

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2019



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2019

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”.

Sin perjuicio del uso de otros instrumentos más específicos para el cumplimiento de los otros mandatos – tales como la regulación y la supervisión financiera, la regulación cambiaria, y la innovación en instrumentos de ahorro, crédito y medios de pago– el principal aporte que la política monetaria puede hacer para que la autoridad monetaria cumpla todos sus mandatos es enfocarse en el de la estabilidad de precios.

Con inflación baja y estable, las entidades financieras pueden estimar mejor sus riesgos, lo que asegura una mayor estabilidad financiera. Con inflación baja y estable, los productores y empleadores tienen más previsibilidad para inventar, emprender, producir y contratar, lo que promueve la inversión y el empleo. Con inflación baja y estable, las familias de menor poder adquisitivo pueden preservar el valor de sus ingresos y sus ahorros, lo que hace posible el desarrollo económico con equidad social.

La contribución de una inflación baja y estable a estos objetivos nunca se hace tan evidente como cuando no existe: la huida de la moneda local puede desestabilizar al sistema financiero y desembocar en crisis, la destrucción del sistema de precios complica la productividad y la generación de empleo genuino, el impuesto inflacionario golpea a las familias más vulnerables y propicia redistribuciones de riqueza en favor de las más pudientes. Una inflación baja y estable previene todo esto.

En línea con esta visión, el BCRA asume como objetivo primario reducir la inflación. Como parte de este esfuerzo, la institución publica en forma trimestral su Informe de Política Monetaria. Sus principales objetivos son comunicar a la sociedad cómo el Banco Central percibe la dinámica inflacionaria reciente y cómo anticipa la evolución de los precios, y explicar de manera transparente las razones de sus decisiones de política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de octubre de 2019.

Contenidos

- Pág. 4 | 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas
- Pág. 6 | 2. Contexto internacional
- Pág. 18 | *Apartado 1 / Las causas de la volatilidad en el mercado interbancario de EE.UU.*
- Pág. 23 | *Apartado 2 / La provisión de activos seguros y el rol del dólar en los mercados internacionales*
- Pág. 26 | 3. Actividad económica
- Pág. 47 | 4. Precios
- Pág. 60 | 5. Política monetaria
- Pág. 78 | *Apartado 3 / Respuesta del BCRA al impacto de la volatilidad financiera en los fondos comunes de inversión*
- Pág. 82 | *Apartado 4 / La importancia del consenso respecto de la normativa macroprudencial*
- Pág. 85 | Glosario de abreviaturas y siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Los principales riesgos identificados en el IPOM anterior, la incertidumbre asociada al resultado de las elecciones primarias y el agravamiento de la guerra comercial internacional, se materializaron durante el trimestre.

Tras las elecciones primarias aumentó la percepción del riesgo asociado a los activos argentinos, deteriorando la capacidad del sector público de renovar los vencimientos de la deuda de corto plazo. Esto provocó una fuerte caída en el precio de todos los activos argentinos (títulos públicos y privados, acciones y otros), una depreciación del tipo de cambio, y una caída de los depósitos en dólares.

Frente a este escenario, el Ministerio de Hacienda anunció una extensión del perfil de los vencimientos de la deuda de corto plazo del Tesoro y envió un proyecto de ley al Congreso con el objetivo de aliviar el cronograma de vencimientos del resto del año y del período 2020-2023.

El BCRA continuó manteniendo una política monetaria contractiva y, en forma complementaria, implementó un conjunto de medidas destinadas a regular el acceso al mercado cambiario y a reducir la demanda de dólares. Las nuevas regulaciones no afectan el funcionamiento del comercio exterior, los viajes, el pago de deudas en moneda extranjera, ni la libertad para extraer pesos y dólares de las cuentas bancarias. Se trata, fundamentalmente, de limitar la formación de activos externos sin destino específico, principalmente en el caso de las personas jurídicas, y establecer la obligación de ingreso de los cobros de exportaciones de bienes y servicios.

La suba del tipo de cambio registrada a partir de las elecciones primarias interrumpió, en agosto y septiembre, la tendencia descendente que venía mostrando la inflación. Las medidas implementadas permitieron estabilizar el tipo de cambio, y que la inflación retome su sendero decreciente a partir de octubre. A medida que se reducía la volatilidad financiera, también se aplacó la caída de los depósitos en dólares y la caída de las reservas internacionales.

El incremento temporario de la inflación implicó una reducción en la oferta real de dinero, mientras que la implementación de las regulaciones cambiarias permite esperar hasta fin de año una demanda real de dinero mayor a la prevista originalmente. Para evitar una contracción monetaria excesiva, el Comité de Política Monetaria (COPOM) actualizó sus metas de base monetaria, que ahora contemplan un crecimiento de 2,5% mensual en septiembre y octubre y serán ajustadas por las operaciones cambiarias netas que realice el BCRA.

Las metas actualizadas se establecen en un contexto en el que las proyecciones de demanda de dinero pueden perder precisión. En consecuencia, para garantizar el carácter contractivo de la política monetaria, el COPOM aumentó el límite inferior para la tasa de interés de las Letras de Liquidez (LELIQ) del 58% actual a 78% en septiembre. Para octubre, este límite se estableció en 68%, de manera consistente con las proyecciones del mercado.

A pesar de la elevada volatilidad que enfrenta la economía argentina, el sistema financiero se mantiene sólido, con baja exposición al sector público y sin descortes significativos (ver Apartado 4. La importancia del consenso respecto de la normativa macroprudencial). Hace más de quince años el Banco Central estableció regulaciones que limitan fuertemente la exposición de los bancos al sector público y dividió al sistema bancario en

dos segmentos, dólares y pesos, casi totalmente aislados en la práctica. La regulación estableció también que en forma precautoria los bancos deben mantener niveles muy elevados de liquidez, superiores a los estándares internacionales. Todas las administraciones desde entonces han respetado estos principios. Este es un ejemplo de un consenso básico que hace a la economía más robusta y protege a los ahorristas.

Los elevados niveles de liquidez les permitieron a los bancos hacer frente a los retiros de los depósitos en moneda extranjera de forma satisfactoria. La ausencia de descalces implicó que la suba en el tipo de cambio no tuviera impacto en su situación patrimonial. Todo esto contribuyó, a su vez, a restablecer la confianza de los depositantes: se redujo paulatinamente el ritmo de caída de los depósitos en moneda extranjera y se mantuvieron estables los depósitos en pesos.

Por su parte, en el frente internacional se agravaron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, aumentó la posibilidad de un Brexit sin acuerdo, y se intensificaron las disputas entre Irán y algunas economías avanzadas, entre otros factores geopolíticos. Ello llevó a que el nivel de actividad mundial continuara desacelerándose. Así, a pesar de que algunos bancos centrales de economías avanzadas tomaron nuevas medidas expansivas, las condiciones globales de liquidez empeoraron y se registra un reajuste de carteras en detrimento de los activos de economías emergentes.

Argentina enfrenta un escenario internacional más adverso que en el trimestre anterior debido a las menores perspectivas de crecimiento global. Por otro lado, si bien empeoraron las condiciones globales de liquidez para países emergentes, estas no tienen mayor impacto en la Argentina, dado que los niveles de prima de riesgo que tiene el país hacen que, por el momento, no pueda acceder a los mercados internacionales.

El Banco Central continuará realizando los esfuerzos necesarios para preservar la estabilidad monetaria y financiera. La suba del tipo de cambio ocurrida tras las elecciones primarias interrumpió el proceso de desinflación observado hasta mediados de agosto. Por ello, el Banco Central continuará implementando una política monetaria contractiva basada en el cumplimiento de las metas y en mantener positivas y elevadas las tasas reales de interés, con el objeto de retomar el proceso de desinflación.

2. Contexto internacional

Durante el tercer trimestre de 2019, algunos de los factores de riesgo mencionados en el IPOM anterior se concretaron, lo que impactó en el nivel de actividad global a través de mayor incertidumbre. Se agravaron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, aumentó la posibilidad de un Brexit sin acuerdo, y se intensificaron las disputas entre Irán y algunas economías avanzadas, entre otros factores geopolíticos. Así, continuó la desaceleración del nivel de actividad mundial.

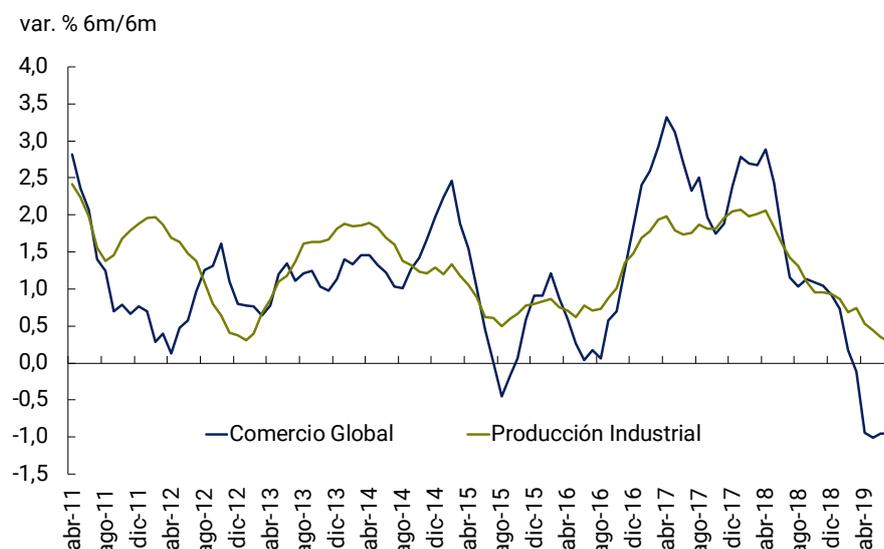
Algunas de las autoridades monetarias de las economías avanzadas tomaron nuevas medidas con sesgo expansivo, tendencia que en este trimestre se generalizó a más economías emergentes. Sin embargo, las condiciones globales de liquidez empeoraron desde el IPOM anterior debido a las tensiones comerciales y geopolíticas, que indujeron un reacomodamiento de carteras con impacto sobre los precios de los activos de economías emergentes. De esta manera, primó en los últimos tres meses el proceso de *flight to quality* por sobre el estímulo de los bancos centrales.

Argentina enfrenta un escenario internacional más adverso que en el trimestre anterior debido a las menores perspectivas de crecimiento globales. Sin embargo, aún se espera un mayor crecimiento para Brasil (y otros socios comerciales) en 2020, lo que implicaría un impulso comercial positivo. Por otro lado, el deterioro en las condiciones globales de liquidez para emergentes no tiene impacto directo en la Argentina: la prima de riesgo del país hace que, por el momento, no pueda acceder a los mercados internacionales. El principal factor de riesgo del contexto internacional es que se profundicen las tensiones comerciales y geopolíticas lo que tendrá impacto por el canal comercial.

2.1 Continúa el deterioro en el nivel de actividad global con impacto negativo en los principales socios comerciales

Desde el IPOM anterior continuaron los signos de desaceleración en la actividad económica mundial. El comercio global viene cayendo a una tasa de 1% semestral s.e. según los datos más recientes (ver Gráfico 2.1). En tanto, la producción industrial se viene desacelerando marcadamente, aunque continúa con tasas de crecimiento positivas.

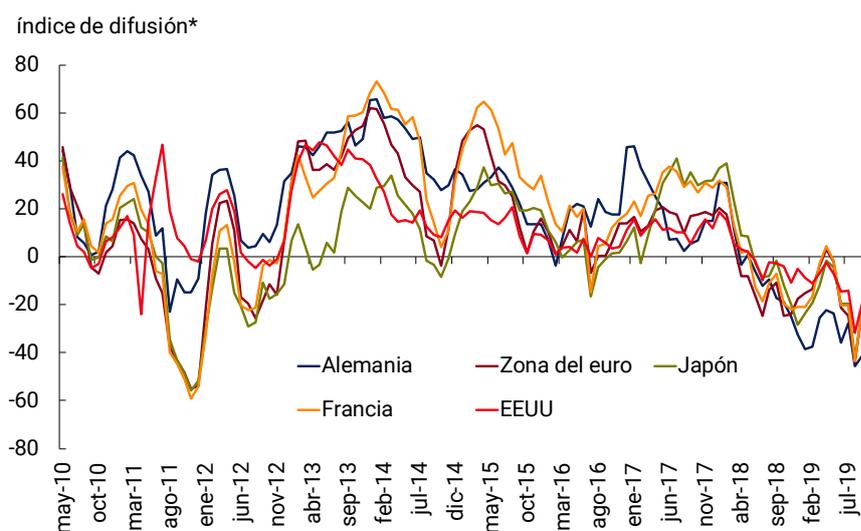
Gráfico 2.1 | Volumen de comercio y producción industrial globales (s.e.)



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

La incertidumbre generada por las tensiones comerciales y su impacto en la confianza empresarial (ver Gráfico 2.2) sigue siendo uno de los principales factores detrás de la caída del ritmo de crecimiento global, mediante su impacto en la inversión. Esto se refleja en el PMI¹ global de la industria, servicios y en el índice compuesto (ver Gráfico 2.3), el primero de los cuales está en zona de contracción desde mayo de este año, mientras que los otros dos tienen una clara tendencia decreciente.

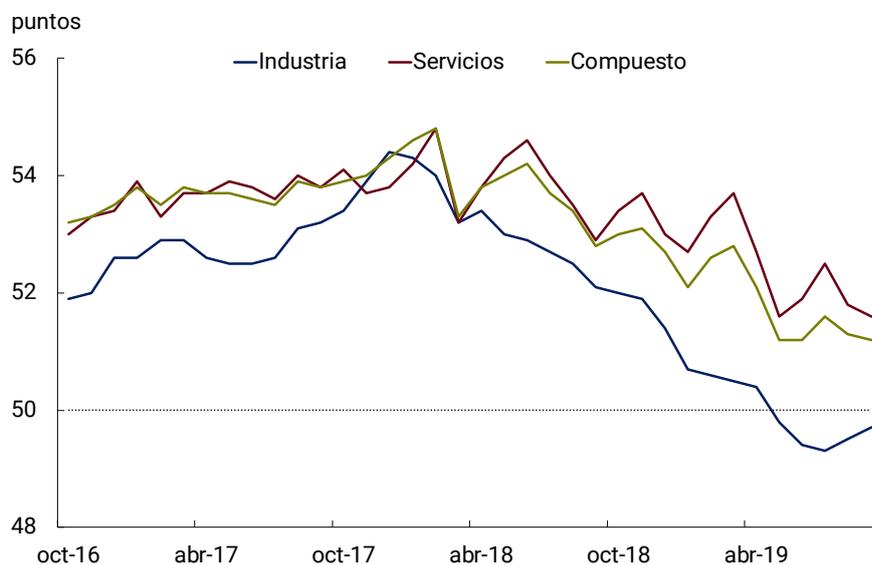
Gráfico 2.2 | Expectativas económicas en economías avanzadas



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

¹ Purchasing Managers' Index

Gráfico 2.3 | Índices PMI globales



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

El panorama de menor crecimiento también se observa en los principales socios comerciales de Argentina. El nivel de actividad esperado de estos países en 2019 es el menor de los últimos cuatro años. De todas formas, en 2020 mejora el desempeño esperado para estas economías (ver Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 | Crecimiento global y de los socios comerciales de Argentina



p: Proyectado

*Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas.

Fuente: BCRA en base a datos de FocusEconomics, Bloomberg y oficinas estadísticas oficiales.

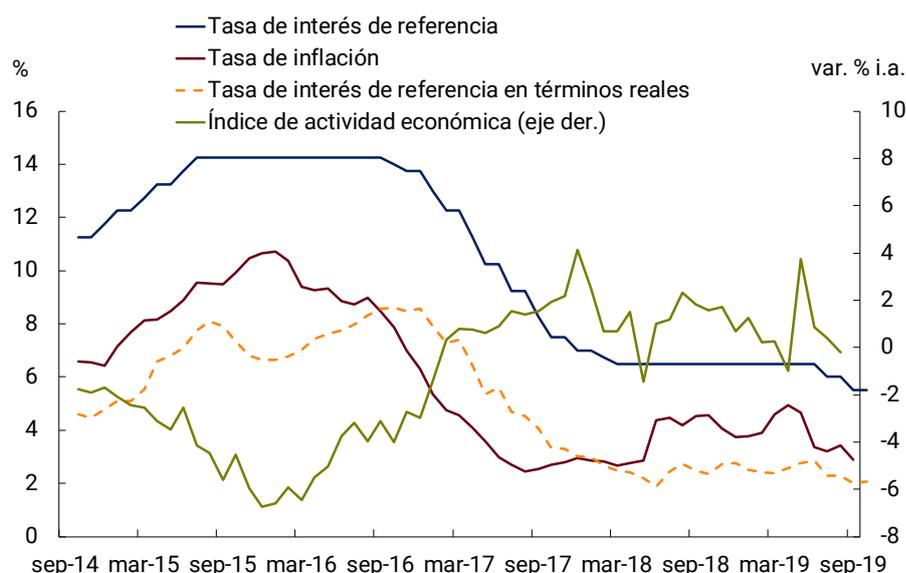
El crecimiento de nuestro principal socio comercial, Brasil, fue de 0,4% trimestral s.e. en el segundo trimestre (con un arrastre positivo para 2020), por encima de las previsiones del sector privado, que esperaban un aumento de 0,2%. El crecimiento se dio tras la caída de 0,1% del nivel de actividad en el primer trimestre². El mejor desempeño del segundo trimestre se debió principalmente a la recuperación de la inversión, que creció 3,2% trimestral s.e., tras una reducción de 2,8% acumulada en los dos trimestres previos. Por su parte, el consumo de los hogares registró su décimo trimestre de crecimiento consecutivo empujado, según el Banco Central de Brasil ([BCB](#)), por el crecimiento de la masa salarial y el mayor endeudamiento de las familias.

En igual sentido, los datos de actividad mensuales medidos por el estimador [IBC-Br](#) del BCB que habían sido negativos de enero a abril, mostraron un crecimiento de la economía en mayo, y en menor medida en junio (1,6% y 0,3% mensual s.e.), aunque en julio volvió a reducirse un 0,2%. Los datos preliminares recientemente [publicados](#) de la producción manufacturera de septiembre muestran que la actividad del sector estaría creciendo al mayor ritmo en los últimos siete meses, tras la mala performance del primer semestre.

Por otro lado, las estimaciones más recientes de la encuesta Focus del BCB [prevén](#) un crecimiento de 0,9% i.a. para 2019, 0.1 p.p. mayor a lo esperado en [julio](#). En igual valor se incrementaron las proyecciones oficiales del BCB. El mejor desempeño esperado para lo que resta de 2019 estaría vinculado a un mayor gasto fiscal. Para 2020, los pronósticos del [BCB](#), como de [Focus](#), prevén un mayor crecimiento (1,8% y 2%, respectivamente).

Uno de los riesgos al que potencialmente estaba expuesta la economía brasileña era que hubiese un cambio desfavorable en la percepción de los inversores respecto del proceso de reformas estructurales. Este riesgo se habría disipado en buena medida: el congreso brasileño aprobó la reforma previsional, la reforma más esperada por el mercado dentro de las anunciadas en la campaña por el actual presidente.

Gráfico 2.5 | Brasil. Indicadores macroeconómicos



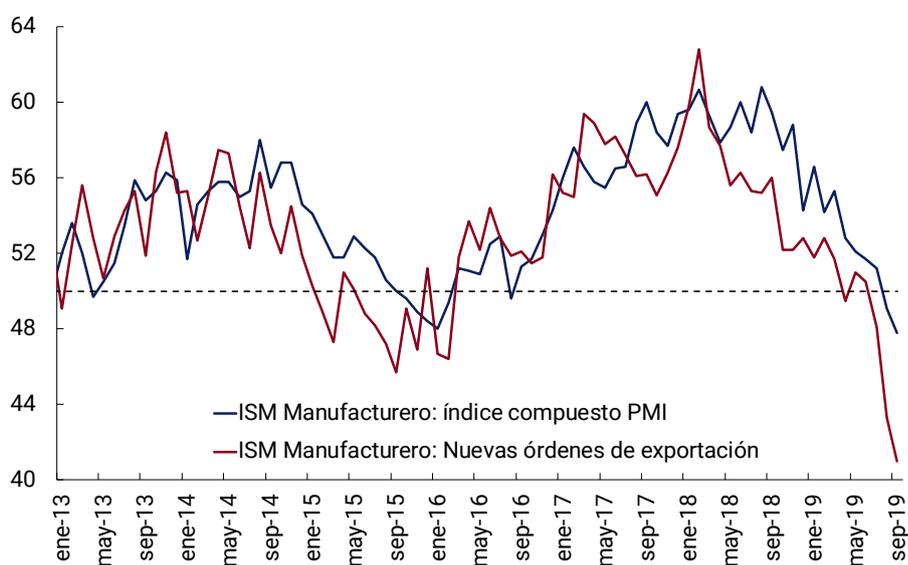
Fuente: BCRA en base a datos de Banco Central de Brasil

² La actividad económica en el trimestre había sido impactada negativamente por una fuerte caída en la actividad minera debido a un accidente ambiental.

El dato más reciente de inflación en Brasil (septiembre) fue de 2,9% interanual, por debajo del centro de la meta (4,25% ± 1,5). En los últimos meses, la desaceleración de la tasa de inflación se explica principalmente por la evolución de precios de los combustibles y los alimentos. A su vez, los analistas que releva [Focus](#) prevén que la tasa de inflación finalizará 2019 en 3,3%, 0,5 p.p. menos de lo que esperaban al cierre del [anterior](#) IPOM. En este contexto, el BCB por primera vez en dieciséis meses modificó su tasa de interés de política monetaria (SELIC) con una reducción de 0,5 p.p. a fines de julio y otra de igual magnitud en septiembre; dicha tasa se ubica ahora en 5,5%. Los analistas de Focus proyectan una reducción adicional de 0,75 p.p. durante el año.

Los datos más recientes de actividad en Estados Unidos muestran que la tasa de crecimiento del PIB se desaceleró a 2% en el segundo trimestre (respecto del trimestre anterior, sin estacionalidad y anualizado), 1,1 p.p. menos que el trimestre previo, pero 0,2 p.p. por encima del consenso de mercado. Gran parte de la desaceleración está vinculada, como ya se mencionó, al conflicto comercial con China, y en menor medida a que ya no habrían impactado los estímulos del recorte de impuestos que hizo la administración republicana al momento de asumir (2017). Por el lado de la demanda, el mayor aporte al crecimiento del PIB vino del consumo privado que aportó 3 p.p., seguido del consumo y la inversión pública (+0,8 p.p.), mientras que la variación de inventarios (-0,9 p.p.), las exportaciones netas (-0,7 p.p.), y la inversión privada contrajeron el nivel de actividad (-0,3 p.p.). Los [datos preliminares](#) de la actividad manufacturera medidos por el PMI muestran que, en septiembre, tanto la producción como las órdenes de exportaciones cayeron a los niveles más bajos de los últimos diez años (ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | PMI Manufacturero de Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

Por su parte, el Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) redujo nuevamente sus [proyecciones](#) de crecimiento e incrementó las de desempleo en 2019 (-0,1 p.p. y +0,1 p.p. respectivamente), dejando sin cambios las de inflación. En este contexto, la Fed bajó nuevamente su tasa de interés de política en la reunión de septiembre al rango 1,5% - 1,75%, segunda reducción desde fines de 2008 (tras la baja del 31 de julio, ver Apartado 1. Las causas de la volatilidad en el mercado interbancario de EE.UU.). En principio,

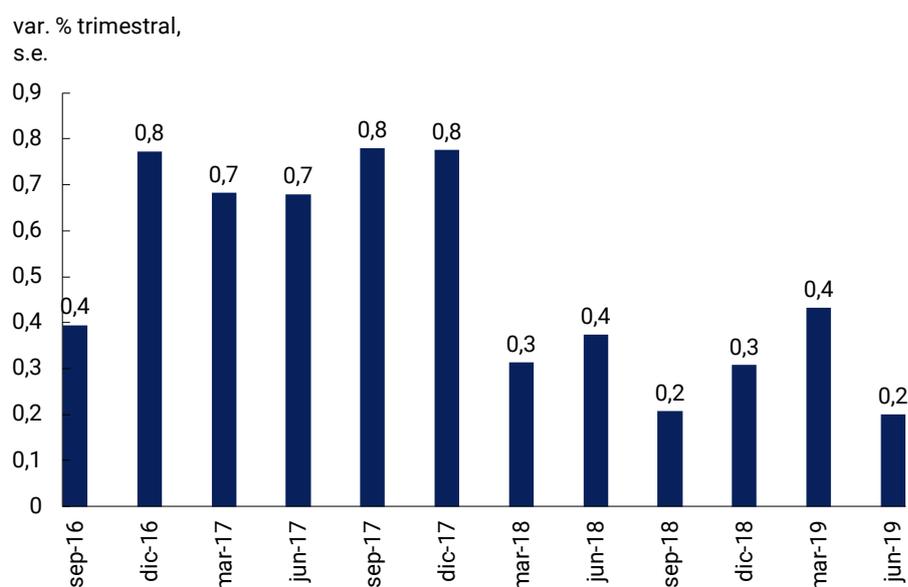
teniendo en cuenta las proyecciones del propio FOMC y las del sector privado no se esperan nuevas bajas de la tasa de interés de política de la Fed este año, a pesar de las fuertes presiones políticas en ese sentido.

El nivel de actividad económica en la zona del euro se desaceleró en el segundo trimestre a 0,2% trimestral s.e. (ver Gráfico 2.7), en línea con lo esperado por el consenso del mercado (0,3%), pero 0,2 p.p. menos que en el trimestre previo. Este fenómeno se produjo en gran medida por la marcada desaceleración en el crecimiento de las exportaciones. En tanto, la demanda interna continuó siendo el principal factor de crecimiento de la economía de la zona del euro. A nivel de países, en el segundo trimestre se destacan la caída del PIB alemán en 0,1% y el aumento del italiano en 0,1%, tras dos trimestres de contracción (0,1% cada uno).

Los indicadores de alta frecuencia en la zona del euro estarían adelantando un ritmo de crecimiento muy moderado para el tercer trimestre. En septiembre, la actividad manufacturera en la zona del euro se contrajo a la velocidad más rápida en casi siete años, lo que estaría empezando a afectar también al sector servicios. Así, el Banco Central Europeo (BCE) redujo levemente sus [previsiones](#) de crecimiento para 2019 (1,1%, -0.1 p.p.) y 2020 (1,2%, -0,2 p.p.).

Dada la coyuntura de la zona del euro, el BCE pasó de dar señales respecto de que estaría listo para tomar medidas expansivas a efectivamente [concretarlas](#). En ese sentido, redujo en 10 puntos básicos (p.b.) la tasa de la facilidad de depósitos de su corredor, mientras que dejó sin cambios tanto la tasa de interés de la facilidad de crédito en 0,25% como la tasa de interés de referencia (MRO) en 0%. Además, decidió retomar su programa de compra de activos a un ritmo de €20.000 millones mensuales desde el primero de noviembre, tras haberlo concluido a fines de 2018.

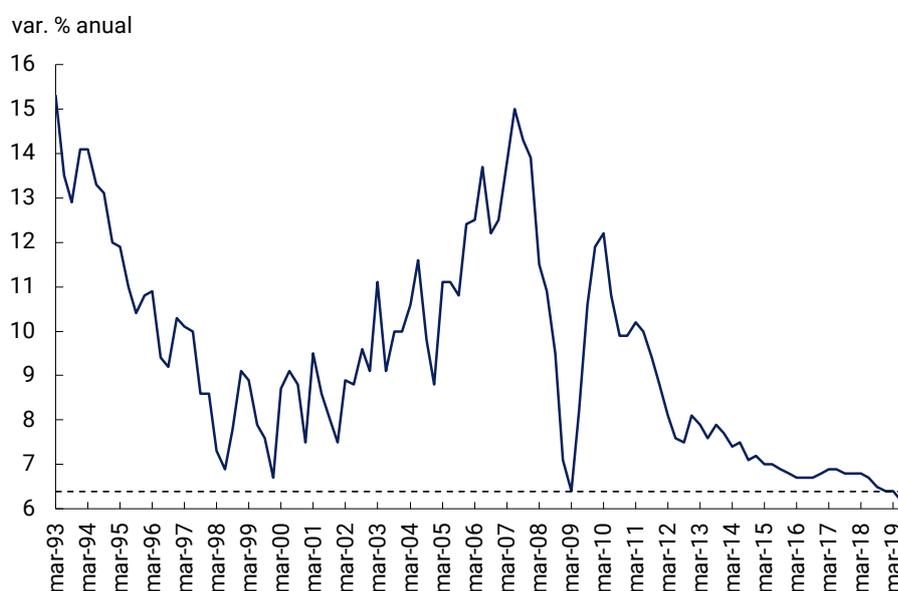
Gráfico 2.7 | Crecimiento del PIB de la zona del euro



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

La economía china continúa su proceso de desaceleración, al crecer en el segundo trimestre a una tasa de 6,2% i.a. (vs. 6,7% i.a. en igual trimestre del año anterior), el menor ritmo de expansión desde 1993 (ver Gráfico 2.8). El indicador PMI manufacturero se mantuvo en terreno contractivo (menor a 50) en septiembre por quinto mes consecutivo, mientras que las nuevas órdenes de exportación ya acumulan 16 meses de retroceso. Además del conflicto comercial con Estados Unidos, influyen también el intento aún fallido de las autoridades de balancear la demanda agregada, impulsando el consumo privado por sobre la inversión. Uno de los sectores más afectados es el de la producción automotriz, que acumuló hasta septiembre una caída del 11,4% respecto al año anterior, donde influyeron la expiración de incentivos impositivos a la compra de autos y la entrada en vigor de nuevos estándares de emisión de partículas contaminantes.

Gráfico 2.8 | Crecimiento del PIB de China



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg

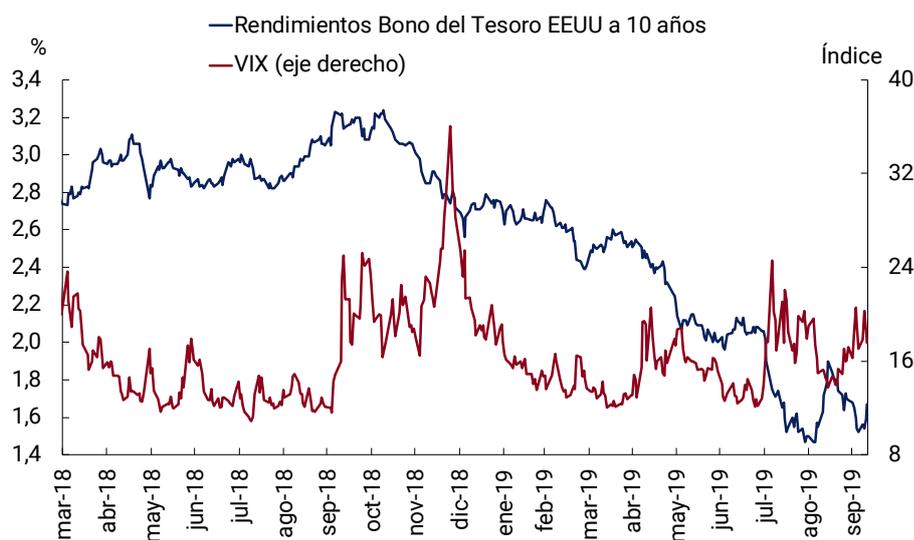
Aun así, los analistas consultados por el relevamiento de *Focus Economics* consideran posible que el crecimiento se mantenga dentro de la franja del 6% al 6,5% para lo que queda de 2019 y 2020. En este sentido, el Banco Popular de China (BPC) tomó medidas para mantener un volumen de crédito adecuado, anunciando una nueva tasa de interés de referencia (nuevo *benchmark*) para préstamos nuevos a un año, la cual redujo levemente en los últimos dos meses. Adicionalmente, bajó el requisito de efectivo mínimo de los bancos por tercera vez en el año, liberando 900 mil millones de yuanes (US\$126,35 mil millones) para apuntalar la economía. Estas últimas medidas podrían incrementar las dudas que persisten sobre la solidez del sistema bancario chino, ya que tres bancos tuvieron que ser rescatados en tres meses y hay incertidumbre respecto a si otras entidades podrían estar en riesgo.

2.2 En los últimos meses hubo una reevaluación del riesgo global.

La incertidumbre relacionada a las tensiones comerciales y geopolíticas, junto con un menor crecimiento esperado en la economía mundial, llevaron a un proceso de mayor percepción de riesgo y *flight to quality* (ver

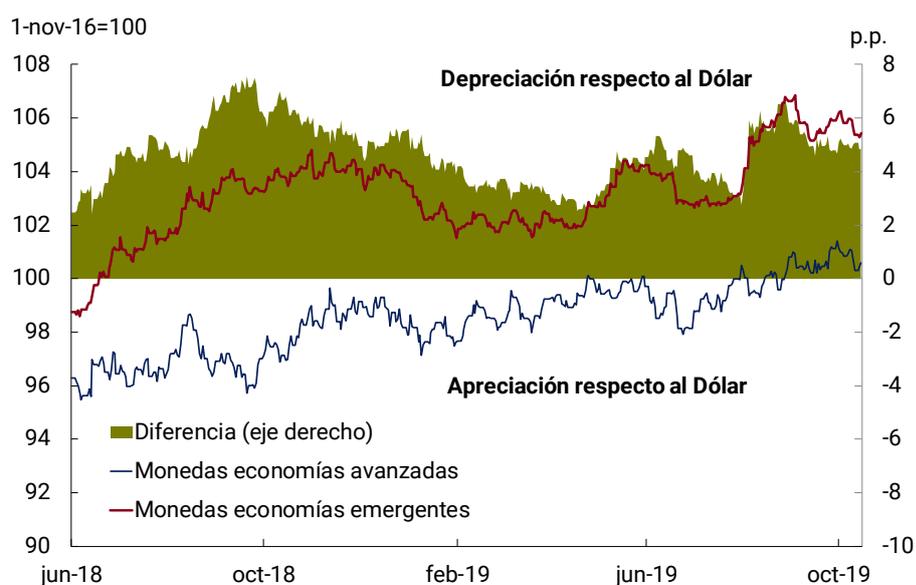
Gráfico 2.9). La contracara de esto fue una mayor depreciación contra el dólar de las monedas tanto de economías avanzadas como emergentes, aunque con un impacto mayor en las últimas (ver Gráfico 2.10, y el Apartado 2. La provisión de activos seguros y el rol del dólar en los mercados internacionales).

Gráfico 2.9 | Índice VIX y rendimiento a 10 años de EEUU



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

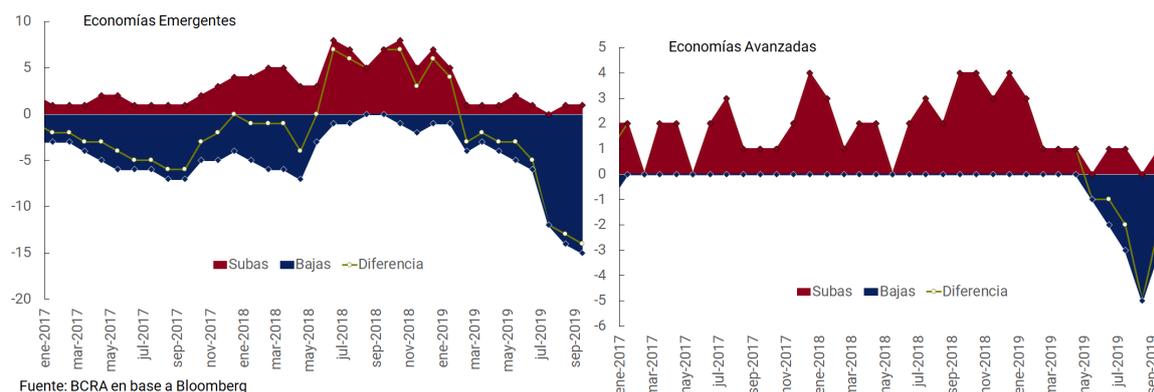
Gráfico 2.10 | Monedas de economías emergentes y avanzadas respecto al dólar



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Banco Mundial

Las autoridades monetarias de las mayores economías continuaron implementando políticas monetarias con sesgo expansivo. Algo similar se observa en el caso de los países emergentes, aunque el sesgo expansivo comenzó más tarde que en los avanzados (ver Gráfico 2.11). Es probable que el efecto de este contexto de mejores condiciones globales de liquidez para emergentes sea más que compensado con los efectos reales del menor crecimiento económico.

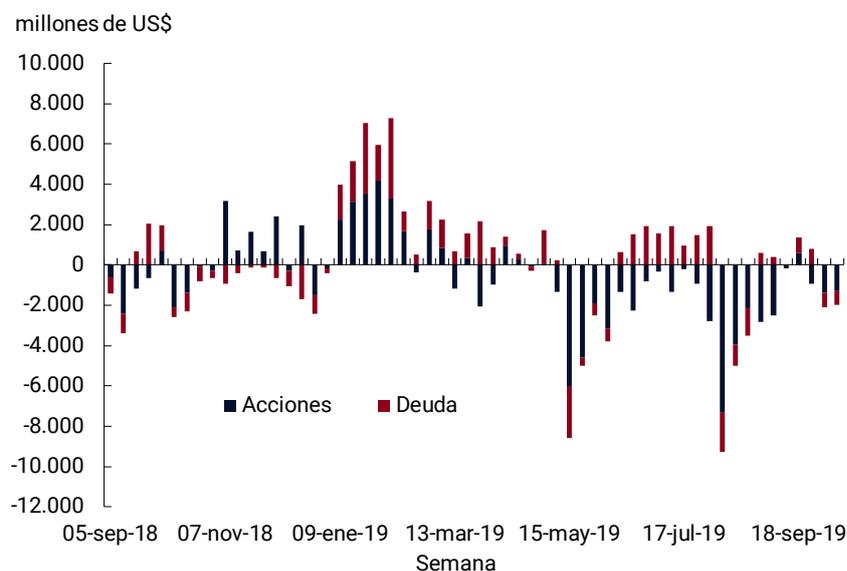
Gráfico 2.11 | Países que modificaron su tasa de política monetaria



Desde el IPOM anterior hubo flujos negativos en los fondos especializados en activos emergentes (ver gráfico 2.12). A pesar de ello, el diferencial de rendimiento exigido en los mercados secundarios para la deuda de países emergentes, tanto de títulos soberanos como corporativos, se mantuvo casi sin cambios respecto del IPOM anterior, en torno a los 400 p.b. para los soberanos y 340 p.b. para los corporativos.

Estas primas de riesgo están un 10% por encima del promedio del año previo. A pesar de ello, las colocaciones de deuda de emergentes en mercados internacionales se encuentran a niveles históricamente altos, tanto para el segmento soberano como para el corporativo.

Gráfico 2.12 | Flujos de capitales a mercados emergentes



Durante julio y antes de las turbulencias económicas en Argentina posteriores a las elecciones primarias, había habido cuatro colocaciones de bonos en los mercados internacionales por parte de compañías de los sectores de energía eléctrica y telecomunicaciones, por un total de US\$1.180 millones, en un contexto en el que el CEMBI de Argentina mostraba una tendencia a la baja a niveles similares a los de febrero (en torno a 600-700 p.b.). Desde entonces, no hubo colocaciones de empresas en mercados internacionales, tras verificarse una fuerte suba del riesgo percibido, que medido por el CEMBI de Argentina superaba a mediados de octubre el nivel de 1.200 p.b.

2.3 Tipo de cambio real y términos de intercambio

Luego de la marcada depreciación nominal del peso ocurrida en la segunda semana de agosto, el tipo de cambio registró una leve apreciación real. A fines de septiembre, el ITCRM se ubicó en niveles próximos (-10% i.a.) a los del primer semestre de 2011 (ver Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Tipo de cambio real multilateral

17-Dic-15=100



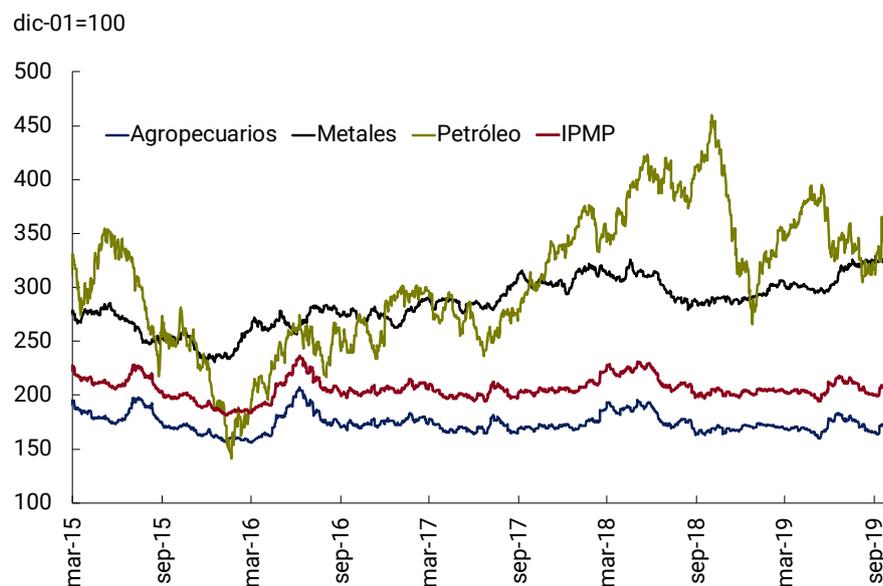
Fuente: BCRA

Por otra parte, en el tercer trimestre del año los precios internacionales de las materias primas medidos en dólares³ se mantuvieron estables (0,6% de aumento) con respecto al trimestre previo, con precios internacionales promedio de las materias primas agropecuarias que permanecieron prácticamente inalterados (si bien registraron una evolución generalmente descendente a lo largo del trimestre). En tanto, mientras que las cotizaciones internacionales del petróleo registraron una reducción en el promedio trimestral, los precios de los metales exhibieron una suba. En el margen, las cotizaciones del petróleo crudo y de los productos agropecuarios exhibieron un alza, que, de sostenerse, se reflejaría como mayores precios de exportación de Argentina durante el último trimestre del año. En términos interanuales el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP)

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

de fines de septiembre de 2019 aumentó aproximadamente 3%, con mejoras de las cotizaciones del agregado agropecuario y de los metales y mermas en el caso de petróleo crudo (ver Gráfico 2.14).

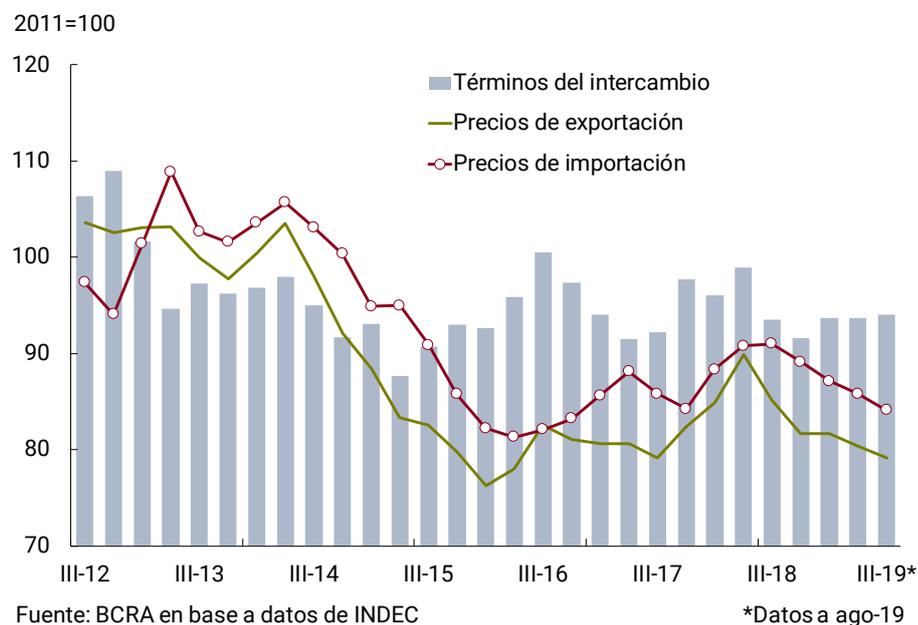
Gráfico 2.14 | Precios internacionales de las materias primas



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Datastream

Con datos parciales a agosto de 2019, los precios del comercio exterior de Argentina medidos en dólares cayeron por cuarto trimestre consecutivo. En el bimestre julio-agosto los precios de exportación cayeron 1,6% en relación con el trimestre anterior debido fundamentalmente a la merma en las cotizaciones en dólares de los productos primarios en ese período (-5%). En tanto, los precios de importación mostraron una baja de 2% en los primeros meses del tercer trimestre con una fuerte incidencia de las reducciones en los precios en dólares de los bienes intermedios. Como resultado, los términos de intercambio subieron ligeramente (0,4%) y se mantuvieron en torno al nivel promedio de los últimos tres años (ver Gráfico 2.15).

Gráfico 2.15 | Términos del Intercambio



En resumen, desde el IPOM anterior se concretaron algunos de los factores de riesgos mencionados en esa publicación, lo que impactó en el nivel de actividad global vía mayor incertidumbre. Entre ellos se destacan las tensiones vinculadas al conflicto entre Estados Unidos y China, la posibilidad de un Brexit desordenado, y las disputas entre Irán y algunas economías avanzadas. Debido a esto, en los últimos meses primó una reevaluación del riesgo global y un proceso de *flight to quality* en los mercados de activos. Ante la mayor desaceleración del nivel de actividad mundial algunas autoridades monetarias de economías avanzadas y emergentes volvieron a tomar medidas expansivas. Es así que Argentina enfrenta un escenario internacional más adverso que en el trimestre anterior debido a las menores perspectivas de crecimiento globales, y en particular de los principales socios comerciales del país en lo que resta de 2019. Sin embargo, para 2020 las buenas perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales plantean un escenario más positivo por la demanda externa. El principal factor de riesgo del contexto internacional es que se profundicen las tensiones comerciales y geopolíticas lo que tendría impacto por el canal comercial.

Apartado 1 / Las causas de la volatilidad en el mercado interbancario de EE.UU.

La tasa de política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) se establece como un objetivo respecto de una tasa de interés del mercado interbancario, la tasa de interés de los *fed funds* (TFF). La Fed establece un objetivo respecto de esa tasa de mercado (OTFF), y luego utiliza los instrumentos de política monetaria a su disposición para llevar la TFF a un valor cercano al objetivo. En la actualidad la OTFF es un rango que va de 1,75 a 2%. En muy raras y pocas ocasiones la TFF se aleja del OTFF y cuando lo hace es por tan sólo unos muy pocos puntos básicos (p.b.). Pero a mediados de septiembre, la TFF percentil 99⁴ se alejó hasta casi 1,9 p.p. de la OTFF. Las señales de alarmas fueron inmediatas dadas las similitudes con el disparador que inició la *Great Financial Crisis* (GFC) en agosto de 2007.

Antes de la GFC el sistema financiero de EE.UU. funcionaba con un déficit estructural de liquidez, es decir, la FED era acreedora neta de los bancos. Este déficit estructural le permitía a la Fed, mediante operaciones de mercado abierto (OMAs, que por su naturaleza son operaciones con impacto temporal en la liquidez), inyectar la liquidez necesaria para que la TFF esté en valores muy cercanos a la OTFF⁵. La intersección de la oferta y demanda de liquidez ocurría a la tasa de equilibrio del mercado, la TFF (ver Gráfico 1⁶).

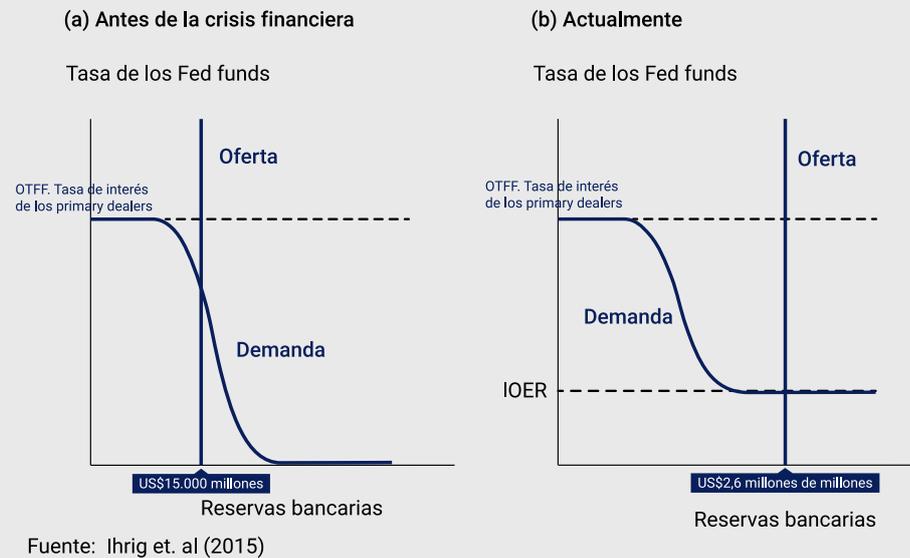
Con posterioridad a la GFC y las medidas de expansión cuantitativa, el sistema financiero de EE.UU. pasó de un déficit estructural de liquidez a un superávit estructural de liquidez. En estas condiciones el sistema financiero pasó de tener una liquidez de reservas bancarias de US\$15.000 millones a US\$2,6 billones, si bien se empezó a reducir paulatinamente por las políticas de normalización del balance que comenzó a implementar la Fed. Junto a este proceso de normalización del balance, la Fed también tuvo que adecuar su marco operativo: debido al superávit estructural de liquidez ya no podía, como antes de la GFC, llevar la TFF a valores cercanos a la OTFF mediante OMAs. Esto le podría haber dificultado el proceso de incrementos de la OTFF cuando quisiera tomar medidas con sesgo contractivo.

4 El promedio de las operaciones en el mercado de fondos federales fue el 17 de septiembre de 2,3%, levemente por encima del techo del corredor de la OTFF, mientras que los días anteriores solía estar cerca del piso. De la distribución de operaciones en el mercado de fondos federales ese día, el 1% de la distribución de TFF operadas con menor tasa de interés registró una tasa de hasta 2,05% y en el otro extremo el 1 % de las operaciones con mayor tasa de interés (percentil 99) tuvo una tasa superior al 4%. Para más detalle ver [este link](#).

5 *Primary credit rate* es la tasa de interés a la que la Fed provee liquidez a ciertas entidades y está por encima de la TFF, en pos de que las entidades busquen satisfacer sus necesidades de liquidez primero en el mercado de *fed funds*. Es una línea de crédito que sirve para paliar las necesidades de liquidez de aquellas entidades que no pudieron satisfacer sus necesidades de liquidez en el mercado de *fed funds*.

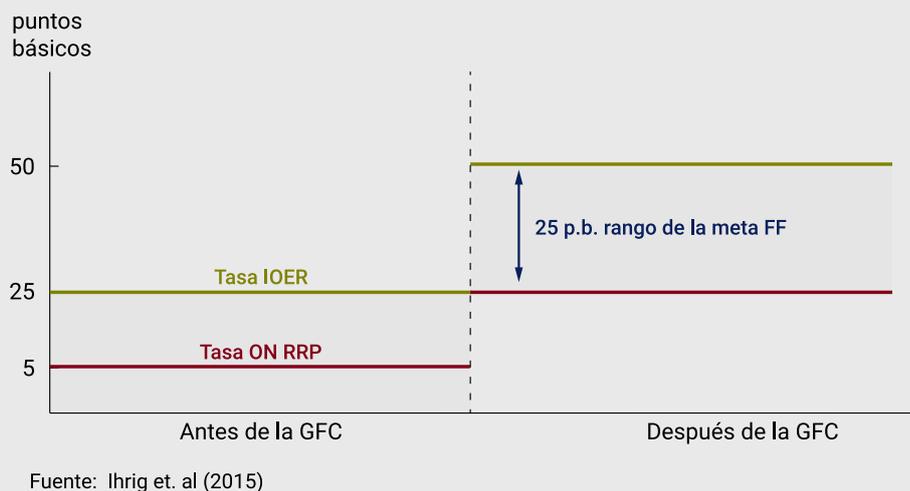
6 La explicación del esquema operativo de política monetaria de la Fed previo y posterior a la GFC es una simplificación del que se presenta en el trabajo de [Ihrig et al](#), *Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation*, Staff working papers in the Finance and Economics Discussion Series (FEDS), Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015. El gráfico 1 y el 2 son una reproducción de los gráficos 5 y 7 de ese trabajo.

Gráfico 1 | Esquema operativo de la política monetaria de la Fed



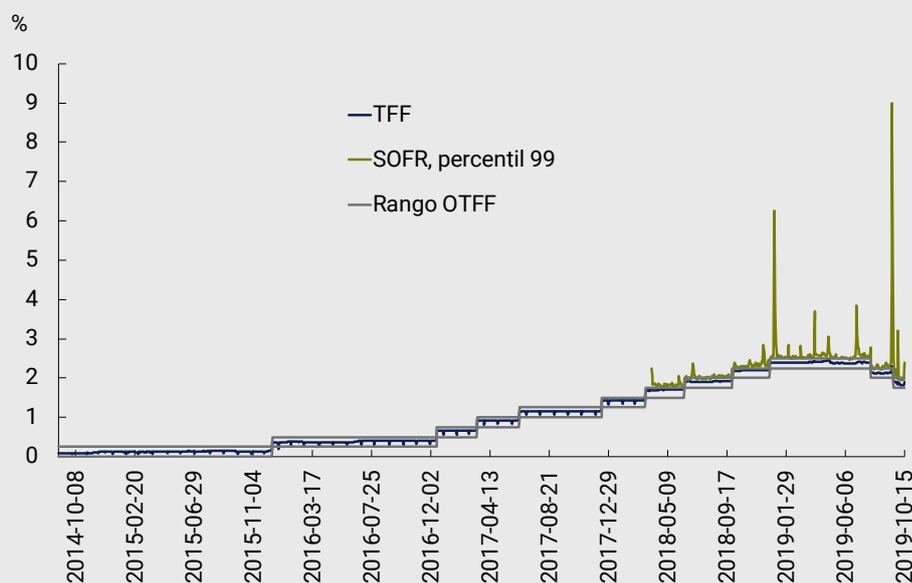
En parte, una de las medidas que la Fed tomó para solucionar esto fue empezar a remunerar las reservas (encajes) excedentes del sistema financiero (IOER, por su sigla en inglés). Además, empezó a utilizar de manera diaria (antes eran intervenciones esporádicas) y ante un grupo de contrapartes mucho más amplio, su línea de pases pasivos a 1 día hábil (ON RRP por su sigla en inglés, ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Esquema operativo de la política monetaria de la Fed



Desde que empezó a subir el OTFF en diciembre de 2015 sólo en situaciones muy excepcionales la Fed tuvo inconvenientes en mantener la TFF dentro del rango de la OTFF, aunque ninguna como la de mediados de septiembre (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Tasas del mercado interbancario de Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal

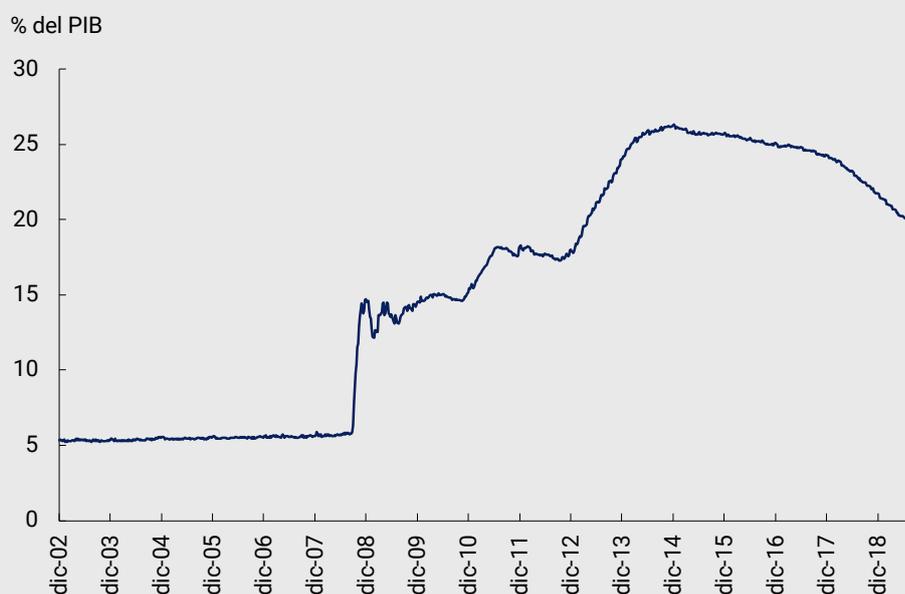
Algo distinto sucedió desde el lunes 16 de septiembre cuando la TFF rompió el techo del rango de la OTFF (en ese momento el rango era de 2 – 2,25%, luego bajó a 1,75 – 2%). Tal fue la presión alcista de la TFF y de la tasa de interés de los pases entre entidades financieras (SOFR por su sigla en inglés) que obligó a la Fed, por primera vez en nueve años, a realizar operaciones de inyección de liquidez mediante su propia línea de pases activos. La SOFR percentil 99⁷ llegó a tocar valores cercanos al 9%, 4,5 veces el valor de la OTFF, no registrándose una situación similar desde la GFC. Ante esta situación la Fed llamó a [licitaciones de pases activos](#), inicialmente a un día hábil y luego también a 14 días. Además, la Fed también dispuso reducir la IOER⁸ dado que la TFF suele estar levemente por encima de la IOER, al reducirse esta disminuye el riesgo de que la TFF se ubique por encima de la OTFF.

El fenómeno que se disparó a mediados de septiembre es particularmente atípico, dado que si bien la Fed empezó a normalizar su balance (reducir el tamaño), recién lo hizo en un 16% respecto del máximo alcanzado a fines de 2014 (ver Gráfico 4), por lo que la liquidez excedente en el mercado aún parecía ser más que la necesaria.

7 Ver la nota 1 donde se explica que significa el percentil 99 en el mercado de la TFF. Una explicación análoga se aplica al percentil 99 de la SOFR. Para más detalle ver [este link](#).

8 Antes la IOER solía estar 10 p.b. por encima del piso del corredor de la OTFF. Desde el 19 de septiembre se decidió que esté sólo 5 p.b. por sobre este valor.

Gráfico 4 | Activo de la Reserva Federal



Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal

Se estima que una serie de hechos aislados y simultáneos son los que produjeron este fenómeno. En primer lugar, en esa semana había una concentración de vencimientos impositivos de empresas, y en menor medida individuos, en EE.UU. por unos US\$100.000 millones que habrían sido retirados de fondos de *money market*, y otras cuentas del sistema financiero, según detalla en un [artículo reciente](#) la Fed de Chicago. Junto a ello, se realizó una licitación de bonos del tesoro por US\$56.000 millones, lo que también redujo momentáneamente la liquidez disponible. Estos factores son previsible por el mercado, por lo que resultaría difícil explicar este fenómeno sólo por ellos⁹.

Es por esto que la Fed continúa analizando este episodio intentando determinar si fricciones de mercado¹⁰ dificultaron una distribución de la liquidez más eficiente desde los [primary dealers](#) hacia otras entidades financieras con necesidades de fondeo.

A fin de evitar episodios similares, la Fed recientemente [anunció](#) en una reunión fuera de calendario del Comité de Mercado Abierto (FOMC por su sigla en inglés) que continuará realizando licitaciones de pases activos a 1 día hábil por lo menos hasta enero de 2020, y a mayor plazo si hiciera falta. Junto a ello, el FOMC anunció que volverá a realizar operaciones tendientes a incrementar de manera permanente (no temporal como son las inyecciones mediante un pase activo) la liquidez disponible en la economía. Para ello, dispuso que comprará

9 Los participantes del mercado de pases en EE.UU. citan otras posibles explicaciones, como la necesidad de operadores de cubrir posiciones abiertas luego de la abrupta e inesperada suba del precio del petróleo (tras un atentado en los pozos de petróleo de Arabia Saudita) durante el lunes 16 de septiembre (hasta ese momento tenía una tendencia bajista), combinado con posibles retiros inesperados de fondos de *money market* por parte de los afectados por el párate temporal de la producción de petróleo.

Otro factor más estructural y no coyuntural que podría haber influido es un arbitraje de tasas de interés. Las mayores tasas de interés que paga la Fed respecto de tasas de interés de corto plazo de otros países de riesgo similar habrían llevado a muchos bancos centrales a colocar sus reservas internacionales denominadas en dólares en el pase pasivo para bancos centrales y gobiernos que ofrece la Fed. Estas colocaciones reducirían aún más los excedentes de liquidez en dólares.

10 En este sentido, operadores del mercado interbancario en EE.UU. consideran que una concentración excesiva en los servicios de *clearing* y *settlement* del mercado conocido como "*tri-party repo*" podría haber sido una de las fricciones de mercado que impidieron una distribución de la liquidez más eficiente.

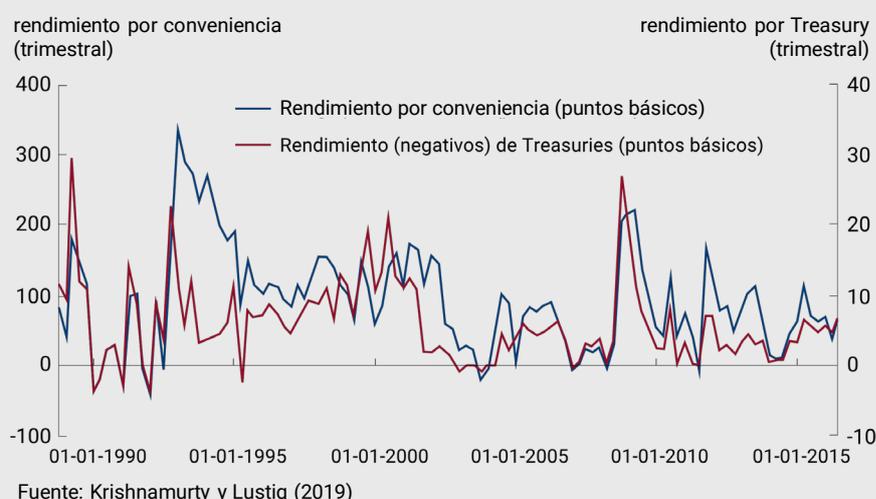
US\$ 60.000 millones por mes de títulos del tesoro de corto plazo hasta por lo menos el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, la Fed hizo hincapié que estas medidas no buscan en lo más mínimo cambiar el sesgo de su política monetaria sino evitar estos episodios de volatilidad que reducen la efectividad de su política monetaria.

Apartado 2 / La provisión de activos seguros y el rol del dólar en los mercados internacionales

La interdependencia de los bancos centrales en el mundo fue un tema que atravesó el reciente simposio anual de la Reserva Federal (Fed) en Jackson Hole. Uno de los temas discutidos ha estado presente en numerosos debates recientes de finanzas internacionales: el “privilegio” que ostentaría la Fed debido a la emisión de una moneda de reserva global ([Gourinchas y Rey, 2007](#)). A principios de este año, [Blanchard \(2019\)](#) lo ilustraba dramáticamente a través de la diferencia entre la tasa de crecimiento de los Estados Unidos y la tasa de interés de una letra del Tesoro de ese país con vencimiento en un año: en la medida en que la primera supere a la segunda, la restricción presupuestaria del gobierno no es operativa, y la emisión de deuda o de moneda para financiar los déficits fiscales deja de ser motivo de preocupación. ¿Es esta una característica general de todo gobierno emisor de una moneda fiduciaria, o es más bien propia de EE.UU.? La evidencia sobre el carácter especial del dólar no hace sino acumularse.

En uno de los trabajos presentados en Jackson Hole, [Krishnamurty y Lustig \(2019\)](#) indagan en el aparente enigma del incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés, señalando que, en realidad, manifiesta la “tasa de conveniencia” que pagan los inversores por comprar activos en lo que consideran una moneda segura (el dólar estadounidense). Así, la diferencia entre el rendimiento de bonos del Tesoro estadounidense y bonos comparables de otros países del G10 es sistemáticamente negativa para vencimientos de entre 3 meses y un año. Pero los diferenciales de tasas de interés proporcionan una imagen incompleta del verdadero rendimiento de los activos denominados en dólares. ¿Por qué? A través de su política monetaria, la Reserva Federal cambia la oferta de activos en dólares que son percibidos como seguros. Por ejemplo: cuando la Fed endurece su política, los inversores en bonos infieren que se reducirá la oferta de activos seguros en dólares. Su disposición marginal a pagar por la seguridad y liquidez que proveen esos bonos se incrementa: el rendimiento por conveniencia sube, y el dólar se aprecia, aún sin un aumento de las tasas de interés en dólares (gráfico 1).

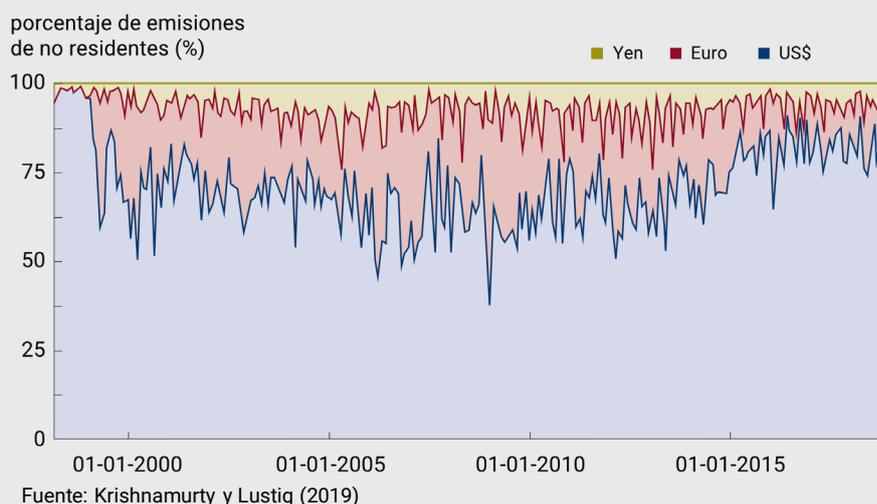
Gráfico 1 | Estimación del “rendimiento por conveniencia” en activos en dólares



El rendimiento por conveniencia existiría, según conjeturan los autores, porque el dólar estadounidense tiene ciertas ventajas inclusive respecto de otras monedas también muy seguras y líquidas como el euro y el yen. La evidencia empírica muestra que los tipos de cambio del euro y el yen no tienen la misma dinámica en respuesta a shocks del tipo “huida a la calidad” cuando los inversores compran masivamente activos que perciben como de menor riesgo. Esto pone al banco central estadounidense en la posición única de administrar la oferta mundial de este tipo de activos seguros. Las decisiones de política monetaria en los EE.UU. impactan en otros países incluso en ausencia de cambios en la tasa de interés de referencia de la Fed; por ejemplo, a través de medidas no convencionales de política monetaria.

Este canal amplifica los “derrames” que la política monetaria de la Fed tiene sobre otras economías. La liquidez en dólares no sólo es provista por bonos del Tesoro de EE.UU., sino también por otros gobiernos que emiten bonos en dólares, bancos y multinacionales. El rendimiento por conveniencia influye sobre decisiones de fondeo tanto dentro como fuera de EE.UU. En este último caso, emisores de deuda en países emergentes buscan beneficiarse de las ventajas del fondeo en dólares, lo que genera un potencial descalce de monedas, en especial para empresas o gobiernos que emiten deuda en dólares pero que no generan ingresos en esa moneda (y, en el caso de los gobiernos, que no pueden recurrir a su emisión, por definición). En caso de que la Fed lleve a cabo una política contractiva, la oferta de activos seguros se reduce y el dólar se aprecia: Krishnamurty y Lustig encuentran que en países con mayor deuda en dólares, la moneda local tiende a depreciarse más en respuesta a un aumento del rendimiento por conveniencia, y el impacto sobre la carga de la deuda es mayor.

Gráfico 2 | Porcentaje de emisión de bonos por no residentes, por moneda de denominación. Vencimiento menor a 5 años.



De hecho, los autores señalan que, desde la crisis financiera de 2008, el dominio del dólar en los mercados de activos seguros ha crecido significativamente. La emisión de bonos y préstamos denominados en dólares ha aumentado en relación con la emisión en euros y yenes (gráfico 2). Como consecuencia los efectos “derrame” de la política monetaria estadounidense habrían aumentado. Estos hallazgos son consistentes con la hipótesis según la cual los cambios en las condiciones financieras internacionales están asociados ante todo a los ciclos de apreciación y depreciación del dólar ([Hoffmann, Shim y Shin, 2016](#)).

Este análisis confirma el carácter virtualmente único del dólar como moneda de reserva: su rendimiento por conveniencia es sistemáticamente mayor al de otras monedas. Ello plantea condiciones muy específicas para que un gobierno se financie con deuda o moneda sin consecuencias adversas; y tienen que ver con que los inversores deseen mantener sistemáticamente activos denominados en esa moneda, por percibirlos de menor riesgo a través del tiempo. Finalmente, el creciente predominio del dólar en los mercados de crédito desde la crisis financiera global acentúa los efectos “derrame” de la política monetaria de la Fed sobre otros países, en particular los emergentes.

3. Actividad económica

La fuerte corrección a la baja de los valores de los activos argentinos y la depreciación de la moneda tras las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) tuvieron un impacto negativo en la economía, truncando una incipiente recuperación de la actividad económica.

Hasta julio, la mayoría de los sectores producían por encima del mínimo nivel alcanzado en noviembre de 2018. Al impacto sobre la actividad de la cosecha agrícola récord y la explotación de recursos asociados con Vaca Muerta se había sumado la recuperación de la industria y la construcción, entre otros. Durante agosto, este proceso de recuperación incipiente se interrumpió como consecuencia de la mayor incertidumbre y de la caída del poder adquisitivo de los ingresos tras el salto inflacionario de agosto y septiembre.

Como primera respuesta, el Gobierno Nacional implementó un conjunto de medidas tendientes a sostener el ingreso de las familias. Luego, junto con el BCRA adoptaron medidas para defender la estabilidad monetaria y financiera. El Gobierno decidió reperfilarse la deuda de corto plazo y adicionalmente envió al Congreso un proyecto de ley para que lo autorice a modificar los términos y condiciones de los títulos de deuda pública nacional emitidos bajo ley argentina. El BCRA implementó un conjunto de medidas destinadas a regular los ingresos y egresos del mercado cambiario complementarias a su programa monetario. Estas medidas permitieron acotar la volatilidad cambiaria y financiera, reduciendo la incertidumbre económica inherente al proceso electoral vigente (ver Capítulo de Política Monetaria).

La economía argentina ha mostrado avances en la corrección de los desequilibrios externo y fiscal. El dinamismo en la producción de hidrocarburos continuaría mejorando el balance externo del sector energético, tornándolo positivo en el corto plazo. No obstante, la economía aún presenta importantes desafíos que son necesarios enfrentar a fin de posibilitar una etapa de crecimiento sobre bases más sustentables.

3.1 El aumento de la incertidumbre luego de las elecciones primarias de agosto postergó la salida de la recesión

En el segundo trimestre de 2019 el PIB se contrajo 0,3% s.e. trimestral y creció 0,6% respecto de igual período del año anterior por la recuperación del sector agropecuario tras la sequía de 2018. El resultado estuvo por debajo de lo esperado por los analistas de mercado del REM que finalizado el segundo trimestre estimaron una suba de 0,7% s.e.¹¹.

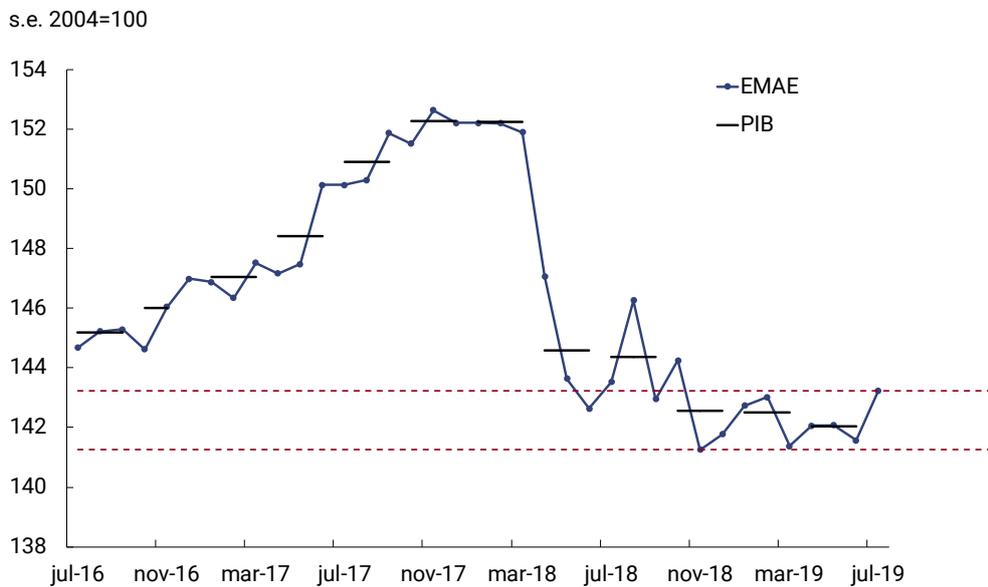
En julio, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) creció 1,2% s.e. con un aumento generalizado de los bloques que lo componen¹² y acumuló una suba de 1,4% s.e. con respecto al mínimo registrado en noviembre de 2018 (ver Gráfico 3.1). Como se anticipó en el IPOM anterior, la mejora habría sido impulsada

11 La mediana de los pronósticos para la variación del PIB s.e. del II-19 fue de 0,7% en el REM de junio.

12 Una parte del crecimiento de julio se explicó por la reversión de los efectos negativos del apagón energético y el exceso de lluvias que habían impactado negativamente en junio.

tanto por las políticas tendientes a moderar la inflación y la volatilidad cambiaria como por las medidas implementadas desde abril por el Poder Ejecutivo para incentivar el gasto de las familias¹³.

Gráfico 3.1 | Actividad económica



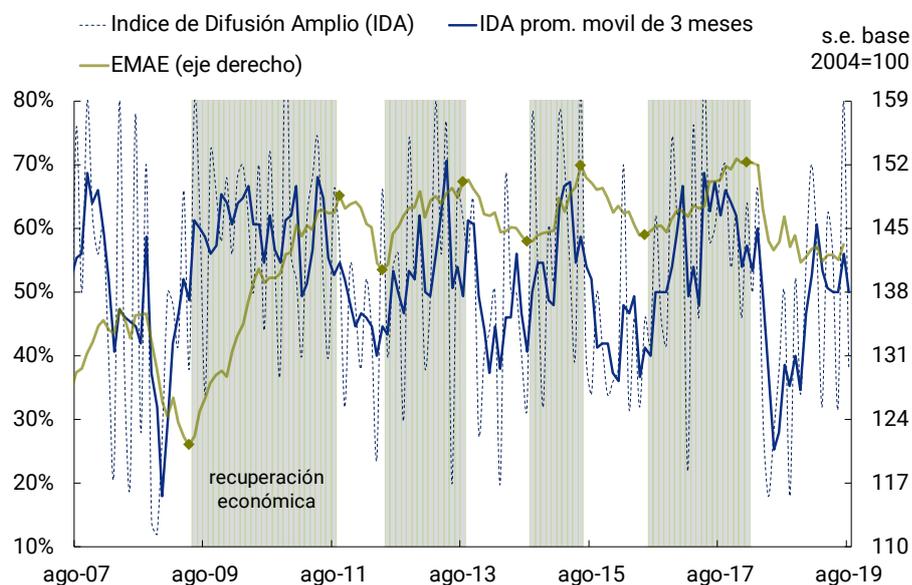
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La inestabilidad financiera post PASO impidió consolidar los indicios que anticipaban un posible fin de la recesión iniciada en diciembre de 2017. En agosto la difusión del crecimiento mensual de un conjunto amplio de indicadores vinculados a la actividad económica¹⁴ interrumpió una tendencia creciente observada desde noviembre de 2018 (ver Gráfico 3.2).

13 El Gobierno nacional anunció planes con distintas finalidades como la compra de viviendas (PROCREAR), automóviles (Junio 0KM), electrodomésticos (Ahora12) y gastos personales (ANSES). El objetivo principal de estos programas era el de apuntalar el consumo de los hogares (ver recuadro IPOM julio 2019).

14 Porcentaje de series con crecimiento mensual desestacionalizado, sobre un total de 51 series de frecuencia mensual disponibles al día de la fecha, en promedio móvil de 3 meses.

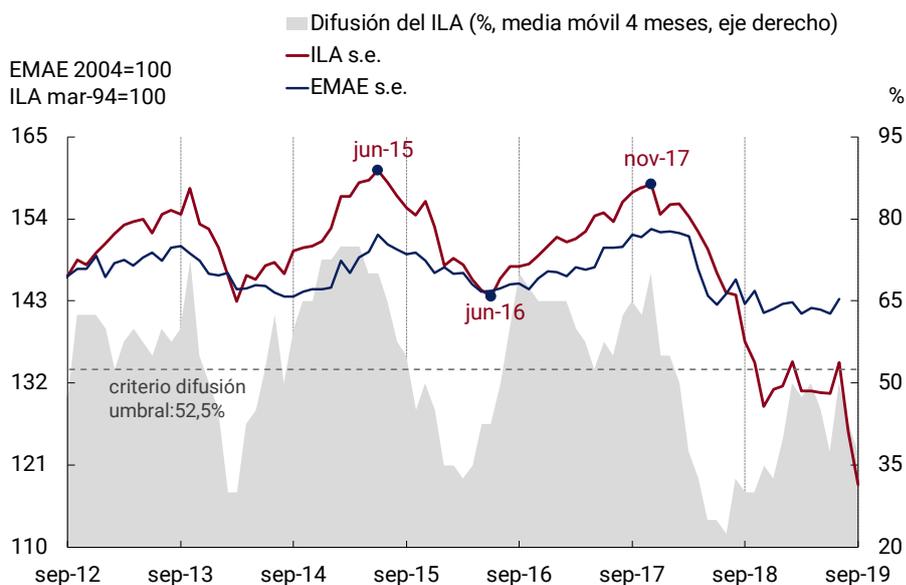
Gráfico 3.2 | Índice de difusión del crecimiento amplio y evolución de la actividad económica



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Cámaras sectoriales, UTDT, Fiel y OJF.

En la misma línea, el Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA), que hasta julio mostraba señales de que la actividad se aproximaba a ingresar en una fase expansiva, disminuyó fuertemente en agosto y septiembre. Además, por efecto de las revisiones hacia atrás, la serie actual del ILA-BCRA se alejó del cumplimiento de los criterios de difusión y profundidad que se habían verificado en la serie publicada en el IPOM anterior (ver Gráfico 3.3).

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



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

Los pronósticos de crecimiento del PIB de los analistas del REM se deterioraron para los últimos dos trimestres del año dando cuenta del cambio de escenario macroeconómico. Para el tercer trimestre, la mediana pasó de un crecimiento de 0,5% s.e. en el relevamiento de julio a una caída de 0,7% en el de septiembre. Para el cuarto trimestre, se recortó de +0,5% a -1,1%, respectivamente. En la misma línea, las salidas de la Predicción Contemporánea del PIB (PCP-BCRA) correspondientes al tercer trimestre se fueron ajustando a la baja desde 0,8% s.e. en la primera salida a -0,3% s.e. en la quinta.

En este contexto de mayor incertidumbre, el Gobierno Nacional anunció en agosto nuevas medidas de ingresos tendientes a mitigar los efectos negativos de la aceleración inflacionaria sobre la demanda interna (ver Recuadro siguiente).

Recuadro: Medidas para apuntalar el ingreso

A partir de la aceleración inflacionaria de agosto, tras el *shock* cambiario luego de las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO), el Poder Ejecutivo adoptó una serie de medidas para sostener los ingresos reales del conjunto de los trabajadores (formales e informales, en relación de dependencia, cuenta-propistas o desocupados):

- **Trabajadores en relación de dependencia con salario bruto hasta \$60.000:** eximir del pago del 11% del sueldo bruto en concepto de **aportes personales** con un tope de \$2.000 por mes, durante dos meses (septiembre y octubre)¹⁵. Beneficiarios: 6,5 millones de trabajadores.
- **Trabajadores en relación de dependencia con salario bruto mayor a \$60.000:** aumentar un 20% el nivel del Mínimo No Imponible y la deducción especial a partir de los cuales se paga el Impuesto a las **Ganancias**¹⁶. Esta medida permite una mejora del sueldo neto de alrededor de \$2.000 por mes (según los ingresos y el tipo de grupo familiar) y del orden de \$12.000 (para una familia con dos hijos y salario bruto de \$80.000) por los impuestos ya retenidos en el año. Beneficiarios: 2 millones de trabajadores.
- **Trabajadores de la Administración Pública Nacional, las Fuerzas Armadas y las Fuerzas de Seguridad Federales:** otorgar **una suma fija remunerativa** (no bonificable) de \$5.000 por única vez el primer día hábil de septiembre¹⁷. Beneficiarios: 400 mil trabajadores. Del mismo modo, varias administraciones provinciales otorgaron bonos a sus empleados estatales.
- **Trabajadores en relación de dependencia (asalariados) del sector privado:** otorgar una **suma fija no remunerativa** de \$5.000 (a cuenta de revisiones salariales o aumentos ya previstos de 2019) por única vez en octubre o en los plazos, cuotas y condiciones que se establezcan en el marco de los Convenios Colectivos de Trabajo de acuerdo con las posibilidades de cada sector¹⁸. Beneficiarios: 6 millones de trabajadores.

15 Decreto 561/2019.

16 Decreto 561/2019.

17 Decreto 589/2019.

18 Decreto 665/2019.

- **Trabajadores de casas particulares:** otorgar una **asignación extraordinaria no remunerativa** de \$3.000 (\$1.500/\$1000) en dos cuotas de \$1.500 (\$750/\$500) durante octubre y diciembre, para el personal que cumpla una jornada semanal superior a las 16 hs. (entre 12 y 16 hs./ menos de 12 hs.) semanales¹⁹. Beneficiarios: 500 mil trabajadores.
- **Trabajadores informales y desocupados:** recibirán a través de la **Asignación Universal por Hijo (AUH) y de la Asignación Universal por Embarazo (AUE)** 2 pagos extra de \$1.000 por hijo, uno en septiembre y otro en octubre²⁰. Esta medida complementa el aumento de 46% otorgado en marzo de 2019 en concepto de adelanto de los incrementos anuales proyectados por la aplicación de la ley de movilidad de ingresos jubilatorios y sociales de 2019. Beneficiarios: 2,2 millones de titulares de la asignación universal.
- **Trabajadores por cuenta propia monotributistas:** bonificar el componente impositivo de su **cuota** en septiembre²¹. Esta medida equivale en promedio a \$1.000 por persona o hasta \$4.000 en las categorías más altas. A la vez, el Gobierno Nacional habilitó la ampliación de los planes permanentes de facilidades de pago que permiten regularizar las obligaciones impositivas, de los recursos de la seguridad social y/o aduaneras²². Beneficiarios: 3,1 millones de trabajadores.
- **Trabajadores Autónomos:** reducir el 50% de los anticipos en concepto de impuesto a las **ganancias** para los meses de octubre y diciembre²³. Beneficiarios: 400 mil trabajadores.
- **Salario Mínimo, Vital y Móvil (SMVM):** aumentar un 35% (en tres tramos) el SMVM a partir de septiembre, así como también la prestación por desempleo²⁴. Este aumento impacta en las jubilaciones mínimas garantizadas para jubilados plenos que acrediten 30 años de aporte efectivo, con tres pagos extras en forma de suplemento de \$54 en agosto y \$901 en octubre y noviembre, a los efectos de garantizar el 82% móvil del SMVM. Asimismo, este salario incide en los salarios fuera de convenio y de la economía informal²⁵. Beneficiarios: 2 millones de trabajadores.
- **Impuesto al Valor Agregado (IVA):** eliminar el IVA al consumidor final hasta diciembre para un conjunto de productos que forman parte de la canasta alimentaria²⁶.
- **Créditos Hipotecarios en UVA:** congelar la cuota de agosto hasta diciembre a cerca del 80% de los deudores hipotecarios UVA²⁷. Entre septiembre y diciembre los beneficiarios pagarán un monto igual al de la cuota de agosto, sin el ajuste por inflación previsto por el sistema. Beneficiarios: 93.000 beneficiarios.

19 Resolución 4/2019 de la Comisión Nacional de Trabajo en Casas Particulares del Ministerio de Producción y Trabajo.

20 Decreto 594/2019.

21 En tanto hayan cumplido con las cuotas del impuesto de los períodos de enero a agosto. Decreto 561/2019.

22 Resolución General de AFIP N° 4548/2019.

23 Decreto 561/2019.

24 Resolución 6/2019 del Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil.

25 Por Ley de emergencia social, el Salario Social Complementario que perciben los trabajadores de las cooperativas representa el 50% del SMVM. También sirve de referencia para el salario mínimo docente que debe superar el 20% al SMVM.

26 Decreto 567/2019.

27 Esto beneficia a dos tipos de familias. Las 33.000 beneficiarias del Plan Pro.Cre.Ar. y las 60.000 familias que usaron el crédito para comprar una vivienda con un valor menor a 140.000 UVA al momento de la operación.

3.1.1 La demanda interna mostró una leve mejora en el segundo trimestre, pero se debilitaría a partir de agosto

Durante el segundo trimestre de 2019, la demanda interna mostró una leve mejora respecto al trimestre anterior (+0,1% s.e.) luego de caer durante cuatro trimestres consecutivos. El Consumo privado mantuvo los niveles del trimestre anterior, interrumpiendo cuatro trimestres de caída consecutivos. La reducción de la inflación y de la volatilidad cambiaria junto con las medidas de estímulo implementadas por el Ejecutivo (ver IPOM julio 2019) apuntalaron el gasto de las familias²⁸.

La Formación bruta de capital fijo²⁹ (inversión) subió 1,5% s.e. trimestral, por primera vez desde el cuarto trimestre de 2017. Esta recuperación fue explicada por la mejora en la Construcción y la inversión en Maquinaria y equipo, mientras que el componente de Equipo de transporte continuó cayendo.

Durante el segundo trimestre, el Consumo público se contrajo (-0,8% s.e.), retornando a una tendencia negativa observada desde fines de 2017. El gasto real en bienes y servicios por parte del Gobierno general habría explicado esta dinámica de los últimos dos años, dado que el empleo público asalariado ha mostrado un leve crecimiento en dicho período (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Consumo Público a precios constantes y empleo público asalariado



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y MPyT

Las exportaciones netas contribuyeron positivamente con 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a la variación trimestral s.e. del PIB del segundo trimestre como resultado de la reducción de las importaciones (-2,7% s.e.) y una leve retracción de las exportaciones (-0,6% s.e.).

28 Los planes tuvieron distintas finalidades como la compra de viviendas (PROCREAR), automóviles (Junio 0KM), electrodomésticos (Ahora12) y gastos personales (ANSES).

29 FBCF: comprende las compras de activos (materiales o inmateriales) utilizados en procesos productivos. Se divide en Equipamiento Durable de Producción y Construcción. Se denomina "bruta" porque no contabiliza la depreciación de los activos.

En términos interanuales todos los componentes de la demanda registraron disminuciones, con excepción de las exportaciones (+15% i.a.). La demanda interna cayó 8,9% i.a. (-7,7% i.a. el consumo privado y -18% i.a. la inversión). La mayor caída se observó en las importaciones (-22,7% i.a; ver Tabla 3.1).

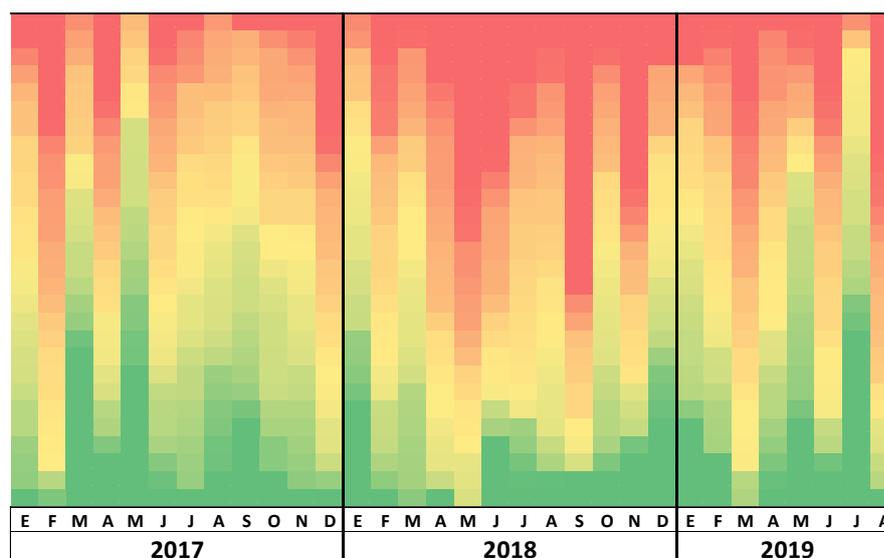
Tabla 3.1 | Componentes de la demanda. Variaciones porcentuales trimestrales y anuales

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

*Contribuciones a la variación del PIB. Se calcula como la variación % del componente multiplicada por su participación en el PIB en el periodo anterior.

Los distintos indicadores asociados al consumo tuvieron un gran deterioro en agosto (ver Gráfico 3.5). Se destacan las fuertes caídas en: patentamientos de motos (-13% s.e.) y autos (-10% s.e.), cantidades vendidas en comercios minoristas informadas por CAME (-10,2% s.e.) y volúmenes de bienes de consumo importados (-5,3% mensual s.e.)³⁰.

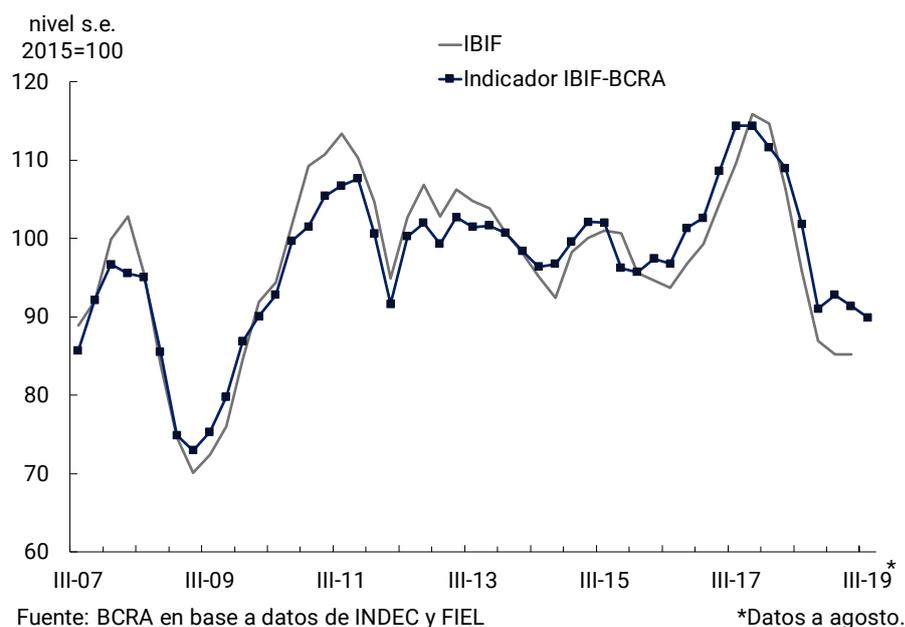
Gráfico 3.5 | Heatmap de indicadores de consumo privado



30 Para evaluar la intensidad del crecimiento de la actividad se calcularon las variaciones mensuales desestacionalizadas de 51 indicadores (ver IPOM de abril 2019) correspondientes al mes de septiembre. A cada variación se le sustrajo el promedio observado desde 2004 y se lo dividió por su volatilidad histórica. Las variaciones estandarizadas o normalizadas se presentan ordenadas de menor a mayor en el gráfico de tipo "mapa de calor" o *heatmap*, donde la intensidad del color verde (rojo) define un crecimiento (caída) más marcado.

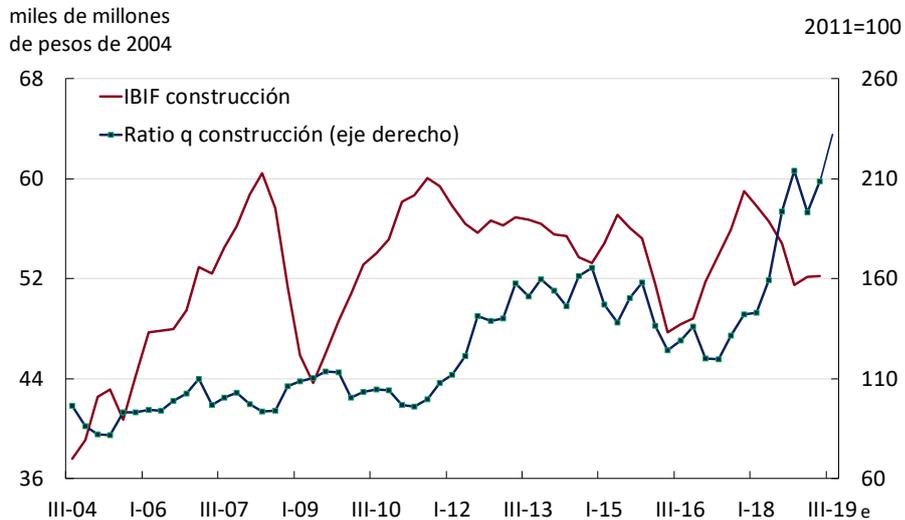
Respecto a la inversión, el indicador IBIF-BCRA mostró una disminución de 1,6% s.e. durante el bimestre julio/agosto respecto al segundo trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.6). Dicha caída fue explicada por una reducción del gasto en equipamiento durable de producción tanto nacional (-2,8% s.e.; datos de FIEL) como importado (-3,5% s.e.; datos de INDEC) no compensado por el leve incremento de la construcción (1,3% s.e. trimestral; ISAC de INDEC).

Gráfico 3.6 | Evolución de los niveles de inversión



Para lo que resta del año la actividad de la construcción podría sostenerse en un contexto de precios relativos favorables. La relación de precios relativos relevantes para la construcción –conocida como ratio Q– vincula el precio de mercado de las propiedades (generalmente dolarizados) con el costo de la construcción, el cual depende esencialmente de los salarios y de los materiales. Dicha relación de precios mantuvo una tendencia creciente desde fines de 2017 y se estima que alcanzará un máximo histórico en el tercer trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7 | Inversión y ratio Q (precio de las propiedades / costo de la construcción)

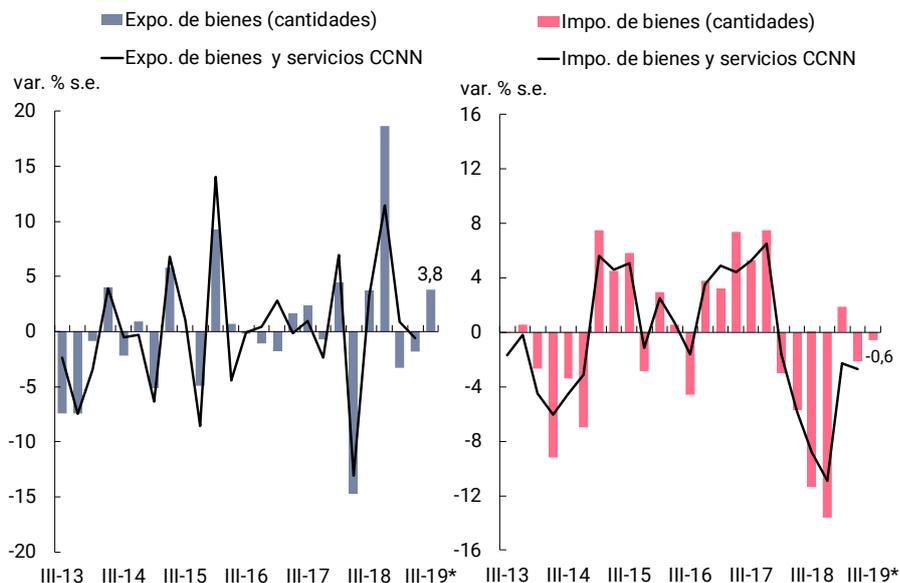


e: Estimado. Ratio Q: cociente entre los precios de los departamentos nuevos de 2 y 3 ambientes en CABA (como representativo del valor de mercado de los inmuebles) y los deflatores de la construcción de las cuentas nacionales. Fuente: INDEC, UADE, Dirección de Estadísticas de CABA

3.1.2 En el tercer trimestre las exportaciones de bienes retomaron el crecimiento

En el segundo trimestre de 2019 las exportaciones reales de bienes y servicios mostraron una leve baja (0,6% s.e. trimestral) pero se ubicaron en niveles muy superiores a los del mismo período de 2018 cuando el sector agrícola había acusado el impacto de la sequía (+15% i.a.). Por su parte, las importaciones volvieron a retroceder (-2,7% s.e. y 22,7% i.a.) a pesar de la leve recuperación de la demanda interna (ver Gráfico 3.8).

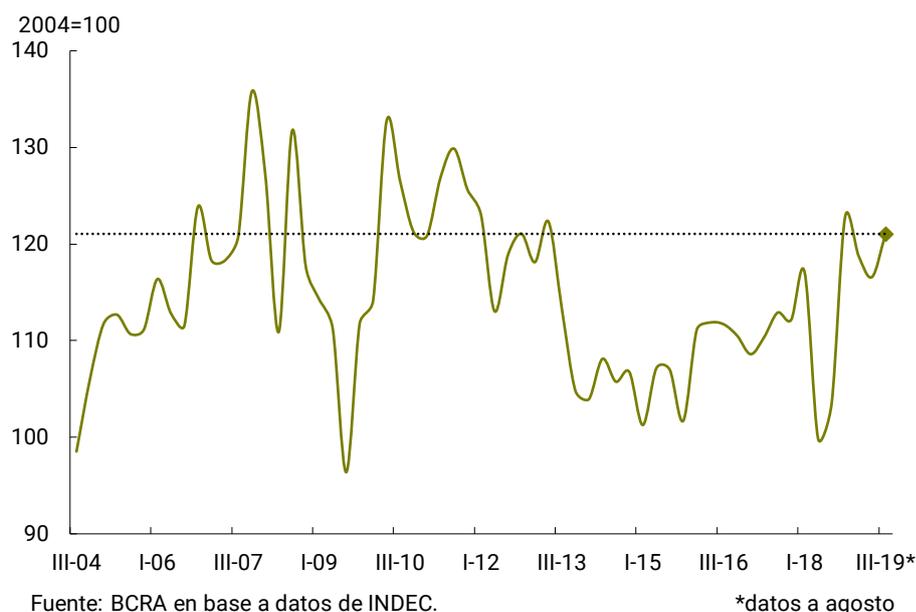
Gráfico 3.8 | Comercio exterior de bienes y servicios



Fuente: BCRA en base a datos de ICA y de Cuentas Nacionales (CCNN) de INDEC. *datos a agosto

En el bimestre julio-agosto de 2019 las cantidades exportadas de bienes se elevaron 3,8% s.e. respecto del trimestre anterior. Sobre este desempeño incidieron en mayor medida los envíos de carburantes³¹ (28% s.e.), carnes (11% s.e.) y porotos de soja (6% s.e.). De esta manera, los volúmenes exportados continuaron con la tendencia de crecimiento observada desde los mínimos alcanzados en 2015 y alcanzaron niveles similares a los de fines de 2012 (ver Gráfico 3.9).

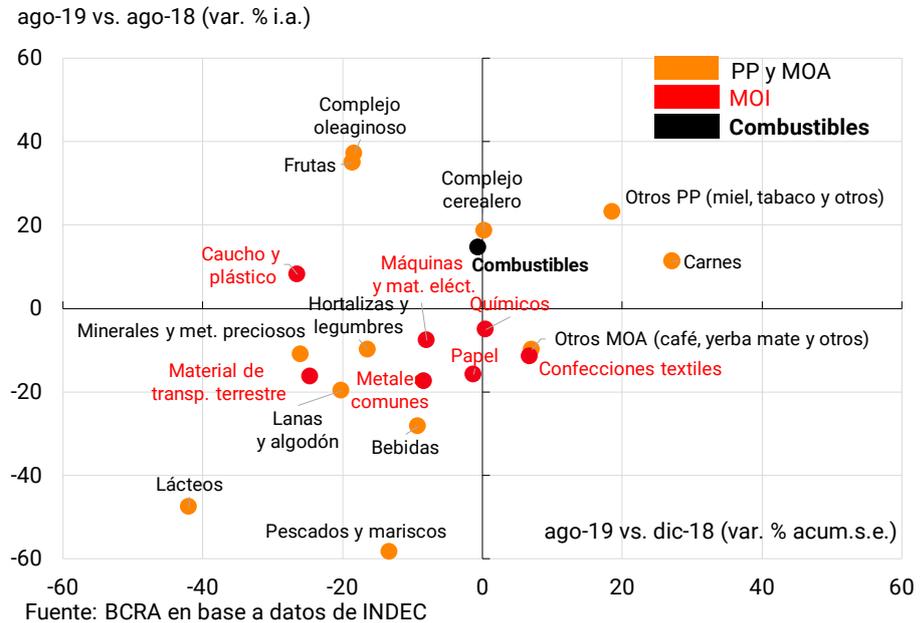
Gráfico 3.9. | Cantidades exportadas desestacionalizadas



Durante el año que transcurrió desde el salto cambiario de agosto de 2018, las cantidades exportadas de los distintos sectores productores de bienes tuvieron un comportamiento dispar. El mejor desempeño lo exhibieron las exportaciones de carnes —con un crecimiento sostenido impulsadas por una mayor penetración en el mercado chino y europeo— y los Otros productos primarios, como la miel y el tabaco. Un segundo grupo lo componen aquellos sectores cuyas cantidades exportadas se ubicaron en niveles superiores a los de un año atrás, pero han mostrado cierta desaceleración en los últimos meses. Aquí se encuentran las Frutas, los Combustibles, Caucho y plástico, y los complejos cerealero y oleaginoso. Otro grupo lo conforman sectores que mostraron una recuperación reciente, como los de las Confecciones textiles, Otras MOA (como el café y la yerba mate), pero los niveles alcanzados aún se ubicaron por debajo de 2018. El resto de los sectores exportadores ha reducido sus envíos al exterior en el último año y continuaron con una trayectoria desfavorable (ver Gráfico 3.10). En este último agrupamiento, se ubicó la mayoría de las manufacturas de origen industrial (MOI), cuyo desempeño se explicó en parte por la debilidad de la demanda proveniente de Brasil (ver capítulo Contexto Internacional).

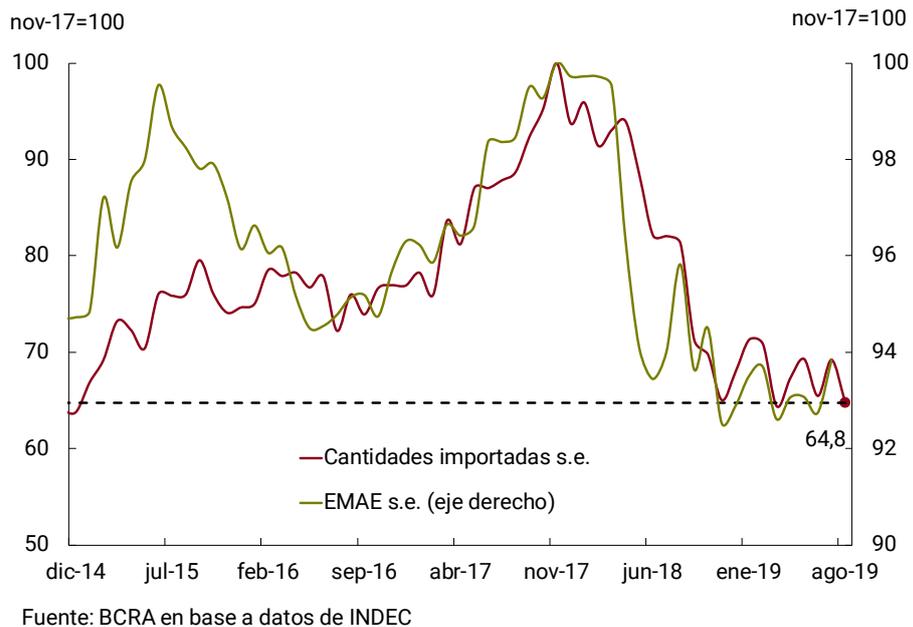
31 Este agrupado contiene derivados de petróleo como naftas, gasolinas y gas oil.

Gráfico 3.10 | Cantidades exportadas por sectores



Las cantidades importadas de bienes cayeron significativamente en agosto (-6,4% s.e mensual), volviendo a los niveles mínimos de fin de 2018. Desde el pico de noviembre de 2017, las importaciones acumularon una caída de 35% s.e. como consecuencia de la debilidad de la actividad económica y la suba del tipo de cambio real (ver Gráfico 3.11).

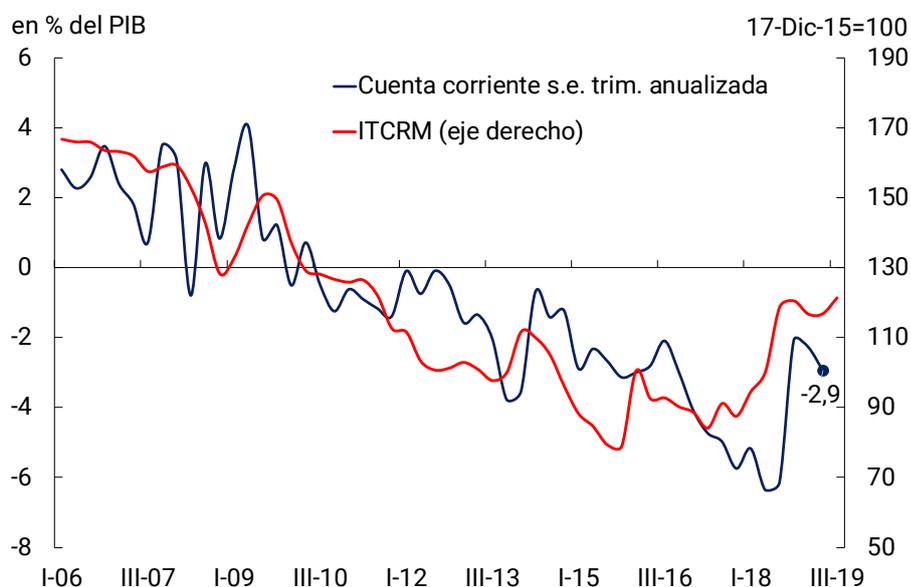
Gráfico 3.11 | Cantidades importadas desestacionalizadas



La evolución de las cantidades exportadas e importadas amplió el superávit comercial de bienes. En agosto, los valores exportados (sin estacionalidad) fueron de US\$ 5.281 millones y los importados de US\$ 4.080 millones. De esta manera, el saldo comercial desestacionalizado (US\$ 1.200 millones) fue el más elevado desde noviembre de 2012. Con datos al segundo trimestre, el balance comercial de bienes y servicios pasó de un déficit de US\$ 4.317 millones en 2018 a un superávit de US\$ 2.665 millones en 2019.

En el segundo trimestre de 2019 la corrección del déficit de cuenta corriente se detuvo transitoriamente, proceso que venía en línea con la suba del tipo de cambio real. El incremento en el pago neto de intereses del Gobierno general a no residentes más que compensó la mejora del superávit comercial, deteriorando el déficit en cuenta corriente en 0,6 p.p. del PIB respecto al primer trimestre. De todas formas, el déficit en cuenta corriente se redujo en 3,4 p.p. desde el máximo anterior observado un año atrás (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 | Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y BCRA

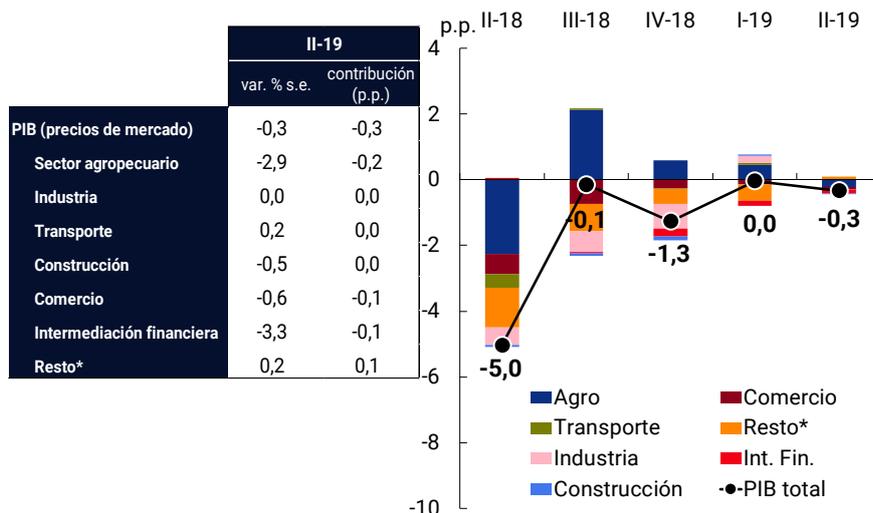
Para lo que resta del año se espera que las exportaciones continúen creciendo, traccionadas fundamentalmente por el sector agrícola y los combustibles. El resto de los rubros podría beneficiarse de la reciente suba del tipo de cambio real. Por su parte, las importaciones se mantendrían en niveles bajos en un contexto de debilidad de la actividad económica.

3.1.3 La incipiente recuperación que registraban algunos sectores fue interrumpida en agosto

Durante el segundo trimestre, el PIB aumentó 0,6% i.a, suba explicada básicamente por la recuperación del sector agropecuario. El producto del sector acumuló en el II-19 un fuerte crecimiento (46% i.a.) desde el episodio de sequía ocurrido en 2018 que afectó principalmente a las cosechas de soja y maíz.

En términos desestacionalizados, la economía se contrajo levemente (-0,3% s.e.) en el segundo trimestre respecto al anterior. Los sectores que explicaron la caída fueron el sector Agropecuario, la Intermediación Financiera y el Comercio. En tanto, el producto del resto de los sectores se mantuvo en conjunto relativamente estable (ver Gráfico 3.13).

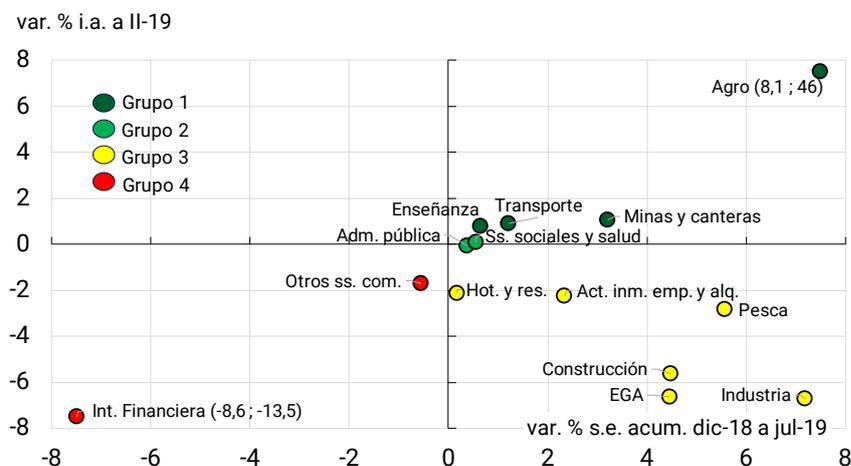
Gráfico 3.13 | Actividad económica sectorial del II-19



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

Desde diciembre de 2018 hasta julio de 2019 trece de los quince sectores que componen el EMAE habían alcanzado un piso y evidenciado una leve recuperación luego de acumular un 7,1% s.e. de caída desde el comienzo de la recesión (nov-17). Utilizando una clasificación similar a la planteada en los últimos IPOM, los sectores que componen el EMAE pueden diferenciarse en cuatro grupos de acuerdo su desempeño reciente (ver Gráfico 3.14).

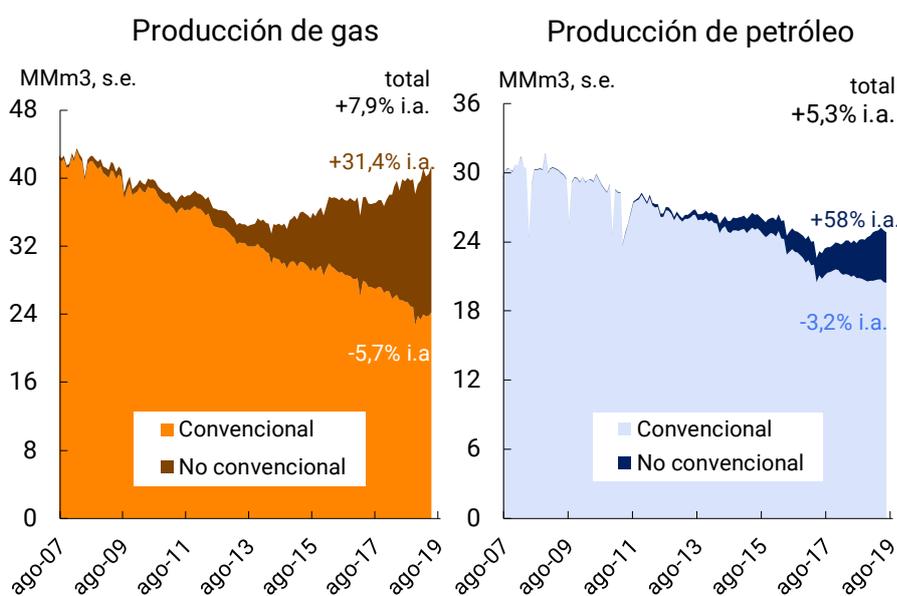
Gráfico 3.14 | Recuperación económica a nivel sectorial



Desestacionalización propia. El agro creció 8,1% s.e. desde dic-18 a jul-19 y 46% i.a. en el II-19. Intermediación financiera cayó 8,6% s.e. desde dic-18 a jul-19 y 13,5% i.a. en el II-19. Fuente: BCRA en base a INDEC.

El Grupo 1 –Agropecuario, Transporte, Explotación de Minas y Canteras, y Enseñanza– está conformado por las actividades que vienen mejorando desde 2018 y que en el segundo trimestre de 2019 alcanzaron niveles superiores a los de un año atrás. El sector más relevante de este grupo es el Agropecuario (+46% i.a.), que se recuperó luego de la fuerte caída de 2018 originada por la sequía que afectó a la cosecha de los principales cultivos. Además de la recuperación de los cultivos tradicionales, el sector logró aumentar las exportaciones de frutas, tabaco y miel³². El crecimiento del agro y del turismo han impulsado al Transporte que durante el segundo trimestre (+0,9% i.a.) superó el nivel alcanzado en igual período de 2018. Otra de las actividades que ha logrado crecer en términos interanuales es la Explotación de minas y canteras (+1,1% i.a. en II-19). Este sector fue liderado por la producción no convencional de petróleo (+58% i.a. en agosto) y gas (+31,4% i.a. en agosto)–proveniente del yacimiento Vaca Muerta– que permitió superar la merma de la producción de los pozos convencionales (ver Gráfico 3.15). Por último, la Enseñanza se mantiene sobre una tendencia positiva de largo plazo registrando crecimiento interanual en el segundo trimestre (+0,8% i.a.)³³.

Gráfico 3.15 | Producción convencional y no convencional de gas y petróleo



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Energía

El Grupo 2–Administración pública y Servicios Sociales y de Salud– se compone de actividades que se han recuperado desde diciembre de 2018, alcanzando en el segundo trimestre de 2019 niveles similares a los de igual período de 2018. Estos sectores de servicios siguen un comportamiento menos procíclico y más vinculado a factores como el crecimiento vegetativo³⁴.

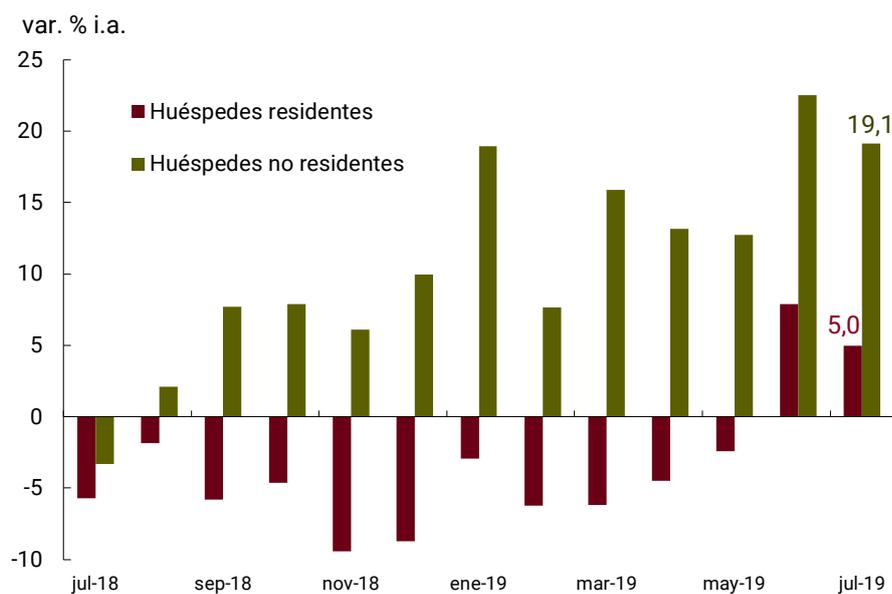
32 Según el último dato disponible a agosto de 2019 las exportaciones de frutas, tabaco y miel crecieron 35% i.a., 34% i.a. y 5% i.a. respectivamente.

33 La metodología de estimación de algunos servicios como Enseñanza, Administración Pública y Servicios Sociales y de Salud se vincula con la dotación de personal dedicada a esas tareas. En el caso de Enseñanza la serie evidencia desde el año base (2004) una tendencia positiva de largo plazo que acompaña al crecimiento vegetativo y el aumento de la cobertura del servicio.

34 La serie de Administración Pública creció en forma tendencial desde 2004 hasta mediados de 2016 cuando comenzó una etapa de estabilidad. Los Servicios Sociales y de Salud también muestran una trayectoria creciente desde el año base hasta fines de 2017 y desde ese momento se mantiene prácticamente estable. El cambio en la tendencia se vincula con el proceso de consolidación fiscal en curso.

El Grupo 3 incluye a siete sectores que habían encontrado un piso y evidenciado una incipiente recuperación desde diciembre de 2018 pero que, debido a la profundidad de la caída previa, no lograron crecimiento interanual en el segundo trimestre de 2019. Estas actividades—Industria, Construcción, Comercio, Electricidad, Gas y Agua, Actividades Inmobiliarias y Empresariales, Pesca, y Hoteles y Restaurantes— representan más del 50% del PIB y fueron las más afectadas por la debilidad de la demanda interna desde el inicio de la recesión. En el caso de la industria, algunas ramas fueron beneficiadas por el incremento de las exportaciones. Entre diciembre de 2018 y agosto de 2019, aumentaron las ventas externas de carnes (27% s.e.), productos de molienda de cereales (6% s.e.), grasas y aceites de oleaginosas (20% s.e.) y residuos de la industria alimenticia (4% s.e.)³⁵. El sector de Hoteles y Restaurantes tuvo una recuperación, pero se ubicó por debajo del nivel registrado en el mismo período del año anterior (-2,1% i.a.). Tal comportamiento, se explicó por una contracción en la actividad de los restaurantes (-3,7% i.a.) que no logró ser compensada por el crecimiento del sector hotelero (+6% i.a.). El turismo receptivo (de residentes y no residentes) ha aumentado impulsado por las mejoras en las conexiones aéreas nacionales y por el incremento del tipo de cambio real. En ese contexto las cantidades de huéspedes residentes y no residentes en hoteles argentinos creció 5% i.a. y 19% i.a. respectivamente en julio de 2019 (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 | Turismo receptivo



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

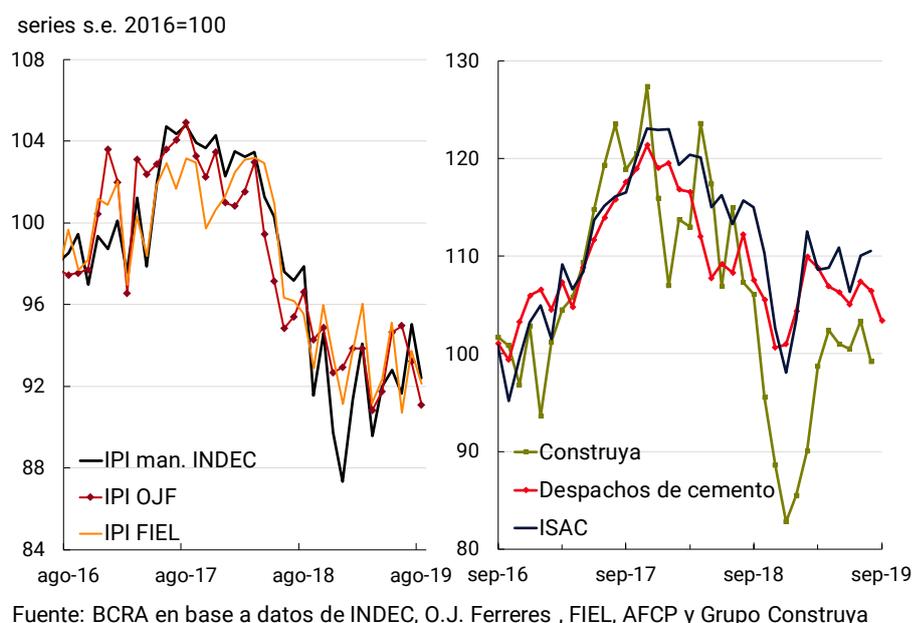
Por último, el Grupo 4 se compone por las dos actividades del EMAE que a julio de 2019 no habían interrumpido su trayectoria declinante. La Intermediación Financiera (-13,5% i.a. en II-19) continuó afectada por la recesión económica y por el endurecimiento de las condiciones financieras que incrementó el costo y redujo la demanda de préstamos bancarios. En lo que va de 2019 el sector profundizó la caída comenzada en 2018 acumulando una contracción de 8,6% s.e. entre diciembre de 2018 y julio de 2019. El segundo sector que no mostró señales

³⁵ Las exportaciones de estos productos también se incrementaron en términos interanuales: carnes (11% i.a.), productos de molienda de cereales (11% i.a.), grasas y aceites de oleaginosas (10% i.a.) y de residuos de la industria alimenticia (32% i.a.)

de encontrar un piso es el de Otros servicios comunitarios (-1,7% i.a. en II-19). Los Servicios culturales y deportivos (-4% i.a. en II-19) representan el 54% de ese sector y explicaron la totalidad de su caída.

La incipiente recuperación de la actividad resultó interrumpida en agosto a partir del cambio del escenario macroeconómico y deterioro de las expectativas. Los primeros datos disponibles luego de las elecciones primarias dan cuenta de una contracción en la actividad de los principales sectores económicos. El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPIM) publicado por INDEC cayó en agosto 2,8% s.e. con respecto a julio. Los despachos de cemento—principal insumo en la construcción— se contrajeron en septiembre 2,9% mensual s.e. (ver Gráfico 3.17). El stock deflactado de préstamos al sector privado cayó 3% s.e. en septiembre, anticipando una nueva caída en el producto del sector de Intermediación Financiera. Las escrituras de inmuebles en Provincia de Buenos Aires y Ciudad de Autónoma de Buenos Aires cayeron en conjunto 0,6% s.e. durante agosto, lo que indicaría una contracción en el producto del sector de Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

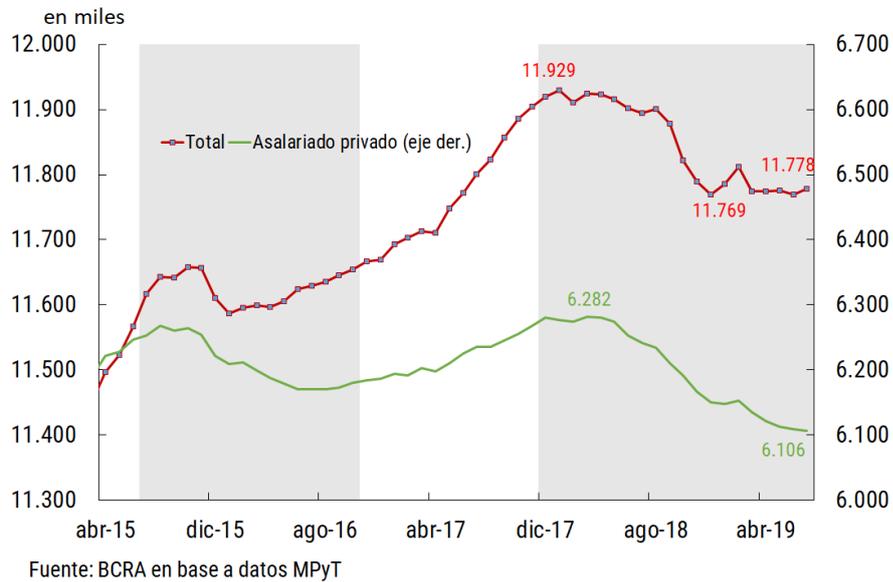
Gráfico 3.17 | Indicadores parciales de Industria y Construcción



3.1.4 El empleo registrado se estabilizó en el segundo trimestre del año

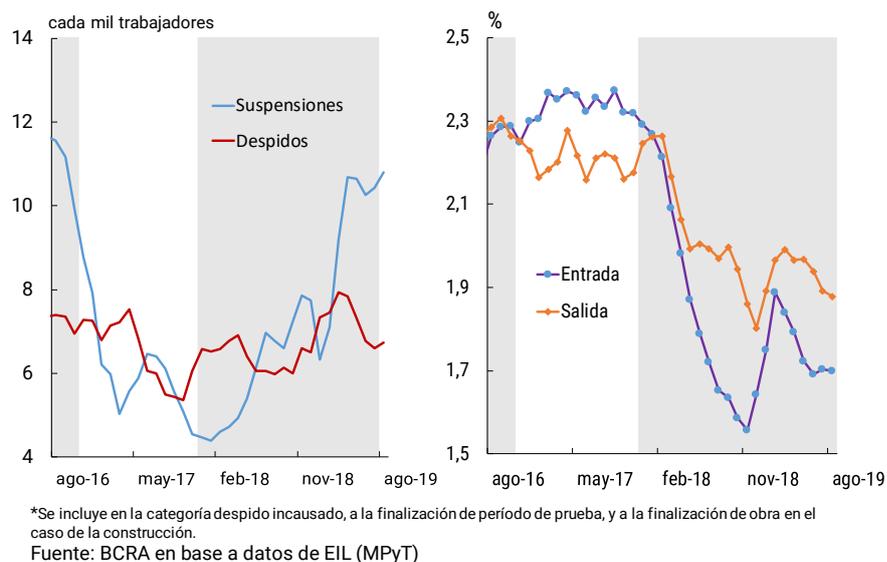
En el segundo trimestre el empleo registrado total se mantuvo estable respecto al primer trimestre, repuntando levemente en julio. En los primeros siete meses del año, el empleo registrado se sostuvo por las subas del empleo independiente (1,3% s.e.), de casas particulares (1,2% s.e.) y asalariado público (0,7% s.e.), mientras que el empleo asalariado privado continuó contrayéndose (-0,7% s.e.; ver Gráfico 3.18).

Gráfico 3.18 | Empleo registrado (s.e.; excluido el monotributo social)



La tendencia a la reducción del empleo asalariado del sector privado se extendió durante 16 meses, siendo la fase contractiva más duradera de las últimas recesiones. Frente a la debilidad de la demanda interna, las empresas continuaron optando por reducir los costos laborales a través de distintas estrategias a fin de moderar las reducciones de dotación de personal. En el mismo sentido, el Gobierno adelantó el cronograma previsto de aumentos del mínimo no imponible en las contribuciones patronales para ciertas actividades regionales³⁶, reduciendo los incentivos a reducir la cantidad de puestos de trabajo.

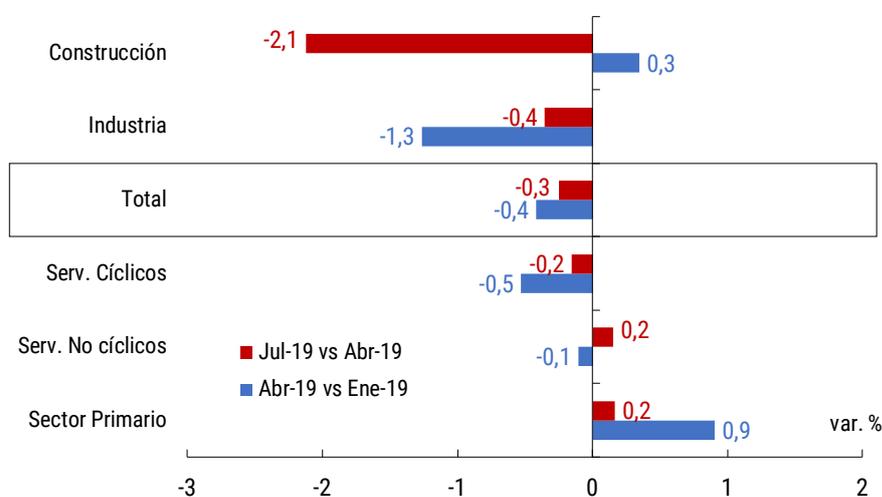
Gráfico 3.19 | Suspensiones, despidos e incorporaciones* (prom. móv. 3 meses)



36 Decreto 128/2019. Esta medida impacta positivamente en 25.000 empresas y 230.000 trabajadores.

A partir de abril, el ritmo de caída del empleo asalariado privado se atenuó, prevaleciendo el ajuste vía suspensiones –que se mantuvieron en niveles elevados–, incorporaciones –baja sustitución por desvinculaciones de personal– e intensidad laboral –reducción de horas trabajadas–, según datos de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL-MPyT) y de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH-INDEC; ver Gráfico 3.19). A nivel sectorial, contribuyeron a esta desaceleración la buena performance de los servicios no cíclicos y la merma en la retracción de los puestos de trabajo de la industria y los servicios cíclicos. En contraste, el sector de la construcción pasó a reducir su dotación después de tres meses de crecimiento (ver Gráfico 3.20).

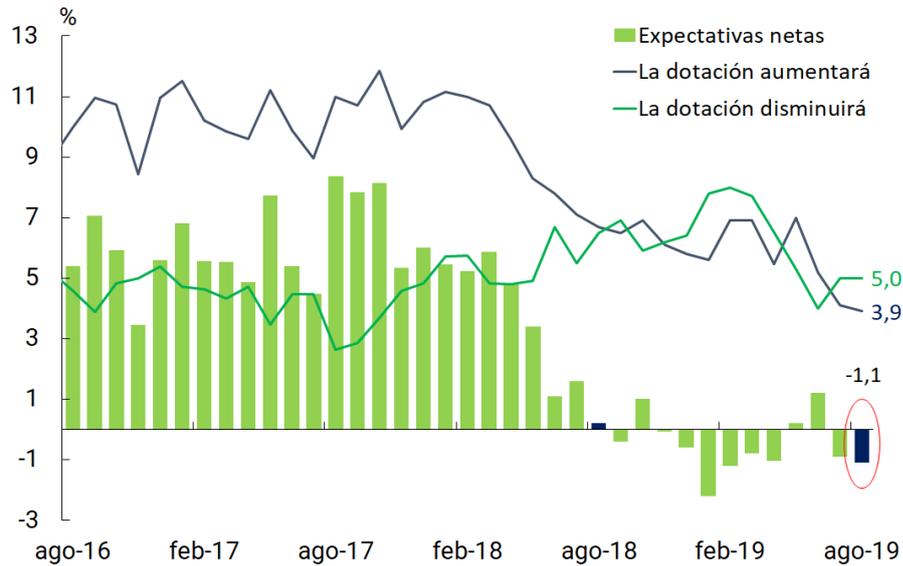
Gráfico 3.20 | Empleo asalariado registrado por sectores (sin estacionalidad)



Servicios cíclicos: Comercio y reparaciones, Hoteles y restaurantes, Transporte, almacenamiento y comunicaciones, Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.
Fuente: BCRA en base a datos de MPyT

En agosto, tras las PASO, las expectativas de creación neta de empleo en el sector privado se deterioraron según la EIL (MPyT). Para el trimestre móvil septiembre-noviembre el 3,9% de las empresas encuestadas proyecta aumentar su dotación mientras que el 5% espera disminuirla, arrojando un saldo negativo de 1,1 p.p. Como contrapartida, el 91,1% de las empresas espera no alterar su dotación en los próximos tres meses (ver Gráfico 3.21).

Gráfico 3.21 | Evolución de las expectativas de empleo



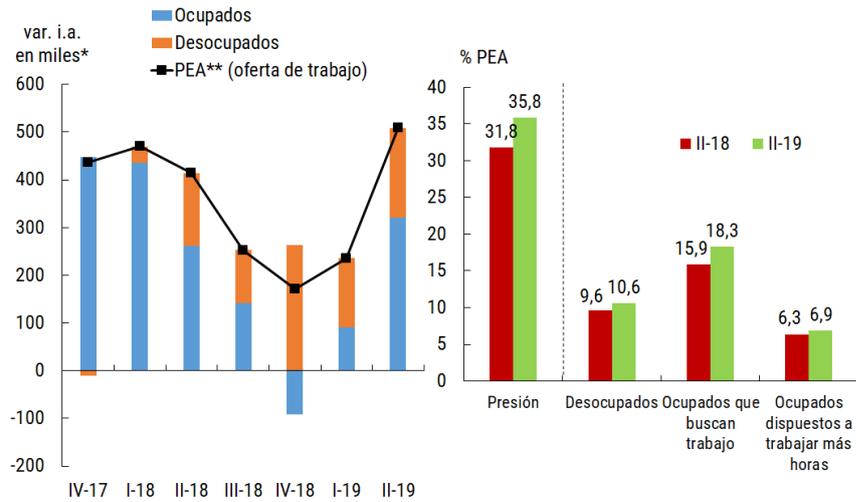
Fuente: BCRA en base a datos de EIL (MPyT)

La tasa de empleo total, medida por la EPH, aumentó 0,7 p.p. interanual en el segundo trimestre, pero no alcanzó para cubrir el crecimiento de la oferta laboral. La tasa de actividad aumentó significativamente en 1,3 p.p. interanuales, al pasar de 46,4% a 47,7%, llevando a que la tasa de desocupación alcanzara el valor de 10,6% (+1 p.p. interanual; ver Gráfico 3.22).

Los nuevos puestos de trabajo se caracterizaron por un mayor crecimiento relativo de los subocupados (1,1 p.p. interanual) y de la modalidad cuenta propia (0,4 p.p. interanual). Este cambio de composición en favor de empleos de menor remuneración intensificó la presión sobre el mercado laboral que pasó de 29,9% a 33,9% (+4 p.p.). Al incremento de los desocupados se sumó el aumento de los ocupados que buscan activamente otro empleo o incrementar la jornada laboral. Los ocupados demandantes de empleo explicaron el 60% del aumento en la presión laboral.

Para el segundo semestre del año, se espera que la reapertura de paritarias, así como las medidas impulsadas por el Gobierno para sostener los ingresos reales de las familias, amortigüen la presión sobre el mercado laboral (ver Recuadro: Medidas para apuntalar el ingreso).

Gráfico 3.22 | Población económicamente activa y presión en el mercado laboral



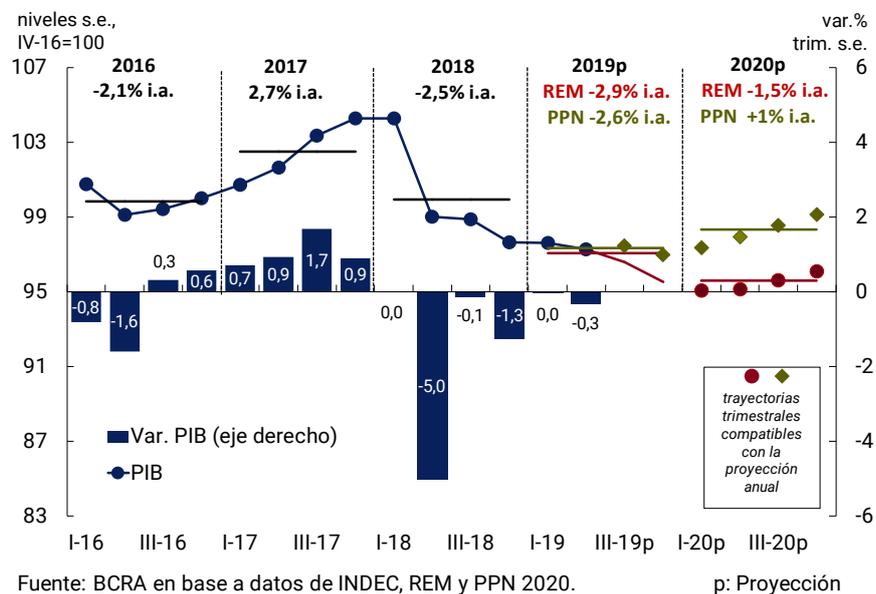
*Datos calibrados por ampliación de muestra de EPH a partir de I-19 ** Población Económica Activa;
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

3.2 Perspectivas

En línea con el incremento de la incertidumbre posterior a las elecciones primarias de agosto y con el movimiento del tipo de cambio, los analistas del REM recortaron sus proyecciones de crecimiento. Para 2019 el REM estima una caída del producto de 2,9%, mientras que para 2020 proyecta que la economía comience una recuperación más lenta que la prevista en el anterior IPOM.

Para 2019, el Proyecto de Presupuesto Nacional (PPN 2020) prevé una caída del Producto de 2,6%, en línea con el REM. Para 2020, el PPN proyecta una recuperación de la economía más vigorosa que la del REM, que permitiría alcanzar un crecimiento anual promedio de 1% (ver Gráfico 3.23). Esta expansión prevista en el PPN 2020 estaría liderada por un incremento de 7% en las exportaciones y una mejora del Consumo privado de 1,4%.

Gráfico 3.23 | Proyecciones del PIB. REM y Proyecto de Presupuesto Nacional 2020 (PPN)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, REM y PPN 2020.

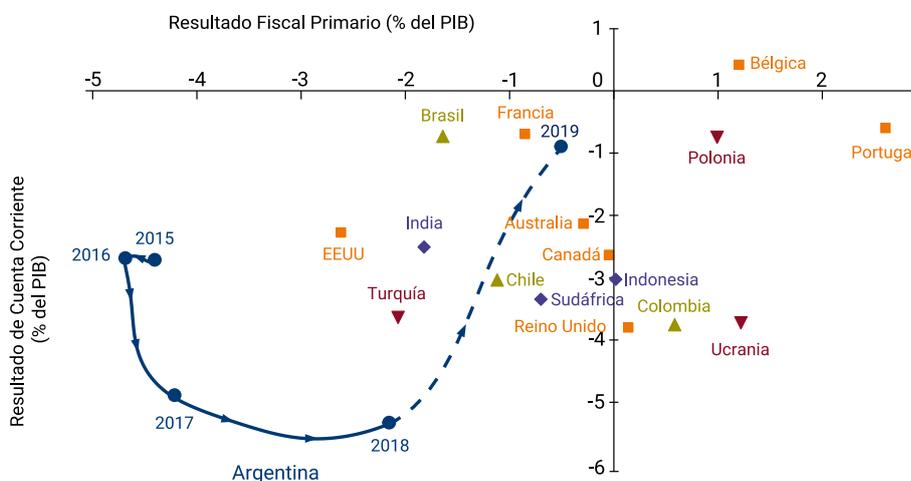
p: Proyección

Para 2020, las exportaciones serían impulsadas por el crecimiento esperado de los socios comerciales y el mayor nivel de tipo de cambio real, que favorecería especialmente a las manufacturas y a los servicios transables como el Turismo y los basados en el conocimiento. Además, las ventas externas de algunos sectores clave continuarán mostrando dinamismo en base a las buenas perspectivas para la campaña agrícola 2019/20 y la reciente apertura de nuevos mercados para manufacturas de origen agropecuario como la carne vacuna.

En particular se proyecta una aceleración en las exportaciones manufactureras de origen industrial, de la mano de la maduración de algunas inversiones, la mejora en el tipo de cambio real y la aceleración del crecimiento de Brasil. El sector energético continuará mostrando un buen desempeño por el desarrollo de Vaca Muerta, dentro de un contexto que no se encuentra exento de desafíos. El aumento previsto en la producción de gas y petróleo para los próximos años permitirá reducir el déficit energético.

En el marco de la reducción de los desequilibrios fiscal y externo previstos para este año (ver Gráfico 3.24), la economía argentina enfrenta importantes desafíos y podría verse afectada por diferentes riesgos. En particular, aquellos vinculados a episodios de estrés asociados al deterioro de las condiciones comerciales globales (Ver Capítulo 2. Contexto internacional) y a la incertidumbre habitual de los procesos electorales.

Gráfico 3.24 | Resultado fiscal primario y de cuenta corriente



Fuente: BCRA en base datos de WEO - FMI y Proyecto Ley Presupuesto Nacional 2020 (PPN-20).

4. Precios

Tras conocerse los resultados de las elecciones primarias del 11 de agosto, hubo una fuerte corrección a la baja de los precios de los activos argentinos y suba del tipo de cambio, interrumpiendo el proceso de moderación de la inflación que la economía venía transitando desde abril. En un contexto de elevada incertidumbre, la depreciación de la moneda doméstica se tradujo en una aceleración de los registros inflacionarios y en un aumento de las perspectivas de inflación para los próximos meses.

Así, en el tercer trimestre del año la inflación se aceleró hasta alcanzar una variación promedio mensual de 4,0%, 0,9 puntos porcentuales por encima del segundo trimestre. A nivel de componentes, la inflación núcleo fue la que lideró el cambio de tendencia, seguida por los precios de los bienes y servicios estacionales. En tanto, los Regulados mantuvieron un comportamiento relativamente acotado.

El Gobierno Nacional lanzó una serie de medidas tendientes a acotar la suba de los precios. Se dispuso la eliminación del impuesto al valor agregado (IVA) para un conjunto de productos que forman parte de la canasta alimentaria (exclusivamente para la venta de estos artículos a consumidores finales). Esta medida contribuirá a mitigar los efectos de la inflación sobre los hogares, en particular aquellos de menores ingresos (para los cuales la incidencia del gasto en alimentos es mayor). A ello se suma la decisión que el Gobierno Nacional había tomado a mediados de año respecto de no aplicar nuevos aumentos a las tarifas de servicios públicos hasta fin de año.

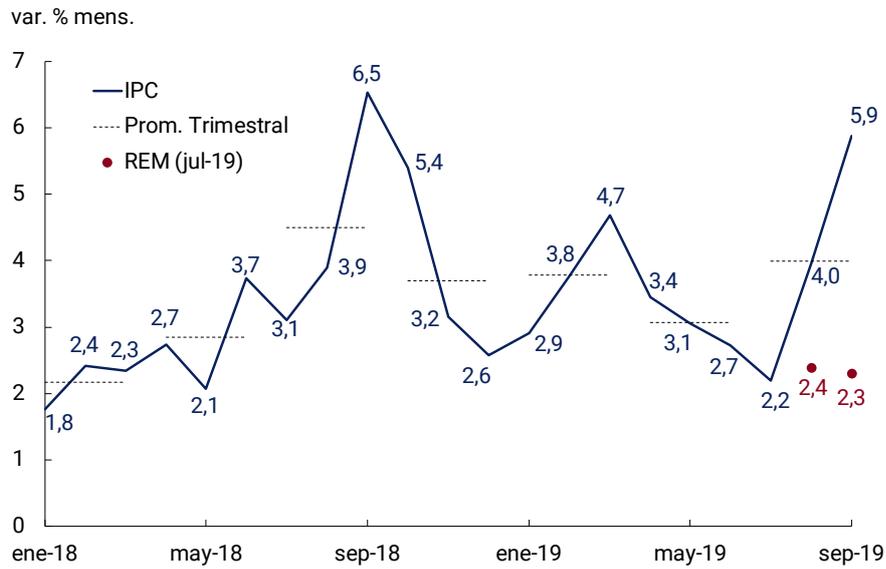
Con el objetivo de preservar la estabilidad monetaria y financiera, el BCRA tomó diversas medidas cambiarias y continuó con el sesgo contractivo de la política monetaria (ver Capítulo 5. Política monetaria). Las medidas están orientadas a que la inflación suba sólo transitoriamente y a acotar la volatilidad cambiaria en un contexto de alta incertidumbre inherente al proceso electoral vigente.

En el corto plazo la inflación exhibiría una tendencia descendente, aunque manteniendo tasas relativamente elevadas por el efecto rezagado del traslado a precios de la suba del tipo de cambio nominal. En efecto, para lo que resta del año el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) anticipa una desaceleración de la tasa mensual de inflación hasta alcanzar 3,6% en dic-19 (54,9% i.a. para dic-19).

4.1 A mediados del tercer trimestre se observó una aceleración en la inflación, por la depreciación del peso ocurrida tras las PASO

Durante el tercer trimestre la inflación minorista ganó dinamismo, revirtiendo la tendencia observada el trimestre previo. La variación promedio mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional fue 4,0%, 0,9 punto porcentual (p.p.) por encima de la observada el trimestre anterior (ver Gráfico 4.1). La aceleración estuvo liderada por las categorías Núcleo y Estacionales. En tanto, la componente Regulados mostró una moderación respecto al trimestre previo.

Gráfico 4.1 | IPC Nacional. Inflación Nivel General

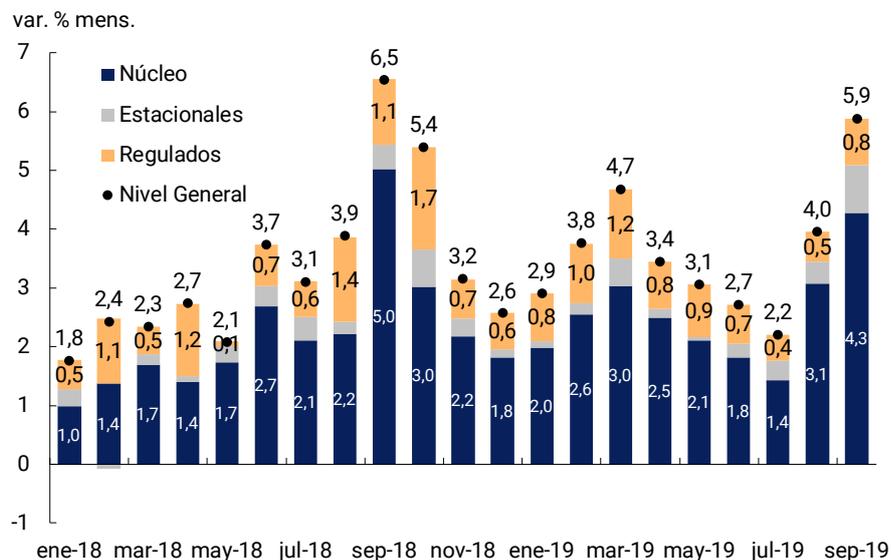


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM

El salto del tipo de cambio tras las PASO impulsó la inflación desde agosto, revirtiendo una tendencia descendente observada desde abril. La inflación se elevó hasta 5,9% en septiembre, es decir 3,7 p.p. por encima de la observada en julio. Esta aceleración de la inflación no fue anticipada por los analistas de mercado que participan en el REM, que a fines de julio preveían un aumento de 2,4% y 2,3% para agosto y septiembre, respectivamente.

Durante el tercer trimestre, el desempeño del Nivel general de precios reflejó en mayor medida la evolución de la inflación núcleo, que representa aproximadamente el 70% de la canasta del IPC. La suba promedio mensual de los precios de esta categoría fue de 4,4%, 1,2 puntos p.p. más elevada que la registrada, en promedio, durante el segundo trimestre del año (ver Gráfico 4.2).

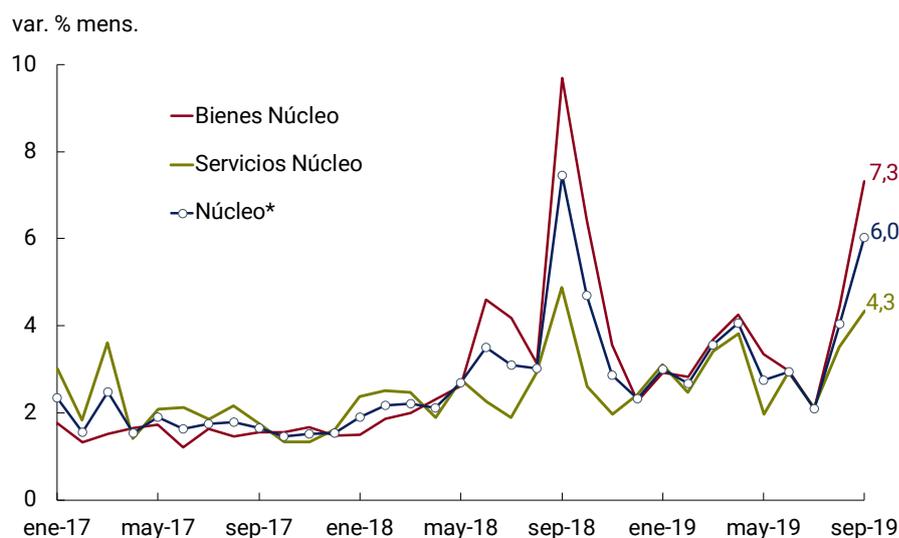
Gráfico 4.2 | IPC Nacional. Incidencia por categorías



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La aceleración de la inflación núcleo estuvo asociada principalmente al comportamiento de los precios de los bienes que, por su condición de transables, son más sensibles a la evolución del tipo de cambio nominal. En contraste, los servicios privados, de naturaleza no transable y cuya evolución está más vinculada a la dinámica de los salarios, evidenciaron subas más acotadas en el período³⁷ (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | IPC BA. Infación Núcleo por Bienes y Servicios



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

En esta oportunidad, los precios de los Alimentos y bebidas reaccionaron en menor proporción que en la depreciación de similar magnitud de agosto/septiembre del año pasado. Los Alimentos y bebidas procesados (excluyendo frutas, verduras y carnes) promediaron un alza mensual de precios de 4,6% en el bimestre agosto-septiembre de 2019. En los dos meses posteriores a la depreciación de fines de agosto de 2018 el alza media mensual fue de 7,5%, 2,9 p.p. superior a la observada en el episodio actual. Este desempeño en parte está explicado por el efecto de la exención transitoria³⁸ del IVA al consumidor final para un conjunto de productos de la canasta alimentaria. Esta medida tuvo como objetivo atenuar el impacto socioeconómico de la depreciación del peso sobre los hogares, en particular aquellos de menores ingresos (para los cuales la incidencia del gasto en alimentos es mayor).

Dentro de los Alimentos y Bebidas, la variación de precios de los productos alcanzados por la medida³⁹ fue de 1,4% en agosto; en tanto, la del resto de los alimentos procesados (excluyendo Frutas, Verduras y Carnes) fue de 4,1%⁴⁰ (ver Gráfico 4.4).

37 Este análisis se hizo en base al IPC BA por disponer de información desagregada de índices y sus ponderadores.

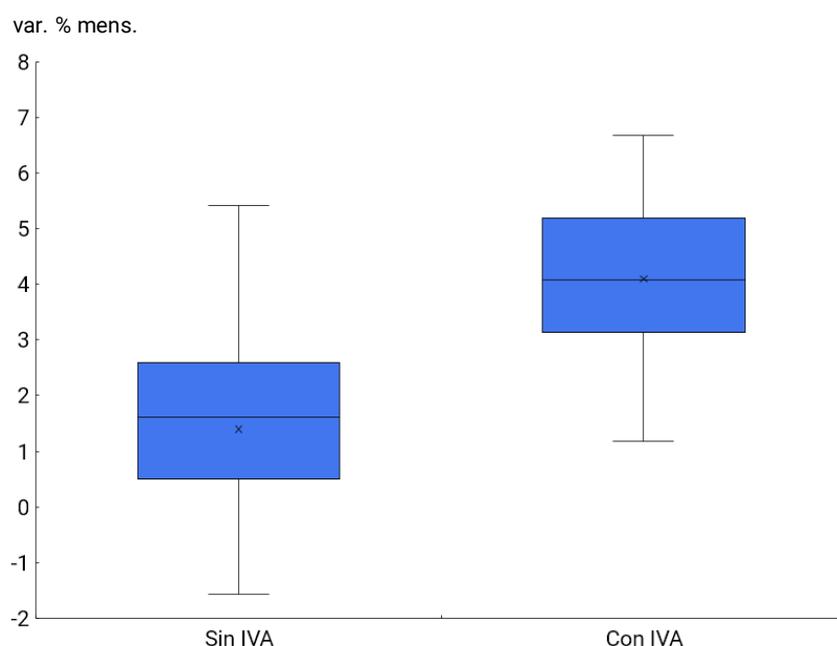
38 Esta medida sólo estará vigente hasta diciembre del corriente año.

39 Los productos exceptuados del pago de IVA para el consumidor final son: pan, leche, aceite girasol y mezcla, pastas secas, arroz, harinas de trigo, polenta, rebozador y pan rallado, yerba mate, mate cocido y té, conservas de frutas, hortalizas y legumbres, yogures y azúcar.

40 En base a los precios medios de alimentos publicados por la Dirección General de Estadísticas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Los bienes y servicios estacionales también mostraron una aceleración de sus precios en el tercer trimestre, con aumentos superiores a los de la componente Núcleo. En efecto, la variación promedio mensual del tercer trimestre fue de 5,3% (3,8 p.p. por sobre el segundo trimestre).

Gráfico 4.4 | IPC BA. Distribución de Aumentos de los precios de Alimentos con y sin IVA



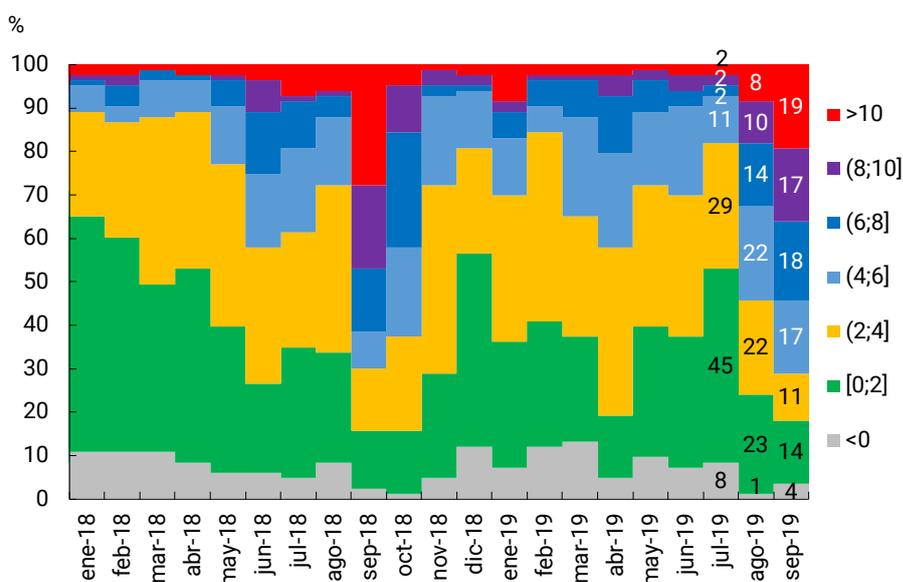
Fuente: BCRA en base a datos de Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Tal como se había anticipado, los aumentos de los precios de los Regulados estuvieron fuertemente concentrados en la primera parte del año. En el tercer trimestre del año los precios de los Regulados a nivel nacional redujeron su variación promedio mensual a 2,4%, 1,3 p.p. por debajo del primer semestre del año. La dinámica de estos precios estuvo vinculada a la decisión del Gobierno Nacional de no realizar nuevos aumentos en las tarifas de los servicios públicos, más allá de lo que ya estaba anunciado para las tarifas de electricidad, gas y transporte. Esta medida sólo alcanzó a tarifas bajo la órbita del Poder Ejecutivo Nacional. La aceleración de la inflación y la mayor depreciación del peso, desde que se hizo el anuncio, implicaron una caída en el precio relativo de estos servicios públicos.

El resto de los bienes y servicios regulados, es decir excluyendo servicios públicos, continuaron ajustándose en el tercer trimestre con un comportamiento dispar. Las cuotas de la medicina prepaga aumentaron por encima de la inflación núcleo, acumulando un alza de 18% en el período. Además, ya fueron oficializados dos nuevos aumentos de 4% cada uno, para los meses de octubre y noviembre. Por el contrario, los combustibles y los servicios educativos tuvieron subas acotadas. Los precios de los combustibles para los vehículos aumentaron solamente 2% mensual en el trimestre. Las nuevas regulaciones introducidas por el Gobierno en el sector desvincularon el precio en el mercado local de la cotización internacional y de las fluctuaciones del tipo de cambio. Por último, las cuotas de servicios educativos registraron variaciones acotadas entre agosto y septiembre en el promedio nacional, similar al año previo.

El IPC de la Ciudad de Buenos Aires mostró un comportamiento relativamente similar al de INDEC en el acumulado del año, aunque con algunas diferencias en las variaciones mensuales. Estas respondieron principalmente a cuestiones vinculadas a la composición de la canasta. Ello permite utilizar la mayor apertura los datos de la Ciudad de Buenos Aires para analizar la difusión y la magnitud de los aumentos de precios. A partir de agosto aumentó la proporción de clases con variaciones mensuales superiores al 4% (ver Gráfico 4.5), utilizando la clasificación por finalidad de gasto⁴¹.

Gráfico 4.5 | IPC BA. Distribución de las variaciones mensuales de precios

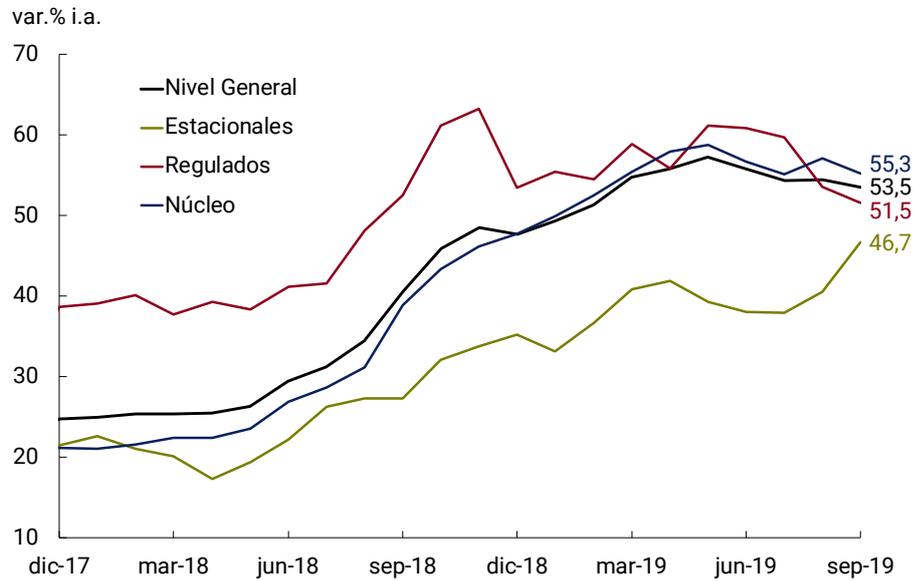


Fuente: BCRA en base a datos de la Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Como consecuencia de la dinámica descrita, el IPC Nacional registró una suba de 53,5% i.a. en septiembre, manteniéndose por octavo mes consecutivo por encima del 50%. La trayectoria interanual de la componente núcleo marcó un aumento de 55,3% i.a. en igual período (-3,5 p.p. menos que el máximo de mayo). En tanto, los bienes y servicios regulados moderaron su ritmo de crecimiento interanual hasta 51,5%, implicando una reducción de 9,6 p.p. respecto del valor alcanzado en mayo pasado. En esta oportunidad no se verificaron las subas en los servicios públicos que habían tenido lugar en igual período del 2018, dando lugar a esta desaceleración en la trayectoria interanual (ver Gráfico 4.6).

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

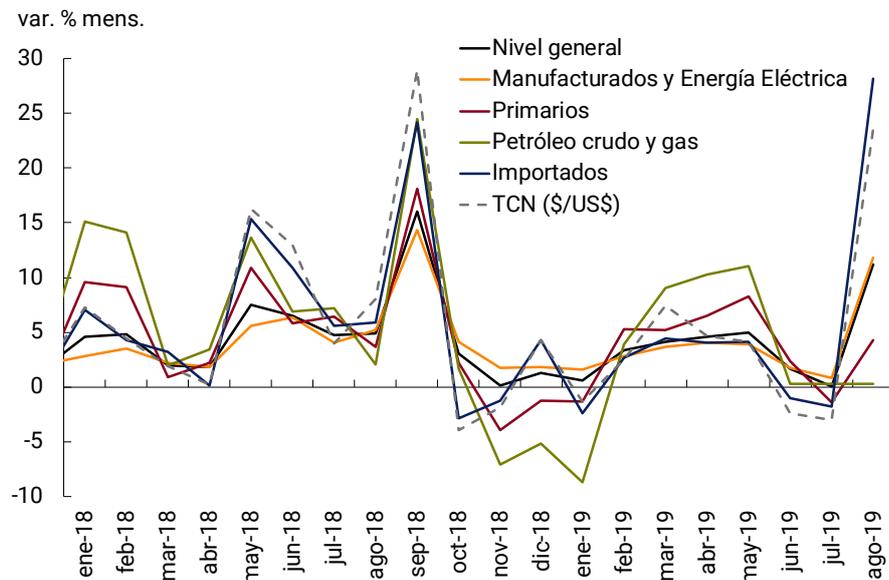
Gráfico 4.6 | IPC Nacional. Variación interanual de precios



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Los precios mayoristas, por su mayor componente transable, reaccionaron en mayor medida que los minoristas a la depreciación de la moneda doméstica ocurrida tras las PASO, aumentando 12% en agosto. Los índices de precios mayoristas mostraron comportamientos opuestos en cada uno de los meses del bimestre julio-agosto: durante julio los precios mayoristas continuaron desacelerándose y promediaron una variación de sólo 0,1%, para luego en agosto marcar una suba promedio de 11,9%. Este aumento significativo de los precios se explica por la elevada correlación contemporánea entre los precios mayoristas y el tipo de cambio nominal (ver Gráfico 4.7).

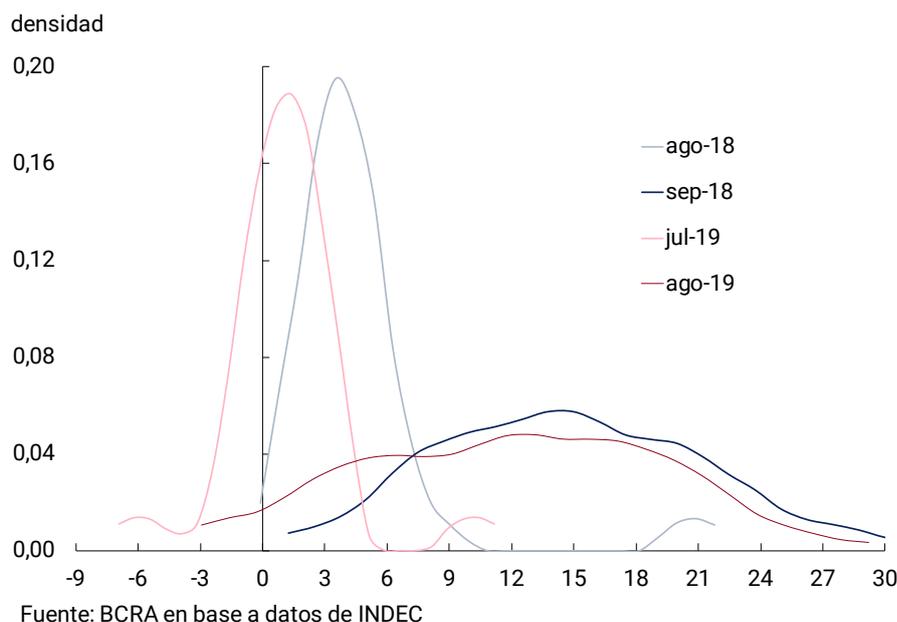
Gráfico 4.7 | IPIM. Evolución mensual de Nivel General, divisiones y TCN



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

En agosto los aumentos estuvieron ampliamente difundidos. La distribución de las variaciones de precios a nivel de división del IPIM se concentró en agosto de 2019 en valores próximos al 12%, con un aumento en la dispersión de la distribución, luego de las mejoras observada en los meses previos de estos indicadores. En julio la distribución de variaciones estuvo concentrada en valores cercanos a 1% (ver Gráfico 4.8).

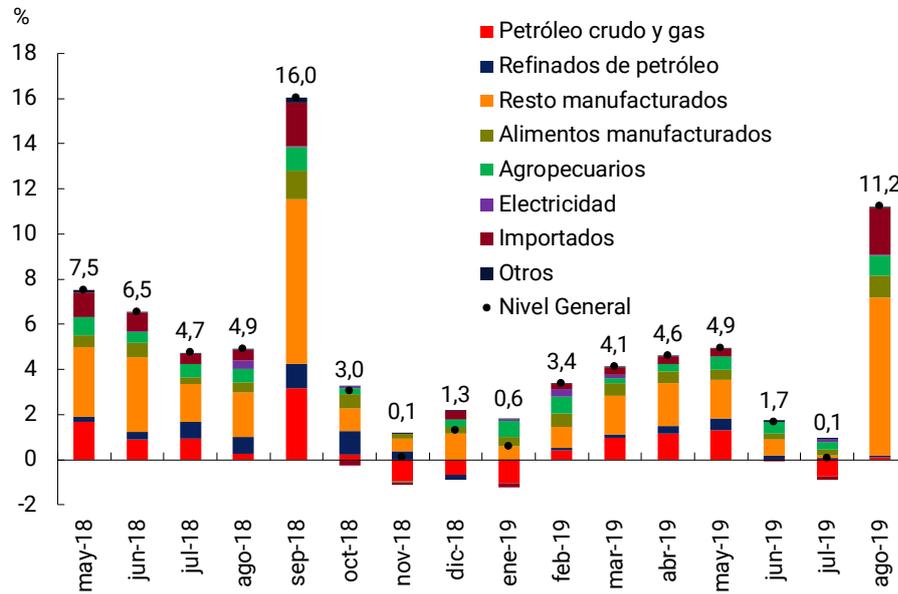
Gráfico 4.8 | IPIM. Distribuciones de las variaciones de precios a nivel de división



La aceleración del IPIM en agosto respondió fundamentalmente a la dinámica de los precios de los productos manufacturados y los importados (ver Gráfico 4.9). Los aumentos que más incidieron en la suba de los precios de las manufacturas fueron: Sustancias y productos químicos, Vehículos automotores y Alimentos y bebidas. Los precios de los productos importados fueron los que más aumentaron, afectados directamente por la dinámica del tipo de cambio. Se sumaron los aumentos de los productos agropecuarios en pesos (cereales y oleaginosas), sobre los que la depreciación de la moneda local tuvo un rol determinante. En contraste, el componente Petróleo crudo y gas subió sólo 0,9%, efecto del Decreto 566/19⁴² que desvinculó el precio del petróleo en el mercado interno de la cotización internacional y de las fluctuaciones del tipo de cambio.

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

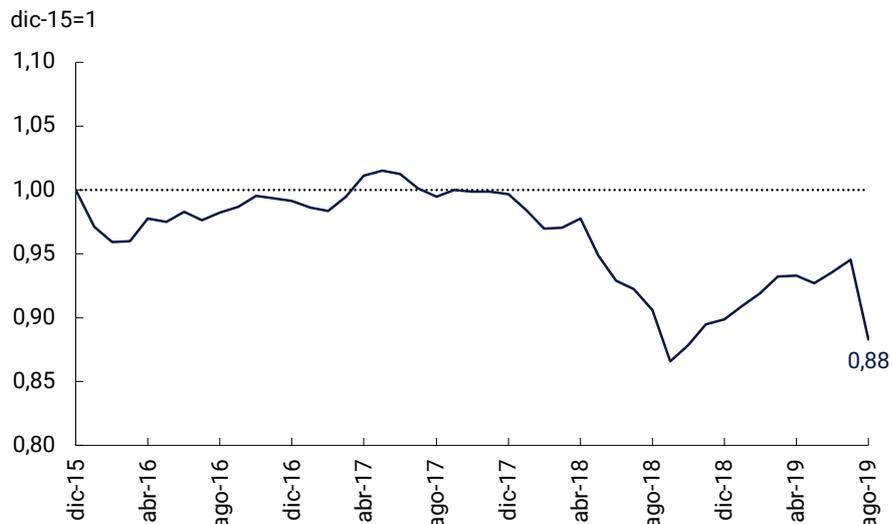
Gráfico 4.9 | IPIM. Incidencias de las divisiones en Nivel General



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

El alza de los Productos manufacturados (12,1%) en agosto estuvo muy por encima de la del IPC Bienes excluyendo frutas y verduras (4,7%), lo cual sugiere un deterioro en los márgenes de comercialización minorista tras el salto del tipo de cambio. En esta oportunidad se observó una discrepancia significativa entre el alza de los precios Alimentos y bebidas procesados a nivel mayorista y minorista (7,2% vs, 3,9%, correspondiente al IPC Alim. y bebidas excl. frutas y verduras), que en parte podría estar vinculada a la exención del IVA sobre los precios al consumidor de algunos alimentos básicos (Ver Gráficos 4.10 y 4.11).

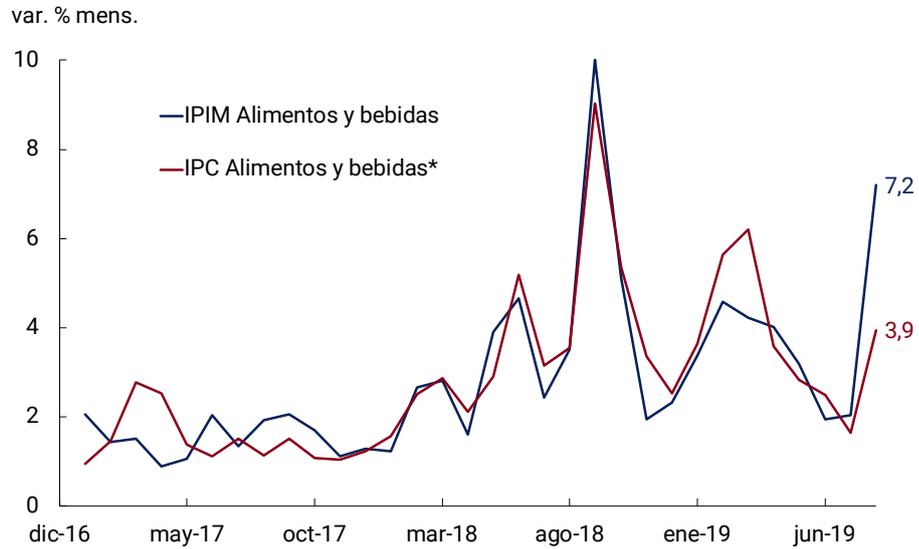
Gráfico 4.10 | Ratio IPC Bienes e IPIM Manufacturados



Nota: Bienes: serie excluyendo frutas y verduras. IPC Nacional desde ene-17 empalmado con IPC GBA (may-16 y dic-16) y IPCBA (dic-15 y abr-16). Manufacturados: serie del IPIM de INDEC desde dic-15.

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

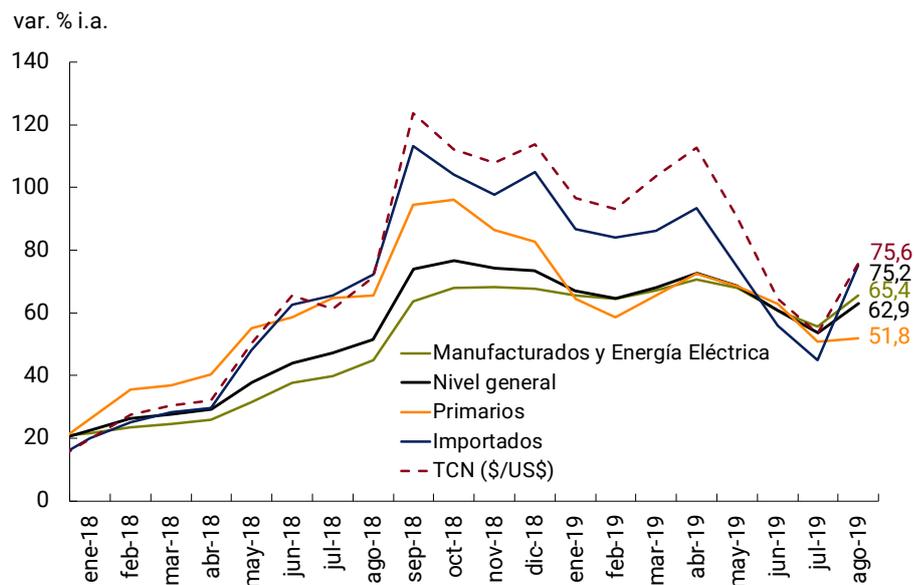
Gráfico 4.11 | IPC e IPIM. Alimentos y bebidas



*Alimentos y bebidas no alcohólicas para consumir en el hogar excluyendo Frutas y Verduras
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La aceleración mensual de los precios mayoristas de agosto impulsó las tasas de variación interanual, que se elevaron hasta valores cercanos a 63% en agosto (ver Gráfico 4.12).

Gráfico 4.12 | IPIM. Trayectoria interanual

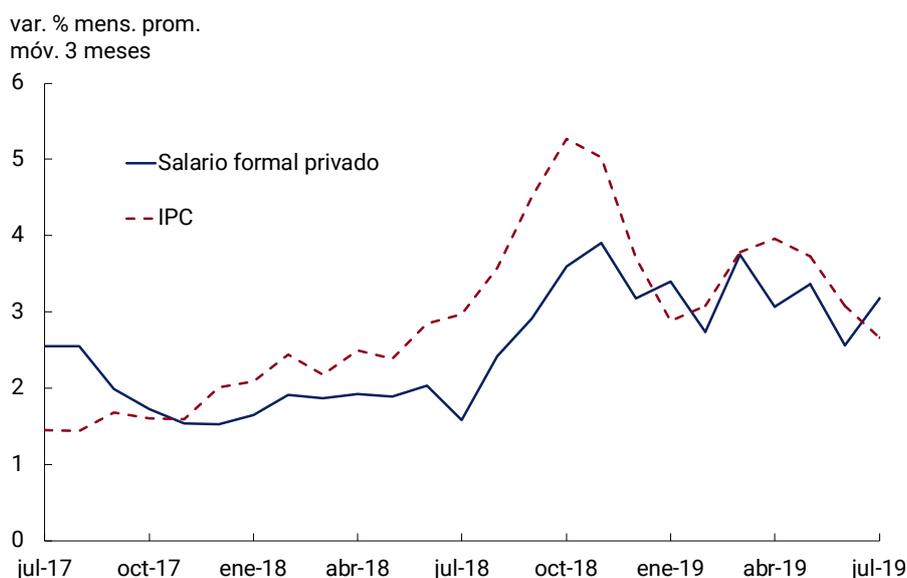


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A 3500"

4.2 La distribución temporal de los aumentos salariales resultó más uniforme que en años anteriores

En el tercer trimestre del año, según datos del Ministerio de Producción y Trabajo (MPyT), los salarios nominales del sector privado formal continuaron acelerándose en términos interanuales. Las remuneraciones en términos reales continuarían recortando la caída, tanto en términos interanuales como respecto al segundo trimestre de 2019 (ver Gráfico 4.13).

Gráfico 4.13 | Evolución del salario nominal y precios minoristas



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

Para el tercer trimestre de 2019 las negociaciones tendientes a revisar el salario formal implicaron un adelantamiento de los plazos de actualización de las remuneraciones respecto de lo sucedido en 2018. La recomposición salarial obligatoria (decreto 665/2019) involucra el pago de sumas no remunerativas de \$5.000 a cobrarse en octubre, que podrían ser a cuenta de futuras negociaciones salariales, dependiendo del sector en cuestión. Esta estrategia de recomposición implica un adelantamiento de las negociaciones y revisiones contractuales, las cuales en su mayoría estaban pactadas para el cuarto trimestre de 2019. De esta manera la reapertura de 2019 se diferenciaría de la suscitada en 2018, cuando se prefirió discutir compensaciones en el cuarto trimestre y en el primero de 2019. Como consecuencia de este adelantamiento, sumado a la distribución temporal de los tramos salariales que impactan entre julio y septiembre, a nivel agregado los salarios reales recortarían la caída no sólo respecto de trimestres anteriores sino también del mismo trimestre del año anterior.

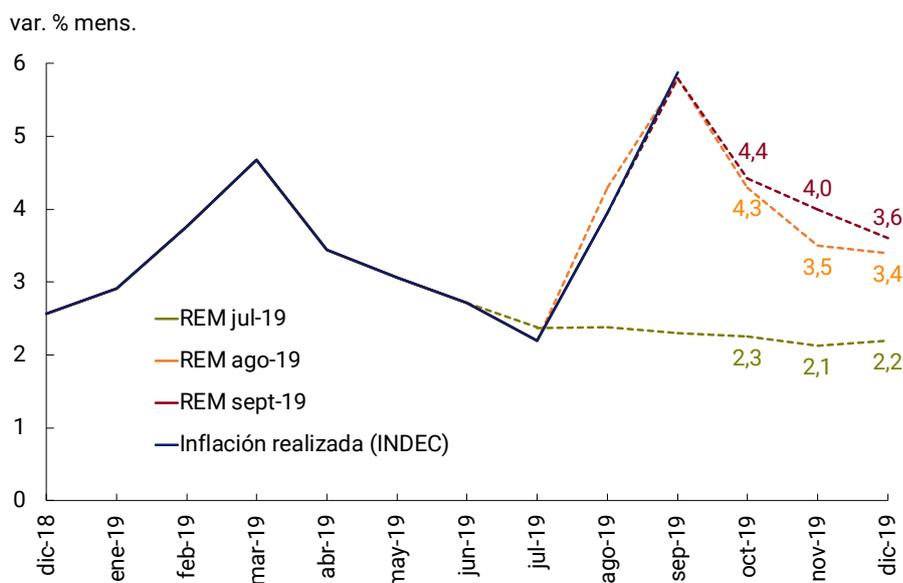
4.3 Perspectivas: Los analistas del REM corrigieron al alza sus expectativas de inflación para 2019 y 2020 en un contexto de mayor incertidumbre por el proceso electoral

Tras conocerse los resultados electorales de las PASO, hubo una corrección a la baja de los activos argentinos y una suba del tipo de cambio, interrumpiendo el proceso de moderación de la inflación que la economía venía transitando desde abril. La significativa depreciación del peso en agosto, en un contexto de elevada incertidumbre, se tradujo no sólo en una aceleración de los registros inflacionarios de agosto y septiembre sino también en un aumento de las perspectivas de inflación para lo que resta del año.

A fin de mitigar los efectos de la volatilidad financiera sobre la economía real y evitar un potencial desanque de las expectativas, el Banco Central instrumentó desde el 1ro de septiembre con vigencia hasta el 31 de diciembre un conjunto de medidas orientadas a regular los ingresos y egresos en el mercado de cambios y reducir la demanda neta de dólares ⁴³. Estas medidas, al contribuir a estabilizar el tipo de cambio, refuerzan el sesgo contractivo de la política monetaria con el objeto de que la suba de la inflación sea transitoria y descienda gradualmente a partir de octubre.

Los analistas de mercado que participan del REM incrementaron sus proyecciones de inflación para los próximos meses. La inflación esperada para el último trimestre casi se duplicó (desde 2,2% promedio mensual a 4% entre relevamientos del REM; ver Gráfico 4.14). Esta suba obedece a que continuarían las presiones sobre los precios más allá del pico inflacionario de septiembre. La fuerte depreciación del peso continuará trasladándose a los precios minoristas, particularmente de los bienes transables. En sentido opuesto, la decisión del Gobierno Nacional de no realizar nuevas subas de tarifas de servicios públicos contribuirá a quitar presión sobre la inflación en los próximos meses.

Gráfico 4.14 | Expectativas de inflación mensuales

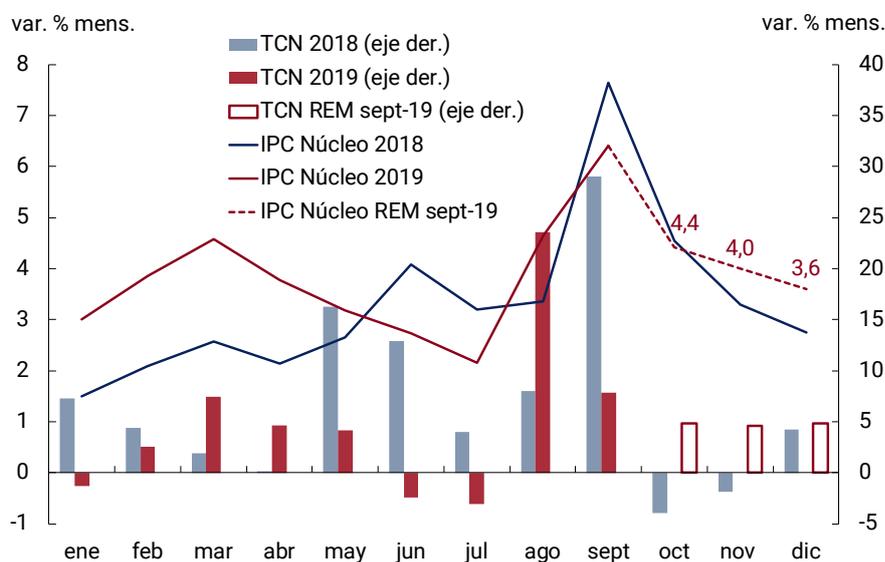


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM

Para la componente Núcleo, los analistas esperan una suba de precios de 4,1% para el último trimestre del año (1,9 p.p. por encima de lo previsto en julio). Si bien la depreciación del peso de mediados de agosto de este año fue similar en magnitud a la que experimentó la economía a fines de agosto de 2018, para este año los analistas prevén que el shock cambiario tenga mayor persistencia contribuyendo a un descenso más gradual de la inflación núcleo en comparación al episodio de un año atrás (ver Gráfico 4.15).

43 Ver Comunicación "A"6770 y sus modificatorias <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/A6770.pdf>

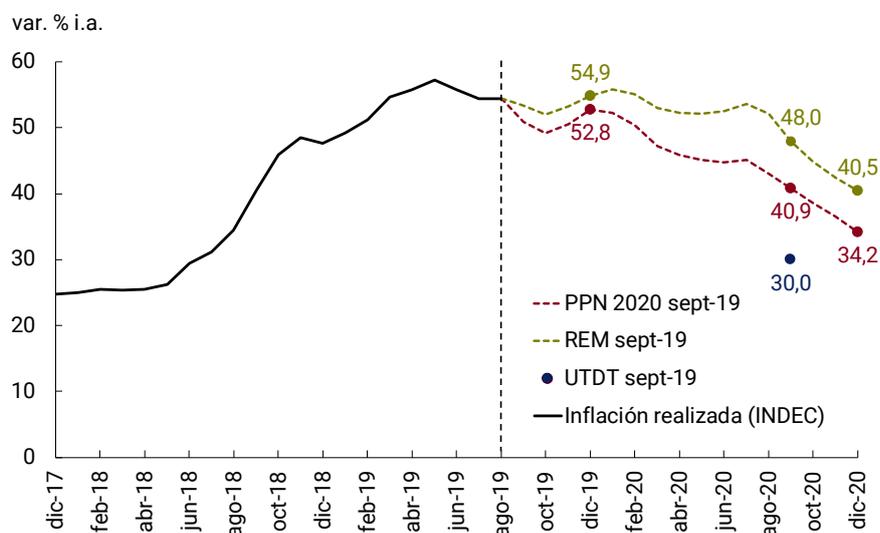
Gráfico 4.15 | Comparativo expectativas de inflación núcleo 2018 vs 2019



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM

Las distintas proyecciones muestran un aumento de las expectativas de inflación para los distintos horizontes temporales considerados. A diciembre de 2019, además de lo previsto por los analistas del REM, el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional (PPN) contempla un alza de los precios del 52,8%. Para diciembre 2020, tanto el REM como el PPN contemplan una moderación de la inflación interanual con respecto a 2019, aunque con registros todavía elevados, de 40,5% (+12,5 p.p. que lo esperado en julio) y 34,2%, respectivamente. A diferencia de lo anterior, la mediana de la encuesta de Expectativas de Inflación de la UTDT, que sintetiza las expectativas de inflación de los hogares a doce meses vista, se mantuvo en septiembre en 30% i.a por sexto mes consecutivo (ver Gráfico 4.16).

Gráfico 4.16 | Expectativas de inflación interanuales

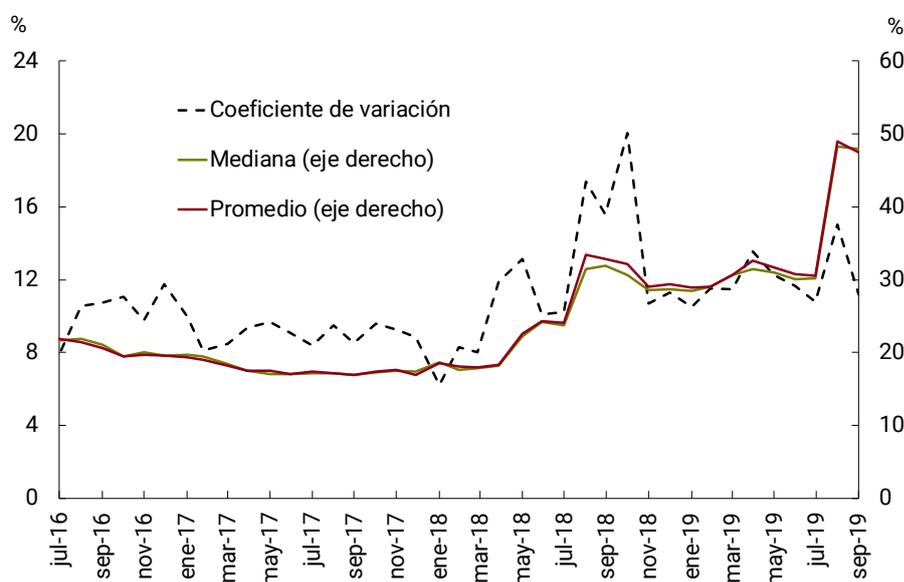


*Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2020 correspondiente a sept-19.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, REM, Oficina Nacional de Presupuesto (Ministerio de Hacienda) y UTDT

La elevada volatilidad nominal durante agosto se reflejó en una mayor dispersión de los pronósticos de inflación, aunque ajustada por la inflación media esperada de las respuestas resultó menor que el máximo alcanzado en octubre 2018. Existe un amplio consenso entre los analistas de mercado de que la inflación durante el próximo año será mayor a la esperada en julio. De acuerdo con el REM de septiembre, el coeficiente de variación⁴⁴ disminuyó respecto a agosto, ubicándose nuevamente en torno a los valores que había mostrado antes de las elecciones (ver Gráfico 4.17).

Gráfico 4.17 | IPC Nivel general Próximos 12 meses. Coeficiente de variación, mediana y promedio



Fuente: BCRA en base a datos de REM

⁴⁴ El coeficiente de variación es una medida estadística de dispersión relativa de un conjunto de datos. Se define como el cociente entre el desvío estándar de un conjunto de datos y el valor absoluto de su media aritmética.

5. Política monetaria

Luego de las elecciones primarias del 11 de agosto se generó un nuevo episodio de inestabilidad financiera. Los inversores redujeron su exposición a los activos financieros locales, lo que se reflejó en una fuerte caída de los precios de las empresas que cotizan en bolsa, de los bonos corporativos y de los títulos públicos, y en una suba del riesgo país, del tipo de cambio y de la tasa de interés de referencia.

La mayor incertidumbre precipitó una reducción de los depósitos bancarios en dólares, que comenzó a reflejarse en una caída de las reservas internacionales del Banco Central. A esto se sumaron las intervenciones cambiarias que realizó la autoridad monetaria para aplacar la volatilidad cambiaria y evitar un mayor traspaso a precios del aumento del tipo de cambio, y el cierre del mercado de capitales para el sector público que implicó un mayor uso de reservas internacionales para cubrir los vencimientos de deuda.

En este contexto, las autoridades tomaron una serie de medidas para reducir la pérdida de reservas internacionales y concentrar sus posibles usos en los objetivos de estabilidad nominal y de estabilidad financiera. Frente a la falta de demanda por títulos públicos, el Ministerio de Hacienda anunció una extensión del perfil de los vencimientos de la deuda de corto plazo del Tesoro Nacional con el objetivo de aliviar los pagos de deuda de los próximos meses. Por su parte, el Banco Central implementó un conjunto de medidas destinadas a regular los ingresos y egresos del mercado cambiario y reducir la demanda neta de dólares. Las regulaciones cambiarias establecidas no afectan el funcionamiento del comercio exterior, los viajes, el pago de deudas en moneda extranjera, ni la libertad para extraer pesos y dólares de las cuentas bancarias. Se concentran en limitar la formación de activos externos, principalmente en el caso de las personas jurídicas, y en establecer la obligación de ingreso de los cobros de exportaciones de bienes y servicios.

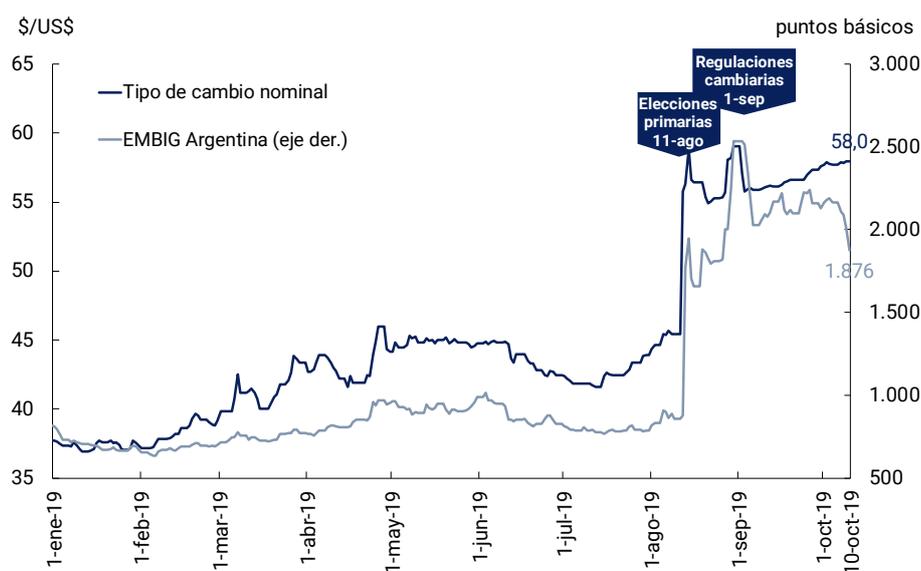
Las medidas implementadas permitieron estabilizar el tipo de cambio. A medida que se reducía la volatilidad financiera, también se aplacó la caída de los depósitos bancarios en dólares. Los altos niveles de liquidez y solvencia y la baja exposición al riesgo del sector público y al riesgo cambiario por parte de las entidades financieras contribuyeron a la estabilización, a diferencia de otros episodios del pasado en los que el sistema financiero amplificó la inestabilidad. De esta manera, se redujeron los principales factores detrás de la caída de las reservas internacionales.

El Banco Central continuará privilegiando la estabilidad monetaria y financiera durante el período electoral, manteniendo el objetivo de mediano plazo de lograr una tasa de inflación baja y estable. La suba del tipo de cambio interrumpió el proceso de desinflación que venía observándose hasta mediados de agosto. La autoridad monetaria seguirá implementando una política monetaria contractiva, basada en el cumplimiento de las metas monetarias y la consolidación de tasas reales de interés positivas y elevadas, con el objeto de retomar el proceso de desinflación.

5.1 Se incrementó la incertidumbre financiera luego de las elecciones primarias

Luego de la realización de las elecciones Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) del 11 de agosto se produjo un significativo incremento en la percepción del riesgo de los agentes del mercado. En consecuencia, se observó una fuerte caída de los precios de los activos financieros domésticos y una depreciación del peso. Así, el riesgo país prácticamente se duplicó entre el 9 y el 13 de agosto para luego estabilizarse en torno a los 2.000 puntos básicos hacia fines del mismo mes. El 12 de agosto el mercado bursátil registró una de las mayores caídas de su historia (-37,9% en pesos y -49,5% en dólares) y los bonos del Tesoro en dólares de corto y largo plazo mostraron una baja promedio de 28% y 25%, respectivamente.⁴⁵ Por su parte, el tipo de cambio registró un aumento de 22,8% el primer día hábil posterior a las elecciones, volviendo a subir hacia fines de agosto hasta alcanzar \$59,1 por dólar (+30,1% respecto al 9 de agosto; ver Gráfico 5.1). Asimismo, la tasa de interés de las Letras de Liquidez (LELIQ) aumentó de 63,7% anual el 9 de agosto a 85,3% anual el 2 de septiembre (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1 | Tipo de cambio bilateral \$/US\$ y riesgo país



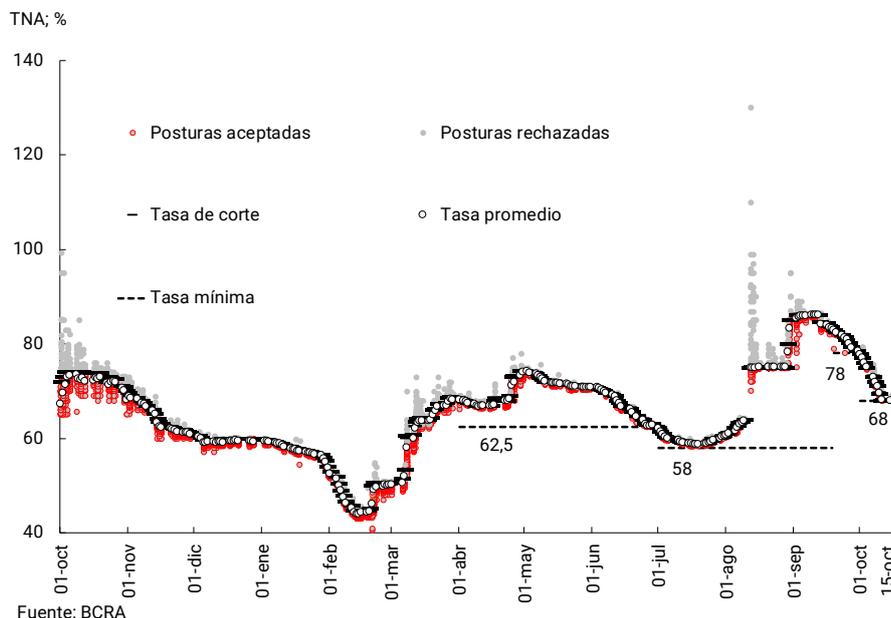
Fuente: BCRA en base a Bloomberg

A partir del incremento de la incertidumbre financiera, el Tesoro Nacional comenzó a enfrentar dificultades para renovar los vencimientos de su deuda de corto plazo en el mercado. Mientras que hasta el 9 agosto lograba una renovación promedio de 88% de los vencimientos de letras en pesos y dólares (Lecap, Letes, Lecer y Le-links), luego de las elecciones primarias el porcentaje de renovación cayó a niveles inferiores al 10% (declarándose desierta la última licitación realizada el 28 de agosto).⁴⁶

⁴⁵ Riesgo país medido con el EMBIG de Argentina calculado por el J.P. Morgan, Índice Merval, e índices de bonos cortos y largos emitidos en dólares del IAMC, respectivamente.

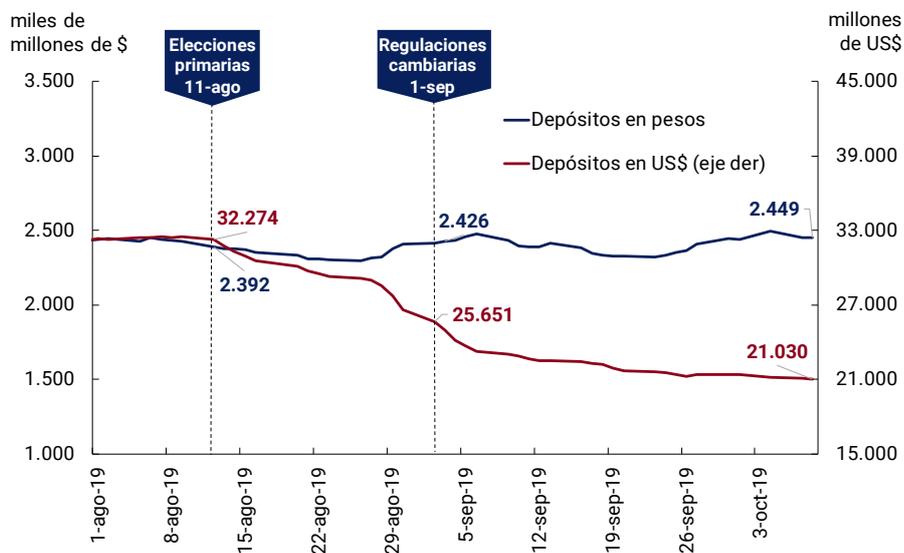
⁴⁶ Para mayores detalles, ver la información de licitaciones de letras y bonos publicada por el Ministerio de Hacienda de la Nación: <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/licitaciones>.

Gráfico 5.2 | Tasa de interés de referencia (LELIQ a 7 días)



La incertidumbre financiera se vio reflejada también en una caída de los depósitos bancarios en moneda extranjera. Desde el 9 de agosto hasta fines de dicho mes, los depósitos en moneda extranjera del sector privado se contrajeron 18%, unos US\$5.872 millones. Esta dinámica comenzó a presionar sobre las reservas internacionales a través del uso de los encajes que las entidades financieras tienen depositados en el Banco Central para cubrir los retiros de fondos de sus clientes. Por su parte, los depósitos del sector privado en pesos tuvieron un mejor desempeño, manteniéndose prácticamente estables desde el *shock* financiero (ver Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3 | Depósitos del sector privado en moneda local y extranjera

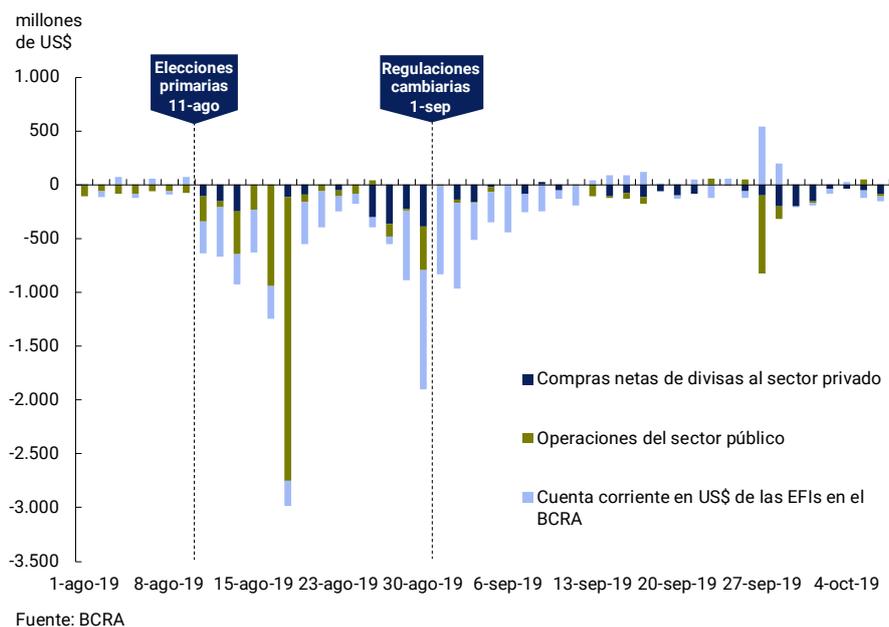


5.2 Medidas para contener la volatilidad financiera: reprogramación de vencimientos de deuda y restricciones al mercado cambiario

El Banco Central intervino en el mercado de cambios para reducir la volatilidad cambiaria y evitar un mayor traspaso a precios del aumento del tipo de cambio. Para ello, realizó ventas no esterilizadas de divisas por primera vez desde la implementación del régimen de metas de base monetaria en octubre del año pasado (ver Gráfico 5.4).

Por otra parte, el cierre del mercado de capitales para el sector público generó un factor adicional de contracción de las reservas internacionales. Hasta ese momento, los vencimientos de deuda en dólares eran compensados por la entrada de divisas provenientes de las colocaciones. A la caída de los depósitos en dólares y a las intervenciones cambiarias del Banco Central se sumaron, entonces, los pagos por vencimientos de deuda en moneda extranjera del Tesoro Nacional. De esta forma, entre el 9 y el 30 de agosto, las reservas internacionales cayeron US\$12.208 millones (-18%) impulsadas por US\$2.038 millones de intervenciones cambiarias, US\$4.862 millones vinculados a la salida de depósitos en dólares de los bancos y US\$5.262 millones de operaciones del sector público, principalmente por vencimientos de deuda (ver Gráfico 5.4).⁴⁷

Gráfico 5.4 | Principales factores de variación de las reservas internacionales



En un contexto en el que el tipo de cambio real había alcanzado un nivel históricamente elevado, ubicándose un 90% por encima del nivel previo a la unificación cambiaria de diciembre de 2015 y en su nivel más elevado de los últimos diez años (ver Gráfico 5.5), las autoridades tomaron una serie de medidas que buscaron aplacar la pérdida de reservas internacionales y concentrar sus posibles usos en los objetivos de estabilidad nominal y de estabilidad financiera.

⁴⁷ Dentro de las operaciones con el Tesoro Nacional se destacó la cancelación de una operación de pase con bancos del exterior por unos US\$ 2.600 millones realizada el 20 de agosto. Este monto en dólares fue adquirido al Banco Central con pesos provenientes de una transferencia de utilidades de la autoridad monetaria por \$127 mil millones.

Gráfico 5.5 | Tipo de cambio real multilateral



Fuente: BCRA

Por un lado, el Ministerio de Hacienda anunció una extensión del perfil de los vencimientos de la deuda de corto plazo del Tesoro Nacional con el objetivo de aliviar los pagos de los próximos meses, y la intención de modificar el cronograma de vencimientos del resto de la deuda, apuntando a aliviar los pagos del período 2020-2023 (ver el Recuadro: extensión del perfil de los vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional).⁴⁸

Recuadro: extensión del perfil de los vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional

El 28 de agosto se anunciaron las siguientes acciones tendientes a modificar el cronograma de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional:

- *Deuda de corto plazo (Lecap, Letes, Lecer y Lelinks)*: se extendieron los vencimientos de la deuda en poder de personas jurídicas (incluyendo bancos, compañías de seguros y fondos comunes de inversión), pagando 15% al vencimiento, 25% a los tres meses y 60% a los seis meses.⁴⁹ Mientras que para las personas humanas se estableció el cobro de la totalidad de sus acreencias tal como estaba previsto en los títulos originales. Al momento del anuncio, las personas humanas abarcaban el 90% de los tenedores de la deuda de corto plazo.
- *Bonos bajo legislación nacional*: se presentó al Congreso un proyecto de ley que promueve una extensión voluntaria de plazos, principalmente mediante la introducción de cláusulas de acción colectiva como las que tienen los títulos de legislación extranjera. Estas cláusulas le permiten al emisor de un título proponer

48 El anuncio se realizó el 28 de agosto. Para mayores detalles ver https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/programa_financiero.pdf.

49 Para mayores detalles ver el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 596/2019.

modificaciones a los términos y condiciones de los títulos emitidos que, de ser aceptados por una mayoría especial, son aplicables a todos los tenedores.⁵⁰

- *Bonos bajo legislación extranjera*: se anunció la intención de iniciar un proceso de negociación, bajo las cláusulas de acción colectiva, con el fin de extender los plazos de vencimiento, sin interrumpir el pago normal de la deuda.
- *Deuda con el Fondo Monetario Internacional*: se buscará una nueva negociación, que concluirá durante el próximo mandato presidencial, para extender el perfil de los vencimientos de deuda con dicho organismo.

En forma complementaria, el Banco Central implementó un conjunto de medidas destinadas a regular los ingresos y egresos del mercado cambiario.⁵¹ En términos generales, las regulaciones no afectan el funcionamiento del comercio exterior, los viajes, el pago de deudas en moneda extranjera, ni la libertad para extraer pesos y dólares de las cuentas bancarias. Se concentran fundamentalmente en limitar la formación de activos externos, principalmente en el caso de las personas jurídicas, y en establecer la obligación de ingreso de los cobros de exportaciones de bienes y servicios (ver el Recuadro: regulaciones cambiarias del Banco Central).

Recuadro: regulaciones cambiarias del Banco Central

Las principales medidas cambiarias implementadas por el Banco Central a partir del 1º de septiembre (con vigencia hasta el 31 de diciembre de este año) fueron las siguientes:

- Se estableció que los exportadores de bienes y servicios deben liquidar sus ingresos de divisas en el mercado local. En el caso de las exportaciones de bienes realizadas a partir del 2 de septiembre se definieron diversos plazos desde el permiso de embarque (15, 30, 60, 180 y 365 días, dependiendo del bien) para la liquidación de las divisas. Independientemente de lo anterior, las divisas deben liquidarse dentro de los 5 días hábiles después del cobro o desembolso, en el caso de financiaciones del exterior. Las exportaciones de bienes previas al 2 de septiembre pendientes de cobro también tienen un plazo máximo de liquidación de 5 días hábiles posteriores al cobro (incluyendo anticipos y prefinanciación). En el caso de las exportaciones de servicios, los cobros deben ser liquidados en el mercado de cambios en un plazo no mayor a los 5 días hábiles a partir de la fecha de su percepción en el exterior o en el país, o de su acreditación en cuentas del exterior
- No se establecieron restricciones para la compra de divisas destinadas al pago de importaciones, con excepción de las realizadas con empresas vinculadas.
- Las personas jurídicas residentes pueden comprar divisas sin restricciones para el pago de deudas a su vencimiento, pero necesitan conformidad previa del Banco Central para comprar divisas destinadas a la formación de activos externos, la precancelación de deudas, el giro al exterior de utilidades y dividendos, las operaciones de derivados y la realización de transferencias al exterior.

⁵⁰ El proyecto se presentó al Congreso el 19 de septiembre. Para mayores detalles ver <https://www.argentina.gob.ar/noticias/proyecto-de-ley-para-la-modificacion-de-los-terminos-y-condiciones-de-titulos-de-deuda>.

⁵¹ El anuncio se realizó el 1º de septiembre. Para mayores detalles ver el <http://www.bcra.gov.ar/Noticias/01-09-19-medidas-para-proteger-estabilidad-cambiarial-y-ahorristas.asp>, la Comunicación "A" 6770 y complementarias, y el Decreto de Necesidad y Urgencia 609/19.

- Se estableció la obligación de ingreso y liquidación en el mercado local de cambios de nuevas deudas de carácter financiero con el exterior y la obligación de demostrar el cumplimiento de este requisito para el acceso al mercado de cambios para la atención de los servicios de capital e intereses de las mismas.
- Se restringió el acceso al mercado de cambios para el pago de nuevas deudas y otras obligaciones en moneda extranjera entre residentes (con excepción de las financiaciones otorgadas por entidades financieras locales).
- En lo que respecta a las personas humanas, se permite la compra de hasta US\$10.000 por mes destinada a la formación de activos externos, ayuda familiar y operaciones de derivados, necesitando autorización del Banco Central para la adquisición de sumas mayores a ese monto. Esta medida afecta sólo al 2% de las personas que compran dólares, unas 26.000 personas. Asimismo, cuando el monto operado por estos conceptos supere los US\$ 1.000 mensuales en el conjunto de entidades autorizadas, la operación deberá realizarse con débito a cuentas en entidades financieras locales.
- La transferencia de divisas de las personas humanas desde sus cuentas locales en moneda extranjera a cuentas propias en el exterior se puede efectuar sin restricciones.
- Los no residentes deben solicitar la conformidad previa del Banco Central para el acceso al mercado de cambios por montos superiores a US\$ 1.000 mensuales en el conjunto de entidades autorizadas (con excepción de organismos internacionales y representaciones diplomáticas).
- En el caso de la compra de vivienda única, familiar y de ocupación permanente, las personas humanas pueden acceder al mercado de cambios para comprar moneda extranjera en la medida que se traten de fondos provenientes de un préstamo hipotecario bancario, por un monto de hasta US\$100.000, y el total de los fondos destinados (en moneda local y en moneda extranjera) sean depositados o transferidos simultáneamente a una cuenta en una entidad financiera a nombre del vendedor de la propiedad.
- Con el fin de desestimular las operaciones en mercados financieros denominadas “de dólar MEP” y “dólar de contado con liquidación”, se estableció que la adquisición de moneda extranjera por parte de personas humanas dentro de los US\$10.000 mensuales no podrá destinarse a la compra en el mercado secundario de títulos valores por hasta 5 días hábiles. Esto se complementó con una normativa de la Comisión Nacional de Valores, por la que las operaciones de compra de valores negociables en dólares (especie D) sólo pueden ser liquidadas en el plazo de contado de 48 horas y que los valores negociables acreditados deberán permanecer en la cartera del comprador por un período no menor a cinco días hábiles a contar desde la fecha de liquidación de la operación, antes de ser vendidos o transferidos a otras entidades depositarias. Este plazo mínimo de tenencia no será de aplicación cuando la venta de los valores negociables sea en moneda extranjera contra la misma jurisdicción de liquidación que la compra.⁵²

Finalmente, el Banco Central modificó su estrategia de intervención en el mercado de cambios para lograr una mayor efectividad en su objetivo de morigerar la volatilidad cambiaria. Hasta principios de septiembre la autoridad monetaria podía intervenir con subastas diarias de hasta US\$250 millones si el tipo de cambio se ubicaba

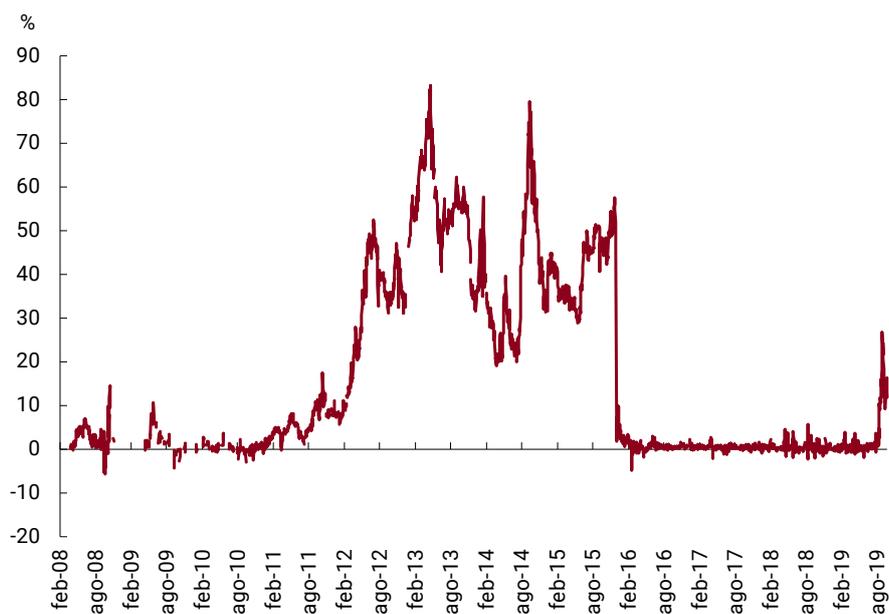
⁵² Para mayores detalles ver las Resoluciones Generales de la CNV 808/2019 y 810/2019, y las comunicaciones “A” 6770, 6780 y 6799.

por encima del límite superior de la Zona de Referencia Cambiaria (ZRC), aunque también podía realizar ventas adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad.⁵³ A partir de entonces, con el tipo de cambio por encima de la ZRC, el Banco Central dejó de lado las subastas diarias y pasó a realizar ventas directas por montos y frecuencias sujetas a las condiciones del mercado.

5.3 Las medidas implementadas permitieron recuperar la calma financiera

A partir de la vigencia de las nuevas medidas se observó una estabilización del tipo de cambio, que cayó desde el máximo de \$59,1 por dólar registrado el 30 de agosto hasta \$57,8 el 8 de octubre (ver Gráfico 5.1). Al mismo tiempo, como contracara de las regulaciones cambiarias surgió una brecha entre el tipo de cambio oficial y el implícito en las operaciones del mercado de capitales. Con un tipo de cambio real en valores elevados en términos históricos, que contribuye por al cierre de las cuentas externas, estas brechas se mantuvieron acotadas y en niveles muy inferiores a las registradas en el período anterior de controles cambiarios de 2011-2015 (ver Gráficos 5.5 y 5.6).

Gráfico 5.6 | Brecha cambiaria entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de contado con liquidación y el tipo de cambio oficial



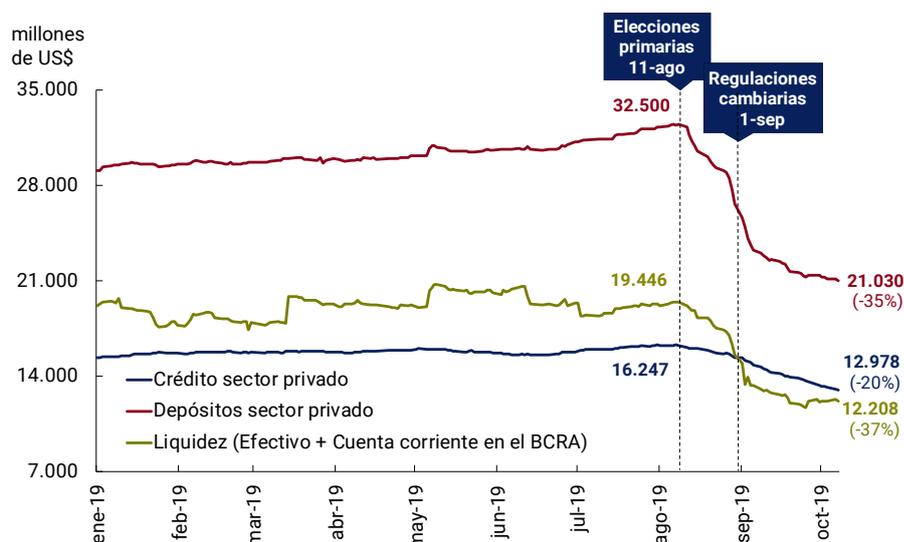
Fuente: BCRA en base a datos de mercado

A medida que fue cediendo la volatilidad financiera se moderaron la caída de los depósitos en dólares y la magnitud de las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios. A esto se sumaron los menores pagos en moneda extranjera del sector público debido a la reprogramación de los vencimientos de la deuda de corto plazo. Estos desarrollos permitieron reducir el ritmo de contracción que las reservas internacionales venían mostrando luego del 12 de agosto (ver Gráficos 5.4). Desde el viernes previo a las elecciones primarias las reservas internacionales bajaron US\$ 18.351 millones, hasta alcanzar US\$ 47.957 millones al 8 de octubre.

⁵³ El límite superior de la ZRC se había fijado en \$51,448 hasta fines de 2019.

El sistema financiero afrontó la salida de depósitos en dólares del sector privado, que acumuló unos US\$11 mil millones entre el 12 agosto y el 8 de octubre (-35%), utilizando la liquidez disponible en moneda extranjera, tanto en efectivo como en depósitos en el Banco Central. Ésta se encontraba en niveles elevados, en torno al 55% de los depósitos totales, debido al marco regulatorio macroprudencial que limita los posibles destinos a los que las entidades financieras pueden aplicar el fondeo en moneda extranjera (ver el Apartado 4 / La importancia del consenso respecto de las políticas macroprudenciales). Por su parte, el Banco Central coordinó con las entidades financieras una serie de medidas para asegurar al público la disponibilidad de sus depósitos, como la ampliación de los horarios de atención y la mejora de la logística para la distribución de billetes físicos. Una fuente adicional a la que recurrieron las entidades financieras para cubrir la salida de depósitos provino de la reducción de los préstamos en moneda extranjera, que mostraron una caída de unos US\$3.300 millones en el mismo lapso (-20%), principalmente explicada por los documentos descontados, que representan un 80% del total de las financiaciones en dólares al sector privado (ver Gráfico 5.7).

Gráfico 5.7 | Préstamos, depósitos y liquidez en moneda extranjera



Fuente: BCRA

Por otra parte, la tasa de interés de LELIQ a 7 días se incrementó en los días posteriores a las elecciones, reflejando el cambio ocurrido en las condiciones del mercado. Luego de tocar un máximo en torno a 86% anual entre el 9 y el 12 de septiembre, la estabilización del mercado cambiario permitió una reducción paulatina en la tasa de referencia de alrededor de 18 p.p., hasta alcanzar 68% anual a mediados de octubre (ver Gráfico 5.2).

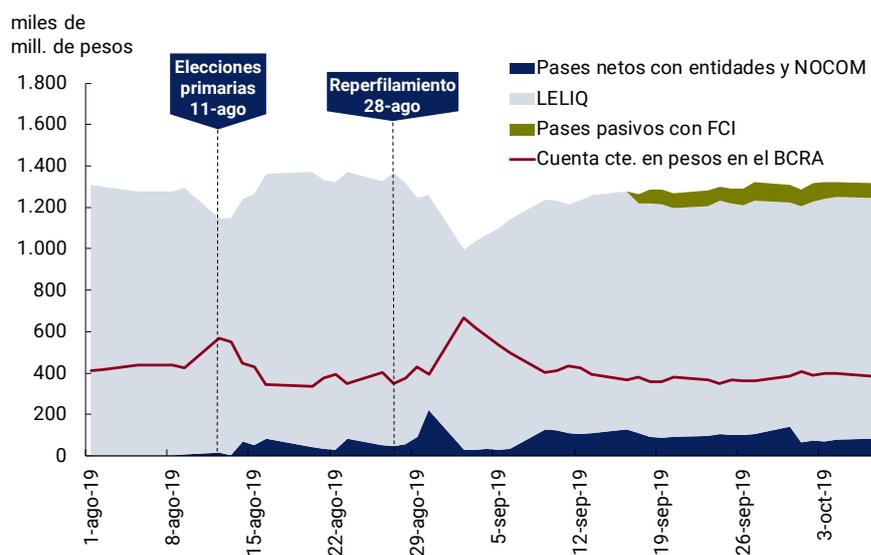
Las entidades financieras mostraron un comportamiento precautorio en el manejo de sus tenencias de liquidez luego de las elecciones primarias y con posterioridad al anuncio del reperfilamiento de los vencimientos de deuda pública (28 de agosto). Esto se reflejó en un primer episodio el 12 de agosto, cuando los bancos incrementaron sus tenencias de pesos en cuenta corriente de Banco Central y, como contrapartida, desarmaron parte de su stock de LELIQ a 7 días. Este evento transitorio dificultó el cumplimiento de la meta de base monetaria del bimestre julio-agosto (ver Sección 5.4.).

Posteriormente, entre el 28 de agosto y el 2 de septiembre las entidades financieras incrementaron sus depósitos en cuenta corriente y los saldos de pases pasivos a 1 día, reduciendo nuevamente de forma transitoria sus tenencias de LELIQ. Si bien las entidades normalizaron rápidamente el saldo de sus cuentas en el Banco Central en los días siguientes, el stock de pases se mantiene aún en niveles más elevados que en el pasado, reflejando cierta persistencia de esta conducta precautoria (ver Gráfico 5.8).

Asimismo, el 16 de septiembre el Banco Central decidió aumentar la tasa de interés pagada por pases pasivos a 1 día para los Fondos Comunes de Inversión (FCI) con el objetivo de mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas del sistema. Esta medida apuntó, particularmente, a las tasas de los depósitos a la vista remunerados, en los que los FCI mantenían una porción de su cartera en pesos, lo que condujo a un incremento en el stock de estos pases (ver el Apartado 3 / La respuesta del BCRA al impacto de la volatilidad financiera en los fondos comunes de inversión).

Como consecuencia de estos desarrollos, el stock de pasivos remunerados se ubicó en \$1.324 mil millones al 8 de octubre, en un nivel similar al registrado antes de las elecciones primarias (+2,4%).

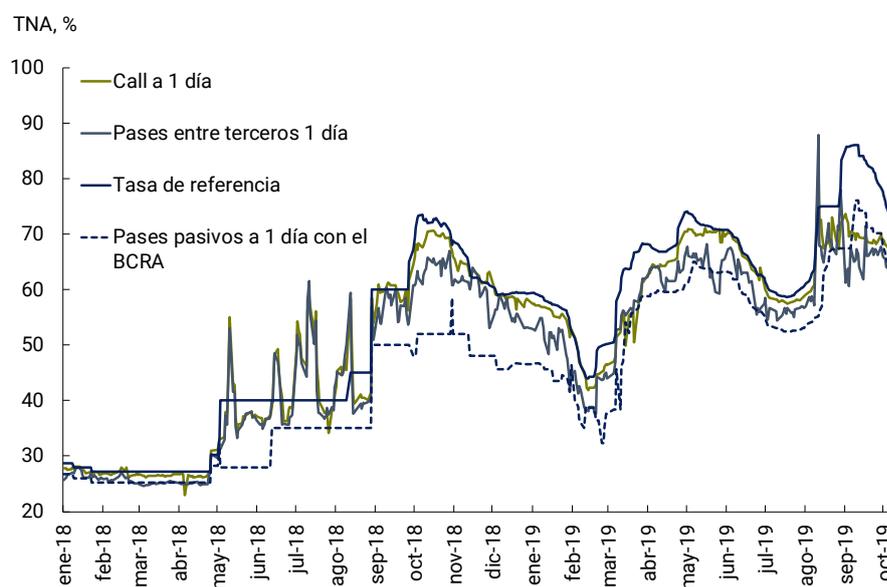
Gráfico 5.8 | Pasivos remunerados en pesos del BCRA (LELIQ, NOCOM y pases netos) y depósitos de cuenta corriente en el Banco Central



Fuente: BCRA

El aumento de la tasa de referencia se trasladó a las principales tasas de interés del mercado monetario. Conjuntamente con la primera suba de la tasa de LELIQ luego de las elecciones primarias, las tasas de *call* a 1 día y de pases entre terceros a 1 día se incrementaron 21 p.p. y 31 p.p., para luego estabilizarse en niveles de 68% y 70% anual, respectivamente. Sin embargo, en la suba de la tasa de LELIQ de fines de agosto y principios de septiembre se amplió el *spread* con las tasas de *call* y pases entre terceros. Luego de un incremento de alrededor de 5 p.p. en los últimos días de agosto, las tasas de *call* y pases entre terceros mostraron una trayectoria descendente y alcanzaron al 11 de octubre niveles de 60,6% y 58,1% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.9).

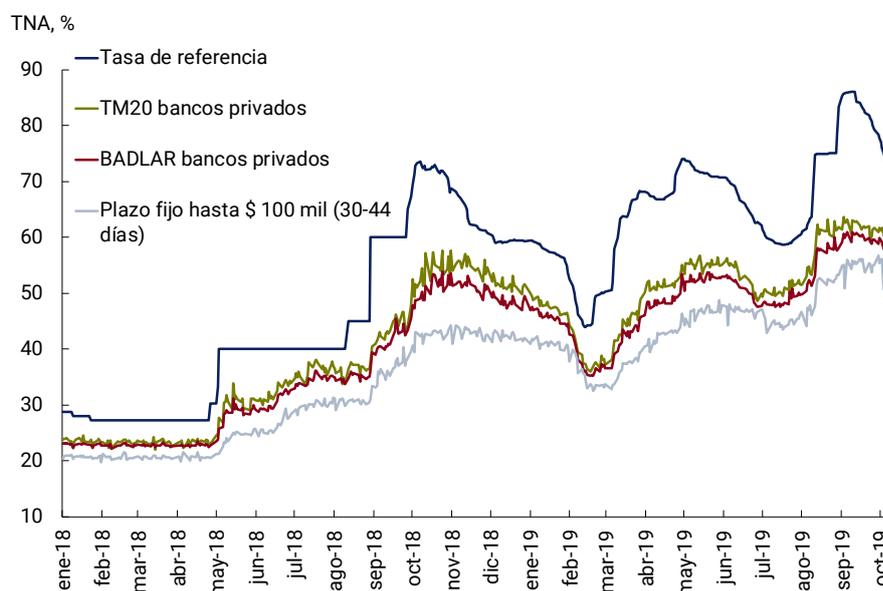
Gráfico 5.9 | Tasas de interés del mercado monetario



Fuente: BCRA

Las principales tasas de interés pasivas de los bancos en pesos también siguieron la suba de la tasa de referencia (ver Gráfico 5.10). La tasa de depósitos a plazo fijo minoristas y la BADLAR y TM20 de bancos privados se incrementaron 5,5 p.p., 6,3 p.p. y 7,6 p.p. entre el 9 y el 13 de agosto, hasta alcanzar niveles de 51,5%, 57,5% y 60,9% anual, respectivamente. No obstante, luego del segundo episodio de suba de la tasa de referencia, previo a la implementación de las regulaciones cambiarias, las tasas pasivas aumentaron más lentamente y en menor magnitud, particularmente las mayoristas. En las siguientes semanas, a medida que la volatilidad financiera comenzó a ceder, la BADLAR y la TM20 de bancos privados acompañaron la reducción de la tasa de referencia y alcanzaron niveles de 57% y 58% anual, respectivamente, mientras que la tasa minorista mostró una baja menos acentuada, tomando valores de alrededor de 54% anual.

Gráfico 5.10 | Tasas de interés pasivas

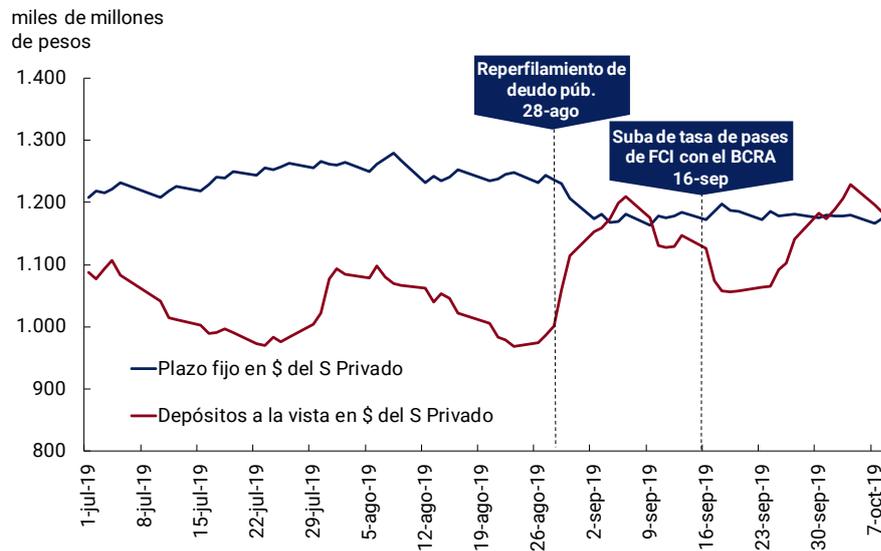


Fuente: BCRA

La estabilidad de los depósitos del sector privado en pesos durante la turbulencia financiera coincidió con un acortamiento de sus plazos. Mientras que los depósitos a plazo fijo cayeron, principalmente entre el 28 de agosto y el 2 de septiembre, los depósitos a la vista se incrementaron, mayormente impulsados por las cuentas a la vista remuneradas de los FCI, los cuales modificaron la composición de sus carteras ante la modificación del perfil de vencimientos de la deuda pública (ver Gráfico 5.11). En las semanas posteriores, la suba de las tasas de interés pasivas y las regulaciones cambiarias permitieron estabilizar los depósitos a plazo, mientras que los depósitos a la vista cayeron como consecuencia de los retiros de los FCI, que volcaron sus fondos a pases pasivos con el Banco Central a partir del aumento de la tasa de interés de estos instrumentos ocurrido el 16 de septiembre (ver el Apartado 3 / La respuesta del BCRA al impacto de la volatilidad financiera en los fondos comunes de inversión).⁵⁴ De esta manera, los depósitos en pesos del sector privado crecieron nominalmente en septiembre 1,3% sin estacionalidad, levemente por debajo del 2,1% observado en agosto (ver Gráfico 5.12), y continuaron mostrando una tendencia creciente en los primeros días de octubre. Este comportamiento de los depósitos en pesos también reflejó la resiliencia del sistema financiero en momentos de alta volatilidad (ver el Apartado 4 / La importancia del consenso respecto de las políticas macroprudenciales).

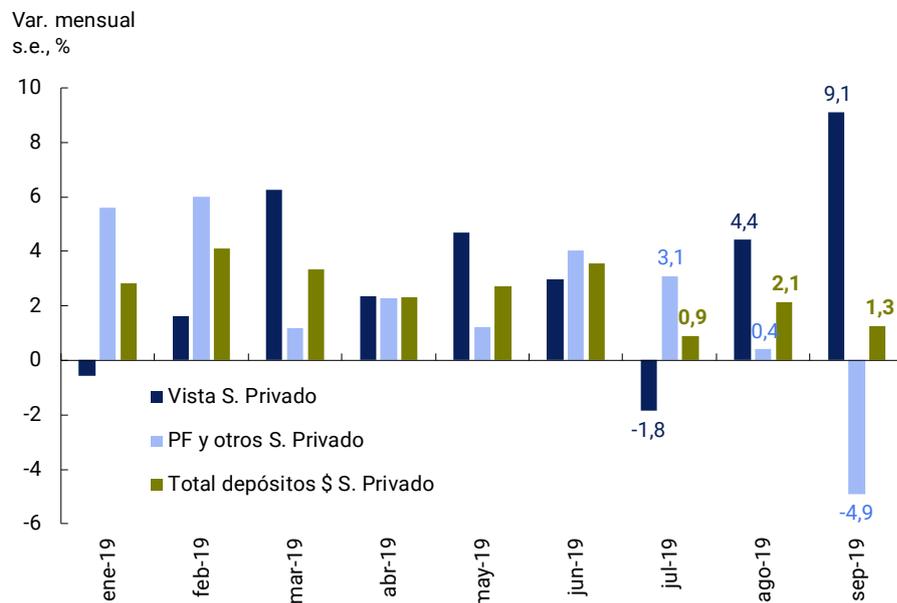
54 Ver Comunicación "P" 50953: <http://www.bkra.gov.ar/Pdfs/comytexord/P50953.pdf>.

Gráfico 5.11 | Depósitos en pesos del sector privado



Fuente: BCRA

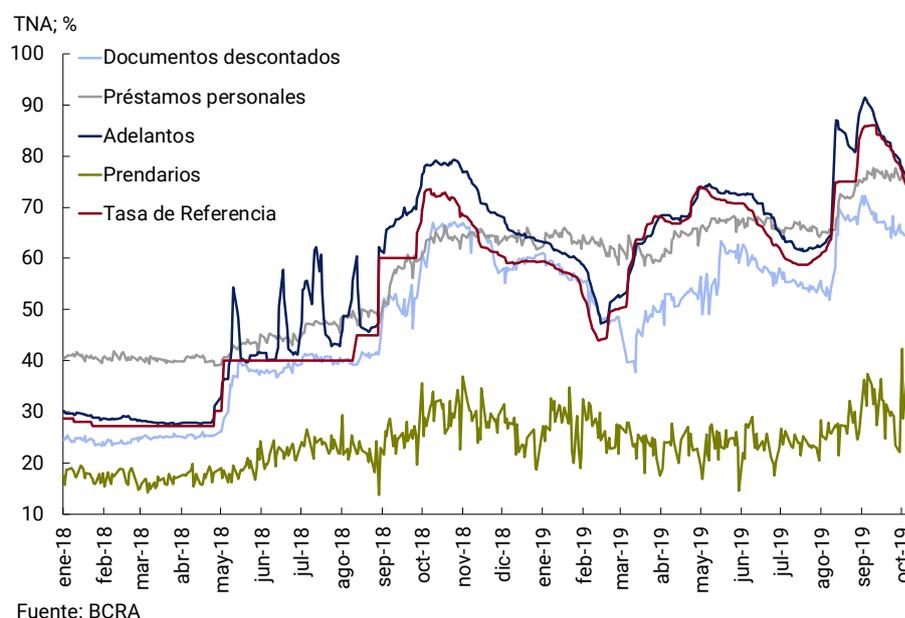
Gráfico 5.12 | Variación mensual de los depósitos en pesos del sector privado (nominal sin estacionalidad)



Fuente: BCRA

Las tasas de interés activas de los bancos acompañaron el movimiento de la tasa de referencia en el trimestre. En particular, las tasas de adelantos en cuenta corriente, de los préstamos personales y de descuento de documentos se incrementaron en 15 p.p., 9 p.p. y 7 p.p., respectivamente, al comparar el promedio mensual de septiembre contra junio, aunque en septiembre y en los primeros días de octubre exhibieron una trayectoria descendente en línea con la tasa de referencia, alcanzando al 11 de octubre niveles de 70,4%, 77,2% y 63,5% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.13).

Gráfico 5.13 | Tasas de interés activas

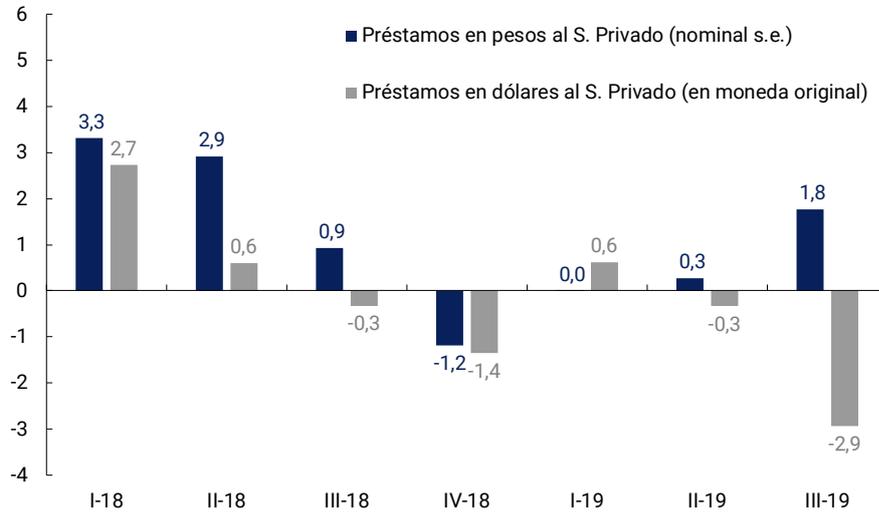


Luego de tres trimestres de estancamiento, los préstamos en pesos al sector privado crecieron nominalmente en el tercer trimestre del año, a un ritmo mensual promedio de 1,8% sin estacionalidad (ver Gráfico 5.14). Esta dinámica, principalmente observada a partir de mediados de agosto, se explicó por las necesidades de liquidez que enfrentaron los agentes económicos ante la modificación del perfil de vencimientos de la deuda del sector público y su impacto inicial en los FCI y la sustitución de préstamos en dólares hacia moneda doméstica (ver Apartado 3 / La respuesta del BCRA al impacto de la volatilidad financiera en los fondos comunes de inversión). Esta sustitución se explicó por una menor disponibilidad de financiamiento para las empresas en moneda extranjera debido al aumento de las necesidades de fondeo de los bancos para hacer frente a la salida de depósitos en dólares, lo que provocó una caída de los préstamos en esta moneda de 2,9% promedio mensual en el trimestre (ver Gráficos 5.7 y 5.14).

La expansión de los préstamos en pesos estuvo liderada por las líneas de crédito de corto plazo a las empresas (adelantos y documentos) y las tarjetas de crédito vinculadas al consumo los hogares (ver Gráfico 5.15). Así, los adelantos en cuenta corriente y el descuento de documentos aumentaron en términos nominales un 7,7% y 2,7% mensual promedio en estos tres meses, en tanto que las tarjetas de crédito lo hicieron en un 3,7%. Por el contrario, los créditos personales y prendarios cayeron en el trimestre un 0,9% mensual promedio en términos nominales, mientras que los hipotecarios se mostraron estables.

Gráfico 5.14 | Variación mensual por trimestre de los préstamos de las entidades financieras al sector privado

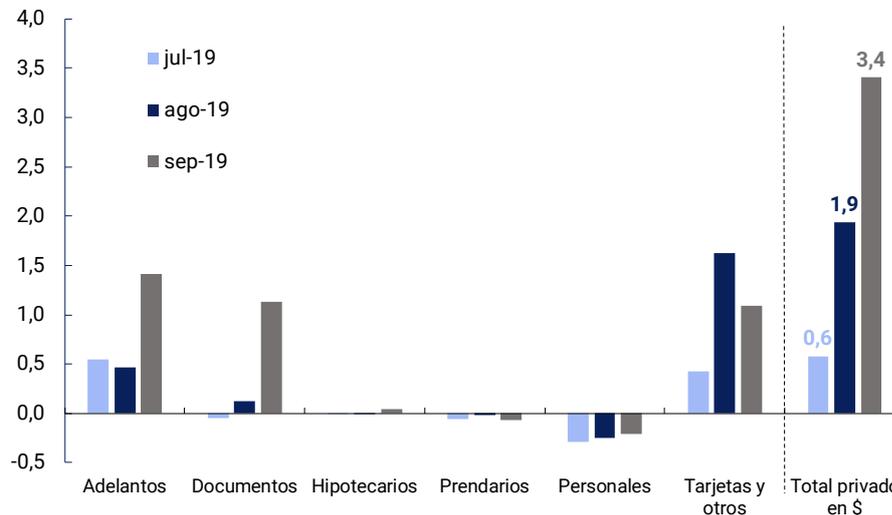
var. % mensual promedio



Fuente: BCRA

Gráfico 5.15 | Contribución a la variación de los préstamos al sector privado en pesos por tipo de línea (nominal con estacionalidad)

Contribución a la variación del mes (p.p.)



Fuente: BCRA

5.4 El episodio de incertidumbre financiera afectó el cumplimiento de las metas monetarias

En junio el Banco Central había decidido que la posición de efectivo mínimo de los meses de julio y agosto de este año se calculara de forma bimestral. Esto perseguía el objetivo de flexibilizar el cumplimiento de encajes

en un período donde la demanda de circulante presenta elevada estacionalidad, de forma de hacerlo más compatible con el cumplimiento de cero crecimiento de la meta de base monetaria (BM).⁵⁵ Sin embargo, en una actitud precautoria ante la incertidumbre del período preelectoral, durante julio los bancos integraron encajes por un monto mayor al requerido para el bimestre. Así, para evitar que el esquema se volviera excesivamente contractivo en julio y expansivo en agosto, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió adaptar también a un plazo bimestral la evaluación del cumplimiento de la meta de base monetaria, que se mantuvo en \$1.343,2 mil millones para el período julio-agosto.⁵⁶

La volatilidad financiera posterior a las elecciones primarias impactó sobre el cumplimiento de la meta de BM de julio-agosto. Por un lado, las ventas de divisas realizadas en el mercado de cambios durante agosto, con el fin de atenuar la volatilidad cambiaria, derivaron en un ajuste a la baja de la meta.⁵⁷ Las ventas totalizaron US\$2.038 millones e implicaron una reducción en la meta de BM del período julio-agosto de \$15,3 mil millones hasta \$1.328,0 mil millones. Por otra parte, ante un contexto de mayor incertidumbre, los bancos mostraron nuevamente una actitud precautoria, lo que derivó en una integración de encajes por encima de lo requerido por la normativa de efectivo mínimo. En consecuencia, el promedio bimestral de la BM alcanzó a \$1.347,1 mil millones, nivel que se ubicó \$19,1 mil millones (1,4%) por encima de la meta ajustada por las ventas de divisas, resultando en el primer incumplimiento de la meta desde la implementación del esquema de control de la BM (ver Gráfico 5.16).

Además, los desarrollos generados por el shock financiero llevaron al COPOM a adecuar los parámetros del esquema monetario en septiembre.⁵⁸ La suba del tipo de cambio registrada a partir de las elecciones primarias interrumpió, en agosto y septiembre, la tendencia descendente que venía mostrando la inflación desde el mes de abril (ver el Capítulo 4. Precios). Este incremento temporario de la inflación implicó una reducción en la oferta real de dinero mayor a la esperada, mientras que la implementación de las restricciones cambiarias permite esperar en los próximos meses una demanda real de dinero mayor a la prevista originalmente. A fin de evitar una contracción monetaria excesiva se actualizaron las metas de base monetaria. En línea con las proyecciones de demanda de dinero del Banco Central, se definió un crecimiento mensual de 2,5% para las metas de septiembre y octubre, a partir de la meta bimestral de julio-agosto, las que se ajustarán de acuerdo a las operaciones cambiarias netas realizadas por el Banco Central a partir del 18 de septiembre. En este contexto, el promedio de la BM alcanzó a \$1.342,1 mil millones en septiembre, \$28,3 mil millones (2,1%) por debajo de la nueva meta mensual ajustada.⁵⁹ Por su parte, en la primera quincena de octubre el Banco Central continuó cumpliendo la meta monetaria. El promedio de la BM alcanzó a \$1.344,5 mil millones, lo que implicó un sobrecumplimiento de \$106,4 mil millones (-7,3%) (ver Gráfico 5.16).⁶⁰

55 Ver la Comunicación "A" 6719.

56 Ver las Decisiones del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 22 de julio de 2019 en <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/Decisiones-del-Comite-de-Pol%C3%ADtica-Monetaria-220719.asp>.

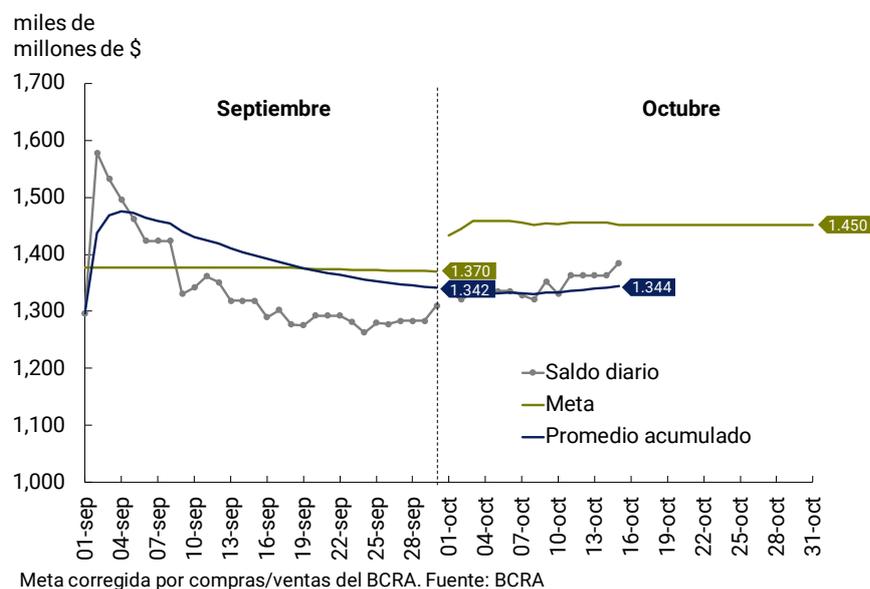
57 De esta forma, en este tipo de circunstancias el esquema monetario se vuelve más contractivo, lo que contribuye a estabilizar las presiones sobre el mercado cambiario.

58 Ver las Decisiones del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 18 de septiembre de 2019 en <https://www.bcra.gob.ar/PoliticaMonetaria/comunicados.asp>.

59 La meta de BM de septiembre fue de \$1.370,4 mil millones, que surge de restarle a la meta original de \$ 1.376,7 mil millones el efecto de las ventas netas de divisas a partir del 18 de septiembre (\$6,4 mil millones).

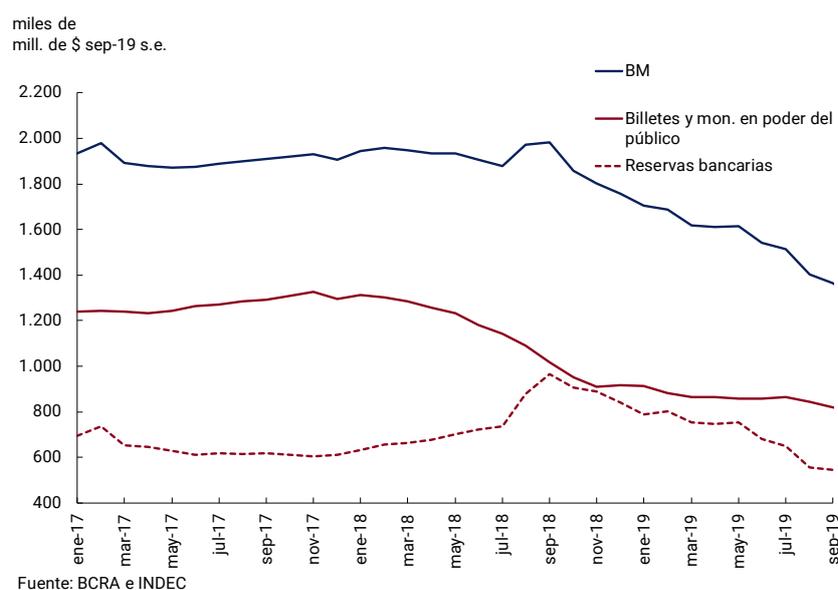
60 La meta de BM al 15 de octubre fue de \$1.450,9 mil millones. Este nivel surge de aplicar una variación de 2,5% mensual a la meta original de septiembre (\$1.411,2 mil millones) y sumarle el impacto de las operaciones netas de divisas a partir del 18 de septiembre (\$39,7 mil millones). Estas operaciones cambiarias no sólo corresponden a las realizadas con el sector privado, sino que también incluyen a las concertadas con el Tesoro Nacional, que implican un ajuste de la meta de -\$74,6 mil millones y +\$114,3 mil millones, respectivamente. El 27 de septiembre el Tesoro Nacional le vendió divisas al Banco Central por un monto equivalente a \$120 mil millones. Como gran parte de estos fondos quedaron depositados en el Banco Central, no generaron efecto monetario pleno en ese momento. El Tesoro continuó empleando esos recursos, por lo que siguió teniendo efecto monetario durante octubre. A los fines del ajuste de la meta se considera la fecha en la que el Tesoro empleó esos recursos.

Gráfico 5.16 | Seguimiento de las metas de base monetaria



Dada la dinámica de la inflación en el tercer trimestre del año, la BM continuó presentando una tendencia descendente en términos reales. La BM cayó 11,4% en términos reales sin estacionalidad entre junio y septiembre de este año y acumuló una caída real sin estacionalidad de 31,2% desde el inicio del esquema monetario en octubre del año pasado (ver Gráfico 5.17). El circulante en poder del público se contrajo 4,8% en el trimestre (en términos reales sin estacionalidad), acelerando su ritmo de contracción respecto a lo observado en el segundo trimestre, en tanto las reservas bancarias mostraron una mayor retracción (-19,8% en el trimestre en términos reales sin estacionalidad).⁶¹

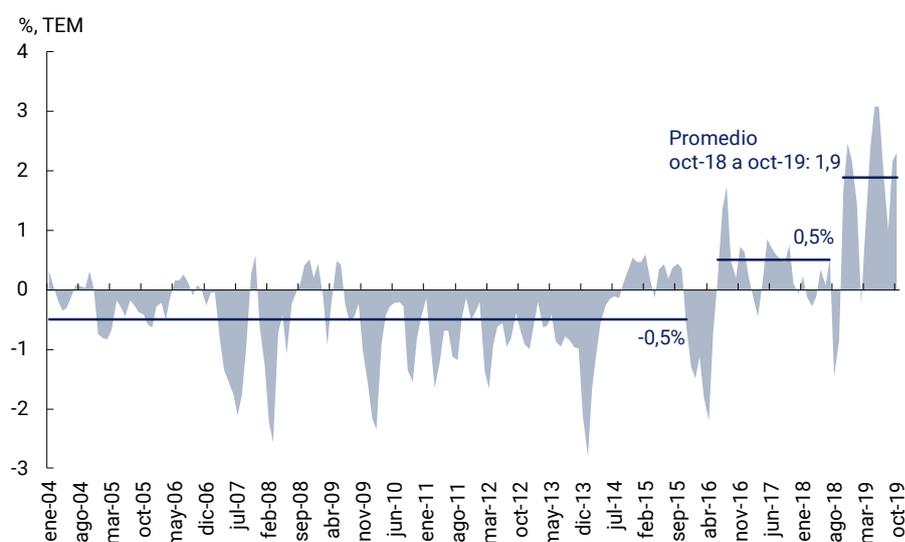
Gráfico 5.17 | Base monetaria y sus componentes en términos reales sin estacionalidad



61 Las reservas bancarias están compuestas por los billetes y monedas en poder de las entidades financieras y por los depósitos en cuenta corriente que las entidades financieras realizan en el Banco Central con motivo del cumplimiento de la normativa de efectivo mínimo.

Para garantizar el carácter contractivo de la política monetaria en un contexto en el que las proyecciones de demanda de dinero pueden perder precisión, el COPOM también decidió aumentar el límite inferior para la tasa de interés de las LELIQ de 58% a 78% anual en septiembre, durante el pico inflacionario, y bajarlo en octubre a 68% anual, de manera consistente con las proyecciones del mercado respecto a una desaceleración en la tasa de inflación. Ante el aumento de la inflación en agosto y septiembre, el nivel actual de la tasa de interés de referencia refleja una tasa real positiva elevada en términos históricos, lo que ayuda a mantener el sesgo contractivo de la política monetaria (ver Gráfico 5.18).

Gráfico 5.18 | Tasa de interés real de referencia (tasa efectiva mensual - ex post)*



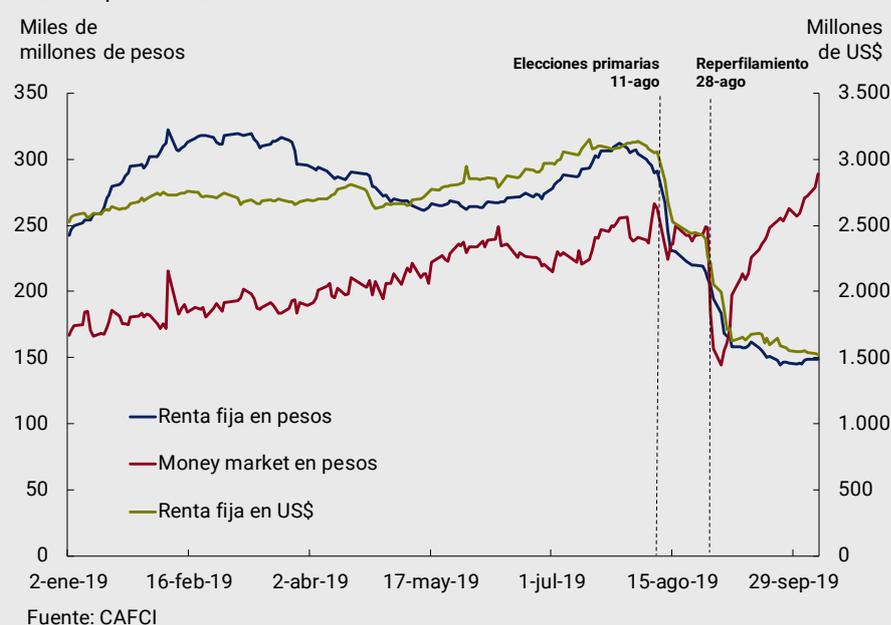
* La tasa nominal corresponde al promedio mensual y se deflacta con el promedio de la inflación del período y la del período siguiente (en el caso de oct-19 se utilizó el REM).
Fuente: BCRA e INDEC

El Banco Central continuará privilegiando la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera durante el período electoral, en el marco de un sistema financiero líquido y solvente. A la vez, mantendrá el objetivo de mediano plazo de lograr una tasa de inflación baja y estable. Para ello, continuará implementando una política monetaria contractiva, basada en el cumplimiento de las metas monetarias y la consolidación de tasas reales de interés positivas y elevadas, con el objeto de retomar el proceso de desinflación.

Apartado 3 / La respuesta del BCRA al impacto de la volatilidad financiera en los fondos comunes de inversión

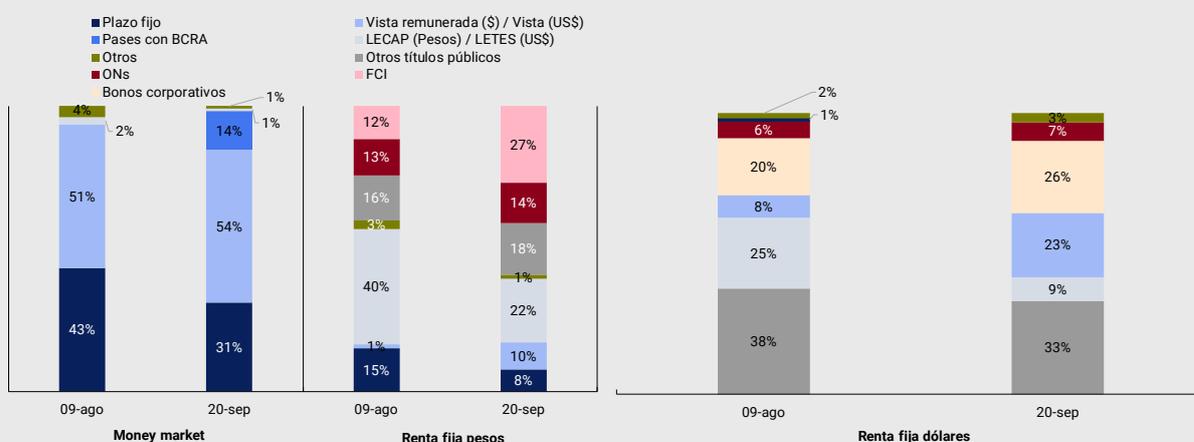
Durante agosto los fondos comunes de inversión (FCI) se vieron afectados por dos eventos que incrementaron la volatilidad de los mercados financieros. En primer lugar, la abrupta caída en la cotización de los instrumentos de deuda pública luego de las elecciones primarias celebradas el 11 de agosto trajo aparejada una reducción en la valuación (ver Sección 5.1) y un aumento de los rescates de FCI de renta fija, tanto en pesos como en dólares, que tenían invertido al 9 de agosto un 56% y 64% de su patrimonio en instrumentos de deuda pública de corto y mediano plazo, respectivamente (ver Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1 | Patrimonio de los FCI



En segundo lugar, el anuncio del 28 de agosto de la reprogramación de los vencimientos de deuda pública (ver el Recuadro: reprogramación de los vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional) tuvo como correlato un segundo episodio de deterioro en la cotización de los fondos de renta fija en pesos y dólares, que mantenían al 9 de agosto un 40% y 29% de su patrimonio en LECAP y LETES, respectivamente (ver Gráfico 2). Esto produjo un nuevo aumento en los rescates, que se extendió también a los FCI de *money market*.

Gráfico 2 | Cartera de los FCI



Frente al fuerte incremento de los rescates y en un contexto de demanda insuficiente de los activos que los FCI podían realizar en el mercado, el BCRA decidió el 30 de agosto comenzar a realizar subastas de pases activos y de compras de Letras del Tesoro en cartera de FCI⁶² con el objetivo de dotarlos de liquidez. Mediante este mecanismo, al 11 de octubre el BCRA adquirió letras en pesos y dólares a los FCI por un total equivalente a unos \$47 mil millones.

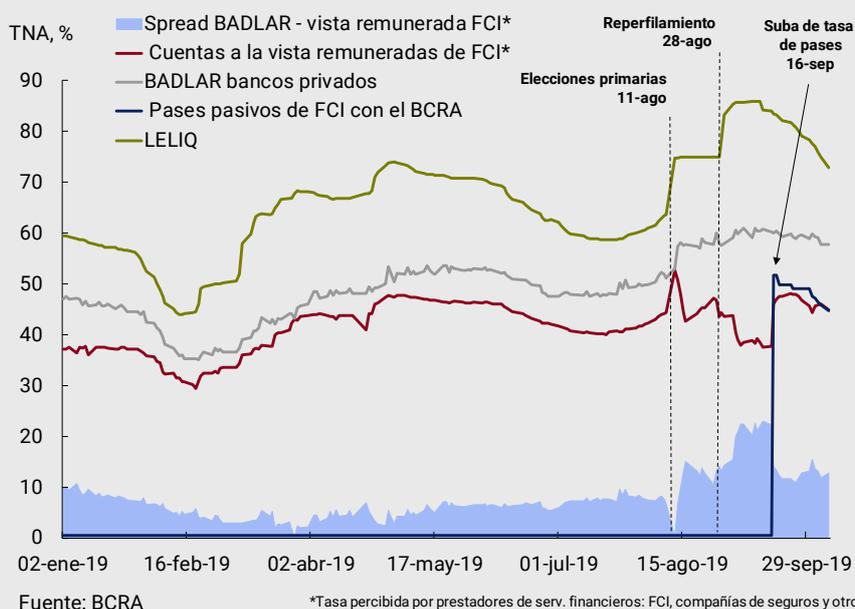
Luego del impacto inicial, el patrimonio de los fondos de renta fija en pesos y en dólares mostró cierta estabilidad. Sin embargo, en un contexto de mayor incertidumbre financiera, los inversores optaron por FCI de *money market*, los cuales recuperaron con creces su patrimonio y sobrepasaron el máximo nominal observado en la primera semana de agosto tanto por las mayores suscripciones del sector privado no financiero como de las de los propios FCI de renta fija en pesos (ver Gráficos 1 y 2).

También los FCI recortaron el plazo de sus carteras. En primer lugar, los fondos de renta fija en pesos incrementaron, como fue mencionado en el párrafo anterior, la porción de su cartera invertida en otros FCI de rescate inmediato y en depósitos a la vista remunerados, en detrimento de los títulos públicos de corto y mediano plazo y los depósitos a plazo fijo. Asimismo, los propios FCI de mercado de dinero mostraron un aumento de su preferencia por activos de más corto plazo y aumentaron la proporción de inversiones en depósitos a la vista remunerados, en detrimento de los depósitos a plazo fijo. Finalmente, los FCI de renta fija en moneda extranjera redujeron la proporción del patrimonio invertido en LETES al tiempo que aumentaron la de depósitos a la vista (ver Gráfico 2).

62 Ver Comunicación "A" 6767: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A6767.pdf>

El aumento de la proporción de los depósitos en cuentas a la vista remunerada de los FCI en pesos, principalmente de *money market*, implicó un acortamiento en el plazo del fondeo de las entidades financieras, lo que llevó a que redujeran la tasa de interés de estas imposiciones unos 10 p.p., a diferencia de las subas observadas en la tasa de referencia y en las restantes tasas pasivas del mercado. De este modo, el *spread* entre la BADLAR bancos privados y la tasa de cuentas a la vista remunerada se incrementó unos 15 p.p. entre el 9 de agosto y el 16 de septiembre, desde alrededor de 7 hasta 22 p.p. (ver Gráfico 3).

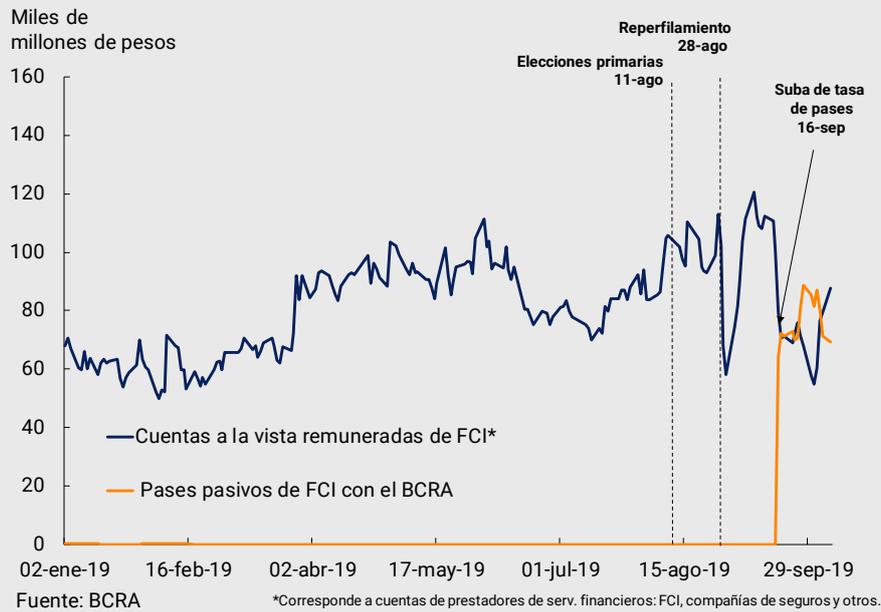
Gráfico 3 | Tasas de interés recibidas por FCI* y otras tasas del mercado monetario



Para incrementar la competencia y mejorar la transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del mercado, el Comité de Política Monetaria (COPOM) modificó el 16 de septiembre la tasa de interés para pases pasivos a 1 día del BCRA con FCI⁶³ -que se encontraba en un 0,5% anual-, fijándola en el equivalente a un 70% de la tasa de pases pasivos con entidades financieras (alrededor de un 45% nominal anual al 7 de octubre). Consecuentemente, se verificó un incremento inicial de unos 10 p.p. en la tasa pagada por las entidades financieras por estos depósitos (ver Gráfico 3) y un aumento del stock de pases pasivos de FCI con el BCRA por unos \$ 70.000 millones -14% del patrimonio de los FCI de *money market*- (ver Gráficos 2 y 4).

63 Ver Comunicación "P" 50953: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/P50953.pdf>

Gráfico 4 | Evolución diaria del saldo de cuentas a la vista remunerada de FCI* y pases de FCI con el BCRA



En síntesis, mediante las subastas de compra de Letras el BCRA proveyó liquidez a los fondos comunes de inversión para que así estos pudieran enfrentar los mayores rescates de los cuotapartistas, mientras que el aumento de la tasa de pases pasivos de FCI mejoró el mecanismo de transmisión de la tasa de interés al hacer más atractiva la remuneración obtenida por los inversores de los FCI de *money market*. De esta forma, las medidas tomadas por el Banco Central contribuyeron a estabilizar el mercado de FCI y a preservar la estabilidad financiera.

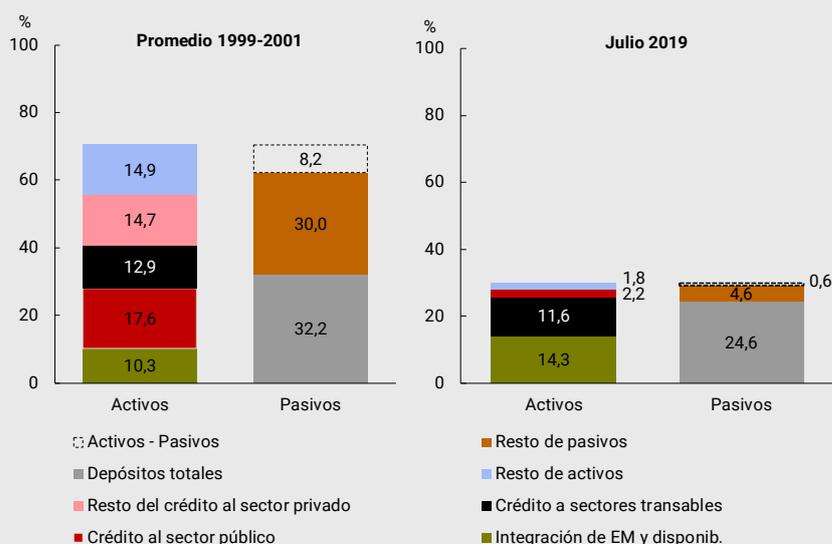
Apartado 4 / La importancia del consenso respecto de las políticas macroprudenciales

El Banco Central estableció hace más de 15 años, tras la crisis del fin de la Convertibilidad, regulaciones que limitan fuertemente la exposición de los bancos al sector público y dividió al sistema bancario en dos segmentos casi totalmente aislados en la práctica: pesos y moneda extranjera. La regulación, que a su vez fue convergiendo durante los años hacia los estándares de Basilea III, establece también que en forma precautoria los bancos deben mantener niveles elevados de capital y liquidez.

El contexto de mayor volatilidad cambiaria y financiera ocurrido a mediados de agosto dejó en evidencia la importancia del marco normativo macroprudencial vigente, a partir del significativo grado de resiliencia que evidenció el sistema financiero. El sistema financiero argentino actualmente tiene un bajo grado de dolarización y está libre de descalces, es decir, sus pasivos en moneda extranjera (ME) están colocados en activos en la misma moneda (ver Gráfico 1).

Como parte de la normativa macroprudencial, el crédito al sector privado en moneda extranjera debe ser otorgado a empresas que posean ingresos en moneda extranjera (fundamentalmente a sectores transables). Esto atempera situaciones de descalces en los balances de los deudores bancarios, evitando generar una fuente de vulnerabilidad en la capacidad de pago ante variaciones bruscas del tipo de cambio. Antes de la crisis de 2001-02 los deudores podían tomar créditos en moneda extranjera aunque no tuvieran ingresos en dicha moneda.⁶⁴

Gráfico 1 | Partidas en Moneda Extranjera del Balance del Sistema Financiero
En % de los activos

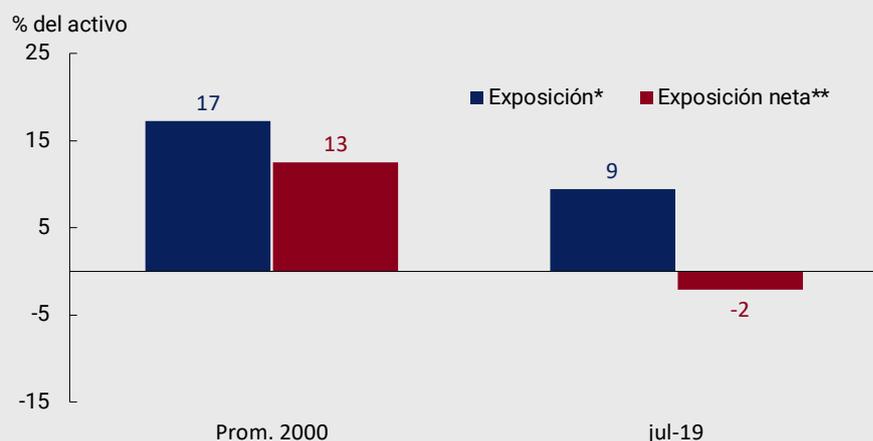


Fuente: BCRA.

64 Ver próximo Informe de Estabilidad Financiera de noviembre 2019 para un análisis más detallado.

Las entidades financieras tienen, también hoy, una muy baja exposición al sector público. Más aún, a nivel del sistema financiero agregado, al considerar los depósitos (incluyendo todas las jurisdicciones), la exposición neta al sector público resulta negativa (ver Gráfico 2).

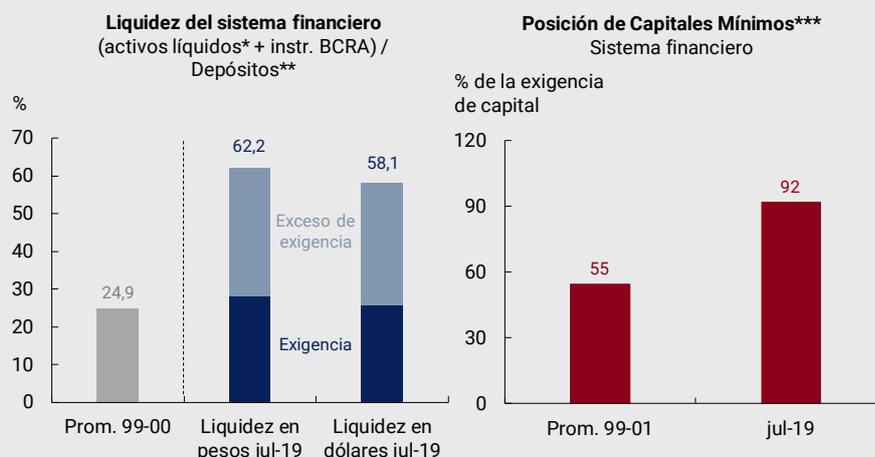
Gráfico 2 | Exposición al Sector Público



*Exposición: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público) / Activo total. **Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total. Sector público incluye todas las jurisdicciones (nacional, provincial y municipal). Fuente: BCRA.

En la actualidad, el sistema financiero presenta elevados niveles de liquidez y de capital, muy superiores a los mínimos establecidos con fines prudenciales (ver Gráfico 3). A julio de 2019 la integración de capital casi duplicó la exigencia mínima según la normativa prudencial vigente. Simultáneamente, el apalancamiento del conjunto de bancos permaneció en un nivel relativamente bajo y estable.

Gráfico 3 | Indicadores del sistema financiero: liquidez y solvencia



*Activos líquidos se compone de efectivo y cuenta corriente.
 **El dato para el prom. 99-00 se calcula en términos de los depósitos en moneda nacional y extranjera. Los datos de liquidez en pesos y en dólares se calculan en términos de los depósitos en la respectiva moneda.
 ***Posición de Capitales Mínimos = (Integración de capital - Exigencia de capital) / Exigencia de capital. Incluye franquicias. Fuente: BCRA

En conclusión, el sistema financiero cuenta con un balance sólido, que se refleja en un acotado grado de dolarización, prácticamente sin descalces significativos de moneda, con baja exposición al sector público y con niveles de liquidez elevados. Esto permite que el sistema financiero no se convierta en un factor de propagación de inestabilidad durante episodios de turbulencia externa o de incertidumbre local como se observó en el pasado, con menores costos finales para la economía, y evidencia la conveniencia de encontrar consensos en las políticas públicas que trasciendan a las distintas gestiones gubernamentales.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

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

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

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

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

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

ILA: Índice Líder de la Actividad

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

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

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

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

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

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

Mens.: mensual

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones	Var.: Variación
Min.: Ministerio	Vol.: Volumen
MIP: Matriz insumo-producto	YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	
MRO: <i>Main refinancing operations</i>	
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	
NEA: Noreste argentino	
NG: Nivel general	
NOA: Noroeste argentino	
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	
OPEP: Países Exportadores de Petróleo	
p.b.: Puntos básicos	
p.p.: Puntos porcentuales	
p: Proyectado	
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados	
PCE: <i>Personal consumption expenditures</i>	
PCP-BCRA: Predicción contemporánea del PIB del BCRA	
PEA: Población Económicamente Activa	
PIB: Producto Interno Bruto	
PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>	
PP: Productos primarios	
Prom. móv.: Promedio móvil	
Prom.: Promedio	
R\$: <i>Real</i>	
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA	
REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)	
ROE: Registros de Operaciones de Exportación	
Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado	
S.A: Sociedad Anónima	
s.e.: Serie sin estacionalidad	
SSPM: Indicador de Consumo Privado elaborado por el Ministerio de Hacienda	
t.c.: Serie tendencia-ciclo	
TFF: Tasa de fondos federales	
tn.: Tonelada	
TN: Tesoro Nacional	
TNA: Tasa Nominal Anual	
Trim.: Trimestral / Trimestre	
UCI: Utilización de la capacidad instalada	
US\$: Dólares Americanos	
UTDT: Universidad Torcuato Di Tella	
UVA: Unidad de Valor Adquisitivo	

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA