la vista crecieron 0,7% mensual s.e. en promedio entre agosto y octubre, frente al 8,7% registrado entre abril y julio. Por su parte, el circulante en poder del público siguió un comportamiento parecido al exhibir una suba promedio mensual de 2,5% entre agosto y octubre del corriente año. Los medios de pago totales, es decir incluyendo los depósitos a la vista del sector público, se expandieron a una tasa de 2,1% en igual período. El cociente entre los medios de pagos y el PIB fue de 14,8% s.e. en octubre, luego de haber alcanzado un máximo en junio (17,1% s.e.), como resultado simultáneo de la expansión de la liquidez a partir de la asistencia en la emergencia y la contracción abrupta del PIB en el segundo trimestre.

Para lo que resta del año, el Ministerio de Economía anunció que no solicitará asistencia en forma de Adelantos Transitorios, tras las cancelaciones efectuadas en los últimos días de octubre. El Ministerio de Economía apunta a renovar la totalidad de los vencimientos de capital e intereses y obtener financiamiento neto de mercado por hasta un 10% respecto al total de vencimientos de dicho período. Al tiempo que anunció que cualquier incremento de financiamiento neto que supere ese umbral será utilizado para reducir adicionalmente el stock de deuda con el Banco Central.

En el último bimestre la actividad económica continuaría con el proceso de recuperación gradual iniciado a mediados de año. Esto, sumado a la focalización de los esfuerzos de asistencia del Gobierno Nacional y al aumento de la participación relativa del financiamiento vía colocación de deuda doméstica, daría lugar a que los medios de pago continúen con el proceso de moderación observado en los últimos meses. En este marco, se espera que el M2 en términos del PIB finalice 2020 en un valor cercano al 14% s.e., ubicándose solamente 1,0 p.p. por sobre el promedio verificado en el período 2010-2019 (ver Gráfico 7.10).

Gráfico 7.10 | Medios de Pago y PIB



El BCRA seguirá con su compromiso de mantener la liquidez de la economía en niveles adecuados, haciendo uso de todos los instrumentos disponibles con el fin de acompañar la recuperación económica, en un entorno de inflación decreciente.

Apartado 8 / Reservas de valor en Argentina. Los desafíos que impone nuestra historia

Cada vez que en la Argentina es noticia la dinámica cambiaria, resurge en el debate económico local la pregunta respecto a las razones por las cuales una porción mayoritaria de los activos de reserva de valor de las familias y firmas se encuentra denominada en moneda extranjera. Una pregunta conexas, refiere a las condiciones que deberían cumplirse para sesgar las decisiones de ahorro hacia activos denominados en moneda local.

A riesgo de hacer una simplificación extrema, pueden identificarse dos respuestas a la cuestión y que difieren principalmente en el rol que se le asigna a la racionalidad económica tras dicho comportamiento inversor.

La primera sostiene que las motivaciones que guían estos comportamientos son de carácter “cultural”, término con el cual se quiere enfatizar los determinantes extraeconómicos de esas decisiones. En contraste, la segunda respuesta hace hincapié en la racionalidad económica como guía del comportamiento de las firmas e individuos. En general, en esta línea se enfatiza que los recurrentes retornos reales negativos de los activos denominados en pesos observados a lo largo de nuestra historia explican el incentivo a la dolarización de cartera. **Sin embargo, en este punto es importante destacar que, a la hora de comprender las motivaciones tras el destino de los flujos de ahorro, no basta con analizar sólo la evolución de los retornos reales de los activos denominados en moneda local. Se requiere comparar la evolución de los retornos reales de las alternativas disponibles, bajo configuraciones macro-financieras alternativas.**

Ambas posiciones mencionadas previamente suelen perder de vista que sus argumentos se encuentran íntimamente relacionados. En otras palabras, esos comportamientos “racionales” son en realidad el resultado de mecanismos adaptativos que las familias y firmas fueron desarrollando a lo largo del tiempo, como respuestas defensivas que tenían el objeto de preservar el poder de compra de su riqueza, y que luego de un lento proceso de aprendizaje, ya forman parte de nuestra cultura. A su vez, no debe perderse de vista que la incertidumbre macro-financiera que ha caracterizado nuestra historia económica es un elemento central para explicar la conformación de tales mecanismos defensivos.

El objetivo de este apartado es desandar el camino que condujo a la dolarización de las reservas de valor del sector privado argentino, buscando identificar aquellos elementos que deben ser tenidos particularmente en cuenta a la hora de evaluar el desafío que implica recomponer el uso de los activos denominados en moneda local como forma de preservar el poder de compra de la riqueza privada.

La evolución de las reservas de valor en retrospectiva

Los primeros incentivos

Aunque desde una perspectiva contemporánea resulte distante, nuestra economía ha sabido en el pasado desarrollar de forma exitosa reservas de valor denominadas en moneda local, y de largo plazo —con madurez a vencimiento superior a 30 años—.

La Cédula Hipotecaria Argentina (CHA) constituye la experiencia más exitosa⁹⁷. Creada en 1886, estuvo en vigencia hasta mediados de los años cuarenta. A lo largo de esos años, fue ganando participación entre los activos

97 Ver Cortés Conde, Roberto (2011).

de reserva, hasta convertirse en un instrumento seguro y rentable, cumpliendo el rol de fondo propio de pensión para una porción significativa de los agentes privados. Al convertirse en la reserva de valor de referencia, marcó el tiempo del surgimiento de un mercado voluntario de deuda pública durante la década del 30. Para competir con la cédula hipotecaria, los pasivos públicos fueron emitidos con una estructura financiera comparable⁹⁸.

Durante el período que siguió a la finalización de la segunda guerra mundial, y en línea con lo observado en numerosas economías bajo el régimen de *Bretton Woods*, la Argentina emprendió diversos esquemas de desarrollo en el que el sostenimiento de bajas tasas de interés, tanto con el objetivo de promover el crédito al sector privado como de reducir el costo del financiamiento público, constituyó una característica central⁹⁹. En esta etapa, el esquema de crédito dirigido sustituyó los mercados voluntarios de cédulas hipotecarias y de títulos públicos.

En un contexto de inflación moderadamente alta, y tasas de interés pasivas inferiores a la misma, las reservas de valor en moneda local comenzaron a ser ineficientes para preservar el poder de compra de la riqueza privada, lo que se manifestó en una caída del grado de intermediación financiera de los flujos de ahorro del sector privado¹⁰⁰.

En tales circunstancias, los agentes comenzaron a desarrollar mecanismos adaptativos para preservar el poder de compra de su riqueza. A medida que la economía fue experimentando recurrentes shocks devaluatorios que tenían como objetivo relajar la restricción externa, el dólar comenzó a ser observado como una posible reserva de valor alternativa. Sin embargo, en un contexto caracterizado por fuertes controles a los flujos de capitales, no se constituyó en un sustituto cierto a las reservas de valor en moneda local. Los bienes durables y principalmente la compra de inmuebles comenzaron a institucionalizarse como una reserva de valor relevante para el sector privado argentino.

Dos elementos merecen ser destacados a partir de la observación del período comprendido entre fines de los años treinta y mediados de los años setenta.

En primer lugar, que los retornos reales negativos fueron un elemento central en la génesis del deterioro de las reservas de valor en moneda local.

En segundo lugar, con algunas excepciones (como por ejemplo el Rodrigazo de 1975), el deterioro de las reservas de valor se verificó sin eventos particularmente disruptivos, como los que acontecerían en períodos posteriores. Bastó una tasa de inflación promedio anual del orden del 22% y retornos nominales inferiores a la misma.

La convalidación de las reservas de valor alternativas

Durante la segunda mitad de los años setenta, y en línea con los cambios acontecidos en el escenario internacional tras la caída del régimen de *Bretton Woods*, Argentina liberalizó su cuenta capital. En este contexto, el dólar devino en un sustituto arbitrable con los activos de reserva denominados en moneda local, ganando participación en la cartera privada.

98 Con una tasa de interés nominal anual levemente superior a las tasas de interés pasivas de los bancos comerciales —del orden del 6% TNA—, durante su período de vigencia la CHA prácticamente garantizaba retornos reales positivos en una economía que mostraba una tasa de inflación promedio anual del orden del 1.0%. De esta manera, a comienzos de la década del cuarenta alrededor del 30% de los activos financieros del sector privado estaban constituidos por títulos públicos y cédulas hipotecarias (aproximadamente el 17% del PIB).

99 Este proceso comienza a verificarse en Argentina hacia fines de los años treinta, mediante sucesivos canjes de deuda pública instrumentados con el objeto de reducir el costo del financiamiento.

100 Si tomamos como referencia el agregado monetario M3, pasó se totalizar alrededor del 40% del producto a comienzos de los años cuarenta al 22% a comienzos de los años setenta.

Si el período previo se caracterizó por el sostenimiento de tasas de interés por debajo de la tasa de inflación, la etapa que se inició a partir de la liberalización de la cuenta de capitales fue signada por la elevada magnitud de los eventos disruptivos monetarios y cambiarios¹⁰¹. La experiencia de liberalización finalizó con la crisis de la “Tablita” en 1981, a la vez que el régimen de alta inflación caracterizado por la indexación de una elevada proporción de la estructura contractual de la economía culminó con las experiencias hiperinflacionarias de fines de los ochenta y principios de los años noventa¹⁰².

Sin embargo, la recurrencia y magnitud de los shocks cambiarios que se verificaron en los años que siguieron a la liberalización financiera fue tornando gradualmente ineficiente la estructura indexatoria que la economía había desarrollado. Cada vez que acontecía un shock devaluatorio, la inflación pasada dejaba de ser informativa en la formación de expectativas inflacionarias. La información provista por la dinámica cambiaria pasaba a ser una referencia más precisa. A medida que el shock cambiario se disipaba, los mecanismos indexatorios que miraban hacia atrás volvían a operar, pero en niveles inflacionarios más elevados. En el límite, las experiencias hiperinflacionarias constituyen la crisis de los mecanismos indexatorios. Durante tales eventos, la formación de precios se basa en las expectativas que genera la espiralización de la dinámica cambiaria, que a su vez se motoriza por el abandono de la moneda local como reserva de valor y unidad de cuenta.

La etapa de convertibilidad que siguió a las experiencias hiperinflacionarias convalidó la dolarización de una parte sustancial de la estructura contractual de la economía, que en los hechos ya había ocurrido durante los eventos hiperinflacionarios.

Un elemento particularmente relevante del período comprendido entre la experiencia aperturista de fines de los años setenta y la crisis de la convertibilidad es que cada uno de los diversos regímenes monetarios-cambiaros que pueden identificarse a lo largo de más de veinte años, culminaron con eventos cambiarios disruptivos.

La recurrencia de los shocks cambiarios incorpora un elemento de atracción adicional al dólar como reserva de valor. Constituye un seguro ante la eventual insostenibilidad del régimen monetario-cambiaro. Esto lleva a que los agentes asignen una porción de su riqueza a este activo aún durante períodos en los que los retornos de las reservas de valor en moneda local resultan superiores en términos reales. El motivo, es que el pago esperado ante un eventual evento disruptivo cambiario más que compensa el menor retorno real en períodos de estabilidad¹⁰³.

La reintermediación del sistema financiero observada durante el régimen de convertibilidad puede ser un ejemplo en este sentido. Durante aquel período, el retorno real de los depósitos en pesos fue sistemáticamente positivo y superior al de los depósitos en dólares. La economía volvió a alcanzar ratios de intermediación bancaria —medido en términos del agregado M3 bimonetario— comparable a los de los años setenta (alrededor de 22% del PIB). Sin embargo, la mitad de los plazos fijos constituidos estaban denominados en dólares, a pesar de que sus retornos reales fueran inferiores a los denominados en pesos.

101 Ver Díaz-Alejandro, Carlos F. (1984).

102 Durante la etapa pre aperturista la economía había comenzado a desarrollar mecanismos adaptativos para lidiar con el contexto inflacionario. Uno de ellos fue la indexación de una parte de su estructura contractual. En una economía con inflación alta, la incertidumbre real de los contratos nominales se incrementa. Para reducir esa incertidumbre, los agentes acortan el horizonte contractual, lo que incrementa los costos al aumentar la frecuencia de recontratación. La indexación surge entonces como un mecanismo de reducción de los costos asociados con la renegociación contractual en un contexto de inflación alta. La cláusula de indexación ajusta automáticamente un contrato en función de la evolución pasada de un índice de referencia.

103 En Corso (2015a) se estudia la selección óptima de cartera del sector privado argentino utilizando enfoques de portafolio que contemplan momentos de orden superior. De acuerdo con el autor, bajo estos enfoques el momento tercero (sesgo), constituye un elemento que torna particularmente atractivo al dólar como reserva de valor.

La información que se releva en la tabla I puede ser ilustrativa del punto anterior. En ella se resume la evolución de los retornos relativos ex-post entre la tenencia de dólares y un depósito a plazo fijo en moneda local, durante un período de tenencia de 12 meses, para seis países de América Latina, a partir de 1985. La comparación entre los valores de la media y la mediana puede ser de utilidad para ilustrar los efectos de los shocks cambiarios sobre los retornos relativos. En efecto, si los retornos de las tenencias de dólares se ubican de manera sostenida por debajo de los retornos de los depósitos en moneda local, el valor de la mediana será negativo. Asimismo, de no verificarse shocks cambiarios de magnitud, el valor de la media será similar al de la mediana. Ahora bien, en períodos que incluyen la realización de eventos cambiarios particularmente disruptivos, el valor medio de los retornos relativos se separará del valor de la mediana.

Observemos el caso de Argentina y Perú. Se trata de dos economías que presentan una elevada dolarización de las carteras privadas. En el período 1985-2003 (que incluye etapas de elevada volatilidad macroeconómica y nominal), el retorno relativo promedio anual del dólar resulta claramente superior al del depósito en moneda local, respecto a los restantes países.

Tabla 1 | Retorno relativo dólar vs. depósitos a plazo fijo

Acumulado 12 meses

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Período 1985 - 2003						
Media	4,2%	-8,1%	-6,7%	-9,1%	-10,1%	3,9%
Mediana	-7,9%	-14,4%	-8,1%	-9,0%	-14,6%	-4,3%
Desvío estandar	50,2%	18,9%	7,7%	9,4%	17,1%	108,7%
Período 2004 - 2020						
Media	2,8%	-6,3%	-2,5%	-3,5%	0,3%	-2,5%
Mediana	-2,3%	-8,8%	-4,9%	-6,2%	-2,8%	-3,2%
Desvío estandar	15,1%	18,2%	10,8%	14,4%	10,4%	5,9%

Nota: Las series de retornos relativos para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú fueron calculadas utilizando los tipos de cambio oficiales. Las estadísticas relevadas se corresponden con los siguientes períodos: Argentina, Chile y México: enero de 1985 – julio 2020. Colombia: diciembre de 1985 – julio de 2020. Perú: enero de 1988 – Julio de 2020. Brasil: junio de 1994 – julio 2020.

Fuente: BCRA.

Adicionalmente, los valores medios resultan claramente superiores a los respectivos valores de las medianas. Como fuera mencionado anteriormente, esto se debe a que, durante períodos prolongados de la muestra, el retorno del dólar es inferior al de los depósitos a plazo en moneda local, pero se verifican elevados retornos de la divisa norteamericana en eventos de disrupción cambiaria.

Durante el período 2004-2020, la tabla muestra que en el caso de Perú el valor de la mediana y de la media se acercan, ubicándose en valores negativos (mayor retorno relativo promedio del depósito en moneda local). Este patrón es similar al de Colombia, Chile y Brasil durante igual período. Con vistas en la experiencia de Perú durante las últimas dos décadas, la evidencia sugiere que el mantenimiento de retornos relativos sostenibles a favor de los activos denominados en moneda local ha sido efectivo en reducir significativamente la dolarización de cartera del sector privado en aquel país.

En el caso de Argentina, si bien en el período 2004-2020 se observa una significativa reducción en la volatilidad de los retornos relativos (medida por el desvío estándar) respecto al período 1985-2003, no se verifica una desarticulación del patrón caracterizado por un valor medio positivo, y una mediana negativa.

La descripción de la evolución histórica de las reservas de valor en nuestro país, y el hecho de que en el pasado los retornos relativos del dólar y los depósitos en moneda local compartieran patrones comunes con el caso de Perú —que también ha experimentado en su historia incentivos a la dolarización de cartera—, aporta evidencia sobre la racionalidad económica tras estos comportamientos.

Los desafíos de revertir la historia

El análisis que se presentó en los párrafos previos permite identificar algunos elementos de importancia a la hora de comprender la dinámica de los patrones de ahorro en Argentina.

En primer lugar, el sostenimiento en el tiempo de retornos reales negativos fue un elemento que signó el deterioro de las reservas de valor denominadas en moneda local durante el período que antecedió a la experiencia aperturista de fines de los años setenta.

En segundo lugar, la recurrencia y magnitud de los eventos disruptivos que caracterizó la economía a partir de fines de la década del setenta amplió los requisitos demandados por los agentes a la hora de elegir un activo como reserva de valor. En este sentido, una importante lección que nuestra historia monetaria ha enseñado a las familias y firmas es que para elegir un activo con objeto de destinar los flujos de ahorro **no basta con requerir retornos reales positivos durante períodos de estabilidad macro-financiera. Tampoco con comparar los retornos reales de las diversas alternativas en tales períodos de estabilidad. En un entorno de elevada incertidumbre, la reserva de valor debe ser también capaz de preservar el poder de compra de la riqueza bajo regímenes monetarios-cambiaris alternativos, y durante sus períodos de transición**¹⁰⁴.

Estos elementos ponen en evidencia la magnitud del desafío que implica revertir los patrones de demandas de activos, con vistas en nuestra historia. **Si bien el sostenimiento de retornos reales positivos de las reservas de valor en moneda local es una condición necesaria, no resulta suficiente. Se requiere de esquemas monetarios y cambiaris que sean percibidos sostenibles. De esta manera, el desafío no se limita al alcance de un instrumento de política, sino que demanda compromisos institucionales de largo aliento.**

Referencias

Corso, Eduardo A. (2015a). "Ambigüedad y decisiones de cartera".

http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1246_CorsoEA.pdf

Corso, Eduardo A. (2015b). "Ambigüedad, aversión por la ambigüedad y reservas de valor en Argentina". Ensayos Económicos 73. Diciembre de 2015. http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Investigaciones/73_corso.pdf

Cortés Conde, Roberto (2011). "La Cédula Hipotecaria Argentina". Banco Hipotecario.

Cottely, Esteban (1971). "El mercado de títulos-valores públicos. Evolución del mercado". Boletín Informativo N° 184. Techint. Noviembre-Diciembre.

Díaz-Alejandro, Carlos F. (1984). "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash". Kellogg Institute, Working Paper N° 24 — Agosto.

104 En Corso (2015a y 2015b) se estudia la evolución de las reservas de valor en Argentina desde una perspectiva histórica. Además de utilizar enfoques de portafolio con momentos de orden superior, el autor explora las decisiones de cartera del sector privado argentino utilizando enfoques de portafolio que contemplan la aversión por la "ambigüedad", entendida como la aversión por parte de las familias y firmas al cambio en los esquemas institucionales monetarios-cambiaris. Bajo estas preferencias, se encuentra que el dólar y los inmuebles resultan particularmente atractivos. En el caso de este último activo, su atractivo es el de poseer la distribución de retornos más estable frente a contextos "ambiguos".

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