

Informe de Política Monetaria

Junio de 2022



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Junio de 2022

Prefacio

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

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

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

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

El informe se publica de manera trimestral e incluye un primer capítulo con la evaluación y perspectivas del Banco Central en la que se describen brevemente las razones de las decisiones de la política monetaria y se analiza la coyuntura económica nacional e internacional, temas que son analizados en profundidad en las siguientes secciones del informe: contexto internacional, actividad económica y empleo, sector externo, finanzas públicas, precios y política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 28 de junio de 2022.

Contenidos

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

Pág. 6 | **2. Contexto Internacional**

Pág. 18 | *Apartado 1 / Medidas fiscales frente al impacto inflacionario de las materias primas*

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

Pág. 31 | *Apartado 2 / Empleo e ingresos: a dos años del inicio de la pandemia*

Pág. 34 | **4. Sector Externo**

Pág. 44 | **5. Finanzas Públicas**

Pág. 54 | *Apartado 3 / Medidas tomadas para reforzar ingresos*

Pág. 58 | **6. Precios**

Pág. 68 | *Apartado 4 / Evolución reciente de los precios de los alimentos*

Pág. 72 | **7. Política Monetaria**

Pág. 85 | *Apartado 5 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME: renovación y cumplimiento del cupo 2021/2022*

Pág. 88 | *Apartado 6 / Transformaciones en la infraestructura de pagos: el uso de efectivo y la creciente influencia de los medios de pago digitales en la región*

Pág. 93 | **Glosario de Abreviaturas y Siglas**

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

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

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

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El contexto externo se ha vuelto más complejo en los últimos tres meses. La profundización del conflicto bélico en Ucrania empujó al alza los precios internacionales de los alimentos y la energía y socavó el dinamismo de la actividad económica global. Las mayores presiones inflacionarias llevaron a un ciclo de contracción monetaria en las economías avanzadas más acentuado que el esperado a inicios de año. El aumento en las tasas de interés globales presionó los valores de los activos financieros que cotizan en las principales plazas bursátiles del mundo, generó una apreciación global del dólar y elevó el riesgo de salida de capitales desde los países emergentes. Para los países en desarrollo, y en particular los de Latinoamérica, se abrieron diferentes perspectivas en materia de crecimiento e inflación dependiendo de si se mantienen las presiones al alza de los precios de las materias primas y la consecuente apreciación real de los tipos de cambio; o bien, si la apreciación del dólar redundaría en menores precios de las materias primas y tipos de cambio reales más depreciados.

La economía argentina continuó consolidando su proceso de recuperación iniciado en 2021 y se mantuvo operando en niveles superiores a los de prepandemia, con aumentos en la tasa de inversión. Esta mejora de la actividad económica fue acompañada por una recuperación del empleo registrado, que se encuentra en un máximo histórico. Luego de un primer trimestre de crecimiento, se espera que el PIB se contraiga levemente durante el segundo trimestre debido al impacto de las condiciones de la sequía que afectó a las principales zonas productoras de soja y maíz durante el verano y que, luego, retome su senda de crecimiento en el segundo semestre del año, para cerrar 2022 con una expansión en torno al 4%. En este contexto de continuidad en el proceso de recuperación de la actividad económica el BCRA focalizó su política de crédito en los sectores más rezagados y en el financiamiento del desarrollo productivo y el cambio estructural. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables. El saldo promedio de las financiaciones otorgadas entre el 1 de octubre de 2021 y el 31 de marzo de 2022 mediante la LFIP alcanzó a \$670.000 millones.

En marzo de 2022 la inflación se aceleró significativamente alcanzando una tasa de 6,7% mensual, registro muy elevado en términos históricos. Dicho aumento se observó fundamentalmente en la categoría Núcleo, y dentro de la misma, en el valor de los alimentos, traccionada por las subas de las cotizaciones internacionales de las materias primas como resultado de la guerra en Ucrania. Este shock externo afectó a la Argentina en el contexto de una actividad económica en recuperación y con una elevada inercia inflacionaria previa. Luego del máximo alcanzado en marzo para el Nivel General, los datos de mayo confirmaron la desaceleración en la inflación que se había iniciado en abril, con una significativa baja en la categoría Núcleo. No obstante, los registros inflacionarios se mantienen en niveles altos, en parte debido a la existencia de mecanismos formales e informales de indexación que contribuyen a aumentar la magnitud y persistencia del shock.

Ante este escenario, la autoridad monetaria continuó su proceso de normalización de la tasa de interés de política y del resto de la estructura de tasas de interés de la economía, buscando propender hacia un sendero de tasas de interés que permita resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y evitar presiones en el mercado cambiario, sin afectar la recuperación económica en marcha. Al cierre de esta edición la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo ascendía a 52% n.a. (66,5% e.a.), con una suba total de 14 p.p. desde comienzo de año. Asimismo, el piso para la tasa de interés de los plazos fijos de personas humanas acumuló un aumento de 19 p.p. para el segmento entre \$1 y \$10 millones y de 16

p.p. para el de menos de \$1 millón en lo que va del año, situándose actualmente para ambos tipos de colocaciones en 53% n.a. (68% e.a.). Para el resto de los depósitos a plazo fijo del sector privado la tasa mínima garantizada acumuló una suba de 16 p.p. hasta 50% n.a. (63,2% e.a.).

Con el objetivo de contener el impacto de la aceleración de los precios, el Gobierno Nacional decidió morigerar la pérdida del poder adquisitivo de ingresos de personas sin ingresos formales y/o en situación de vulnerabilidad socioeconómica. Asimismo, el incremento en los precios de la energía impactó negativamente sobre las finanzas públicas. Las mayores necesidades de financiamiento se cubrieron utilizando una multiplicidad de fuentes, entre ellas el financiamiento monetario. Así, en lo que va del año, la asistencia monetaria al Tesoro en términos del PIB se ubicó en un nivel similar al de los años previos a la pandemia. Por otra parte, durante junio, ante un incremento en la volatilidad en los mercados financieros globales y locales, el BCRA intervino en el mercado secundario de títulos públicos con el objetivo de recomponer la curva en pesos del Tesoro, en un contexto de excesiva e injustificada volatilidad de precios que podía comprometer la estabilidad financiera. La contrapartida de estas operaciones fue un efecto expansivo sobre la base monetaria, compensado mediante operaciones de esterilización de exceso de liquidez. Con todo, la base monetaria ajustada por estacionalidad y a precios constantes se encuentra en niveles históricamente bajos y en términos del PIB alcanzó un mínimo histórico en abril. El BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente contra el proceso de desinflación.

Hacia delante, el Gobierno Nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas para bajar la inflación. En este sentido, el esquema de políticas vigente en el marco del acuerdo con el FMI permitirá consolidar un marco de certidumbre macroeconómica, ayudando así a acotar las expectativas de incremento del tipo de cambio y de la inflación. Recientemente el FMI y las autoridades argentinas llegaron a un acuerdo a nivel técnico sobre la primera revisión del Programa de Facilidades Extendidas. La revisión se centró en evaluar el desempeño desde la aprobación del acuerdo, contemplando el impacto de la guerra en Ucrania en la economía argentina e identificando políticas que permiten morigerar sus efectos. Con el objetivo de fortalecer la estabilidad macroeconómica se acordó mantener sin cambios los objetivos anuales relacionados con el déficit fiscal primario, el financiamiento monetario y las reservas internacionales netas establecidos en marzo, cambiando sí su trayectoria trimestral. Tras cumplirse todas las metas cuantitativas del programa para el primer trimestre de 2022, el acuerdo sobre la primera revisión fue aprobado por el directorio ejecutivo del FMI.

El BCRA seguirá calibrando la política monetaria en función de la evolución observada y prospectiva del nivel general de precios y continuará llevando a cabo acciones para alinear su política monetaria con los Objetivos y Planes del BCRA para el año 2022, en los que las autoridades establecieron como meta fijar el sendero de la tasa de interés de política hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local.

2. Contexto Internacional

La economía global continúa acusando el impacto del conflicto bélico a través de mayores precios de alimentos y energía y desaceleración de la actividad. Las mayores presiones inflacionarias han llevado a un ciclo de contracción monetaria más acentuada que la esperada hace unos meses en las economías avanzadas. Y los rebrotes de COVID-19, aunque localizados, implicaron nuevas restricciones en China, obstaculizando los flujos comerciales.

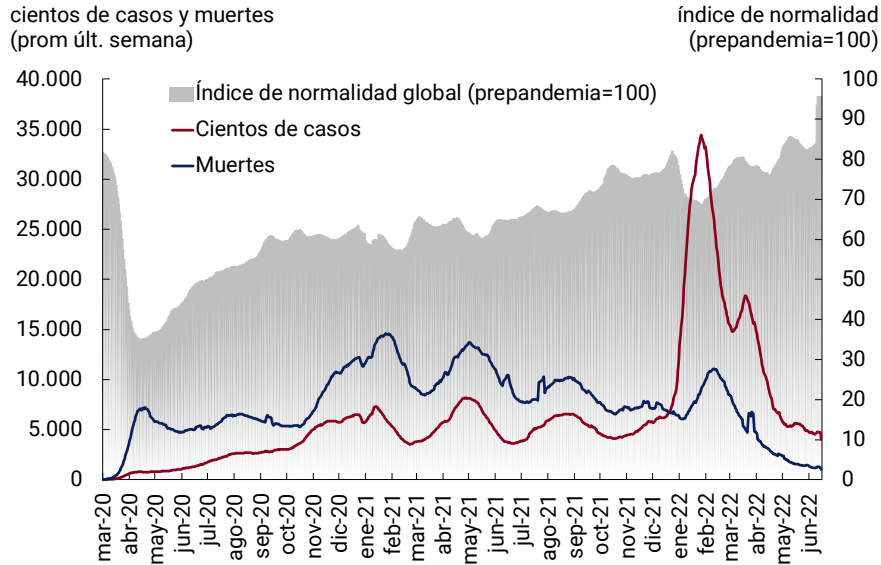
Esto ha llevado a una reducción del crecimiento global previsto para este año de 1 p.p. en promedio respecto del que se preveía antes del conflicto bélico; sólo los países exportadores de materias primas crecerían algo más respecto de lo esperado al cierre del IPOM anterior. En tanto, la inflación alcanza niveles inéditos en décadas en los países avanzados, llevando a sus bancos centrales a adelantar y acentuar la suba de tasas de interés, al tiempo que contraen la oferta monetaria generada en respuesta a la pandemia. Los países en desarrollo, que ya manifestaban mayor inflación desde 2021, continuaron con la suba de tasas de interés. La combinación de mayor inflación y menor crecimiento es más costosa para estos países ya que: venían recuperándose más lentamente que los avanzados; los alimentos tienen un mayor peso en su canasta de consumo; y enfrentan condiciones financieras más desfavorables.

Las mayores tasas de interés internacionales presionan sobre acciones y bonos, y generan una apreciación global del dólar. Presentan también el riesgo de salida de capitales desde los países emergentes. Para el crecimiento y la inflación de los países en desarrollo, y en particular de Latinoamérica, se abren diferentes perspectivas dependiendo de: si continúan en alza los precios de las materias primas, y ello se asocia a una apreciación del tipo de cambio real (que compensa las presiones inflacionarias); o bien un dólar más apreciado presiona a la baja los precios de materias primas, mientras el tipo de cambio real se deprecia. También será clave si la política monetaria en EE.UU. y Europa puede reducir la inflación sin resentir demasiado el crecimiento de las economías de mayor porte ni desestabilizar las condiciones financieras globales.

2.1. Los casos de COVID-19 continúan disminuyendo, pero el foco en China impacta sobre el comercio internacional

Los casos de COVID-19 continuaron disminuyendo fuertemente desde un récord de 24 millones semanales a finales de enero de 2022 y se encuentran en 3,4 millones de casos semanales a fines de junio, con 9 mil fallecimientos. En consecuencia, la tasa de muertes respecto de los casos de 10 días atrás alcanzó un mínimo de 0,27% (frente a más de 2,5% en marzo de 2021). Junto con el aumento de casos en enero y luego a principios de abril, la movilidad global se redujo; actualmente se recupera y ya se encuentra en promedio por encima del 80% de su nivel de prepandemia (ver Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 | Nuevos casos globales confirmados y fallecimientos por COVID-19 e índice de normalidad de la movilidad

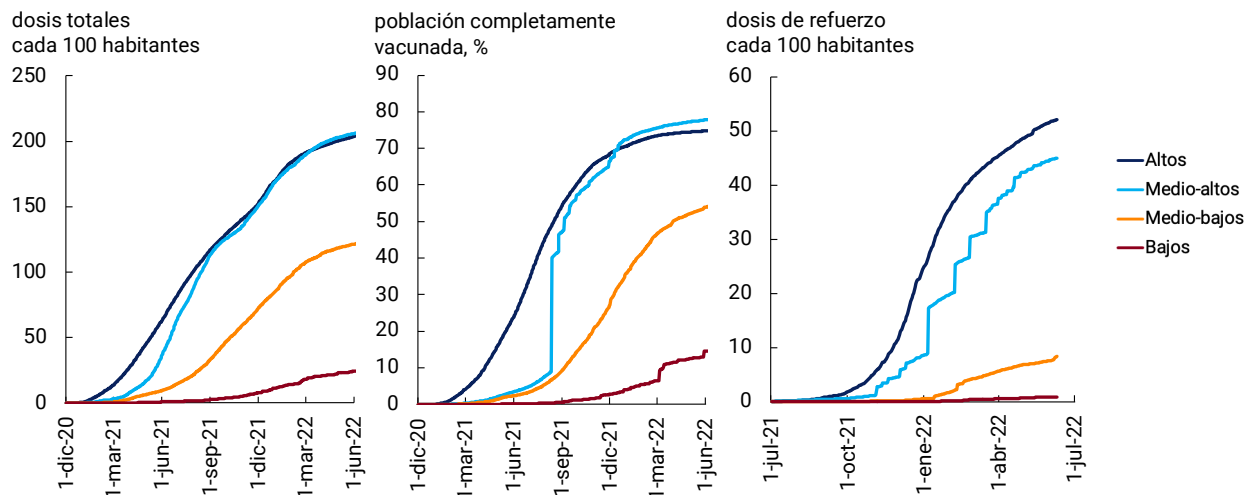


Fuente: BCRA en base a datos de OMS y *The Economist*.

Durante marzo y abril subieron los casos en Europa (principalmente Alemania y Francia) y en Asia (Japón y Corea). Desde mediados de marzo y debido a su política de COVID-0, China llevó adelante una cuarentena estricta en la ciudad de Shanghai durante 65 días repercutiendo en el comercio internacional debido a su importancia como puerto asiático (otras ciudades como Beijing tuvieron restricciones más acotadas).

Las campañas de vacunación continúan: un 65% de la población mundial ha recibido al menos una dosis, aunque se mantiene la brecha entre países. El porcentaje de población completamente vacunada en los países de ingresos bajos es más de 8 veces menor que en los países de ingresos altos; y mientras que los países de altos ingresos tienen más de 45 dosis de refuerzo cada 100 habitantes, los de bajos ingresos han aplicado menos de 0,4 (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Evolución de las campañas de vacunación por grupos de países



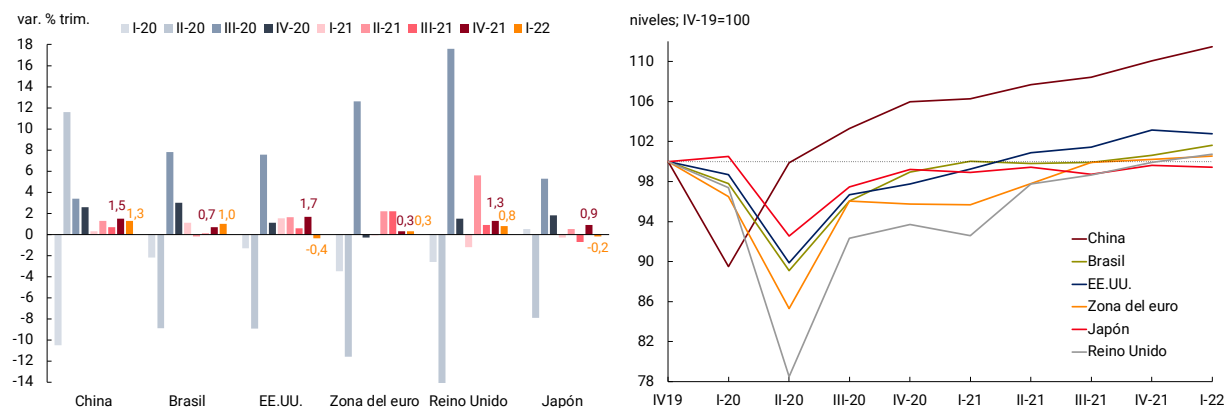
Fuente: BCRA en base a datos de OMS.

2.2. La economía global se desaceleró en el primer trimestre y se redujeron los pronósticos de crecimiento para este año

El conflicto bélico generó incertidumbre y una fuerte alza del precio de las materias primas, dando lugar a perspectivas de mayor inflación y menor crecimiento globales. La expectativa y el posterior inicio de un ciclo contractivo más agresivo por parte de la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) endurecieron las condiciones financieras globales. Finalmente, las restricciones en ciudades claves de China impactaron sobre el comercio internacional y las cadenas globales de suministro.

Así, en el primer trimestre del año se observa, en general, una desaceleración de las principales economías mundiales, con menores tasas de crecimiento trimestral en China y el Reino Unido y caídas de la actividad en Estados Unidos y Japón. Por otra parte, en la zona del euro se aceleró levemente la actividad, pero con un pobre desempeño del consumo de los hogares, el gasto público y la inversión fija. La economía brasileña mostró una mayor tasa de crecimiento trimestral, impulsada por el consumo privado y las exportaciones (ver Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 | Evolución del PIB de países seleccionados (PIB real sin estacionalidad)



Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas nacionales.

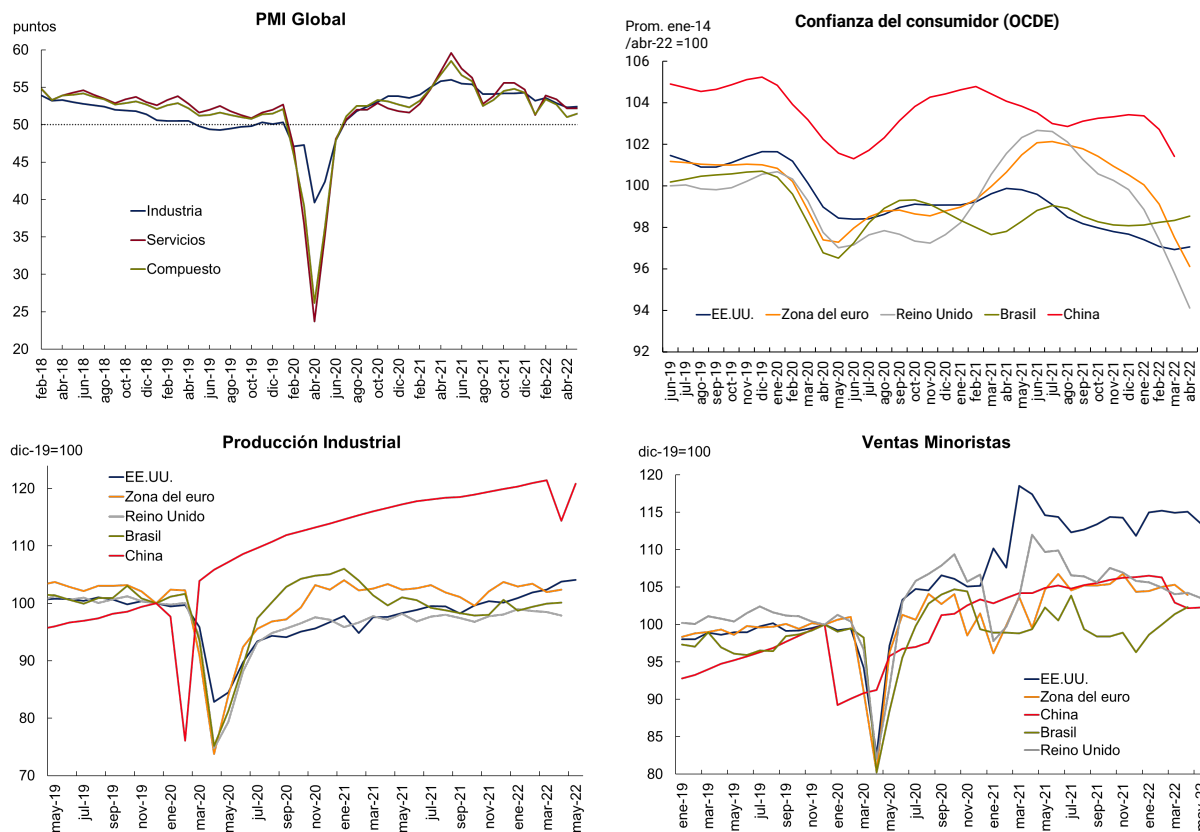
Los indicadores mensuales sugieren que la desaceleración global continuó en el inicio del segundo trimestre. A partir de marzo, cayeron la confianza del consumidor, las ventas minoristas, el indicador de gerentes de compra (PMI, por sus siglas en inglés) y la producción industrial en la zona del euro y el Reino Unido, reflejando la incertidumbre y el aumento de los precios de la energía (ver Gráfico 2.4).¹

En China, las restricciones a la movilidad dieron lugar a contracciones de las ventas minoristas, la producción industrial y el PMI, sólo superadas en los últimos meses por las registradas cuando irrumpió la pandemia a principios de 2020. En mayo comenzaron a notarse los efectos de una relajación de las restricciones, con una recuperación parcial de los indicadores de actividad.

¹ El índice de gerentes de compras (*Purchasing Manager Index*) se construye a través de encuestas a gerentes de compras y a ejecutivos de empresas de los sectores manufacturero y de servicios. Las preguntas realizadas se relacionan con, por ejemplo, la producción, los nuevos pedidos, el empleo, los stocks, los tiempos de entrega, entre otras, y deben ser respondidas en relación a la situación respecto del mes previo (en términos de si aumentaron, disminuyeron o se mantuvieron iguales). Para cada variable, el índice es la suma del porcentaje de respuestas que indicaron "aumentos" y la mitad del porcentaje de respuestas "sin cambios". Los índices varían entre 0 y 100, con un nivel por encima de 50 que indica un crecimiento de la variable en comparación con el mes anterior, y por debajo de 50 que indica una contracción. Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, la caída del PIB en los primeros tres meses del año se debió a una disminución de los inventarios, las exportaciones y el gasto público; pero el consumo privado y la inversión fija privada se aceleraron. Para el segundo trimestre se espera que la actividad vuelva a crecer, aunque a un menor ritmo que el observado en 2021. Las ventas minoristas y la producción industrial se mostraron sólidas en abril, pero se debilitaron en mayo, el indicador de gerentes de compra marcó una tendencia decreciente a partir de marzo y la confianza del consumidor tocó un mínimo de varios años en junio (ver Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 | Indicadores de actividad



Fuente: BCRA en base a datos de IHS Markit, OCDE, Trading Economics y Bloomberg.

Los pronósticos de crecimiento mundial continuaron reduciéndose, aunque todavía señalan crecimiento para este año. El FMI y el Banco Mundial disminuyeron la proyección de crecimiento global en 1 punto porcentual en promedio para 2022 (a 3,6% y 2,9%, respectivamente) y en 0,2 p.p. para 2023. Esto reflejó el impacto directo de la guerra en Ucrania y de las sanciones económicas a Rusia, con fuertes contracciones esperadas para estas economías durante este año. El segundo mayor contribuyente a la reducción del crecimiento global fue la Unión Europea por el impacto indirecto del conflicto. El crecimiento previsto para China y Estados Unidos para este año también es menor, reflejando el impacto de las restricciones a la movilidad por la política de COVID-0 y de la política monetaria más contractiva, respectivamente, mientras que sólo mejoraron los pronósticos de algunas economías emergentes exportadoras de materias primas (ver Cuadro 2.1). En particular, se destacó la fuerte corrección a la baja del crecimiento de la economía de Estados Unidos para este año que la Fed presentó luego de su reunión de junio (1,7% para 2022, bajando 2,3 p.p. respecto del pronóstico de fines del año pasado). Otros organismos, como el Banco Central Europeo y la OCDE, y el consenso de mercado coinciden también con el menor optimismo previsto para la actividad económica global durante este año.

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

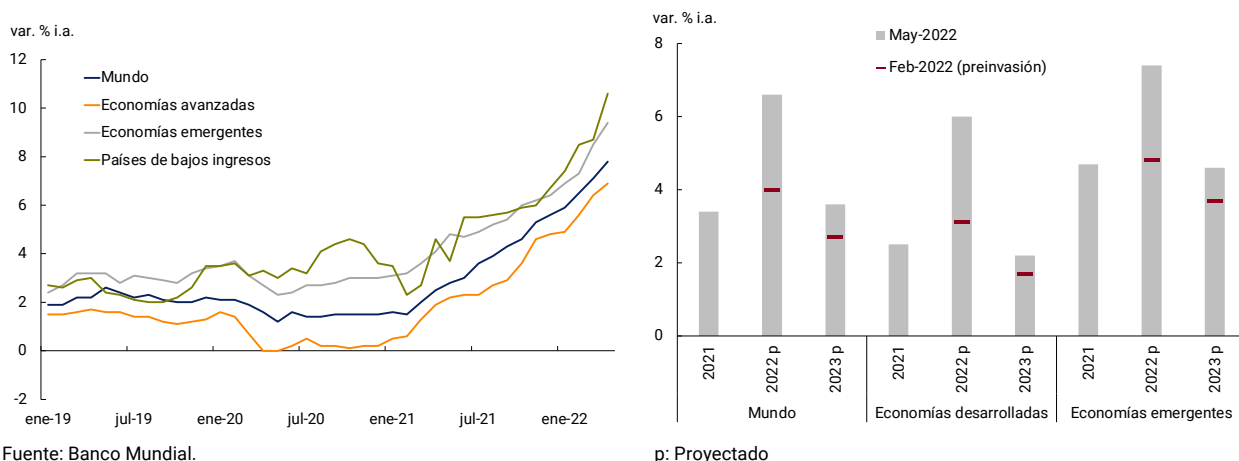
	2021 (FMI)	FMI				Banco Mundial				Consenso de mercado				Otras fuentes (OCDE, BCE, Fed, BCB)			
		Proyecciones abril 2022		Dif. con proy. enero 2022		Proyecciones junio 2022		Dif. con proy. enero 2022		Proyecciones junio 2022		Dif. con proy. enero 2022		Proyecciones junio 2022		Dif. con proy. dic. 2021	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
PIB Mundial	6,1	3,6	3,6	-0,8	-0,2	2,9	3,0	-1,2	-0,2	3,5	3,4 ⁽¹⁾	-0,8	-0,2	3,0	2,8	-1,5	-0,4
Economías avanzadas	5,2	3,3	2,4	-0,6	-0,2	2,6	2,2	-1,2	-0,1								
Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	-0,3	-0,3	2,5	2,4	-1,2	-0,2	2,6	2,0	-1,2	-0,5	1,7	1,7	-2,3	-0,5
Zona del euro	5,3	2,8	2,3	-1,1	-0,2	2,5	1,9	-1,7	-0,2	2,6	1,8	-1,4	-0,6	2,8	2,1	-1,4	-0,8
Economías emergentes y en desarrollo	6,8	3,8	4,4	-1,0	-0,3	3,4	4,2	-1,2	-0,2								
China	8,1	4,4	5,1	-0,4	-0,1	4,3	5,2	-0,8	-0,1	5,0	5,2 ⁽¹⁾	-0,2	0,0	4,4	4,9	-0,7	-0,2
América Latina y el Caribe	6,8	2,5	2,5	0,1	-0,1	2,5	1,9	-0,1	-0,8								
Brasil	4,6	0,8	1,4	0,5	-0,2	1,5	0,8	0,1	-1,9	0,5	1,5 ⁽¹⁾	-0,2	-0,5	1,2	0,8	0,9	-0,8
Europa Emergente y en desarrollo	6,7	-2,9	1,3	-6,4	-1,6	-2,9	1,5	-5,9	-1,4								
Rusia	4,7	-8,5	-2,3	-11,3	-4,4	-8,9	-2,0	-11,3	-3,8	-7,6	-0,2 ⁽²⁾	-10,1	-2,3				
Ucrania	3,4	-35,0				-45,1	2,1										

Fuente: FMI (WEO), Banco Mundial, Reuters (consenso de mercado) y otras fuentes: OCDE (mundo y China), BCE (zona del euro), Fed (Estados Unidos), BCB - Encuesta Focus (Brasil). (1) Abril de 2022. (2) Mayo de 2022.

2.3. Los bancos centrales toman medidas contractivas a un ritmo sin precedente en las últimas décadas, frente a la inflación creciente

La guerra acentuó las presiones inflacionarias, que han alcanzado récords de varias décadas y en muchos casos varias veces por encima de las metas de los países. La inflación mundial se estima en 7,8% i.a., en abril; si cerrase 2022 en esa cifra sería el valor más alto desde 1996 (ver Gráfico 2.5). En respuesta, se afianzó la suba de tasas de política monetaria (TPM) más agresiva de las últimas décadas, primero en economías en desarrollo, ahora en economías avanzadas. Ello impacta en todo el mundo, pero más en los países en desarrollo porque: 1) están tardando más en recuperarse; 2) los precios de los alimentos tienen un mayor peso en sus canastas de consumo; 3) la suba de la TPM de los países desarrollados presenta el riesgo de salida de capitales y depreciación de sus monedas.

Gráfico 2.5 | Tasa de inflación por grupo de países y expectativas de inflación

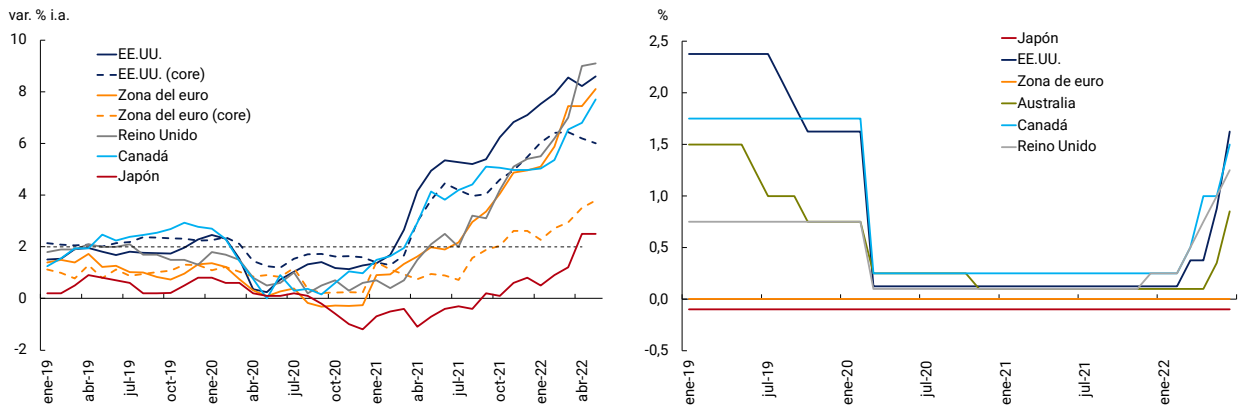


Fuente: Banco Mundial.

p: Proyectado

En los EE.UU., la inflación asciende a 8,6% en mayo (la mayor tasa desde diciembre de 1981); en la zona del euro, a 8,1% (mayor tasa desde el surgimiento de la unión monetaria); en Canadá, a 6,8% (la mayor inflación desde 1990) y 9,1% en Inglaterra (máximo histórico de la actual medición). Incluso Japón —con décadas de baja inflación— pasó de una deflación de 1,1% doce meses atrás a una inflación de 2,5% en mayo (la mayor desde 2015). Esta dinámica se está generalizando más allá de los rubros de alimentos y energía en los EE.UU. y la zona del euro (ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | Tasas de inflación y tasas de interés de política monetaria

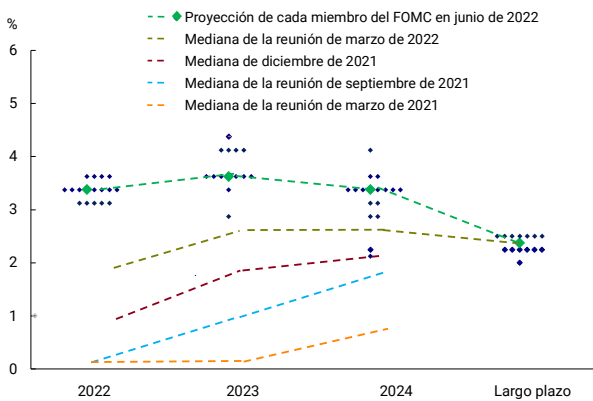


Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos bancos centrales.

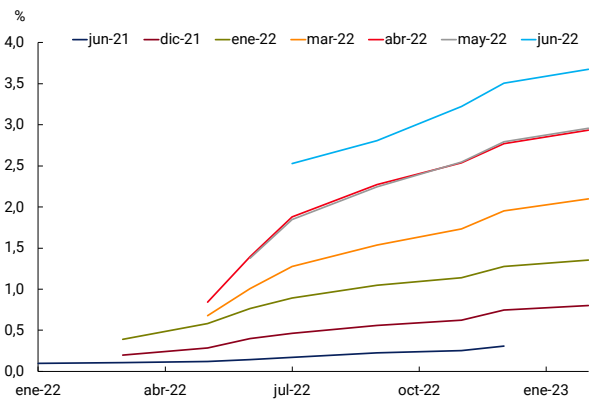
Las autoridades monetarias de los países desarrollados, que hasta hace un año prácticamente no preveían aumentos de sus tasas de interés de política monetaria (TPM), cambiaron en muy poco tiempo sus perspectivas (ver Gráfico 2.7a). La Fed incrementó su TPM en 1,5 p.p. en lo que va de 2022; el último de esos incrementos fue de 0,75 p.p., el primero de tal magnitud desde principios de los 1994. Es más, según las propias proyecciones de la Fed se esperan como mínimo incrementos por 1,75 p.p. adicionales (ver Gráfico 2.7a). Las últimas proyecciones de mercado prevén un aumento de la TPM de hasta 3,2 p.p. en 2022 que, de concretarse, sería la mayor contracción monetaria en diez meses desde 1989 (ver Gráfico 2.7b).

Gráfico 2.7 | Proyección del objetivo de la tasa de interés de fondos federales de la Fed

a. Proyección de la Fed



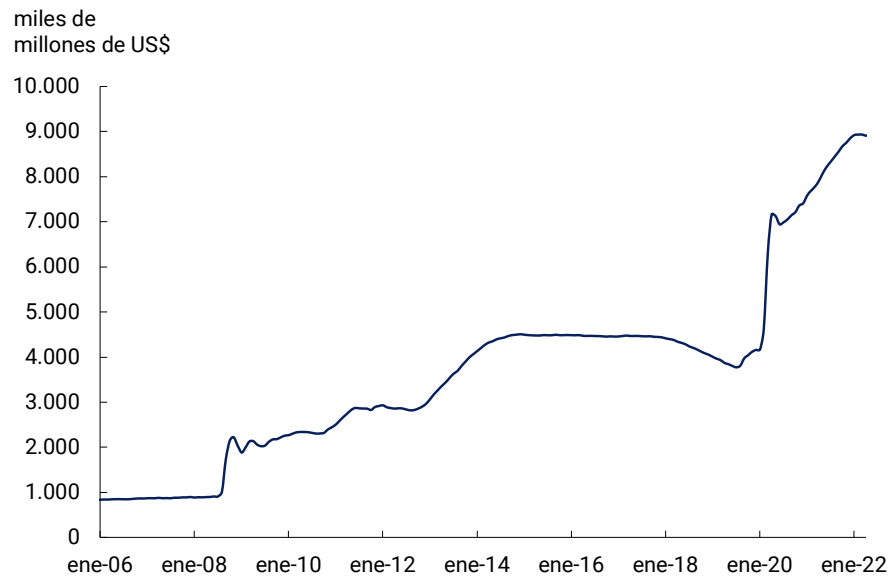
b. Proyección del Mercado



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

Asimismo, desde junio de este año la Fed empezó a reducir el activo de su balance a un ritmo que será al menos tres veces superior al de la reducción previa (desde septiembre cuando se incrementa el ritmo de reducción, ver Gráfico 2.8). Ello tendría repercusiones en la liquidez del mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos (y eventualmente la global). Otros países desarrollados también tomaron (o tomarán) medidas contractivas, en algunos casos bastante antes de lo previsto hasta hace poco. El Banco Central Europeo (BCE) finalizará su programa de expansión cuantitativa en julio y comenzará a subir las tasas en ese mes, según anunció.

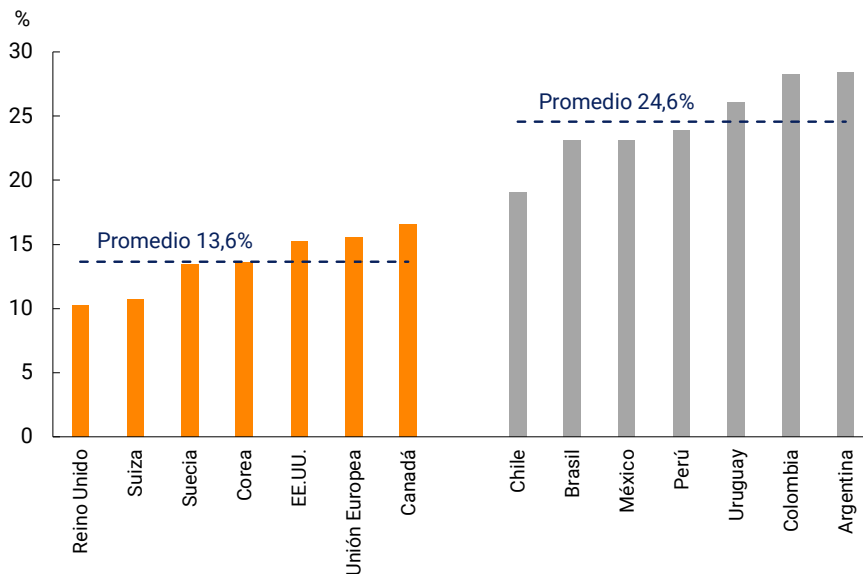
Gráfico 2.8 | Activo de la Reserva Federal de los EE.UU.



Fuente: Reserva Federal de los EE.UU.

Los países en desarrollo también han venido registrando tasas de inflación varias veces por encima de sus metas antes del conflicto bélico. De hecho, en América Latina se ha ubicado en niveles superiores al resto de los países emergentes. Y el mayor peso de los alimentos en la canasta de los IPC en la región le da a esta suba un mayor sesgo regresivo (ver Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9 | Participación de los alimentos en las canastas de los IPC

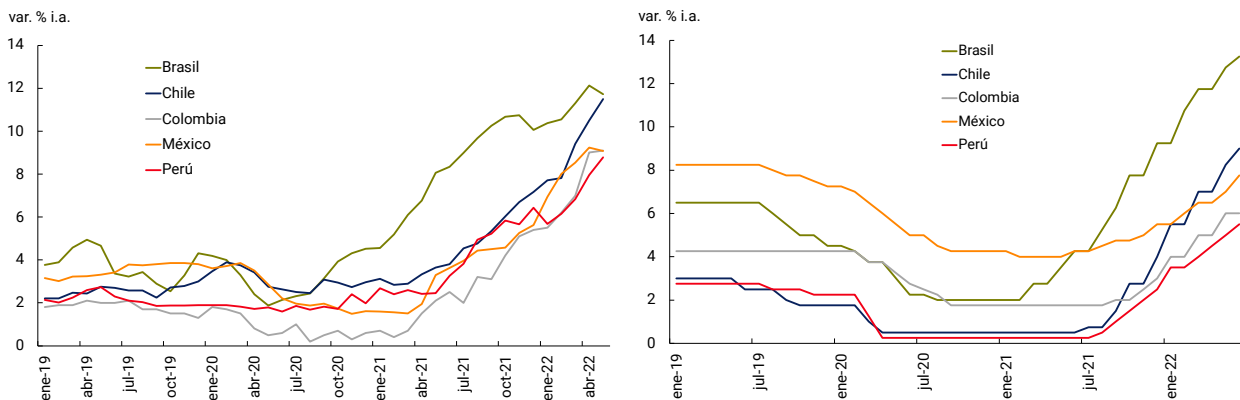


Fuente: institutos oficiales de estadísticas.

En este contexto, los principales bancos centrales de la región y de otros países en desarrollo continuaron subiendo las TPM, con niveles récord de aumentos en Brasil y Chile (ver Gráfico 2.10). También comenzaron a hacerlo los de algunas economías del este asiático que hasta el momento habían mantenido las TPM sin cambios, entre ellas India, Corea del Sur, Singapur, Filipinas y Malasia. Las respuestas han incluido también medidas

fiscales y de política de ingresos (ver Apartado 1 / Medidas fiscales frente al impacto inflacionario de las materias primas).

Gráfico 2.10 | Tasas de inflación y tasa de interés de política monetaria

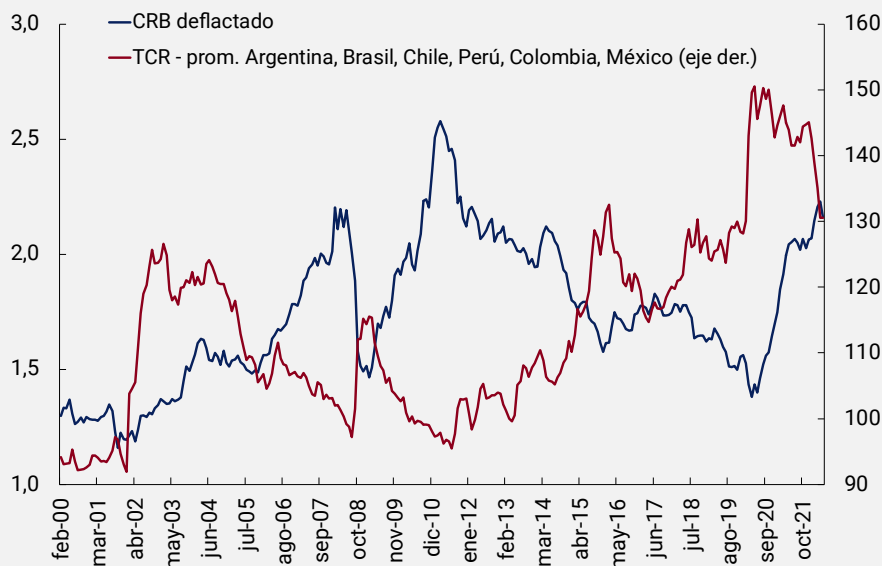


Fuente: BCRA en base a datos de institutos oficiales de estadísticas y Banco Central de Brasil.

Recuadro. Tipo de cambio real y precio de materias primas en Latinoamérica

Un elemento clave para la dinámica inflacionaria y de actividad en Latinoamérica será la relación entre tipo de cambio y precios de las materias primas. Durante el “superciclo de las materias primas” en la década de 2000, los precios más altos de esos productos tendieron a ir acompañados de una apreciación del tipo de cambio real, suavizando el impacto sobre la inflación. Sin embargo, durante la pandemia sucedió lo contrario: mayores precios de materias junto con depreciación cambiaria (ver Gráfico 2.11). Es poco claro cuál de estos efectos prevalecerá en el futuro cercano: si el tipo de cambio compensará o amplificará el impacto; y si seguirán subiendo los precios de las materias primas debido a las interrupciones del suministro o disminuirán ante un dólar estadounidense más apreciado.

Gráfico 2.11 | Precios de las materias primas y tipo de cambio real en países latinoamericanos seleccionados



Fuente: institutos oficiales de estadísticas y Bloomberg

En efecto, la evidencia muestra que el dólar estadounidense está inversamente correlacionado con los precios de las materias primas. De esta manera, los países exportadores de materias primas se ven afectados simultáneamente a través de los canales comercial y financiero, mediante mayores tasas de interés internacionales, menor liquidez global y apreciación del dólar estadounidense, todo lo cual tiende a aumentar los spreads soberanos de las economías emergentes, y debilitar los precios de las materias primas al mismo tiempo (Bastourre, Carrera y otros, 2012). Este último efecto debe sopesarse con el impacto sobre los precios de las materias primas del conflicto bélico.

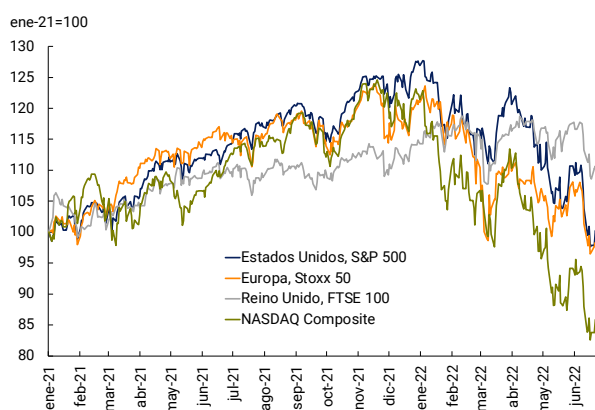
2.4. Se endurecen las condiciones financieras globales

Las agresivas subas de las TPM repercutieron sobre bonos, acciones y divisas. Por un lado, subieron las tasas de los bonos del gobierno de los países avanzados. La tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años aumentó fuertemente hasta más de 3% (ver Gráfico 2.12b), con una suba de 158 puntos básicos en el año. La tasa de bonos alemanes a 10 años también ha aumentado. En tanto, siguieron cayendo las cotizaciones de los activos más riesgosos como las acciones y, particularmente, las de las empresas tecnológicas, que habían tenido subas más importantes en los últimos años. Así, el S&P 500 está un 21% abajo del máximo y el Nasdaq, con mayor componente de empresas de tecnología, un 30% debajo. En Europa, el Stoxx 50 pierde un 20% de su valor en el año (ver Gráfico 2.12a).

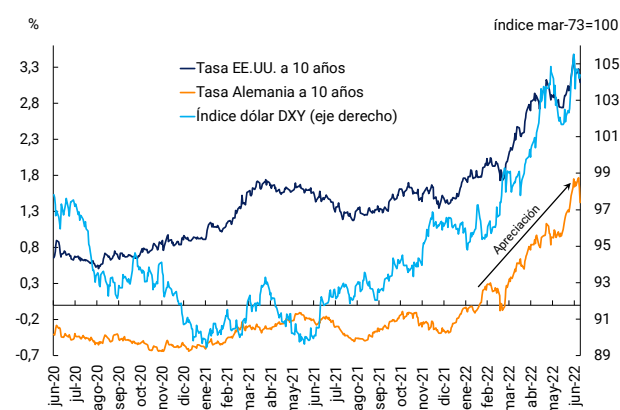
Además, el diferencial positivo de tasas de política entre los Estados Unidos y los demás países avanzados favoreció los movimientos de fondos hacia este país. El dólar multilateral se apreció alrededor de 6% desde el IPOM anterior, (ver Gráfico 2.12b), mientras que el euro y, especialmente, el yen registraron sus mínimos de las últimas décadas.

Gráfico 2.12 | Mercados de activos

a. Índices bursátiles



b. Rendimientos de títulos públicos e índice dólar



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

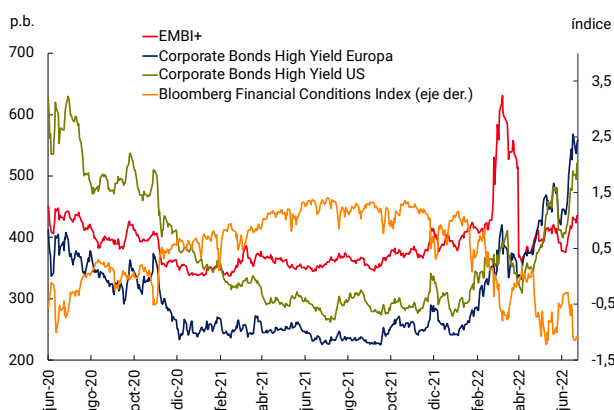
Los efectos de la guerra en Ucrania y las restricciones a la movilidad en China presionaron más a la baja a los activos de riesgo. A la par de una fuerte caída en el índice de condiciones financieras en los Estados Unidos (ver Gráfico 2.13a), subieron tanto las tasas de interés de los bonos corporativos de alto rendimiento en los países avanzados como los *spreads* de los bonos soberanos de países emergentes. Los flujos de

capitales a países emergentes sufrieron salidas desde el inicio de la guerra (aunque con un período de entradas durante mediados de marzo y principios de abril). Todo ello implica condiciones financieras más desfavorables para los países emergentes y en desarrollo.

Con la caída de los activos de riesgo también sufrieron caídas las criptomonedas, mostrando que no son “activos de refugio”. La capitalización de mercado de ocho cripto monedas y cuatro “monedas estables” se redujo en 70% desde mediados de noviembre pasado; mientras que los precios de esos activos son 75% menores (ver Gráfico 2.13b).²

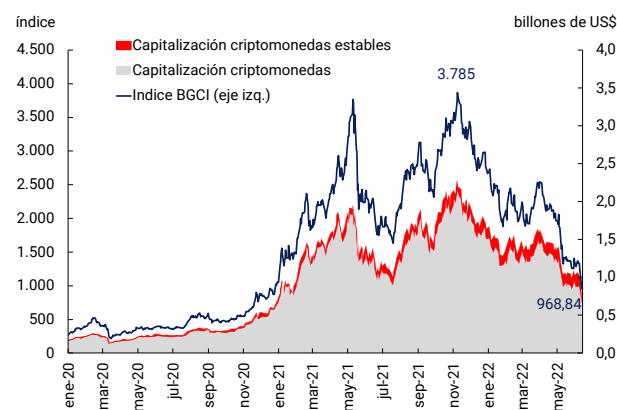
Gráfico 2.13 | Mercados de activos

a. Rendimientos activos de riesgo



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

b. Criptomonedas



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y CoinMetrics.

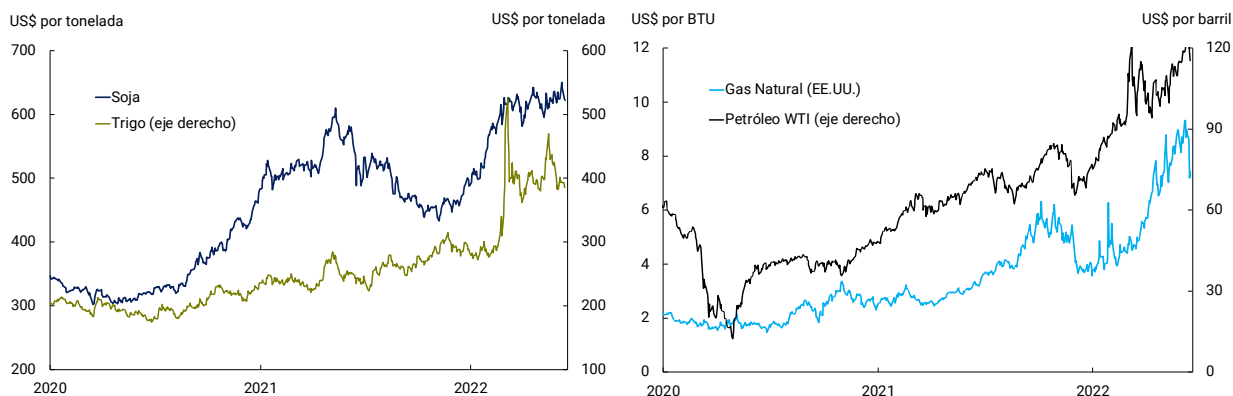
2.5. Siguen subiendo los precios de las materias primas, impactando las monedas de sus exportadores

Las sanciones impuestas a Rusia continuaron impactando fuertemente tanto en el nivel como en la volatilidad del precio del petróleo, que alcanzó US\$119 por barril el 8 de junio (WTI). A fines de mayo, la Unión Europea acordó prohibir la importación de petróleo ruso, comenzando a regir en diciembre sobre el crudo y dos meses más tarde sobre los productos refinados: prohíbe todo el crudo que llega por barco y deja fuera al que lo hace por oleoducto, alcanzando de esta forma casi al 90% del petróleo importado desde Rusia. El precio del gas también se vio afectado luego de que Rusia impusiera el pago del gas en rublos en lugar de euros. Varios países europeos vieron cortado su suministro durante abril y mayo al no cumplir el requisito. Creció así la importación de gas desde EE.UU., alcanzando un precio de US\$9,45 por BTU, el mayor en 14 años (ver Gráfico 2.14).

El trigo continuó sintiendo el impacto del conflicto: aproximadamente 20 millones de toneladas de grano ucraniano se encuentran acumulados en los puertos desde que se detuvo el transporte marítimo. Adicionalmente, India vetó las exportaciones de trigo. Actualmente, cotiza alrededor de los US\$370 por tonelada, casi un 20% por encima de los precios anteriores al conflicto. La soja subió hasta los US\$649 por tonelada el 9 de junio, récord de 14 años. La decisión de Indonesia de prohibir la exportación de aceite de palma también afectó el precio de la soja y actualmente se mantiene alrededor de los US\$600 por tonelada (ver Gráfico 2.14).

² Estas doce monedas representan alrededor del 70% del total de universo de criptomonedas.

Gráfico 2.14 | Materias primas energéticas y alimenticias

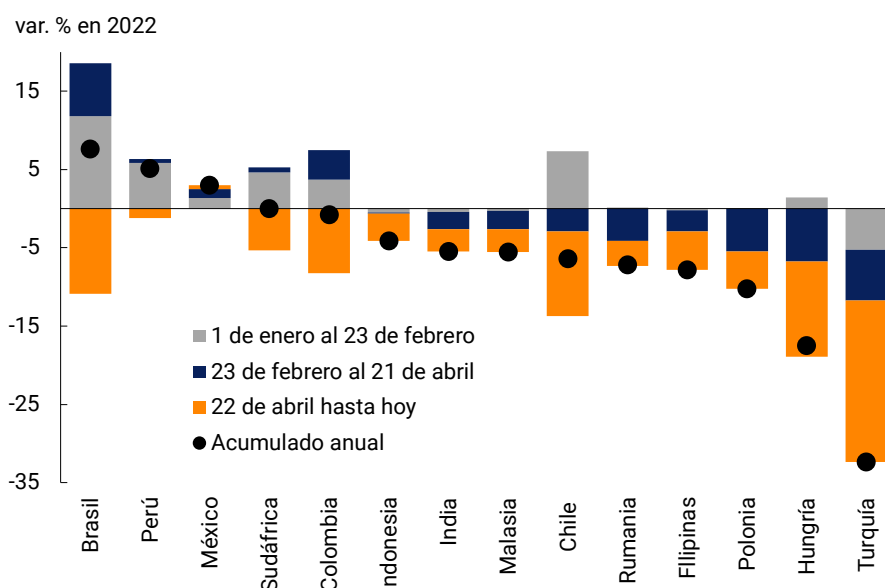


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Las monedas de los países emergentes han enfrentado situaciones diferenciadas de acuerdo con su condición o no de exportadores de materias primas. Las de países tales como Brasil, Perú, México, y Colombia (principalmente exportadores de materias primas), observaron un mejor desempeño que las de las naciones de Europa del Este y las de países importadores de petróleo de Asia.

Las principales monedas latinoamericanas venían apreciándose desde fines del año pasado (barras en verde en el Gráfico 2.15). Luego del inicio del conflicto y dependiendo de si el país era exportador o no de *commodities* relacionados con la energía, se notaron efectos diferenciados respecto de otros países emergentes (barras en color rojo). Posteriormente, cuando se consolidó una visión más agresiva de suba de tasas de la Fed, la mayoría de los países de la muestra enfrentaron presiones depreciatorias.

Gráfico 2.15 | Evolución de las monedas de países emergentes seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

2.6. En resumen

La economía global acusa el impacto simultáneo del conflicto bélico, la evolución de la pandemia y el ciclo de suba de tasas de interés más agresivo. Para las economías emergentes y en desarrollo, esto último implica condiciones financieras globales más adversas y el riesgo de que se acentúen las salidas de capitales. Una disyuntiva clave para Latinoamérica es si prevalecerá una combinación de mayores precios de materias primas junto con presiones a la apreciación de sus monedas; o bien el impacto de la suba de tasas en países centrales, con presión a la baja sobre los precios de materias primas y depreciación de la moneda. El primer caso implicaría una trayectoria de crecimiento e inflación más favorable que el segundo. En cualquier caso, varios de los socios comerciales de la Argentina presentarían este año un menor crecimiento que el previsto unos meses atrás.

Apartado 1 / Medidas fiscales frente al impacto inflacionario de las materias primas

Las medidas en respuesta a la pandemia, junto con el impacto recesivo de aquella, llevaron a fuertes incrementos del déficit fiscal y de la deuda pública en 2020 en la mayoría de los países. Ello fue aún más marcado en las economías avanzadas, con mayor espacio fiscal (ver Gráficos 1 y 2). En 2021, la recuperación de la economía global permitió que muchos países iniciaran procesos de consolidación fiscal, mientras la inflación creciente comenzaba a alejar el escenario de tasas de interés bajas. La reducción de los desequilibrios fiscales es especialmente desafiante para los países en desarrollo, que además deben lidiar con las “cicatrices” de la pandemia en la distribución del ingreso, con el cambio climático y la digitalización, en un contexto en el que las condiciones financieras internacionales están impactando negativamente en el costo y el acceso al financiamiento.

Gráfico 1 | Resultado fiscal

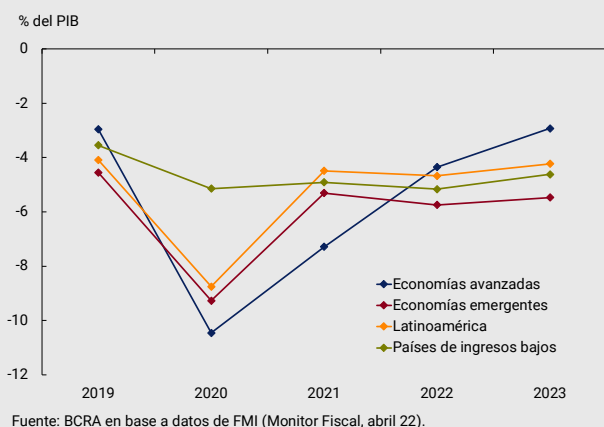
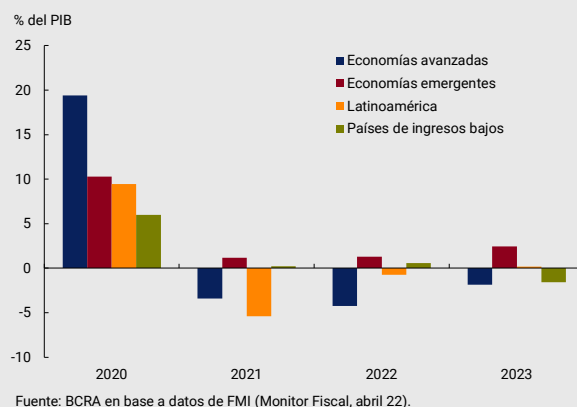
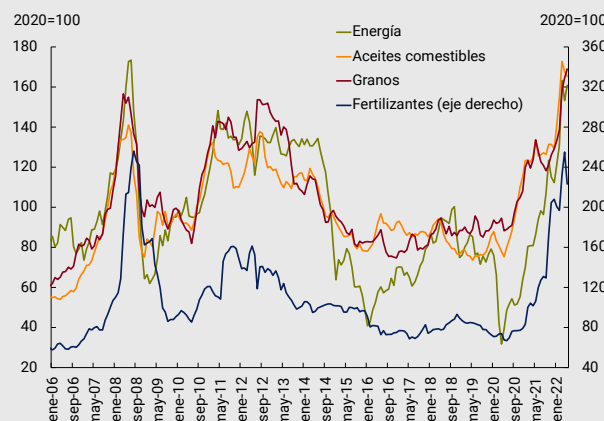


Gráfico 2 | Deuda pública
Cambio respecto al año anterior



En este ambiente de múltiples desafíos para las finanzas públicas irrumpió la invasión rusa a Ucrania, que derivó en una fuerte suba de los precios de la energía y de los alimentos. Los precios de las materias primas venían mostrando una tendencia creciente durante 2021 ante la recuperación de la actividad económica y los problemas en las cadenas de suministro. La guerra exacerbó esta dinámica: tras el inicio del conflicto bélico los precios de la energía, granos, aceites y fertilizantes prácticamente se duplicaron desde los niveles de prepandemia (en el caso de los fertilizantes el incremento fue de 207%; ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Precios internacionales de la energía, alimentos y fertilizantes y variaciones en %

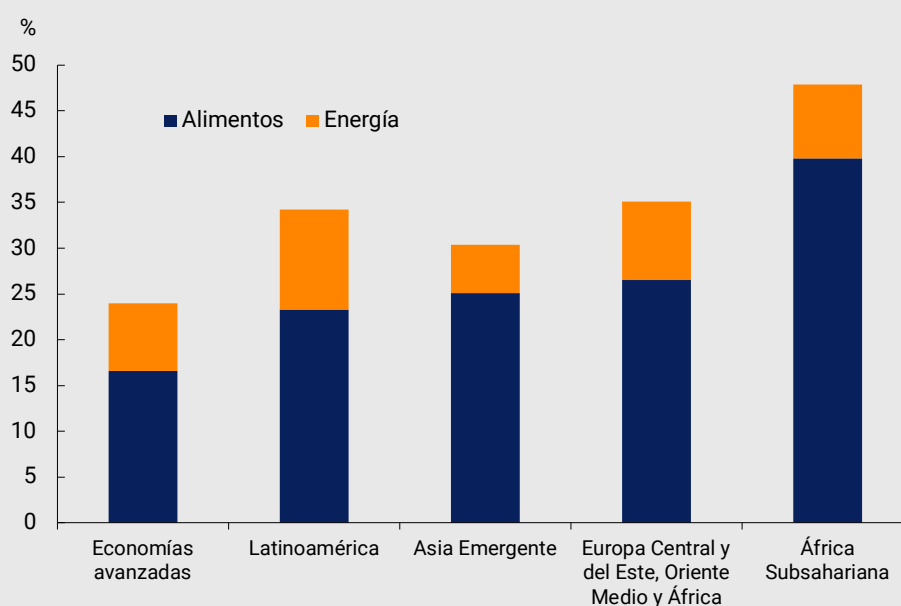


	Energía	Granos	Aceites comestibles	Fertilizantes
dic-19/ene-22	53%	65%	48%	176%
ene-22/abr-22	33%	17%	27%	11%
dic-19/abr-22	103%	93%	88%	207%

Fuente: BCRA en base a datos de Banco Mundial.

El alza de estos precios tiene un impacto directo en los ingresos reales de los hogares, en particular, de los países emergentes y, más aún, en los países en desarrollo de bajos ingresos, donde los alimentos tienen un mayor peso en las canastas de consumo. En los países avanzados, los alimentos representan en promedio 16% del gasto de los hogares, participación que sube a cerca de 25% en Latinoamérica y Asia emergente y a 40% en los países del África Subsahariana (ver Gráfico 3). Asimismo, esta problemática se traslada también al interior de cada país, donde los hogares de menores ingresos suelen tener una mayor participación de los alimentos en sus gastos. Según el Banco Mundial, los niveles de hambre siguen siendo alarmantemente altos. En 2021, superaron todos los récords anteriores, con cerca de 193 millones de personas con inseguridad alimentaria aguda, casi 40 millones más que durante el máximo anterior en 2020³.

Gráfico 4 | Participación de la energía y los alimentos en la canasta de los hogares



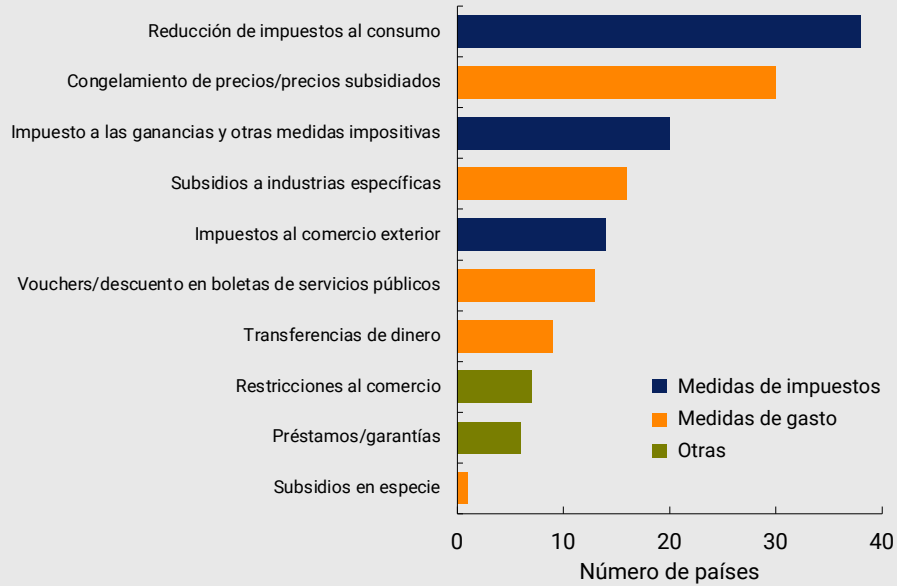
Fuente: BCRA en base a datos de FMI.

Junto con la respuesta de política monetaria detallada en el Capítulo 2. Contexto Internacional, numerosos países tomaron medidas para suavizar el impacto del alza de los precios de la energía y los alimentos en el gasto de los hogares más vulnerables. De acuerdo con un relevamiento realizado por el FMI sobre 134 países (entre enero y marzo de este año), los gobiernos tomaron principalmente medidas por el lado del gasto y la política de ingresos, y por el de los impuestos, mientras que las restricciones a las exportaciones y los préstamos o garantías a los productores de energía y/o alimentos fueron poco utilizados. En el caso de las medidas de gasto y política de ingresos, se destacaron el congelamiento de precios y los precios subsidiados (implementados por un 22% de los países), los subsidios directos a las empresas productoras de alimentos y energía (12%) y las transferencias focalizadas de dinero (7%). En el caso de las medidas impositivas, se destacaron las reducciones de impuestos al consumo, como IVA, internos y a los combustibles (utilizadas por un 28% de los países), del impuesto a las ganancias (15%) y de los aranceles a la importación (10%; ver Gráfico 4). Los países avanzados, con mayor espacio fiscal, tomaron un mayor número de medidas que sus pares emergentes y en desarrollo. En el caso de Latinoamérica y el Caribe, cerca de un 40% de los países aplicaron medidas, predominando las reducciones de impuestos, con un costo fiscal estimado promedio para 2022 de 0,3% del PIB⁴.

³ Ver el [Informe Global sobre Crisis Alimentarias 2022](#) del Banco Mundial.

⁴ Según un relevamiento del FMI sobre 11 países de Latinoamérica y el Caribe de medidas tomadas luego del 24 de febrero y hasta el 23 de marzo. El costo fiscal corresponde al promedio ponderado por el PIB.

Gráfico 5 | Medidas tomadas para morigerar el impacto del alza de precios de alimentos y energía (número de países)



Fuente: FMI.

La posibilidad de sostener estas medidas para morigerar la pérdida de poder adquisitivo de los hogares dependerá de la duración del conflicto bélico y del espacio fiscal de cada país. La focalización de la ayuda hacia los hogares más vulnerables ayudaría a reducir el impacto fiscal y otorgaría mayor margen de maniobra a las cuentas públicas. Por otra parte, los exportadores netos de materias primas estarán en una mejor posición para lidiar con este desafío por la potencial mejora directa o indirecta de los ingresos públicos. La distorsión sobre los incentivos de productores y consumidores que algunas de estas medidas generan, restringiendo la oferta (por ej., restricciones a las exportaciones) e incentivando su demanda (por ej., subsidios generalizados), podría estimular más el alza de los precios de las materias primas, y constituye otro factor que puede pesar en su sostenibilidad. Mientras dure el conflicto bélico sería deseable una coordinación global de las respuestas nacionales, incluyendo un mayor involucramiento de los organismos multilaterales, que permita estimular la oferta mundial de estos productos y una mayor disponibilidad de alimentos en los países más vulnerables.

3. Actividad Económica y Empleo

En el primer trimestre del año 2022 la actividad económica continuó afianzando el proceso de reactivación y crecimiento económico iniciado en 2021, tras la progresiva normalización de la movilidad social, y se mantuvo operando en niveles superiores a los de prepandemia. Este crecimiento tuvo lugar aún en el marco de una tercera ola de COVID-19 en el país, con impactos acotados y transitorios sobre el nivel de actividad dados los avances del proceso de vacunación y en un contexto de aceleración de la inflación afectada por las condiciones climáticas adversas en el país y por fuertes subas de los precios internacionales. Esta mejora de la actividad económica fue acompañada por una recuperación del empleo registrado total que, si bien continuó presentando cierta heterogeneidad sectorial, su nivel se encuentra en un máximo histórico.

En ese contexto, el Gobierno Nacional continuó implementando políticas orientadas al crecimiento económico, fomentando sectores estratégicos para potenciar los encadenamientos productivos, la modernización de la industria y la promoción de economías regionales con el fin de incrementar las exportaciones. Asimismo, ante la mayor inflación —en particular en alimentos— el Gobierno Nacional implementó temporalmente medidas de refuerzo de ingresos, principalmente orientada a los sectores más vulnerables. Por su parte, el BCRA continuó contribuyendo al proceso de crecimiento a través de la prórroga de líneas de crédito vinculadas al desarrollo productivo (LFIP), mediante las cuales se busca estimular la producción.

Con datos al primer trimestre, la actividad económica cuenta con un arrastre estadístico de 4,1 puntos porcentuales de crecimiento para este año. El BCRA espera que los servicios que se vieron más afectados por la pandemia continúen recomponiendo sus niveles de actividad. No obstante, en el segundo trimestre el Producto mostrará una caída respecto del primero debido al impacto de las condiciones de sequía que afectaron a las principales zonas productoras de soja y maíz durante el verano, con efectos indirectos sobre otros sectores asociados a esta actividad. La evolución del PIB durante el resto del año continuará condicionada por los riesgos asociados a un escenario internacional menos favorable y las tensiones en el mercado energético, al tiempo que aún no pueden descartarse nuevas amenazas epidemiológicas a nivel global.

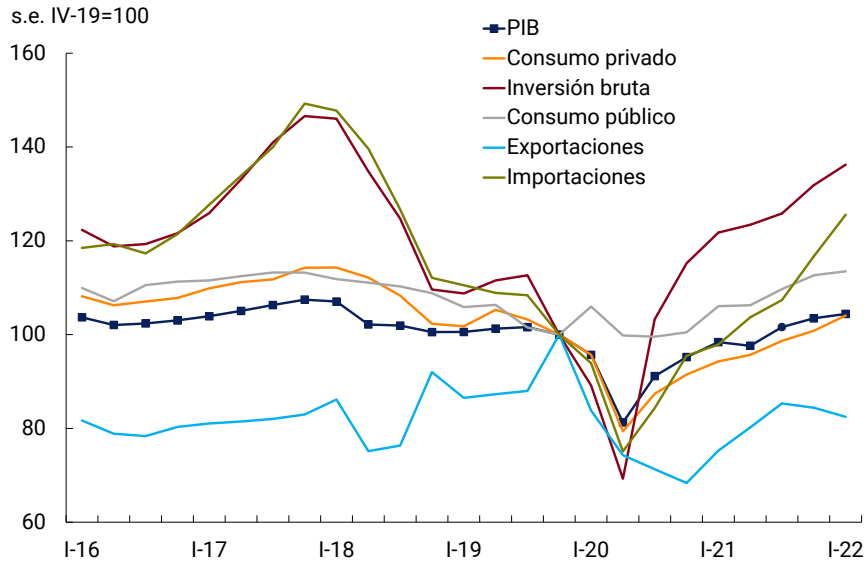
3.1. En el primer trimestre del año 2022 la demanda interna continuó en aumento, explicada principalmente por un mayor dinamismo del consumo privado

En el primer trimestre de 2022, el PIB se incrementó 0,9% trimestral s.e. (6% i.a.) y se ubicó 4,4% s.e. por encima de su nivel del último trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.1). La demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión, medidos a precios constantes de 2004— superó en 10,5% s.e. su nivel prepandemia y aumentó 2,9% trimestral s.e. principalmente por el desempeño del consumo privado que se recuperó 3,2% trimestral s.e. (9,3% i.a.) y aportó 2,2 p.p. a la variación del producto, mientras que el consumo público aumentó 0,7% s.e. (6,5% i.a.). La inversión⁵ continuó mostrando un gran dinamismo y registró una suba de 3,3% trimestral s.e. (12,7% i.a.). Por su parte, la demanda externa de bienes y servicios, a precios

⁵ La Formación Bruta de Capital Fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, nacional e importado).

constantes, disminuyó 2,3% trimestral s.e., ubicándose un 9,3% i.a. mientras que las importaciones se incrementaron 7,6% trimestral s.e. (28,1% i.a; ver Gráfico 3.2). De esta manera, el sector externo tuvo una contribución negativa a la variación trimestral desestacionalizada del PIB de 2,4 p.p. durante el primer trimestre.

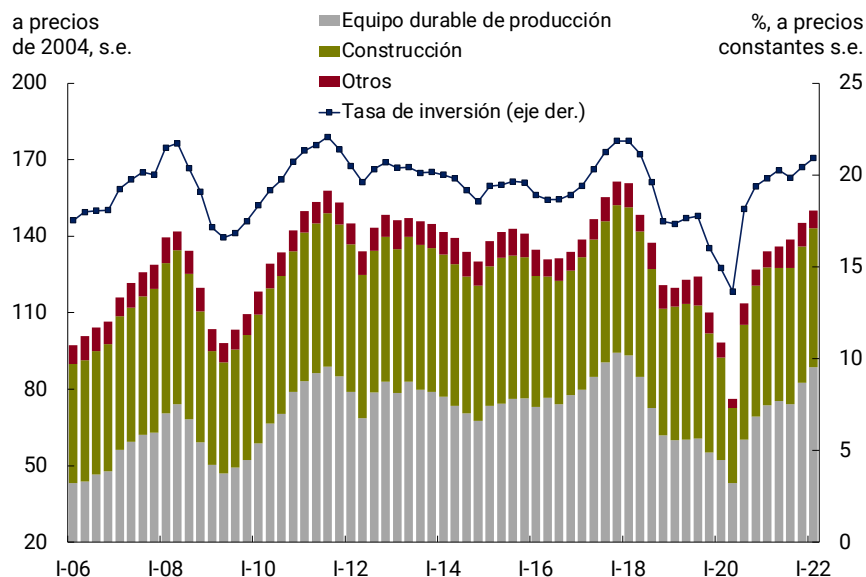
Gráfico 3.1 | PIB y componentes de la demanda



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La Tasa de inversión (medida a precios constantes y desestacionalizada) se ubicó en 20,9%, el nivel más alto desde el II-18 y por encima del 17,2% promedio de 2019. La recuperación de la inversión tras el *shock* provocado por el Covid-19 se explicó fundamentalmente por el aumento del gasto real en Equipamiento durable de producción, que acumuló una suba de 60,5% desde el IV-19 en términos desestacionalizados, representando el 59% de la inversión total en el I-22. La inversión en construcción, por su parte, acumuló un incremento de 16,8% s.e. en el mismo período (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2 | Niveles y tasa de inversión



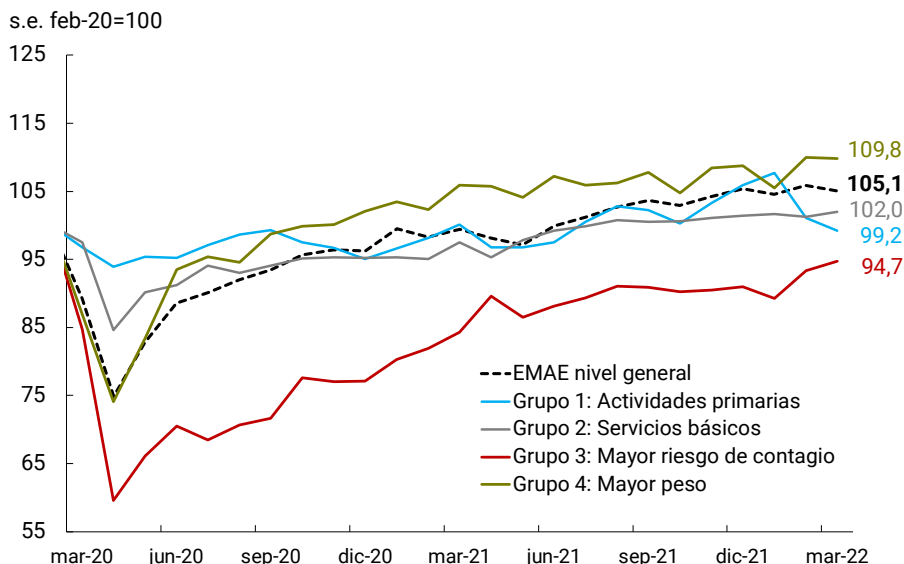
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Se espera que, en línea con la información referida al intercambio comercial de bienes del INDEC disponible al mes de mayo, para el segundo trimestre se recorte la incidencia negativa de las Exportaciones netas de bienes y servicios sobre la variación trimestral del Producto. Cabe destacar que, con datos a mayo, las cantidades exportadas de bienes registraron una caída mensual (-3,3% s.e.) mientras que los volúmenes importados de bienes se incrementaron 0,3% en términos desestacionalizados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.2. Entre los sectores productivos, los servicios fueron los de mayor aporte al crecimiento en lo que va de 2022

En línea con lo anticipado en el IPOM anterior, durante el primer trimestre de este año los servicios fueron los de mayor contribución a la variación trimestral del Producto (1,3 p.p. sobre la var. % s.e. del PIB). Entre ellos se destacan aquellos del grupo de servicios con “Mas riesgo de contagio” —compuesto por Hoteles y restaurantes, Transporte y comunicaciones y Otros servicios comunitarios— que todavía continúan rezagados en relación con el resto de los sectores que componen el EMAE. En marzo, el valor agregado por este conjunto de servicios —que concentra el 13% del Producto— se ubicó aún un 5,3% s.e. por debajo de su nivel pre-pandemia (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Actividad económica por grupos de sectores productivos

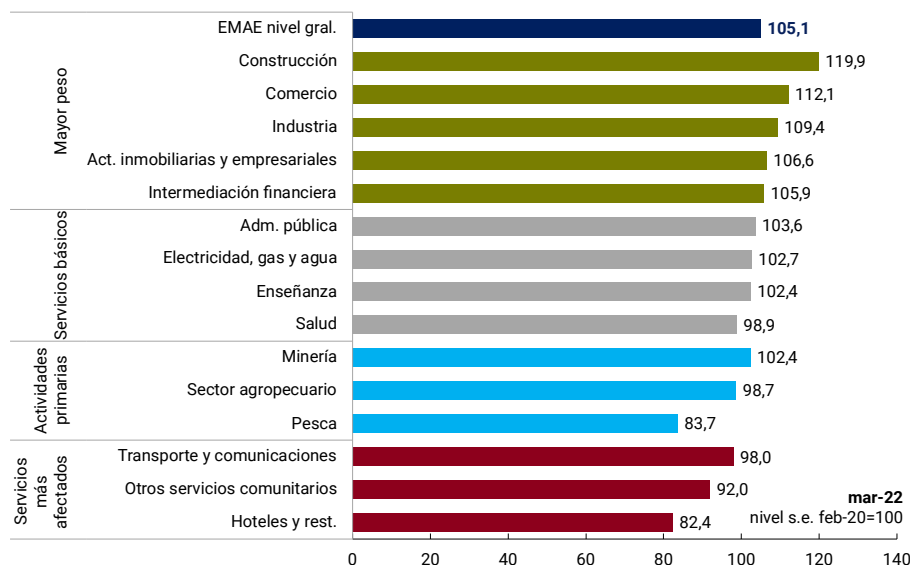


Grupo 1: Agro, Pesca y Minería. Grupo 2: Administración pública, Salud, Enseñanza y Electricidad, Gas y Agua. Grupo 3: Transporte y comunicaciones, Hoteles y restaurantes y Otros servicios sociales y comunitarios. Grupo 4: Industria, Comercio, Construcción, Intermediación financiera y Actividades inmobiliarias y empresariales.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Si bien la recuperación post pandemia de los sectores productivos ha sido generalizada, persiste una gran heterogeneidad respecto al nivel de actividad al que opera cada uno de ellos. Entre los sectores productores de bienes, la Construcción y la Industria fueron los más dinámicos, al registrar un aumento acumulado de 19,9% y 9,4% s.e., respectivamente, entre marzo de 2020 y marzo de 2022. En esos dos años, la contribución conjunta de esos dos sectores a la recuperación de la actividad fue de 2 p.p. Entre los servicios se destaca el Comercio que subió 12,1% s.e. en el mismo período y contribuyó con otros 1,5 p.p. Los Hoteles y restaurantes son los servicios más rezagados: tendrían que crecer un 17,6% s.e. para recuperar el nivel de actividad que registraban en febrero de 2020 (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Recuperación postpandemia de la actividad económica sectorial



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

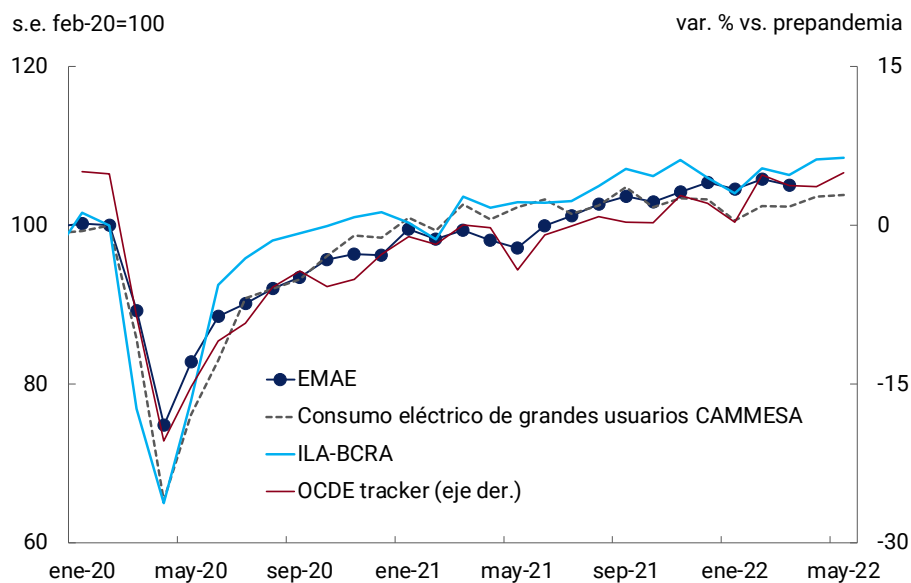
3.3. Durante el segundo trimestre, la actividad económica se contraería transitoriamente debido principalmente al impacto de la sequía en la cosecha gruesa

Se espera que en abril y fundamentalmente en mayo, el Estimador Mensual de Actividad (EMAЕ) contabilice el impacto negativo de la sequía, cuando se imputan los resultados negativos de las cosechas de soja y maíz en el Valor Agregado por el Sector Agropecuario (ver Recuadro siguiente).

El conjunto de indicadores adelantados disponibles tanto para abril como para mayo dan cuenta de que la actividad del resto de los sectores productivos (excluyendo al Sector agropecuario) habría crecido: la demanda eléctrica normalizada y desestacionalizada de los grandes usuarios de CAMMESA aumentó 1,2% mensual s.e. en abril y 0,2% mensual s.e. en mayo, en tanto que el indicador de la OCDE -basado en las búsquedas a través de Internet- amplió su diferencia respecto de la trayectoria prepandemia a 3,8% en abril y a 5,3% en mayo, luego de ubicarse un 3,1% por encima de la misma tendencia en el mes de marzo. Por su parte, el ILA-BCRA⁶ mostró una fuerte suba en abril (1,9% mensual) y volvió a aumentar en mayo (ver Gráfico 3.5).

⁶ La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAЕ, se puede alertar sobre un punto de giro una vez que el ILA reúne ciertos criterios necesarios. Para dar una alerta acerca del inicio de un período recesivo se requiere, además de las condiciones de difusión y profundidad, que el ILA presente tres caídas mensuales consecutivas. Para más detalles metodológicos del ILA ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM de enero de 2017.

Gráfico 3.5 | Indicadores mensuales de actividad económica



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

Recuadro. El Valor Agregado por el sector agropecuario en 2022

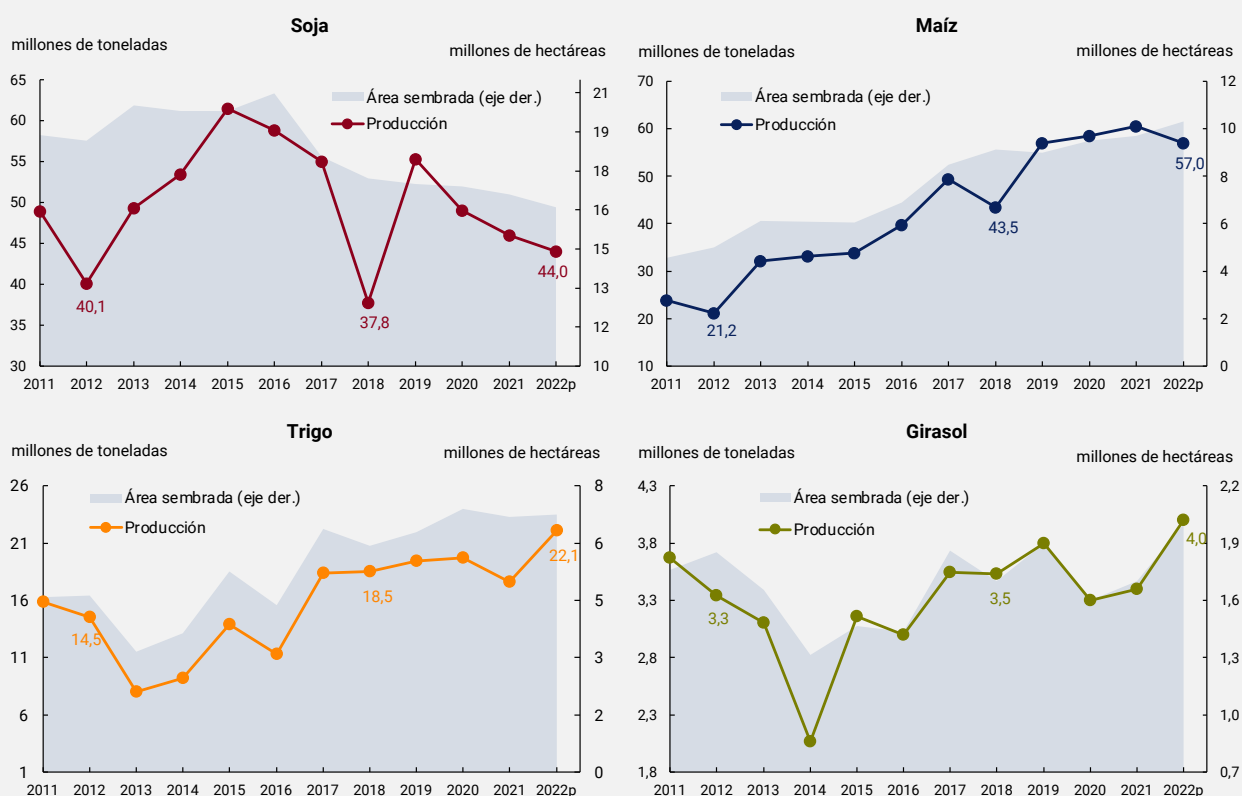
La producción agrícola totalizaría 139,6 millones de toneladas en la presente campaña, muy similar a la registrada en la anterior (0,1%) pero con caídas en maíz (-5,8% i.a.) y en soja (-4,3% i.a.) compensadas por una suba en la producción de trigo (25,6% i.a.) y del resto de los cultivos (7,3% i.a.). Cabe señalar que la producción conjunta de soja, maíz, trigo y girasol representó el 91,4% de la producción agrícola total en la campaña 2020-2021.

Estos resultados responden a las condiciones de sequía observadas en las principales zonas productivas durante el verano, en particular en enero —mes significativo para la determinación de los rendimientos de la soja de primera, porque es la etapa donde se da la mayor parte del llenado de los granos y es cuando el cultivo necesita críticamente de agua—. El mapa de Agua Útil en los perfiles de todo el país presentaba al 31 de enero de 2022 un panorama relativamente más deteriorado que el año anterior en algunas zonas del sur de Santa Fe y Córdoba y en gran parte de Corrientes, Formosa y Chaco; aunque mejores condiciones en el norte y centro de la provincia de Buenos Aires. Las condiciones fueron mucho más favorables en la zona núcleo comparadas con enero 2018, cuando se registró una sequía severa con fuerte impacto en la cosecha gruesa⁷.

Este año, la superficie sembrada total se mantuvo prácticamente estable respecto de las dos campañas previas, con sustituciones entre los tipos de cultivos: menor superficie implantada con soja (-3% i.a.) y mayor superficie destinada al resto de los cultivos, especialmente al maíz (6,2% i.a.). La producción de soja viene mostrando una tendencia estructural decreciente, con una reducción ininterrumpida del área sembrada a partir de 2016. Desde 2015, el único año en el que la producción de soja registró aumento fue en 2019, cuando se recuperó de la sequía extrema de 2018. De esta manera, comparado con 2016 el área sembrada con soja perdió 4,4 millones de hectáreas, de las cuales el 78% se destinó al maíz (ver Gráfico 3.6).

⁷ En 2018 la producción de soja había caído 31,3% y la de maíz, 12,2%.

Gráfico 3.6 | Indicadores mensuales de actividad económica



Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca.

En cuanto a la evolución de la ganadería, los indicadores indirectos correspondientes al primer trimestre muestran deterioros en la producción de carne aviar y porcina junto con mejoras tanto en la producción de carne como de leche vacuna.

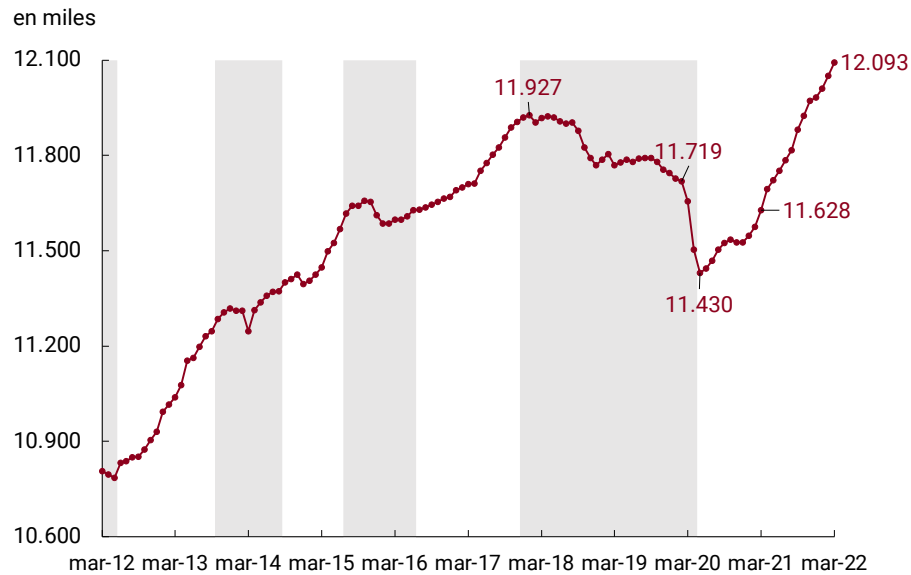
Con los datos disponibles al día de la fecha y considerando los supuestos de producción agrícola previamente mencionados, una evolución determinada para la cría de animales (cuyo principal proxy es la producción de carne vacuna) y para el resto de la producción agropecuaria, se estima que el PIB del sector agropecuario presentaría una caída de 2,7% durante 2022. Dicha caída estará concentrada en el segundo trimestre, cuando se imputa el resultado de la cosecha gruesa por lo que se espera una retracción del PIB agropecuario en torno a 5,1% i.a. con una incidencia directa de -0,8 p.p. sobre la variación interanual del PIB en el segundo trimestre de 2022. En términos desestacionalizados, el PIB de este sector registrará una retracción inferior a la observada en los episodios anteriores de sequía, aunque de todos modos tendrá una elevada incidencia negativa (cercano a -1,5 p.p.) sobre la variación del PIB durante el II-22 que redundaría en una caída de la actividad de entre 0,3 y 0,9% s.e. respecto al primer trimestre. A ello se sumarían los efectos indirectos sobre la industria, el transporte, el comercio y los otros servicios asociados a la actividad agrícola.

3.3.1. El mercado de trabajo continuó en la senda de crecimiento durante el inicio de 2022

De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) el empleo registrado continuó, durante el inicio de 2022, la senda de crecimiento iniciada en junio de 2020. De esta manera, con datos a marzo de 2022, el empleo registrado total (sin monotributo social) continúa en máximos históricos y encadenó 15

meses consecutivos de crecimiento. El ritmo de expansión durante el primer trimestre de 2022 mantuvo la dinámica evidenciada desde principios de 2021, creciendo al 0,3% mensual en promedio (ver Gráfico 3.7).

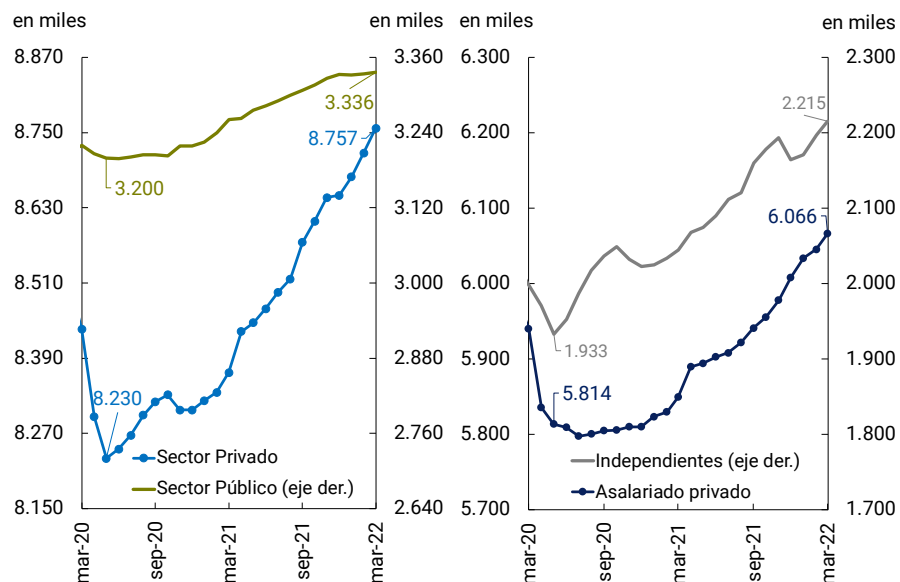
Gráfico 3.7 | Empleo registrado total



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Durante el primer trimestre de 2022 la suba del empleo total registrado estuvo traccionada principalmente por el empleo independiente (2,3% acumulado) y el empleo asalariado registrado privado (1,0% acumulado). El empleo público por su parte moderó su ritmo de crecimiento acumulando un 0,1% en los tres primeros meses de 2022 (ver Gráfico 3.8).

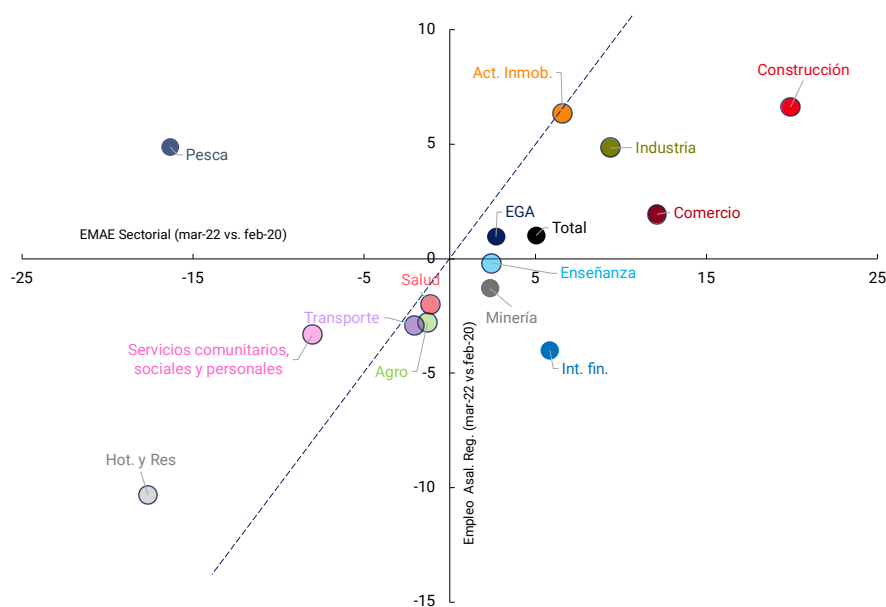
Gráfico 3.8 | Empleo público, privado, asalariado privado e independiente



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

El comportamiento del empleo asalariado privado entre diciembre de 2021 y marzo de 2022 permite distinguir a nivel sectorial, al igual que el trimestre anterior, un fuerte dinamismo en ramas tales como Hoteles y restaurantes (3,8% s.e. acum.) y Construcción (3,0% s.e. acum.). No obstante, teniendo en cuenta los niveles prepandemia se observa que al sector Hoteles y restaurantes, así como también a Servicios comunitarios, sociales y personales, le queda potencial de recuperación tanto en términos de actividad como de contratación de personal. Por otro lado, en los sectores que experimentaron la mayor recuperación en términos de actividad (Comercio y Construcción e Industria) el crecimiento del empleo asalariado registrado se ha dado en menor proporción (ver Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9 | Actividad y Empleo registrado. Variaciones porcentuales

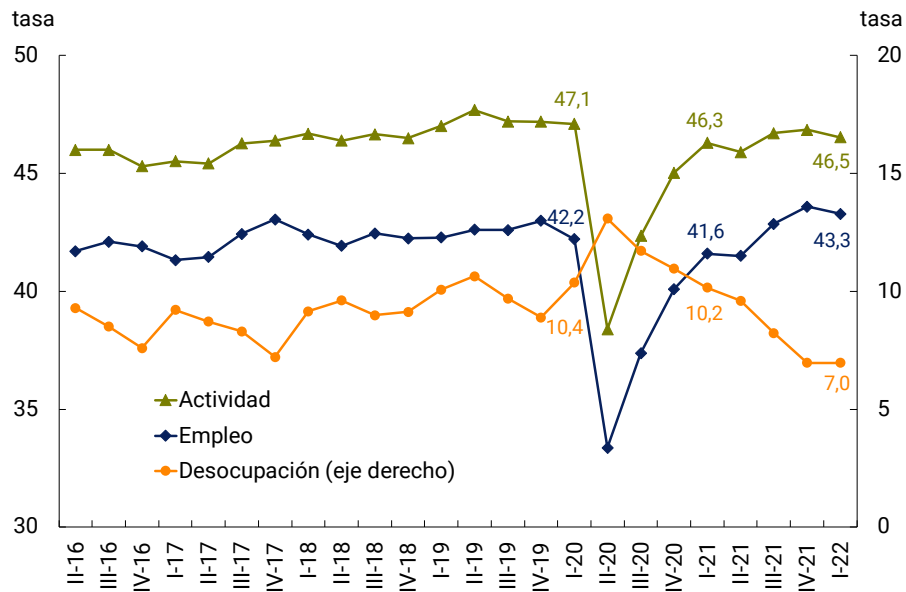


Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS e INDEC.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a abril de 2022 ratificó la tendencia positiva en las expectativas netas de contratación iniciada en febrero de 2021 encadenando 15 meses consecutivos de valores positivos. Por otro lado, las suspensiones luego de una fuerte reducción durante 2021 se mantuvieron en niveles dentro del promedio histórico y la tasa de despidos se mantiene en un rango acotado.

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el primer trimestre de 2022 la tasa de empleo se ubicó en 43,3% (+1,7 p.p i.a.), luego de que en el cuarto trimestre de 2021 alcanzara un máximo en la serie nueva del INDEC (II-2016 / I-2022) situándose en 43,6% (Ver Apartado 2 / Empleo e Ingresos: a dos años del inicio de la pandemia). Por su parte, la PEA se ubicó en 46,5% (+0,2 p.p. i.a.) levemente por debajo de los niveles de actividad de la prepandemia. De esta manera, la tasa de desocupación abierta se ubicó, al igual que el trimestre anterior en 7,0% (ver Gráfico 3.10) sosteniéndose en el registro más bajo desde el inicio de la nueva serie del INDEC.

Gráfico 3.10 | Principales tasas del mercado de trabajo



Fuente: BCRA en base a datos de EPH (INDEC).

En cuanto la evolución de las distintas categorías ocupacionales, el cuentapropismo se mantuvo relativamente estable respecto a los dos trimestres anteriores. La categoría “patrones” mostró, al igual que en el cuarto trimestre de 2021, una importante caída que los deja muy lejos de los niveles previos a la pandemia. Las y los asalariados formales cayeron respecto al trimestre anterior, pero se encuentra aún cercanos al crecimiento promedio del empleo. Por último, la cantidad de personas asalariadas informales volvió a aumentar superando de esta manera el nivel del primer trimestre de 2020.

En lo que respecta al rango etario y al género, se observó que, tanto en mujeres como en hombres, sigue siendo la categoría de mayores de 65 años la que aún no ha logrado recuperarse luego del impacto de la pandemia. En el caso de los jóvenes (menores de 30 años), las mujeres ya superaron los niveles del primer trimestre de 2020 mientras que los hombres se encuentran muy cerca de lograrlo. Tanto las mujeres como los adultos (entre 30 y 64 años) ya lo habían superado con anterioridad.

3.4. Perspectivas

En lo que va del año la actividad económica continuó afianzando el proceso de recuperación y crecimiento iniciado el año 2021. La amplia cobertura de la población contra el COVID-19⁸ permitió a los distintos sectores operar en un entorno de “normalidad”. En ese contexto, se espera que los servicios aún rezagados recompongan sus niveles prepandemia, al mismo tiempo que el resto de los sectores -que en su mayoría operan en niveles muy superiores a los de comienzos de 2020- continúen el proceso de crecimiento impulsados por las políticas del Gobierno Nacional y del BCRA⁹. Respecto del sector agropecuario, la contracción esperada

8 A la fecha de publicación de este informe el 90% de la población total cuenta con al menos una dosis, mientras que el 82% cuenta con el esquema de vacunación completo. Asimismo, el 59,4% de la población recibió una dosis de refuerzo/adicional.

9 El Ministerio de Turismo anunció una nueva edición del Programa “Previjaje” que tiene como finalidad apuntalar la temporada baja, en conjunto con el desarrollo de infraestructura turística.

en su nivel de actividad en el segundo trimestre como consecuencia de la sequía será de magnitud muy inferior a la observada en los episodios anteriores.

Este escenario base continúa presentado diversos riesgos. Entre los principales se destacan la continuidad de un contexto financiero internacional más deteriorado ante la persistencia de la inflación internacional, una mayor presión sobre los precios internacionales de la energía como resultado de la prolongación del conflicto armado entre Rusia y Ucrania y, con baja probabilidad de ocurrencia, la circulación de nuevas variantes del Coronavirus que pudieran surgir y truncar los avances sanitarios logrados hasta el momento (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

Las perspectivas de crecimiento mundial contemplan una ralentización en los próximos meses, asociadas a la sistemática reducción de estímulos monetarios por parte de las economías avanzadas y la continuidad de los cuellos de botella en ciertas cadenas de suministro, producto de los conflictos geopolíticos y de las políticas sanitarias implementadas en China como respuesta al incremento de casos positivos COVID-19 a inicios de año. Este escenario continúa presionando sobre los costos de financiamiento externo para los países emergentes y sobre los precios internacionales de las materias primas como de la energía, que continúan en niveles históricamente elevados.

Luego de recuperarse 10,3% anual en 2021, la economía argentina creció 6% i.a. el primer trimestre del año. Para el promedio de 2022 el arrastre estadístico es de 4,1 p.p., punto medio del rango de previsión de crecimiento económico contemplada en el PFE del FMI para el año (3,5% - 4,5%). Las perspectivas del mercado se encuentran por debajo de este nivel: según las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de fines del mes de mayo de 2022 los analistas especializados esperan un crecimiento de 3,3% para la actividad económica durante el presente año.

El Gobierno Nacional continuó implementando políticas orientadas a un crecimiento económico sostenible e inclusivo en el marco del Plan de desarrollo "Argentina 2030"¹⁰. Entre ellas, el fomento a sectores estratégicos para potenciar los encadenamientos productivos, la modernización de la industria y la promoción de economías regionales con el fin de incrementar las exportaciones¹¹. Asimismo, en un marco de reciente aceleración de la inflación, el Gobierno Nacional implementó temporalmente medidas de refuerzo de ingresos, principalmente orientada a los sectores más vulnerables¹². La calibración de las políticas públicas en un contexto dinámico e incierto contribuirá a afianzar una mayor estabilidad macroeconómica.

10 Para más información sobre el Plan Argentina Productiva 2030 consultar: <https://www.argentina.gob.ar/produccion/argentina-productiva-2030>.

11 El Gobierno Nacional anunció la eliminación de los derechos de exportación a los sectores de la economía del conocimiento.

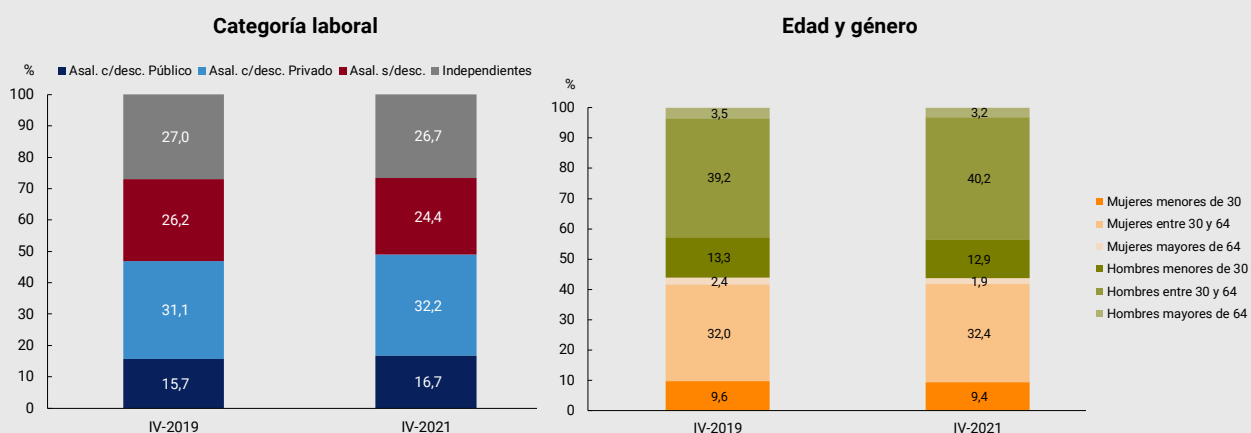
12 Mediante el Decreto 216/2022 el Gobierno Nacional estableció un refuerzo de ingresos de \$18.000 en dos pagos para las categorías A y B del monotributo, personas desempleadas, trabajadores/as informales y personal de casas particulares.

Apartado 2 / Empleo e ingresos: a dos años del inicio de la pandemia

Durante el cuarto trimestre de 2021¹³ la tasa de empleo no sólo superó el nivel previo a la pandemia de COVID-19, sino que se situó en el valor más alto (43,6%) de la nueva serie¹⁴ de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC). Distintas dinámicas, a nivel de categorías laborales, grupos etarios y género, entre otras, han llevado a cambios de composición dentro del empleo en Argentina.

A modo de ejemplo, el empleo asalariado formal (con descuento jubilatorio) ha ganado peso (2,1 p.p.) dentro del empleo total, si comparamos el cuarto trimestre de 2021 con el mismo trimestre de 2019. Tanto el empleo formal privado (1,1 p.p.) como el empleo público (1,0 p.p.) han contribuido en este sentido. Como contraparte se observa una caída dentro del empleo asalariado informal (-1,8 p.p.) y en menor medida (-0,3 p.p.) dentro del trabajo independiente (patrón y cuentapropia; ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Composición del empleo



Fuente: BCRA en base a EPH de INDEC.

En lo que respecta al rango etario y al género se observa una mayor concentración del empleo dentro de la franja entre 30 y 64 años tanto en hombres (+1 p.p.) como mujeres (+0,4 p.p.) reduciéndose de esta manera la participación de las y los adultos mayores (-0,8 p.p.) y las y los jóvenes (-0,6 p.p.; ver Gráfico 1).

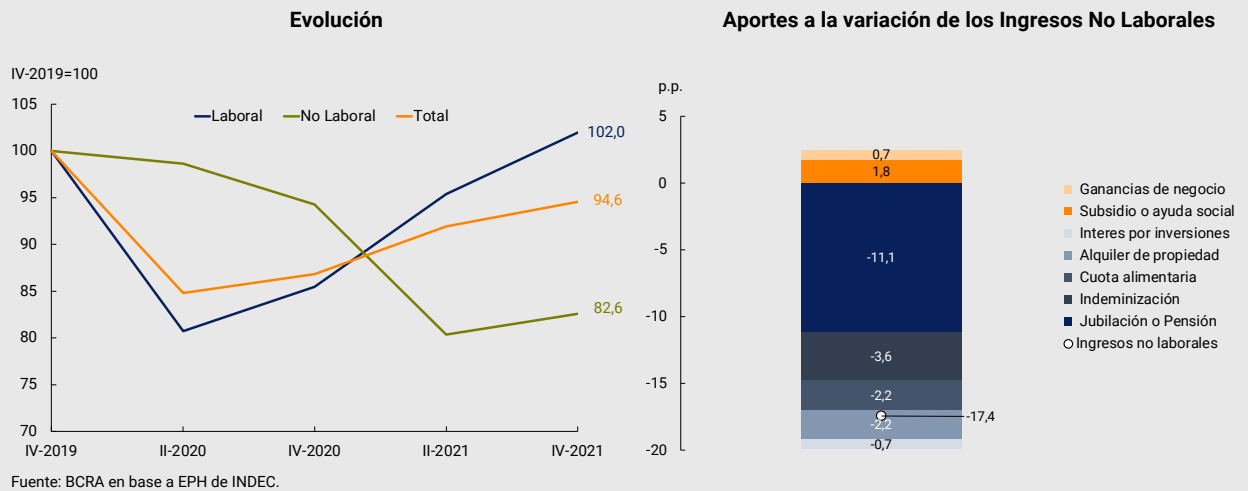
Para el mismo período, se observa una caída de los ingresos reales totales per cápita (IRTPC). Esta merma se explica en su totalidad por la baja de los ingresos reales no laborales per cápita (IRNLPC), ya que los ingresos laborales reales per cápita (IRLPC) crecieron. Analizando la evolución de los IRLPC y IRNLPC desde el cuarto trimestre de 2019 hasta el de cuarto de 2021¹⁵, se puede identificar que luego del impacto de la pandemia los IRLPC se han recuperado superando en un 2% el nivel del cuarto trimestre de 2019 (ver Gráfico 2). Por el contrario, los IRNLPC han caído un 17,4% en el mismo período. La suma de ambos efectos explica la caída de 5,4% los IRTPC durante el período bajo análisis.

¹³ Si bien el INDEC publicó recientemente el informe técnico "Trabajo e Ingresos" del primer trimestre de 2022, en este apartado se trabaja con información al cuarto trimestre de 2021 debido a que es el último trimestre para el cual se han publicado los microdatos.

¹⁴ Durante el segundo trimestre de 2016 se reinició la EPH luego de estar tres trimestres discontinuada.

¹⁵ Se utilizan los trimestres pares para evitar la volatilidad que genera en las series el cobro de aguinaldos en los trimestres impares.

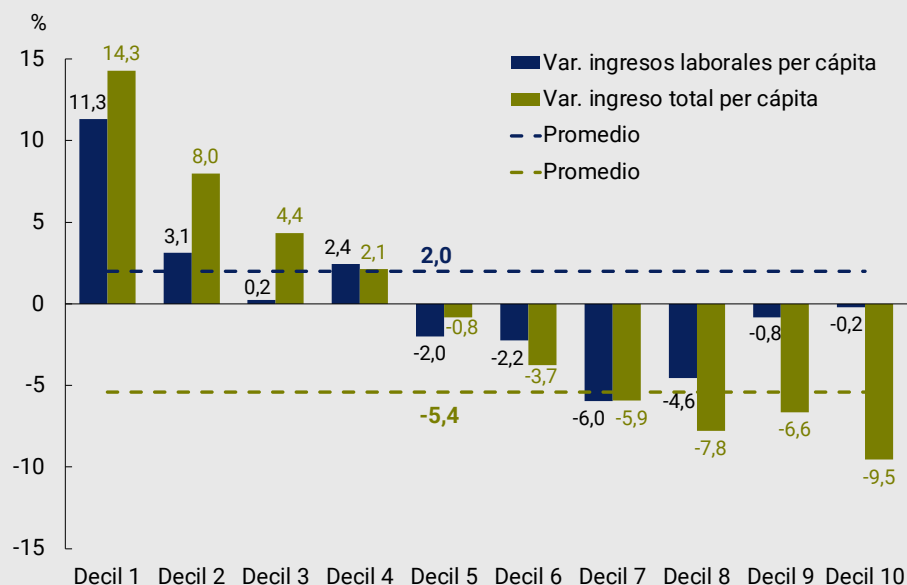
Gráfico 2 | Ingresos reales per cápita



Los principales rubros que han contribuido a la caída de los IRNLPC (-17,4%) fueron: las jubilaciones o pensiones (-11,1 p.p.), las indemnizaciones (-3,6 p.p.), las cuotas alimentarias (-2,2 p.p.), el alquiler de propiedades (-2,2 p.p.) y los intereses por inversiones (-0,7). Los subsidios o ayuda social (+1,8 p.p.) y las ganancias de negocios (+0,7 p.p.) contribuyeron, por otro lado, a compensar parcialmente la caída.

La variación del IRLPC (2,0%) y el IRTPC (-5,4%) no se ha dado de forma homogénea a través de los distintos deciles de ingresos¹⁶. En ambos casos se observa un efecto redistributivo: variaciones reales positivas dentro de los cuatro deciles más bajos y variaciones reales negativas dentro de los seis deciles de mayores ingresos (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Variación IRLPC e IRTPC según decil de ingresos
Variaciones según decil



16 Se utilizaron para este análisis los deciles del ingreso familiar per cápita.

Esta situación se condice con la caída del Coeficiente de Gini (-0,026 puntos para el período) detallada en el último informe “Evolución de la distribución del ingreso (EPH)” de abril de 2022 publicado por el INDEC. A su vez, las variaciones del IRTPC a través de los deciles también explican por qué a pesar de tener una caída promedio de -5,4% durante el período en análisis, la pobreza se redujo entre el cuarto trimestre de 2019 (38,3%) y el cuarto trimestre de 2021 (36,3%).

El fenómeno de aumento de los IRTPC en los deciles de ingresos bajos también resulta consistente con la necesidad de estos hogares de reforzar sus ingresos en un contexto en el cual, durante la pandemia, se había observado una caída de los salarios reales. Las y los nuevos trabajadores lograron obtener empleos más que compensando la salida del mercado laboral de las y los adultos mayores debido a la pandemia¹⁷. Gradualmente se observó una recuperación de los ingresos laborales reales, alcanzando hacia fines de 2021 niveles levemente superiores a los de fines de 2019.

De acuerdo con lo analizado en este apartado se puede concluir que, para el período analizado, el mercado laboral en su conjunto mostró una sólida recuperación luego de la pandemia. En términos de ocupación, el empleo alcanzó el máximo de la nueva serie de EPH con un mayor peso del empleo formal (personas asalariadas con descuento jubilatorio). Desde una perspectiva de ingresos laborales reales, éstos lograron superar el nivel previo al inicio de la pandemia. A su vez, a pesar de la caída promedio de los ingresos totales reales, el rol de los subsidios y la ayuda social permitieron que el impacto no recaiga sobre los deciles de más bajos ingresos de la población.

Finalmente, es importante remarcar dos aspectos relevantes para tener en cuenta. El primero de ellos es que la situación del mercado laboral en general, pero principalmente de los ingresos reales de la población, se encontraba en una situación delicada previo al inicio de la pandemia, es decir en el cuarto trimestre de 2019. Es por esto, que por más que suene alentador haber recuperado los niveles prepandemia, aún queda mucho espacio para la mejora tanto en términos de formalización del empleo como de aumento del poder adquisitivo de la población. El segundo aspecto está directamente relacionado con la actual evolución de precios: la aceleración inflacionaria durante los primeros meses de 2022 posiblemente haya afectado los ingresos reales de la población más vulnerable, dando sustento a las medidas de refuerzo de ingresos de los hogares que tomó el gobierno en los meses recientes (Ver Apartado Medidas tomadas para refuerzo de ingresos).

17 Esta evolución ya se ha señalado en versiones anteriores del IPOM (Ver el “Apartado 3 / Principales características de la recuperación del mercado de trabajo” de agosto de 2021).

4. Sector Externo

En el primer trimestre de 2022, en un contexto de flujos comerciales en niveles récord (medidos en dólares corrientes) se recuperó el superávit comercial de bienes, principalmente por una mejora de los términos de intercambio. En este contexto se espera que la economía haya sostenido el superávit de la cuenta corriente ajustada por estacionalidad. En el bimestre abril-mayo por el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes, impulsadas por los elevados precios de los combustibles, se redujo el superávit comercial promedio mensual desestacionalizado en un 40%.

En el mercado de cambios, la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes sumada a la dinámica de la deuda comercial por esos conceptos, derivaron en un resultado neto en el mercado de cambios por bienes de US\$7.278 millones en los primeros cinco meses de 2022, disminuyendo significativamente respecto a lo observado en el mismo periodo del año previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$6.928 millones, mientras que las entidades realizaron ventas por US\$154 millones. Por su parte, el BCRA compró en el mercado de cambios US\$844 millones de forma neta, adicionales a los pagos netos a través del Sistema de Monedas Locales (SML) por US\$339 millones.

Dichas operaciones en el mercado de cambios por parte del BCRA junto con los ingresos netos de deuda financiera del Gobierno General por unos US\$3.100 millones, explicados en su totalidad por los ingresos del FMI, llevaron el nivel de reservas internacionales a US\$41.561 millones al cierre de mayo, lo que representó un incremento de US\$1.899 millones por encima de su valor a fines de 2021.

Tras el acuerdo alcanzado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que derivó en el vigente Programa de Facilidades Extendidas (PFE), la meta para el seguimiento en las Reservas Internacionales Netas fue fijada en un aumento de al menos US\$1.200 millones para el primer trimestre de 2022, la cual fue alcanzada de manera satisfactoria dado el aumento de US\$1.521 millones para el periodo que surge de utilizar la metodología definida en el programa¹⁸.

Luego de la primera revisión del Programa de Facilidades Extendidas y tras reconocer la importancia de invertir en la estabilidad económica y mantener los objetivos del programa de fin de año con cierta flexibilidad en las trayectorias trimestrales para adaptarse a los shocks externos, el objetivo de acumulación de Reservas Internacionales Netas para el primer semestre de 2022, según los parámetros establecidos en dicho programa, se establecieron en un aumento de al menos US\$3.450 millones.

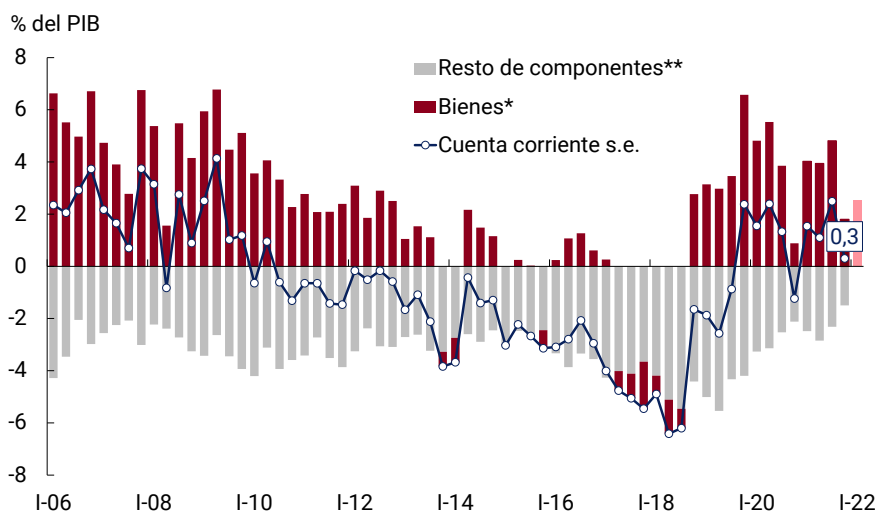
4.1. En el primer trimestre de 2022 la economía habría sostenido el superávit de cuenta corriente

En el cuarto trimestre de 2021 (último dato oficial disponible) la economía argentina había registrado un superávit de cuenta corriente de US\$373 millones —equivalente a 0,3% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. La caída de los volúmenes exportados de bienes respecto al tercer trimestre había sido el principal motivo detrás de la merma transitoria del superávit de cuenta corriente.

¹⁸ Definición de las Reservas Internacionales Netas según el programa acordado con el FMI, valuadas a los tipos de cambio del programa.

En el primer trimestre de 2022 se recuperó el superávit comercial de bienes, principalmente por una mejora de los términos de intercambio. En este contexto la cuenta corriente ajustada por estacionalidad se habría sostenido en terreno positivo (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



* IV-21: estimado.

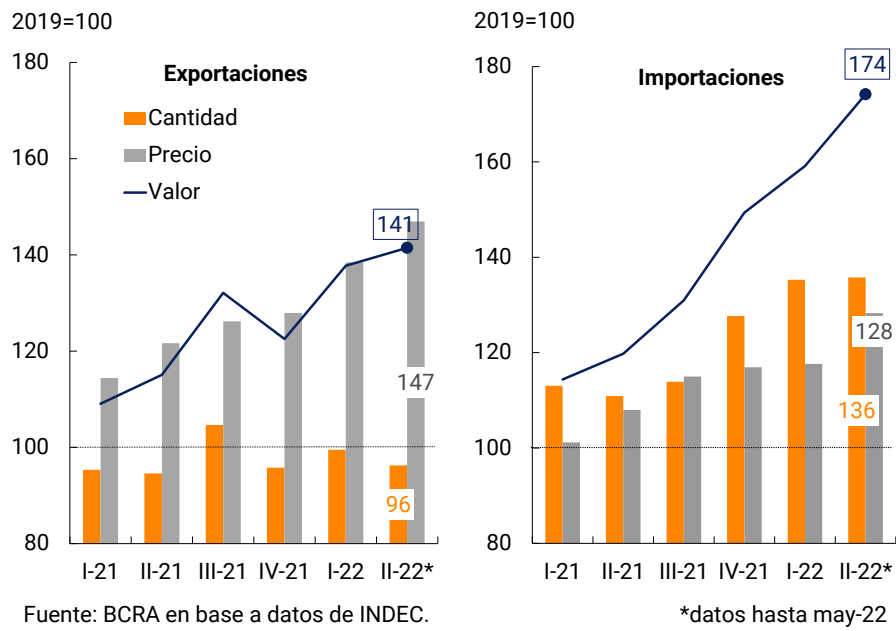
** incluye las cuentas: servicios, ingreso primario e ingreso secundario.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En ese lapso los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$22.425 millones (*Free on Board* –FOB–) a precios corrientes, lo que representó una suba de 12,4% respecto al nivel registrado en el cuarto trimestre de 2021. Esta evolución obedeció principalmente al desempeño de los precios de exportación, que crecieron 8% s.e. en el promedio entre enero y marzo de 2022 con relación al trimestre anterior. En menor medida incidieron las cantidades exportadas, las cuales se expandieron 4% en términos s.e. y se ubicaron en torno a los niveles de 2019. En el bimestre abril-mayo los valores exportados volvieron a subir a un ritmo de 3% trimestral s.e., nuevamente impulsados por los precios que más que compensaron una caída de las cantidades.

Por su parte, entre enero y marzo de 2022 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$19.543 millones (CIF) lo que constituyó un récord de los valores importados a precios corrientes. Este desempeño de los valores importados se explicó en mayor medida por la suba de los volúmenes, que crecieron 6% trimestral s.e. (ver Gráfico 4.2). En el bimestre abril-mayo los valores importados se aceleraron a un ritmo de 9% trimestral s.e., reflejando un alza de los precios de igual magnitud, mientras que las cantidades importadas se mantuvieron prácticamente constantes.

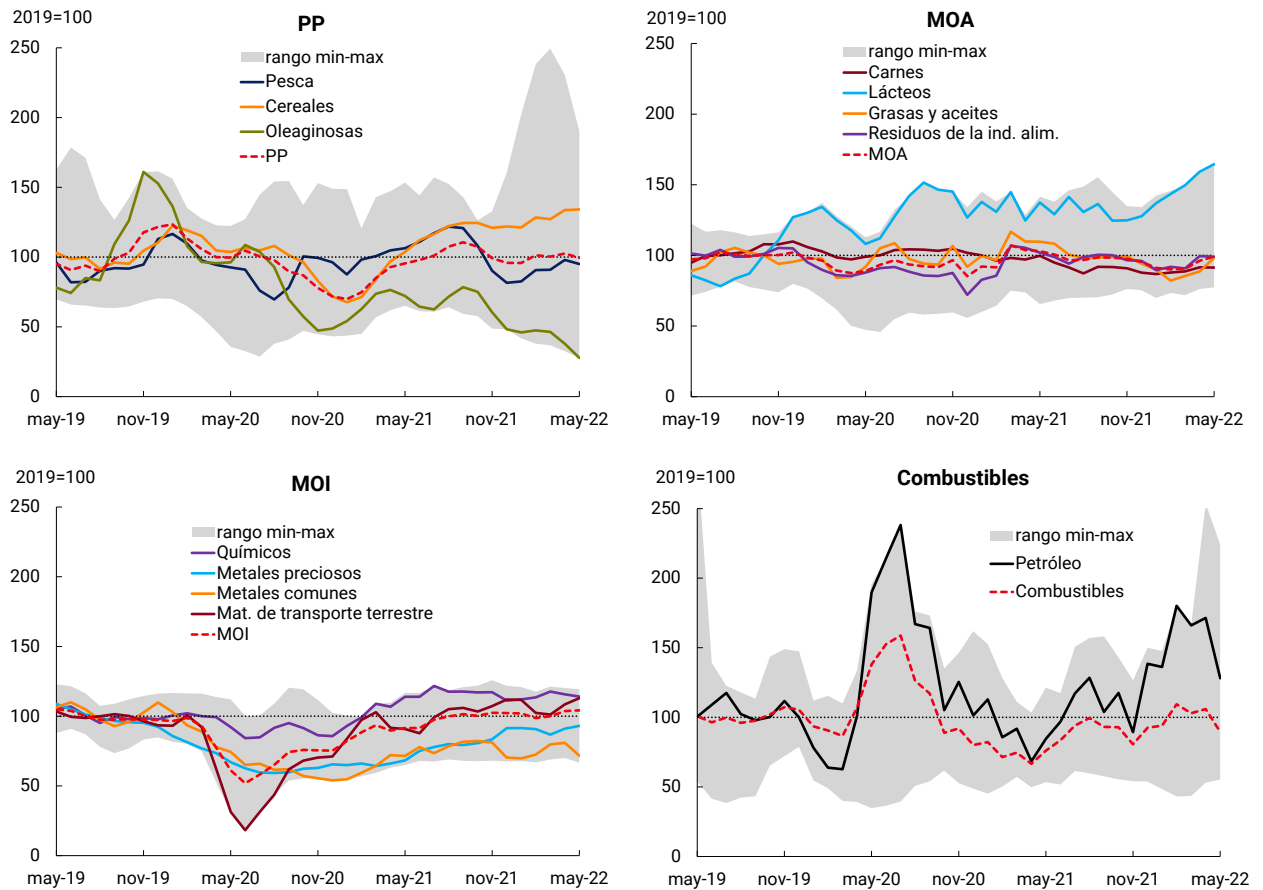
Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



Como resultado de la evolución reciente de las exportaciones y de las importaciones el saldo comercial promedio mensual desestacionalizado pasó de US\$961 millones en el primer trimestre de 2022 a US\$546 millones en el bimestre abril-mayo.

Dos de los cuatro principales rubros de exportación tuvieron aumentos de los volúmenes exportados en el primer trimestre de 2022. En el caso de los Productos Primarios (PP, +5% trim. s.e.), 6 de las 10 categorías que componen el rubro presentaron subas, destacándose por su incidencia los mayores envíos de cereales (en el contexto de la cosecha récord de trigo) y de productos de la pesca. Las cantidades exportadas de Combustibles y Energía (CyE) se incrementaron 11% trim. s.e., principalmente por las mayores exportaciones de petróleo crudo. Por su parte, los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) cayeron (-2% trim. s.e.), con una fuerte incidencia negativa de material de transporte terrestre. Por último, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron 5% s.e. en el trimestre, afectadas por un flojo desempeño de los derivados de soja, parcialmente compensado con una suba de los envíos de productos lácteos. En el bimestre abr-may se revirtieron casi todas las dinámicas del primer trimestre del año. Se registraron aumentos en MOA y MOI (de la mano de recuperaciones de las cantidades exportadas de derivados de soja y de material de transporte terrestre, respectivamente) y caídas en PP y CyE, como consecuencia de mermas en los envíos de petróleo y de productos de la pesca, y de una profundización del declive de exportaciones de oleaginosas (ver Gráfico 4.3).

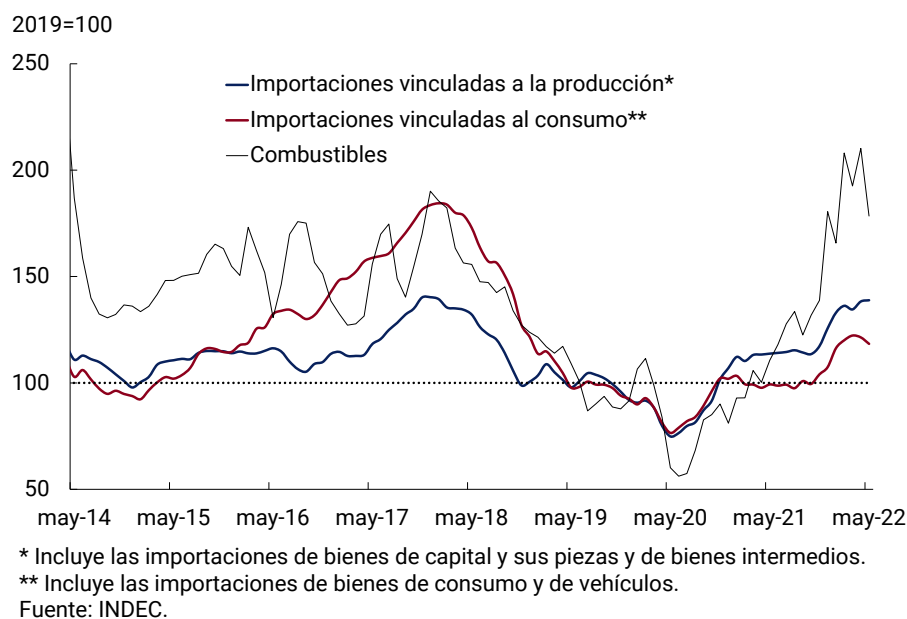
Gráfico 4.3 | Cantidades exportadas. Series ajustadas por estacionalidad
Prom. móv. 3 meses



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En el caso de las cantidades importadas de bienes, la suba del primer trimestre fue difundida, las compras de combustibles crecieron 7% trim. s.e., las asociadas con el consumo 14% s.e. y las vinculadas con la producción, 7% s.e. En el bimestre abr-may ese fuerte crecimiento se vio interrumpido. Los volúmenes importados de combustibles y de bienes de consumo cayeron 8% y 6% respectivamente y las cantidades importadas de bienes asociados estrechamente a la producción desaceleraron su crecimiento a un ritmo de 3% trim. s.e. (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Cantidades importadas. Series ajustadas por estacionalidad
Prom. móv. 3 meses



Recuadro. Precios de materias primas

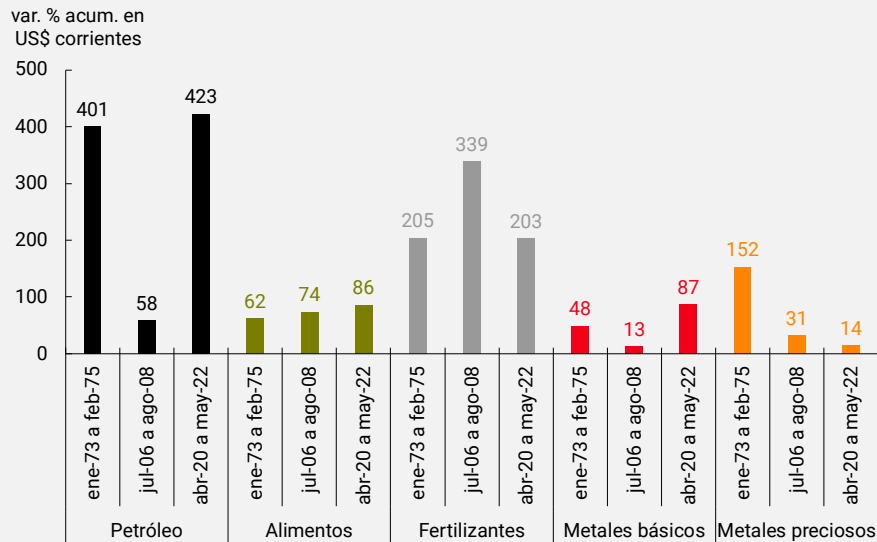
Los mercados globales de materias primas se encontraban bajo presión a comienzos de 2022, antes de desatarse el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. La fuerte recuperación de la demanda a medida que se fueron disipando los efectos recesivos de la pandemia no fue correspondida con un aumento proporcional de la oferta afectada por algunos cuellos de botella derivados de años de baja inversión y medidas restrictivas de comercio¹⁹. Desde abril de 2020 a diciembre de 2021 el Índice de Precios de las Materias Primas elaborado por el BCRA (IPMP) acumuló una suba de 61% en dólares corrientes.

En ese contexto sobrevino el shock de la guerra en Ucrania (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). Rusia y Ucrania tienen un peso significativo como exportadores de una variedad de materias primas entre las que se destacan: trigo, gas, petróleo, aceite de girasol, paladio, cebada, maíz, urea, fosfatos y cloruro de potasio. Tanto las sanciones económicas que se impusieron a Rusia como los daños materiales sufridos en Ucrania les imprimieron presiones adicionales a los mercados globales de materias primas. En lo que va del año, los principales granos acumulan subas de entre un 29% y 33%, el petróleo creció 49% y el precio de referencia del gas natural licuado en Europa (TTF) aumentó 42%.

Como consecuencia de estos acontecimientos, la economía mundial se encuentra atravesando uno de los tres episodios de aumentos de precios de materias primas más intensos de los últimos 50 años. Tomando una ventana de 25 meses, desde abril de 2020 el petróleo acumuló una suba de 423%, los alimentos 86%, los fertilizantes 203% y los metales básicos 87%. Tanto en petróleo como en fertilizantes, dichas subas son comparables a las observadas en 1973/76 mientras que en alimentos y metales básicos los incrementos actuales superan ampliamente a los verificados en los episodios históricos señalados (ver Gráfico 4.5).

¹⁹ Para más información ver: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/37223/CMO-April-2022.pdf>

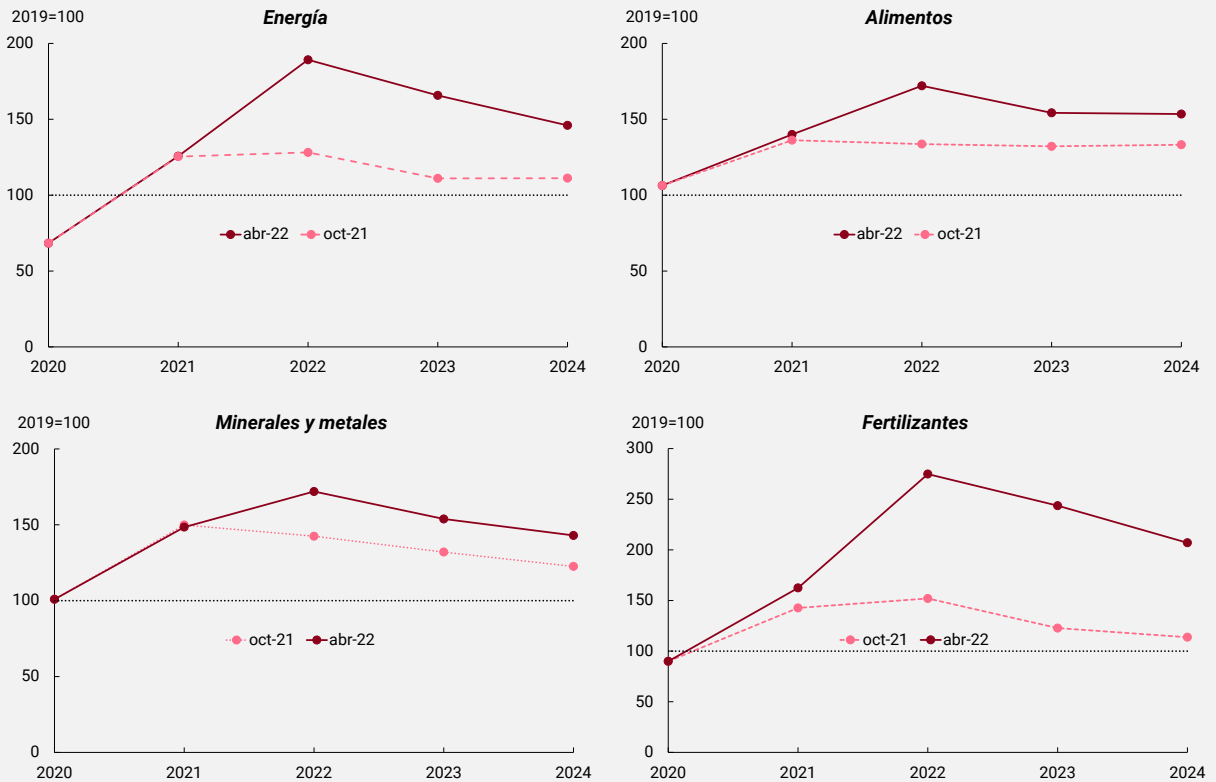
Gráfico 4.5 | Episodios de aumentos de materias primas



Fuente: BCRA en base a datos del Banco Mundial.

Se espera que los efectos del *shock* de la guerra en Ucrania perduren en el mediano plazo. Si bien se prevé que los precios de las materias primas tengan su techo en 2022, los pronósticos hasta 2024 sugieren que las cotizaciones se sostendrían holgadamente por encima de los niveles prepandemia, perspectiva que se agudizó en los últimos meses (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Precios de materias primas

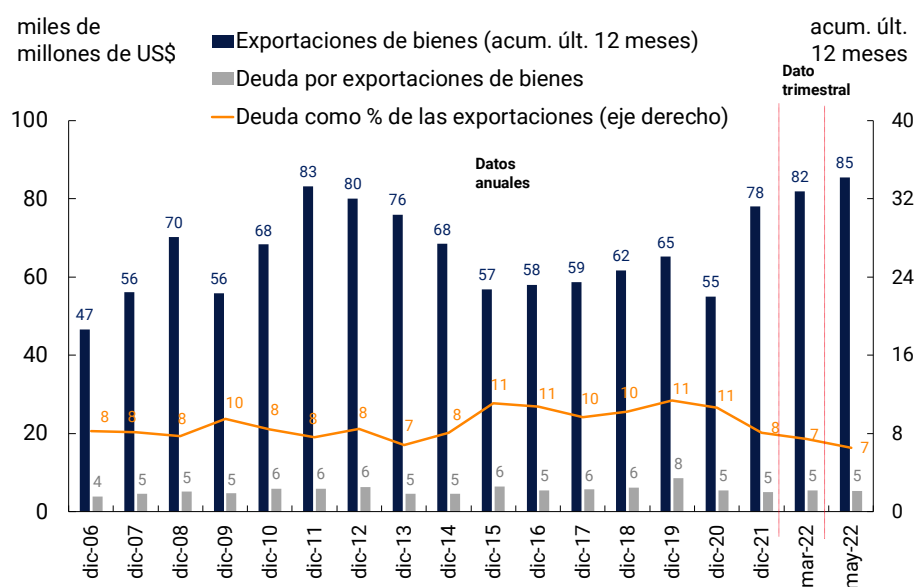


Fuente: BCRA en base a datos de Banco Mundial.

4.3. En lo transcurrido del año 2022 el BCRA registró un incremento de reservas internacionales

Durante los primeros cinco meses de 2022, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$36.065 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$35.827 millones, por lo cual se estima un leve aumento de la deuda externa por anticipos y prefinanciamientos de unos US\$237 millones. A pesar de este incremento, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se reduce a 6,5% y representa el ratio más bajo verificado desde diciembre de 2006 (ver Gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones

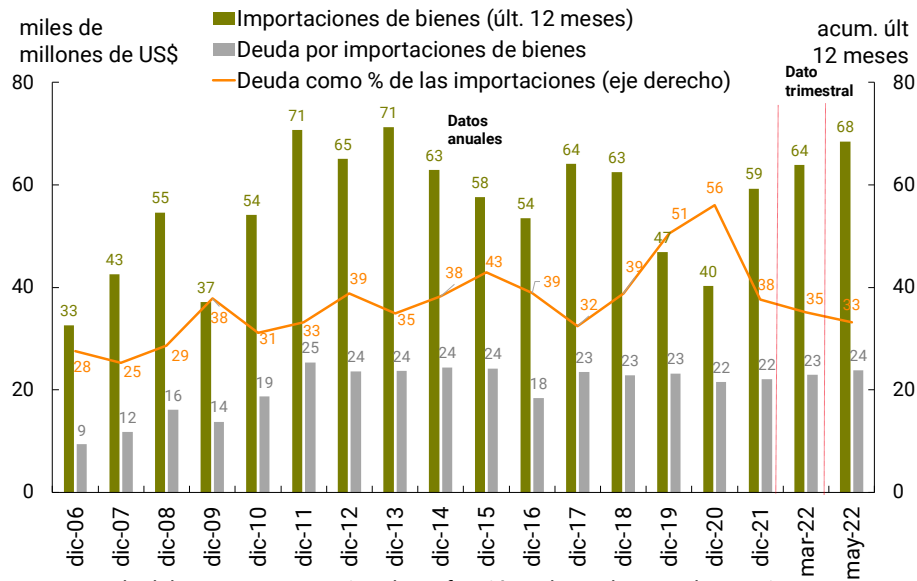


Nota: Deuda del I-22 y may-22 estimada en función a datos devengados y caja.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y datos propios.

Durante 2020, el BCRA dispuso una serie de normas que apuntan a promover de forma más eficiente la asignación de las divisas, con impacto tanto sobre la evolución de la deuda privada comercial como financiera. Estas normas se mantuvieron a lo largo de 2021 y continuaron perfeccionándose durante lo transcurrido del año 2022²⁰. En este contexto, durante los primeros cinco meses de este año, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios por alrededor de US\$28.800 millones, se ubicaron unos US\$1.800 millones por debajo de las importaciones FOB del período, lo que implicaría una suba del endeudamiento con el exterior por este concepto. Sin embargo, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones registró una nueva caída en mayo de 2022, que implicaría unos 23 p.p. menos respecto del cierre de 2020 (ver Gráfico 4.8).

²⁰ Siguiendo en la misma línea, a partir de diciembre de 2021 entraron en vigencia nuevas adecuaciones a la normativa de exterior y cambios con efecto en los pagos de importaciones. En marzo de 2022, el BCRA emitió la Comunicación "A" 7466, que luego recibió distintas flexibilizaciones. En dicha regulación, se determina que el BCRA asignará a las SIMI que otorga el Ministerio de Desarrollo Productivo una categoría A para el rápido acceso al mercado, en la medida que no superen determinados parámetros de demanda de divisas para importar y una categoría B, que conlleva que las importaciones de bienes asociadas deban ser financiadas como mínimo a un plazo de 180 días corridos a contar desde el registro del ingreso aduanero de los bienes a la República Argentina.

Gráfico 4.8 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del I-22 y may-22 estimada en función a datos devengados y caja.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y datos propios.

En lo que respecta a la deuda financiera y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020 mediante la Comunicación "A" 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios. Esta comunicación, que alcanzaba determinados vencimientos de capital entre el 15-ene-20 y el 31-mar-21, fue prorrogada por la Comunicación "A" 7230, abarcando los vencimientos desde entonces hasta el final de 2021. Asimismo, la Comunicación "A" 7422 extendió el plazo de los vencimientos hasta 30-jun-22 y la Comunicación "A" 7466 lo hizo hasta 31-dic-22.

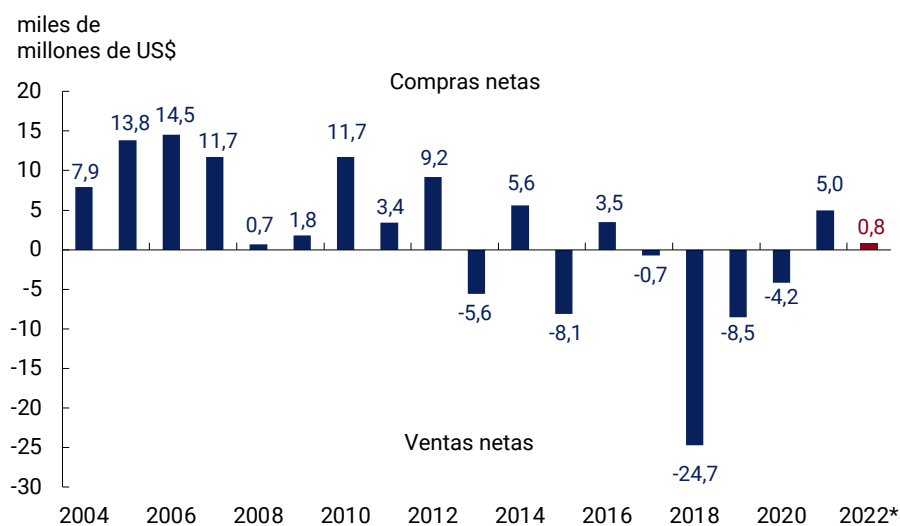
En este contexto, las renegociaciones registradas durante los primeros cinco meses de 2022 impactaron en menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$550 millones respecto de los vencimientos originales para ese mismo periodo, acumulando desde su inicio menores pagos netos por unos US\$3.100 millones. Cabe destacar que en los primeros cinco meses del 2022 las cancelaciones netas representaron sólo el 26% de los vencimientos alcanzados, refinanciándose casi tres cuartas partes de los vencimientos de títulos y deudas financieras.

La mencionada evolución del comercio de bienes y de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$7.278 millones en el año, superior en unos US\$1.000 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo período y exhibiendo una caída respecto al año previo (17% i.a.).

Este resultado permitió que el BCRA acumulara en el año compras netas en el mercado de cambios por US\$844 millones (ver Gráfico 4.9), mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$1.899 millones en el mismo periodo. Esta diferencia se explicó principalmente por las compras detalladas anteriormente, por los ingresos netos de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional con afectación directa a las

reservas internacionales por unos US\$3.100 millones —de los cuales alrededor de US\$4.700 millones correspondientes a ingresos del FMI—, los pagos por operaciones cursadas a través de los Sistemas de Monedas Locales con Brasil, Uruguay y Paraguay y ALADI por unos US\$380 millones y por la disminución de los precios de los activos que componen las reservas internacionales en relación a la moneda de cuenta (dólar estadounidense), que redundó en una disminución de las mismas por unos US\$1.100 millones.

Gráfico 4.9 | Mercado de cambios. Resultado



*Datos a may-22.

Nota: resultado acumulado conjunto del BCRA y el Tesoro Nacional en el mercado de cambios.

Fuente: BCRA.

4.4. Perspectivas

Para el año 2022 se espera que la economía registre un superávit comercial de bienes por cuarto año consecutivo, en el marco de una política cambiaria de flotación administrada.

Diversos factores del contexto internacional configuran la matriz de riesgos del sector externo de la economía argentina. La continuidad y potencial escalada de la guerra en Ucrania, un recrudecimiento de la pandemia y un aumento de la volatilidad en los mercados financieros podrían impactar negativamente sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales y sobre los precios de las materias primas, los cuales se ubican en niveles históricamente elevados.

El BCRA continuará gestionando prudentemente las regulaciones cambiarias con el fin de adaptarlas a las necesidades de la coyuntura, favoreciendo la estabilidad monetaria y cambiaria. En esta línea, con fecha 27 de junio de 2022 se emitió la Comunicación "A" 7532 que, para responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender la importación de energía y con el objeto de sostener el crecimiento económico y el desarrollo de las PyMEs, extiende el sistema de financiación de importaciones a las realizadas bajo Licencia No Automática y a la importación de servicios y tendrá vigencia por un trimestre, para dar tiempo a la normalización del comercio exterior. En ese mismo sentido, se dispuso en coordinación con el Ministerio de Desarrollo Productivo ampliar las posiciones arancelarias de bienes equivalentes a los producidos en el país que tendrán acceso al mercado a partir de 180 días y la de bienes suntuarios que podrán acceder a partir de los 360 días.

En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real. Ejemplo de ello fueron el régimen de disponibilidad de divisas para exportadores de servicios (Comunicación "A" 7518 del 2 de junio de 2022)²¹ y el Régimen de Acceso a Divisas para la Producción Incremental de Petróleo (RADPIP), creado mediante Decreto 277/2022 del 27 de mayo de 2022, que flexibiliza el acceso al mercado de cambios en función del incremento observado en la producción de hidrocarburos.

²¹ Las personas que exportan servicios podrán disponer de hasta US\$12.000 anuales en cuentas en entidades financieras locales sin requisito de liquidación en pesos. El beneficio se extiende a las empresas del sector, que tendrán disponibilidad de divisas para el pago salarial por un porcentaje del incremento de las ventas externas que realicen este año respecto de 2021.

5. Finanzas Públicas

La recaudación tributaria nacional creció en términos reales durante la primera parte de 2022, fortaleciendo los ingresos fiscales nacionales. La colección de tributos tuvo un avance de 58,9% durante el primer trimestre de 2022 con relación al año previo (ver Gráfico 5.1), lo que significó un crecimiento real de 4%. Con datos hasta mayo, durante el segundo trimestre la recaudación se aceleró a 72,2% i.a. (+7,9% i.a. real). El desempeño de los tributos durante los cinco primeros meses respondió a la consolidación de la recuperación económica y a la mejora en los salarios y el empleo. Los impuestos asociados a las compras externas sostuvieron un elevado dinamismo mientras que los derechos de exportación tuvieron un avance más acotado.

Durante el primer trimestre de 2022, los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron 66,6% i.a (+8,7% i.a. real), en tanto que aumentaron hasta 67,6% i.a. (+5,2% real) en el segundo trimestre con datos a mayo. El gasto primario se elevó 71,0% i.a (+11,6% i.a. real) durante los primeros tres meses del año y se expandió a un ritmo de 87,9% i.a (+17,9% i.a. real) entre abril y mayo. El incremento de las erogaciones se dio de forma difundida entre los principales rubros de gasto, mientras que se destacaron por su dinamismo el vinculado con programas sociales, subsidios económicos y transferencias corrientes a las provincias. Esta evolución reflejó el impacto del contexto externo sobre las finanzas públicas: la fuerte suba de los precios internacionales de la energía elevó la magnitud de los subsidios económicos —dado el sendero de actualización de tarifas planteado—, al tiempo que el Gobierno Nacional implementó refuerzos extraordinarios de ingresos de los hogares ante la abrupta suba de los precios de los alimentos a nivel mundial.

Así, en los primeros cinco meses del año, los gastos primarios crecieron por encima del incremento de los ingresos, con un impacto considerable sobre el déficit primario del segundo trimestre. No obstante, el déficit fiscal en base caja del SPNF en términos del PIB se mantuvo en niveles similares a los de finales de 2021 por un monto equivalente a 3,1% del Producto, nivel de déficit significativamente inferior al observado durante el año 2020 (6,4% del PIB).

Respecto del Programa de Facilidades Extendidas con el FMI, las metas fiscales consensuadas para el primer trimestre del año se cumplieron, al tiempo que no se prevén modificaciones para las metas anuales de déficit primario del SPNF (2,5% del PIB) ni de financiamiento por parte del BCRA al Tesoro Nacional (1% del PIB). Ello implica la adopción de medidas compensatorias que reduzcan la magnitud del déficit en la segunda mitad del año. El Gobierno Nacional, mediante el Decreto 331/22 actualizó el Presupuesto Nacional, adaptándolo a las condiciones actuales del contexto macroeconómico. El Ministerio de Economía ha manifestado²² que el resultado presupuestario que se deriva del Decreto 331/2022 es consistente con una proyección de déficit primario base caja del Sector Público Nacional (SPN) de 2,5% del PIB.

El stock de Deuda Pública Nacional a fines mayo²³ de 2022 representó aproximadamente 77% del PIB, exhibiendo una reducción de cerca de 12 p.p. respecto de fines de 2019. La estrategia de financiamiento permitió obtener fondeo neto por unos \$660.000 millones en los primeros cinco meses del año, al tiempo que se buscó una extensión de los plazos de los instrumentos licitados en el mercado, evidenciándose un crecimiento de la participación de la deuda ajustable por el Coeficiente de Estabilización de Referencia.

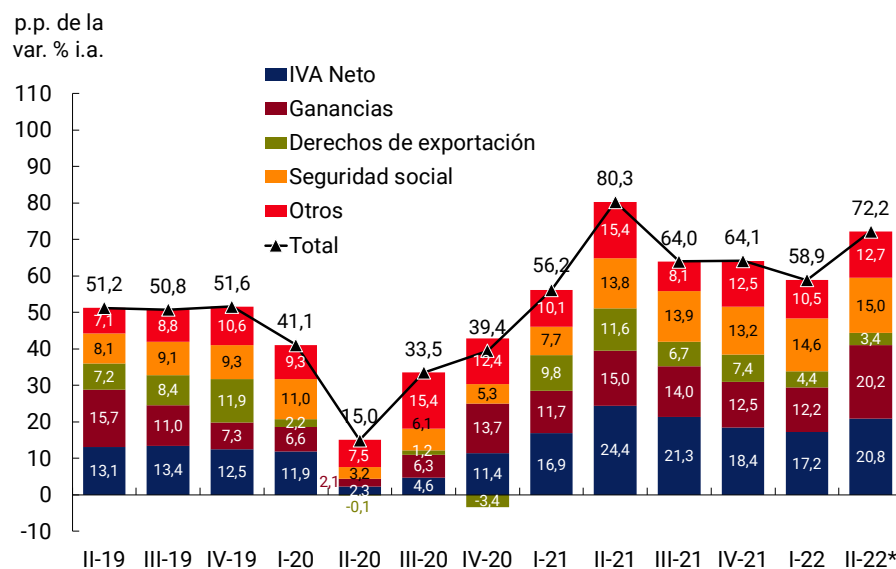
22 Comunicado del 16-jun-22 (Acciones de política para el fortalecimiento de la sostenibilidad del crecimiento y de la estabilidad macroeconómica | Argentina.gob.ar).

23 Datos preliminares.

5.1. La recaudación tributaria nacional creció en términos reales durante la primera parte de 2022, fortaleciendo los ingresos fiscales nacionales

La recaudación tributaria nacional aumentó 58,9% durante el primer trimestre de 2022 con relación al año previo (ver Gráfico 5.1), lo que significó un crecimiento real de 4%. Con datos a mayo, durante el segundo trimestre la recaudación se aceleró a 72,2% i.a. (+7,9% i.a. real). El desempeño de los tributos durante los cinco primeros meses respondió fundamentalmente a la consolidación de la recuperación económica y a la mejora en los salarios y el empleo. Los impuestos asociados a las compras externas sostuvieron un alto dinamismo mientras que los derechos de exportación tuvieron un avance más acotado, dado el impacto de la sequía sobre la cosecha agrícola, aunque sostenidos por los mayores precios internacionales de los granos.

Gráfico 5.1 | Contribución al crecimiento de la Recaudación nacional por tributo



*Datos a may-22.

Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

La gran mayoría de los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado —IVA—, Ganancias, entre otros) tuvieron un buen desempeño en el comienzo del año debido principalmente al sostenimiento de la recuperación de la actividad económica. El IVA neto creció 55,9% i.a. en el primer trimestre y 71,4% i.a. con datos parciales en el segundo. Por otro lado, el Impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias avanzó 64,3% i.a. y 61,3% i.a. en el primer y segundo trimestre a mayo respectivamente. Sobre este tributo opera negativamente la exención al sector Salud (que se mantienen hasta junio de 2022). El impuesto a las Ganancias mostró gran dinamismo: creció 63,1% i.a. entre enero y marzo y 94,2% entre abril y mayo. Esto se explica por las mejoras en el mercado laboral, así como por mejores resultados de sociedades con cierre de balance en diciembre de 2021 en relación con el período previo.

Otros impuestos tuvieron un comienzo de año más irregular: Impuestos Internos creció 39,2% i.a. entre enero y marzo y 55,2% i.a. entre abril y mayo mientras que Combustibles avanzó sólo 23,3% i.a. y 29,7% i.a. en los mismos períodos debido fundamentalmente al retraso en la actualización del tributo. Por otro lado, Bienes Personales avanzó 33,6% i.a. y 18% i.a. en el primer y segundo trimestre respectivamente, afectado por una alta base de comparación: el año pasado se había ingresado en el mes de abril un pago a cuenta por bienes en el exterior, que no se produjo este año.

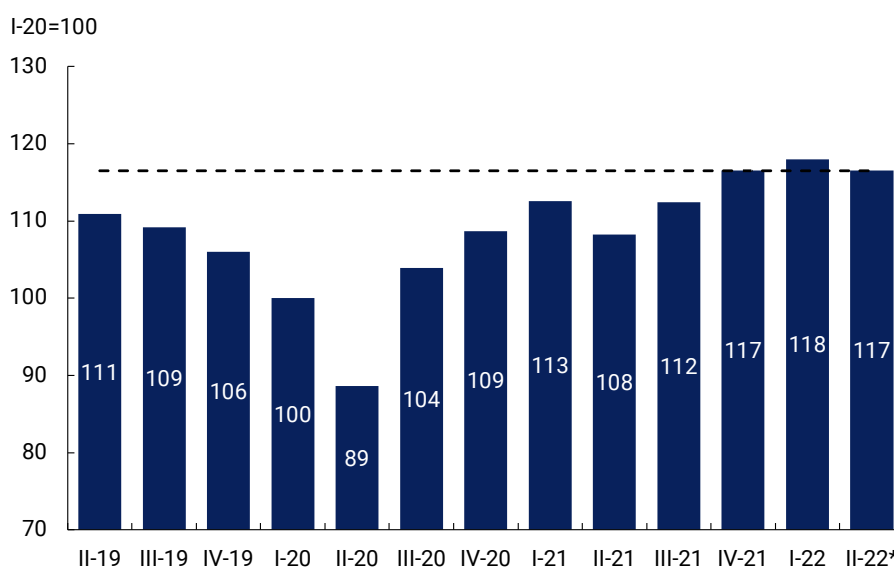
Los recursos de la seguridad social tuvieron un avance de 65% i.a. entre enero y marzo y de 74% entre abril y mayo, explicados por mejoras en el mercado laboral (ver Capítulo 3. Actividad y empleo), tanto por incrementos del empleo registrado como mejoras en el salario formal real. Vale agregar que estos recursos continúan impactados negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional —que se mantienen hasta junio de 2022—, que redujeron las contribuciones patronales del sector de la salud, a los sectores críticos contemplados en el programa REPRO y a las empresas radicadas en las provincias del Norte Grande.

Los derechos de importación y la Tasa estadística exhibieron un incremento conjunto de 66,8% i.a. durante el primer trimestre y 69,5% i.a. en el segundo. Este comportamiento se explicó por mayores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo). Finalmente, los derechos de exportación tuvieron un comportamiento más acotado: +46,4% i.a. entre enero y marzo y +33% i.a. entre abril y mayo, en un contexto de sequía que afectó a la producción agrícola, lo cual se vio compensado en parte por el contexto internacional favorable para los precios internacionales de los principales productos de exportación y la recuperación de la demanda externa.

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad creció 1,2% en el primer trimestre de 2022 y cayó en similar magnitud durante el segundo con datos parciales a mayo. De todas formas, este indicador se ubicó entre abril y mayo un 16,6% por encima del nivel prepandemia (ver Gráfico 5.2). Este desempeño refleja la consolidación de la recuperación de los ingresos tributarios luego de los efectos nocivos de la pandemia de COVID-19. En relación con 2019 la estructura tributaria se había modificado a fines de 2019 fundamentalmente a partir de la creación del Impuesto PAIS, la modificación de las alícuotas de derechos de exportación, los cambios sobre el impuesto a los Bienes Personales, así como la revisión de la reforma tributaria impulsada durante 2017 que afectaba los recursos de la seguridad social.

Gráfico 5.2 | Recaudación tributaria nacional

Real desestacionalizada



*Datos a may-22.

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

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 66,6% i.a. en el primer trimestre (+8,7% i.a. real) y 67,6% i.a. en el segundo (+5,2% i.a. real, con datos parciales a may-22). Sobre el desempeño de los recursos incidió el

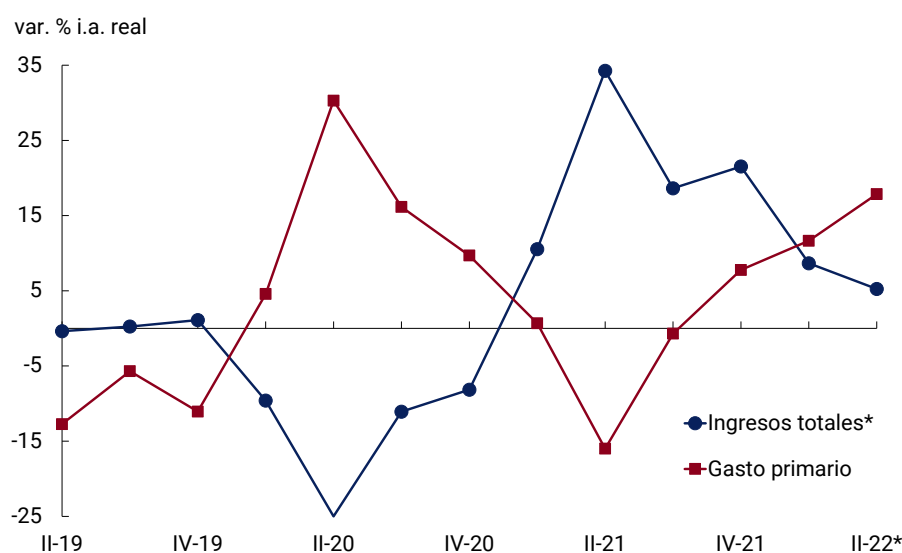
registro extraordinario de rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos²⁴. Por este motivo, las rentas de la propiedad se incrementaron 242% i.a. entre enero y marzo y 325% i.a. entre abril y mayo. Neto de este efecto los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 60% i.a. en el primer trimestre y un guarismo similar en abril. Los ingresos tributarios y de la seguridad social tuvieron un avance de 58% i.a. en el primer trimestre y 68,2% i.a. en el segundo.

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en el primer trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento cercano al 55% i.a., mientras que en el inicio del segundo se habría expandido en torno al 63% i.a.

5.2. El gasto primario del SPNF se expandió en términos reales, destacándose el impulso de los subsidios y de los programas sociales ante el deterioro del contexto internacional

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 71,0% i.a. durante el primer trimestre de 2022, levemente por encima del avance nominal de los ingresos en igual período. Durante el primer trimestre, los gastos primarios reales avanzaron 11,6% respecto al mismo trimestre de 2021 (ver Gráfico 5.3). No obstante, los datos de los meses de abril y mayo aportan al segundo trimestre del año un crecimiento del gasto primario de 17,9% real respecto de abril y mayo de 2021.

Gráfico 5.3 | Ingresos y gastos primarios reales del SPNF



*Neto de asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) en sep-21.

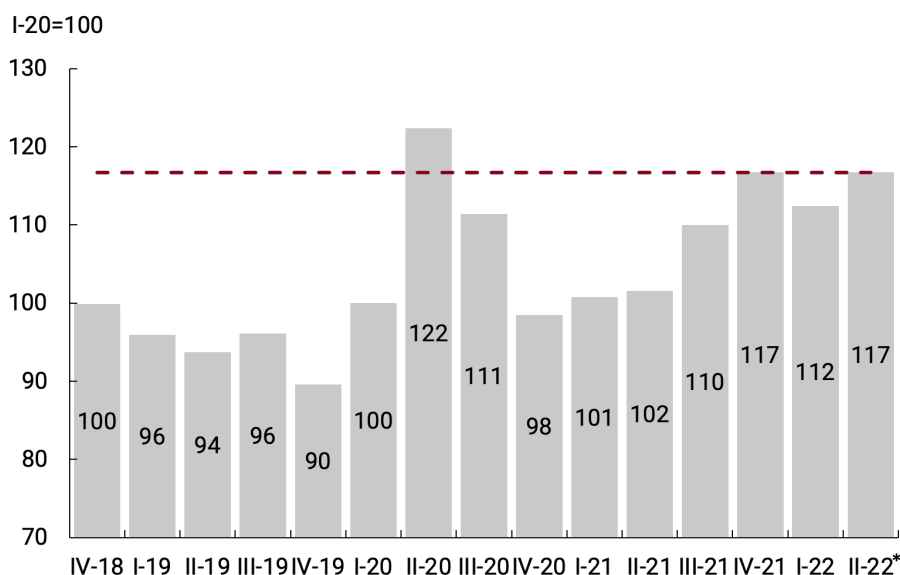
**Datos a may-22.

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

24 Se trata de reaperturas de instrumentos financieros ligados a la inflación emitidos originalmente en períodos previos cuyo valor efectivo supera al valor nominal al momento de la colocación. De acuerdo con lo informado por el Ministerio de Economía, a los fines del cumplimiento de la meta fiscal de déficit primario del SPNF de 2,5% del PIB, se establecerá un límite anual para el cómputo de los ingresos provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos equivalente al 0,3% del PIB (una magnitud similar a la registrada en ese concepto durante 2021).

El gasto creció de modo difundido entre las principales partidas, aunque se destacaron los incrementos en los programas sociales, en los subsidios económicos y en las transferencias corrientes a las provincias. Dicha evolución reflejó el impacto del contexto externo sobre las finanzas públicas: la fuerte suba de los precios internacionales de la energía elevó la magnitud de los subsidios económicos —dado el sendero de actualización de tarifas planteado—, al tiempo que el Gobierno Nacional implementó refuerzos extraordinarios de ingresos de los hogares ante la abrupta suba de los precios de los alimentos a nivel mundial.

Gráfico 5.4 | Gasto primario real desestacionalizado del SPNF



*Datos a may-22.

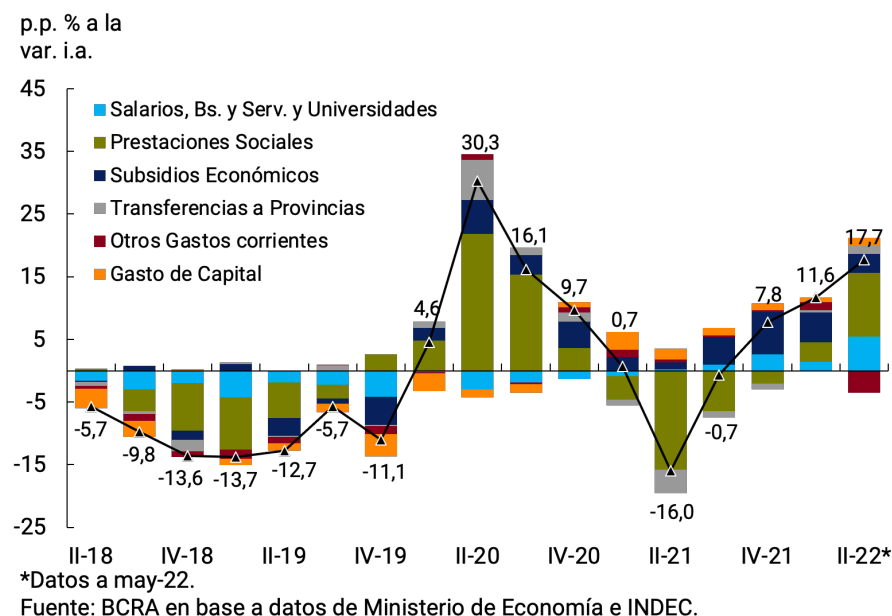
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

En tal sentido, el gasto primario real desestacionalizado se ubicó en el cuarto trimestre de 2021 un 17% por encima del nivel prepandemia (I-20) y del cuarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 5.4). En el primer trimestre de 2022, dicho nivel había retrocedido 5 puntos porcentuales; sin embargo, considerando las medidas contención social adoptadas y los mayores costos de los subsidios ante el shock internacional de los precios de las materias primas, se recuperó un nivel real similar al de fines de 2021.

Entre los principales rubros de gasto que explican dicha evolución se destacan las prestaciones sociales y los subsidios económicos (ver Gráfico 5.5). Los gastos en prestaciones previsionales (jubilaciones y pensiones) aumentaron 5,3% i.a. real en el primer trimestre del año y 3,6% i.a. durante los meses de abril y mayo. Incide en dicho comportamiento lo dispuesto por los ajustes de haberes de acuerdo con la Ley de movilidad previsional²⁵, que estableció una variación de 58,62% i.a. en los haberes a marzo, 3,5 p.p. más que la inflación acumulada en los últimos 12 meses a marzo 2022. En junio las más de 7 millones de personas titulares de jubilaciones y pensiones contemplan el medio aguinaldo de forma automática junto a sus haberes, al tiempo que cobrarán sus haberes previsionales con el incremento del 15% correspondiente al segundo aumento trimestral en el año dispuesto por la Ley de movilidad previsional. Esa mejora también incluye a las asignaciones familiares, incluidas la Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo, impactando sobre los ingresos que reciben casi 9 millones de niñas, niños y adolescentes.

²⁵ Los aumentos en el último año fueron 12,12% en jun-21, 12,39% en sep-21, 12,11% en dic-21 y 12,28% en mar-22. De esta manera, totalizaron un incremento de 52,67% i.a. en dic-21, 1,8 p.p. más que la inflación acumulada en el año.

Gráfico 5.5 | Contribución al crecimiento del gasto primario del SPNF



En cuanto a las restantes prestaciones sociales, estos gastos tuvieron una leve reducción en términos reales durante el primer trimestre, pero un fuerte impulso real a partir de los meses de abril y mayo (51,3% i.a.). Esto se debió a las políticas de refuerzo de ingresos llevadas adelante por el Gobierno Nacional para proteger y mejorar el poder adquisitivo de los hogares ante el fuerte incremento de los precios de los alimentos a nivel global. De esta manera, unos 7,5 millones de personas con trabajos informales, en casas particulares, monotributistas sociales y de las categorías A y B percibieron una asistencia económica durante mayo y junio de \$9.000. Por otra parte, alrededor de 6 millones de personas jubiladas y pensionadas con ingresos mensuales inferiores a 2 haberes mínimos, cobraron junto con sus haberes de mayo una suma de \$12.000, que se suma al bono de \$6.000 de abril para quienes reciben una jubilación mínima.

En este rubro de Prestaciones sociales, se han incorporado una gran parte de los programas para sostener el ingreso desde 2020 (como por ejemplo el Ingreso Familiar de Emergencia –IFE– y el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción –ATP–). Esos programas fueron dejando lugar, una vez superada la etapa del Aislamiento Social Preventivo Obligatorio (ASPO) por la pandemia de COVID-19, a programas de ingresos y empleo como el Programa de Recuperación Productiva (REPRO)²⁶ o el Programa Nacional de Inclusión Socio productiva y Desarrollo Local “Potenciar Trabajo”²⁷, que contemplan asistencias por hasta un máximo del cincuenta por ciento 50% del valor del Salario Mínimo Vital y Móvil²⁸ (SMVyM; ver Apartado 3 / Medidas tomadas para refuerzos de ingresos). En el segundo trimestre se destacan, además, las erogaciones del programa de Políticas Alimentarias que tuvo un incremento de un 50% en la prestación, que perciben 2,4 millones de beneficiarios titulares y alcanza a 4 millones de personas, llevando los nuevos montos desde mayo a \$9.000 para las familias con un/a hijo/hija de hasta catorce años o discapacitado o perciben la asignación por embarazo, \$13.500 en el caso de familias que tienen dos hijos o hijas y \$18.000 en el caso de familias con tres o más menores de 14 años. Por su parte, para el conjunto de trabajadores y trabajadoras que perciben asignaciones

26 El REPRO brinda asistencia a los empleadores cuyas actividades enfrentan situaciones críticas para que puedan atender las remuneraciones de sus empleados.

27 El Programa Potenciar Trabajo busca promover la inclusión social plena para personas que se encuentren en situación de vulnerabilidad social y económica.

28 Por Resolución 6/2022 de fecha 10/5/22 se adelantaron las subas previstas en el Salario Mínimo Vital y Móvil implicando un aumento del 17% a partir de junio y un 10% adicional en agosto 2022.

familiares rige desde octubre de 2021 un complemento mensual que duplicaba el salario familiar para quienes percibían ingresos familiares de hasta \$115.062 y que con los sucesivos incrementos del salario familiar fue perdiendo participación.

Por su parte, la atención de los requerimientos para solventar la provisión de los servicios públicos hasta fines de mayo, en un contexto de crecientes costos de la energía y los combustibles —producto del conflicto bélico entre Ucrania y Rusia— y los mayores costos domésticos de producción de electricidad ante el menor aporte de la generación hidráulica (en un contexto de bajante de los ríos por la sequía), condujo a que los subsidios económicos explicaran una porción creciente del gasto primario al crecer 45,2% i.a. real en el primer trimestre del año y 22,3% i.a. real en abril y mayo. Este aumento de participación respondió principalmente al avance del gasto asociado a subsidios a la energía y a los subsidios destinados al transporte público de pasajeros.

En relación con las tarifas de electricidad y gas, se formalizó una segmentación de subsidios con fecha de vigencia a partir de junio de 2022²⁹. En el nuevo régimen de subsidios se definen tres segmentos de personas usuarias, clasificadas por la Secretaría de Energía según criterios objetivos de ingresos y de exteriorización patrimonial. Aquellas personas de mayores ingresos abonarán el costo pleno de los servicios de energía eléctrica y de gas natural. Habrá un proceso de armonización y la quita de subsidio se realizará en forma gradual y en tercios bimestrales, de modo tal que las personas dentro de este segmento se encontrarán abonando el costo pleno de la energía al finalizar el año 2022. En segundo lugar, para el segmento de menores ingresos los aumentos de energía no podrán superar el 40% del incremento del Coeficiente de Variación Salarial (CVS) del año anterior. Por último, para las personas usuarias de ingresos medios los aumentos tarifarios serán de hasta el 80% del crecimiento del CVS. Los segmentos de niveles de medios y bajos ingresos no tendrán un nuevo incremento en las facturas para el año 2022.

Las partidas asociadas a remuneraciones (incluyendo transferencias a Universidades Nacionales) y el gasto en funcionamiento crecieron 7,1% i.a. real en el primer trimestre del año y 13% i.a. real en los meses de abril y mayo. Cabe señalar que en este último rubro se registran las compras de bienes y servicios (incluyendo las erogaciones asociadas a la compra de vacunas contra el COVID-19 y los gastos asociados a la organización del Censo Nacional). Por su parte las transferencias corrientes a las provincias³⁰ dinamizaron su ritmo de incremento (+10,6% i.a. real durante el primer trimestre y 45,4% i.a. real entre abril y mayo).

El gasto de capital, en línea con la definición de prioridades expuestas para sostener la recuperación de la actividad económica, creció 11,2% i.a. en términos reales durante el primer trimestre y 16,2% i.a. en abril y mayo.

Considerando que en los primeros cinco meses de 2022 los ingresos del SPNF crecieron 67% i.a. (7,2% i.a. real), y que los gastos primarios avanzaron 78,2% i.a. (+14,1% i.a. real), el déficit primario del SPNF se estabilizó en torno a 3,1% del PIB (ver Gráfico 5.6). Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 4,5% del PIB. El Gobierno Nacional actualizó³¹ el Presupuesto Nacional, adaptándolo a las condiciones actuales del contexto macroeconómico, a los fines de establecer un marco de previsibilidad para la gestión fiscal y financiera, determinando un nuevo cálculo de recursos y créditos de la Administración Pública Nacional (APN), como así también una determinación del déficit primario en base devengado. El Ministerio de Economía ha manifestado que el resultado que se deriva de la modificación presupuestaria es consistente con una proyección de déficit primario base caja del SPNF de 2,5% del PIB.

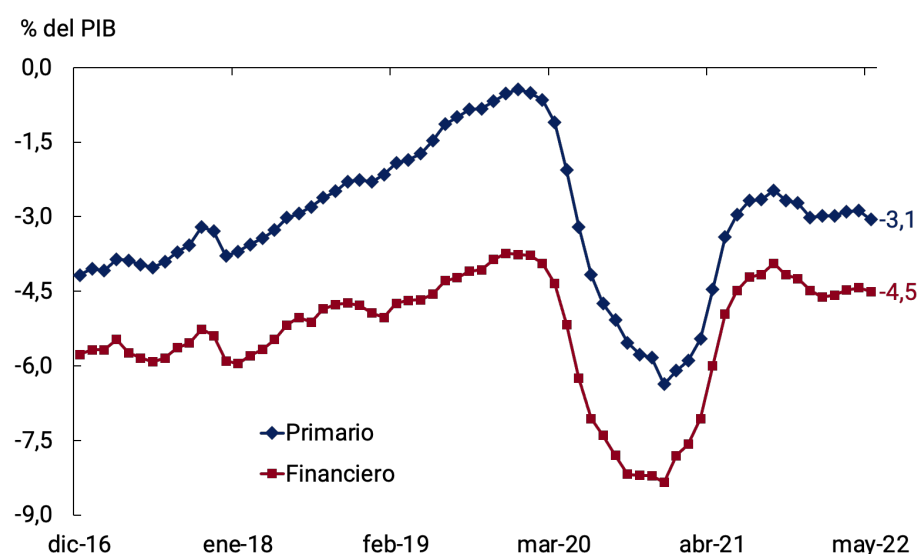
29 Decreto 332/2022

30 Este desempeño se verificó a pesar de que desde inicios de 2021 se comenzaron a registrar presupuestariamente las transferencias asociadas a la creación del Fondo para el Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires (Decreto 735/2020)

31 Decreto de Necesidad y Urgencia N°331/22 de fecha 16 de junio de 2022. Al no haberse sancionado ni promulgado el Proyecto de Ley de Presupuesto 2022 que el Poder Ejecutivo Nacional remitiera al Congreso Nacional el pasado 15 de septiembre de 2021, fueron dictados el Decreto N°882/2021 y la Decisión Administrativa 4/2022 que prorrogaron la Ley de Presupuesto 2021 N°27.591.

Gráfico 5.6 | Resultado Fiscal del Sector Público Nacional no Financiero

Acumulado 12 meses



Nota: se excluyen entre los Ingresos la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI por \$427.400 millones en sep-21.

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

Recuadro. Cumplimiento de las metas fiscales consensuadas con el FMI

Durante el primer trimestre se cumplieron las metas fiscales consensuadas en el marco del Programa de Facilidades Extendidas, según se detalla en el Cuadro 5.1.

Cuadro 5.1 | Metas fiscales según el Programa de Facilidades Extendida

Indicador	Meta al 1-trim.	Ejecutado	Cumplimiento
Criterio de ejecución			
Piso del saldo primario del SPNF acumulado (mil. de mill. de \$)*	-210,9	-192,7	si
Techo al saldo de atrasaos internos del SPNF	535,9	336,2	si
Criterio de ejecución continuo			
No acumulación de atrasos de pagos de deuda externa	0	0	si
Metas indicativas			
Piso de ingresos reales del SPNF (mil. de mill. \$ de dic-21)	2.417,3	2.566,0	si
Piso de gasto en programas de asistencia social del SPNF (mil. de mill. \$)	151,9	164,2	si

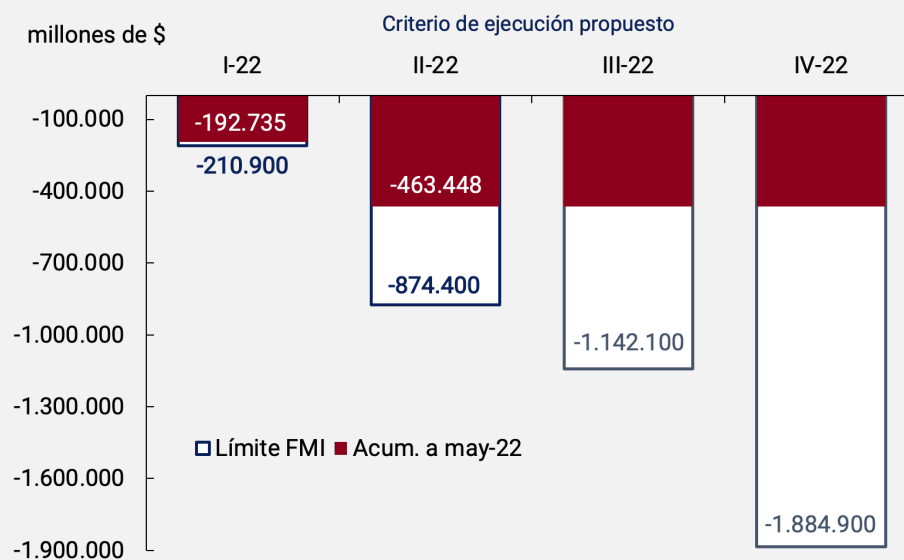
*Ajustado según factores de ajuste definidos en el Memorando Técnico de Entendimiento con el FMI.

Fuente: BCRA en base a Primera Revisión del Programa de Facilidades Extendidas (FMI).

Por un lado, el resultado primario del SPNF acumulado a marzo de 2022 fue de \$192,7 miles de millones, \$18,2 miles de millones por debajo de la meta cuantitativa estipulada por el programa de facilidades extendidas. En segundo lugar, la meta indicativa de piso de ingresos reales del SPNF se cumplió holgadamente para el acumulado de los primeros tres meses de 2022. Los ingresos reales resultaron 6,2% superiores a los de la meta indicativa. En tercer lugar, el acuerdo incorporó una meta de piso de gasto social real. Dentro de gasto social se incluyeron las erogaciones destinadas a la Asignación Universal por Hijo, al plan Progresar y a los programas alimentarios. La suma de estas erogaciones resultó en el acumulado de los primeros tres meses de 2022 en torno a los \$164.2 miles de millones, cumpliendo con el piso indicativo del acuerdo. En cuarto

lugar, el financiamiento al Tesoro Nacional por parte del BCRA mediante Adelantos Transitorios no excedió el techo indicado en las metas del programa de facilidades: se acumularon \$122 miles de millones de ese tipo de financiamiento, unos \$115 miles de millones menos que el techo previsto en el acuerdo (ver Gráfico 5.7).

Gráfico 5.7 | Déficit primario acumulado y Meta FMI



Nota: Metas sujetas a factores de ajuste definidos en Memorando Técnico de Entendimiento (FMI).

La implementación de una batería de medidas del Gobierno Nacional para sostener los ingresos de la población en situación de vulnerabilidad frente a la aceleración de la inflación y los mayores costos de los subsidios, tuvieron un impacto considerable sobre el déficit primario del segundo trimestre. Las previsiones de actualización de las tarifas de los servicios públicos se aplicaron efectivamente recién a inicios de junio, luego del cumplimiento normativo que exige la realización de audiencias públicas y contemplando los criterios de gradualidad que exige la jurisprudencia. Con el objetivo de lograr el cumplimiento de la meta fiscal anual, dentro del conjunto de medidas compensatorias para la segunda mitad del año, el Gobierno nacional envió al Congreso el proyecto de ley de Renta Inesperada que busca reducir el impacto distributivo provocado por las consecuencias de la guerra en Ucrania sobre los precios de los alimentos. La iniciativa, propone la modificación excepcional de la ley que regula el Impuesto a las Ganancias en el país, agregando una alícuota adicional del 15%, que se cobrará por única vez, sobre aquellas actividades que hayan tenido lo que el Gobierno considera una "renta inesperada".

Recientemente el FMI y las autoridades argentinas llegaron a un acuerdo a nivel técnico sobre la primera revisión del Programa de Facilidades Extendidas. La revisión se centró en evaluar el desempeño desde la aprobación del acuerdo, contemplando el impacto de la guerra en Ucrania en la economía argentina e identificando políticas que permiten morigerar sus efectos. Con el objetivo de fortalecer la estabilidad macroeconómica se acordó mantener sin cambios los objetivos anuales establecidos en marzo, cambiando sí su trayectoria trimestral. Tras cumplirse todas las metas cuantitativas del programa para el primer trimestre de 2022, el acuerdo sobre la primera revisión fue aprobado por el directorio ejecutivo del FMI.

5.3. El tesoro obtuvo un financiamiento neto de mercado positivo en los primeros meses del año

El stock de Deuda Pública Nacional a fines de abril de 2022 alcanzó aproximadamente US\$374.260 millones y representó cerca de 77% del PIB, exhibiendo una reducción de unos 12 p.p. respecto de fines de 2019.

Durante el primer trimestre del 2022 el TN logró un refinanciamiento del 150% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$641.153 millones. A su vez, en el acumulado de lo que va del segundo trimestre del 2022, período en el cual se buscó extender el plazo de los instrumentos de deuda licitados, el TN obtuvo un refinanciamiento del 101,1% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$17.754 millones. Las emisiones de instrumentos de deuda pública en lo que va del segundo trimestre se concentraron mayoritariamente en títulos ajustables por Coeficiente de estabilización de referencia (CER), y letras a descuento, mientras que, en menor medida, se colocaron títulos ajustados a la evolución del dólar y a tasa variable.

La extensión de los plazos de los instrumentos emitidos aumentó, impulsados por el crecimiento de la participación de instrumento CER en el total de las colocaciones; en tanto, se verificó un aumento del costo nominal del financiamiento en pesos.

Por su parte, durante febrero, marzo y junio de 2022 se realizaron operaciones de conversión voluntaria de deuda, que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos de corto plazo, previéndose una continuidad de este tipo de operaciones. Con el objetivo de desarrollar el mercado local de deuda en pesos se continuó fortaleciendo la participación de los Aspirantes a Creadores de Mercado 2021, y se continuaron ofreciendo inversiones de corto plazo para los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a partir de las licitaciones de Letras de Liquidez del Tesoro (LELITES; instrumentos de muy corto plazo y elevada liquidez destinados exclusivamente a la suscripción por parte de FCI).

En lo que va de 2022, y en línea con las previsiones presupuestarias en el marco del acuerdo con el Fondo monetario internacional, el financiamiento neto del TN contempló, además del financiamiento obtenido en las licitaciones de instrumentos de mercado, la transferencia neta de \$435.051 millones. La misma se dio en concepto de adelantos transitorios del BCRA al TN y de la variación de depósitos que contempló el uso parcial —por un monto de \$322.449 millones— del componente de apoyo presupuestario previsto en el acuerdo con el FMI que el organismo internacional había desembolsado en Derechos Especiales de Giro (DEG) en ocasión de la firma inicial del acuerdo.

Apartado 3 / Medidas tomadas para reforzar ingresos

Las mayores presiones inflacionarias derivadas del shock externo asociado con la guerra en Ucrania, han afectado el poder adquisitivo de los ingresos a nivel doméstico, generando dificultades en algunos sectores para acceder a la canasta básica. Frente a estas circunstancias extraordinarias, el Gobierno Nacional dispuso una expansión del apoyo social dirigido a los hogares en situación más vulnerable, con el objetivo de reforzar sus ingresos, al tiempo que se sostiene la recuperación económica, en el marco del programa acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Esta política de ingresos forma parte de los esfuerzos realizados por el Gobierno de favorecer la recuperación de los ingresos reales de los hogares de los deciles más bajos de ingresos tras años de crisis (ver Apartado 2 / Empleo e ingresos: a dos años del inicio de la pandemia), entendiendo que resulta importante para la estabilidad y para apuntalar el crecimiento económico con inclusión social³².

En efecto, con el cambio de gestión en diciembre de 2019, el Gobierno Nacional buscó revertir la pérdida del poder adquisitivo de los haberes previsionales observada en los años previos. Así, el Gobierno otorgó³³ dos bonos a jubilados y pensionados en diciembre de 2019 y enero de 2020 para los perceptores del haber mínimo, y un bono, por única vez en diciembre, por cada hijo o hija para quienes perciben la Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo (AUE). Por otro lado, en el marco del Plan Argentina contra el hambre³⁴, el Gobierno ideó la Tarjeta Alimentar, que en un primer momento estipulaba \$6.000 mensuales para los hogares con menores de 6 años. La tarjeta permitió a las familias en situación de vulnerabilidad adquirir alimentos en cualquier comercio y su objetivo es garantizar el acceso a la canasta básica alimentaria.

A partir de marzo de 2020, el Gobierno desplegó una batería de programas con el fin de morigerar los efectos de la pandemia. En primer lugar, impulsó en muy corto plazo un Ingreso Familiar de Emergencia (IFE)³⁵ que ejecutó la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). El IFE fue una prestación monetaria no contributiva de carácter excepcional, que buscó proteger los ingresos de las familias argentinas ante la pérdida o disminución de sus ingresos por la situación de emergencia sanitaria generada por el COVID-19. La medida cubrió un universo de aproximadamente 8.970.000 personas. Las personas beneficiarias fueron aquellas desocupadas o con empleo informal, así como monotributistas sociales y personas trabajadoras de casas particulares.

En segundo lugar, ampliando las políticas de transferencia directa de ingresos, el Gobierno otorgó un bono³⁶ extraordinario para perceptores de Asignación Universal por Hijo/a (AUH) y Asignación Universal por Embarazo (AUE) a aproximadamente 4 millones de niños, niñas y adolescentes. También se acordó un bono similar para casi 600 mil titulares de planes sociales como Hacemos Futuro y perceptores del Salario Social

32 Vale aclarar que a lo largo de este apartado se hará referencia a los principales programas propuestos por el Gobierno, tanto por monto como por universo alcanzado, quedando por fuera varios otros que coexisten con los aquí presentados.

33 Decreto 73/2019. El monto de \$5.000 percibido por personas beneficiarias de las prestaciones previsionales, Pensión Universal para el Adulto Mayor (PUAM), pensiones no contributivas por vejez, invalidez y demás pensiones graciables cuyo pago se encuentra a cargo de la ANSES, equivalía entonces a un 35,5% del haber mínimo jubilatorio. Los \$2.000 que percibieron los beneficiarios de la AUH y AUE equivalía al 72,8% de la asignación mensual.

34 RESOL-2020-8-APN-MDS. Los \$6.000 (RESOL-2020-26-APN-MDS) superaban entonces el valor de la Canasta Básica Alimentaria de un Adulto Equivalente.

35 Por un monto de \$10.000, entonces un 75% del Salario Mínimo Vital y Móvil, el IFE fue pagado en abril de 2020, en función de lo establecido por el Decreto 310/2020, nuevamente en junio, de acuerdo con el Decreto 511/2020 y por última vez en agosto, a partir del Decreto 626/2020.

36 El bono de \$3.100 por cada hijo o hija se abonó entre marzo y abril de 2020.

Complementario. Además, se otorgó un bono extraordinario para personas jubiladas y pensionadas, específicamente para aquellas que cobran un sólo haber, que alcanzó a más de 4,3 millones de personas. A esto se sumó una política de alivio de las deudas mantenidas con la propia ANSeS.

En tercer lugar, el Gobierno colaboró con las empresas del sector privado a través de la implementación de la Asistencia de Emergencia al Trabajo y a la Producción (ATP). El programa ATP³⁷ incluyó una serie de beneficios: se postergó o redujo hasta el 95% del pago de las contribuciones patronales al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA); se implementó un salario complementario que pagó el Estado a ciertos trabajadores y trabajadoras en relación de dependencia del sector privado; y se otorgaron créditos a tasa cero para personas monotributistas y autónomos, así como crédito a tasa subsidiada para empresas. Particularmente, el último ATP pagado en el año 2020 incluyó a 563.312 trabajadores de 33.873 empresas³⁸. Por último, también se llevó adelante un incremento en el monto del seguro de desempleo³⁹.

A medida que los efectos sobre los sectores productivos se fueron disipando, la campaña de vacunación cubrió una proporción significativa de la población y la actividad económica se fue recuperando, las políticas se fueron focalizando en aquellas personas vinculadas con sectores aún afectados por la pandemia para sostener las fuentes de trabajo. El Programa⁴⁰ de Recuperación Productiva (RePro2) continuó brindando ayuda a empresas que vieron afectada su actividad a raíz de la pandemia con el fin de sostener el empleo privado⁴¹. Respecto al programa Potenciar Trabajo⁴², el mismo tiene como objetivo contribuir a mejorar el empleo a través del desarrollo de proyectos productivos, comunitarios y de capacitación, con el fin de promover la inclusión social plena para personas que se encuentren en situación de vulnerabilidad social y económica. En el marco del compromiso del Gobierno Nacional de transformar progresivamente los planes sociales en trabajo registrado, el Estado otorga incentivos a empleadores para que incorporen a beneficiarios del Plan como empleados y empleadas registradas⁴³.

A partir del segundo trimestre de 2021, se adoptaron una serie de medidas excepcionales con el fin de mitigar los efectos económicos provocados por la segunda ola de la pandemia y reforzar la protección económica y social de los sectores más carenciados. Así, se amplió⁴⁴ la cobertura de la Tarjeta Alimentar hasta niñas y niños de 14 años, mujeres embarazadas, madres y padres de hijos con discapacidad, estos sin límite de edad, y madres con siete o más hijos de hasta 14 años inclusive. A su vez, se realizaron nuevos pagos extraordinarios a beneficiarios y beneficiarias de jubilaciones y pensiones de menores ingresos⁴⁵, se otorgó un

37 Fue creado por Decreto 332/2020 y se pagó a lo largo de las 9 rondas que tuvo el programa hasta diciembre de 2020, más un remanente en los primeros meses de 2021. El Estado se hizo cargo del pago del 50% del salario, a cuenta del pago de las remuneraciones del personal afectado, hasta \$33.750, que era el equivalente a dos Salarios Mínimo, Vital y Móvil.

38 Ejecución Físico-Financiera del Presupuesto de la Administración Nacional.

39 A través del Decreto 376/2020, en el mes de abril, se elevó el mínimo a \$6.000 y el máximo a \$10.000.

40 El RePro otorga subsidios a trabajadores de empresas y áreas geográficas en crisis, de manera de completar la remuneración básica que paga el empleador mediante una suma fija mensual no remunerativa y por el plazo de hasta 12 meses.

41 El beneficio otorgado a cada destinatario se acordó con el siguiente esquema: a) afectados no críticos: hasta \$ 9.000; b) críticos: hasta \$ 12.000 (por disposición transitoria serán \$ 18.000); y c) sector salud: hasta \$ 18.000. Actualmente, el monto de la asistencia, que se abona por tres meses, es equivalente al 50% de la remuneración total de cada trabajador o trabajadora activo hasta un máximo del cincuenta por ciento 50% del valor del SMVyM vigente al momento de solicitar la asistencia. Para percibir la asignación, los trabajadores y las trabajadoras no deberán tener una remuneración total superior a cuatro veces el SMVyM vigente.

42 El Programa Nacional de Inclusión Socio Productiva y Desarrollo Local "Potenciar Trabajo", unifica a los programas Hacemos Futuro y Salario Social Complementario en una única iniciativa.

43 A través del Decreto 711/2021 se modifican los Programas de Inclusión Socio-Productiva y Desarrollo local "Potenciar Trabajo" y el Programa de Inserción Laboral del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, con el objetivo de convertir las diferentes prestaciones de asistencia a personas desempleadas o con trabajos precarizados en un estímulo para la contratación de sus titulares bajo la forma de empleo asalariado registrado en el sector privado.

44 RESOL-2021-655-APN-MDS de mayo de 2021.

45 Según Decreto 218/2021, se realizó un pago extraordinario de \$1.500 en abril y otro de \$1.500 en mayo. Posteriormente, los decretos 481/21 y 855/21 establecieron pagos extraordinarios de \$5.000 en agosto y \$8.000 en diciembre, respectivamente.

subsidio extraordinario de \$15.000 para titulares de Asignación Universal por Hijo (AUH) y personas mono-tributistas A y B titulares de Asignaciones Familiares, residentes del Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA)⁴⁶. Asimismo, se estableció un complemento mensual a la asignación familiar por hijo/a de trabajadores/as formales dependiendo de a que rango de ingresos pertenezcan⁴⁷.

Tras la aceleración de la inflación en los primeros meses del presente año producto del shock externo, durante el transcurso del segundo trimestre, se han otorgado nuevamente asignaciones⁴⁸ para los trabajadores y las trabajadoras informales, personas desocupadas o sin ingresos, empleadas en casas particulares, mono-tributistas, jubiladas y pensionadas para reforzar la política de ingresos y evitar que el shock que está viviendo el mundo, y la Argentina, tenga efectos nocivos sobre la desigualdad. Además, a partir de mayo de 2022 se aumentó el monto de la tarjeta Alimentar en un 50%⁴⁹.

Como se ha descripto previamente, los principales programas de asistencia a personas tuvieron un gran protagonismo en los últimos años. De acuerdo con la información que surge de la ejecución física del Presupuesto Nacional se puede dar cuenta del incremento en la cobertura y expansión de dichos programas (ver Cuadro 1)

Cuadro 1 | Principales programas de Asistencia a Personas en unidades físicas

Programa	Unidad de medida	Ejecución Acumulada a Diciembre			
		2018	2019	2020	2021
Complemento Alimentario a Personas en Situación de Vulnerabilidad Social	Módulo alimentario entregado	6.898.604	7.534.192	8.488.806	8.692.871
Asistencia Alimentaria a Personas Beneficiarias de la Tarjeta Alimentar	Prestación alimentaria otorgada con tarjeta		1.345.653	1.567.752	2.420.184
Ingresos de Inclusión Social (Potenciar Trabajo)	Titular	240.755	238.325	877.889	1.218.813
Mantenimiento Empleo Privado (RePro y RePro2)	Beneficio mensual	246.952	175.058	274.483	4.914.240

Fuente: Dirección de Evaluación Presupuestaria de la Oficina Nacional de Presupuesto (Secretaría de Hacienda).

Asimismo, a partir de la información sobre Crédito y Gasto del Presupuesto de la Administración Pública Nacional, se puede verificar la ejecución financiera de cada uno de los programas presupuestarios (ver Gráfico 1)

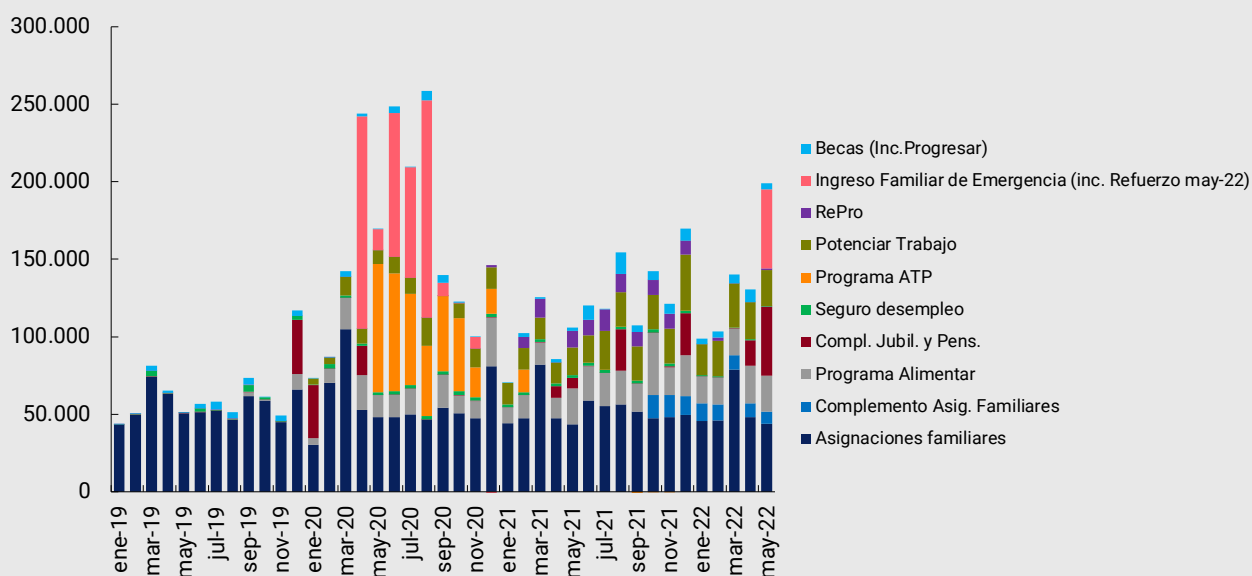
46 Decreto 261/2021.

47 Decreto 719/2021.

48 Según el Decreto 216/2022, el monto de la prestación del "refuerzo de ingresos" será de \$18.000 a realizarse en dos pagos de \$9.000 en mayo y junio de 2022.

49 Los montos percibidos para familias con un hijo pasaron a representar \$9.000, \$13.500 para aquellas familias con dos hijos y \$18.000 las que tienen tres o más (RESOL-2022-371-APN-MDS).

Gráfico 1 | Transferencias corrientes al Sector Privado (Ayuda a Personas) de la Administración Nacional
Millones de pesos a precios de dic-21



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda.

En conclusión, desde fines de 2019 el Gobierno Nacional tomó una serie de medidas para sostener los ingresos reales de las familias, ante la compleja situación macroeconómica con la que finalizó la anterior gestión. Luego, durante la pandemia de COVID-19 generó los mecanismos para apoyar a trabajadores y trabajadoras —tanto formales como informales—, empresas y a la sociedad general para mitigar sus efectos nocivos. A medida que los efectos negativos de la pandemia se fueron disipando el Gobierno focalizó su atención en la población en situación de mayor vulnerabilidad o vinculada a los sectores productivos que demoraron más en recuperarse de la pandemia. En la actualidad, frente al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y sus efectos inflacionarios como resultado de la disrupción de las cadenas productivas, el Gobierno reforzó los ingresos de dicha población con una serie de medidas urgentes y excepcionales (ver Apartado 4 / Evolución reciente de los precios de los alimentos).

Hacia delante se espera que, en el marco del Programa de Facilidades Extendidas con el FMI, la consolidación de una mayor estabilidad macroeconómica favorecerá el crecimiento económico y la baja gradual en la inflación, permitiendo al Gobierno transformar progresivamente estas herramientas de sostenimiento de ingresos en apoyo al crecimiento del empleo privado formal.

6. Precios

En marzo de 2022 la inflación se elevó significativamente alcanzando una tasa de 6,7% mensual, registro muy elevado en términos históricos. La aceleración de los precios se explicó principalmente por la evolución de la categoría Núcleo, a la que se sumaron incrementos en servicios regulados de educación, gas y electricidad. Luego del máximo verificado en marzo, la inflación mensual se moderó en abril (6,0%) y mayo (5,1%), manteniéndose aún en niveles superiores a los observados en el primer bimestre del año. La tasa de inflación interanual fue de 52,8% en el primer trimestre del año y se elevó hasta 60,7% en mayo, último dato disponible.

La aceleración en los precios de los alimentos tuvo un impacto significativo en el incremento de la inflación núcleo, en especial en marzo y abril, traccionada por las subas de las cotizaciones internacionales de las materias primas como resultado de la guerra en Ucrania. Este shock externo afectó a la Argentina en el contexto de una actividad económica en recuperación y con una elevada inercia inflacionaria previa. Asimismo, la existencia de mecanismos formales e informales de indexación aumentó la magnitud y persistencia del impacto de este shock inflacionario en comparación con lo observado en otros países. Así, se verificó un incremento de las expectativas de inflación, al tiempo que la aceleración observada en los precios de los alimentos se extendió al resto de los bienes y servicios, registrándose tasas de inflación núcleo elevadas en marzo (6,4%) y abril (6,7%). Luego del máximo alcanzado en abril, la tasa de inflación núcleo se redujo en mayo hasta 5,2%. Esta incipiente desaceleración fue explicada en gran medida por el menor ritmo de suba de los alimentos, en particular de los procesados y las carnes.

Para la segunda parte del año, se espera que la inflación núcleo descienda gradualmente a medida que los efectos del shock externo continúen moderándose. Luego del impacto de las actualizaciones en las tarifas de servicios públicos durante junio, el nivel general de inflación retomaría un sendero de descenso gradual a partir de julio. Esta expectativa de una paulatina desaceleración mensual de los precios durante el resto de 2022 es compartida por los analistas del mercado, de acuerdo con lo que sugiere el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

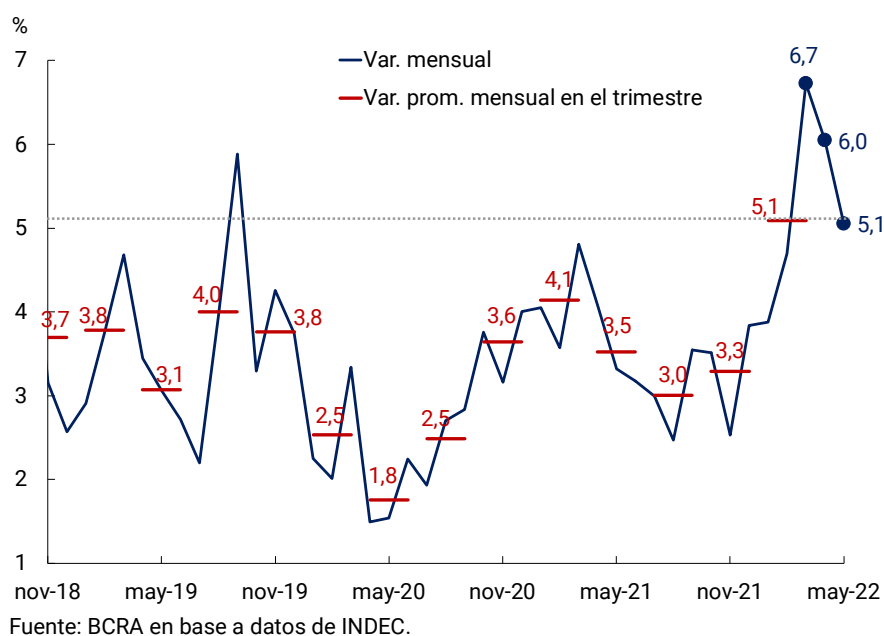
El Gobierno nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas para bajar la inflación. En este sentido, la vigencia del acuerdo con el FMI permitirá consolidar un marco de certidumbre macroeconómica, ayudando así a acotar las expectativas de incremento del tipo de cambio y de la inflación. El BCRA conducirá su política monetaria y cambiaria, en un contexto de menor asistencia financiera al Tesoro Nacional, buscando una gradual convergencia hacia tasas de interés reales positivas y administrando la liquidez en forma adecuada para preservar la estabilidad monetaria sin afectar la recuperación económica.

6.1. La inflación doméstica registró niveles máximos en marzo y abril en un contexto de fuerte aumento de los precios internacionales de las materias primas

El año 2022 comenzó con una suba de la inflación promedio de enero y febrero (4,3%) respecto a la registrada en el IV-21 (3,3%). Esa primera aceleración de los precios se explicó en gran medida por el fuerte incremento de las verduras y hortalizas debido a factores climáticos y también por la finalización del programa de congelamiento “+Precios cuidados” adoptado por el Gobierno Nacional en octubre de 2021 (ver IPOM de marzo de 2022).

Desde los primeros días de marzo se produjo un segundo proceso de aceleración de los precios traccionado por el significativo aumento de las cotizaciones internacionales de las materias primas como consecuencia de la guerra entre Rusia y Ucrania comenzada el 24 de febrero de 2022. Al mayor ritmo de suba de los alimentos a nivel doméstico se sumaron en marzo las correcciones de las tarifas de los servicios públicos y de los precios de los combustibles, los cuales venían exhibiendo deterioros en sus precios relativos. Este proceso de aceleración de los precios de los alimentos y de los regulados se generalizó al resto de la canasta de consumo. De esta forma, el nivel general (NG) de inflación mensual alcanzó su nivel máximo en marzo (6,7% NG; 6,4% Núcleo) y la inflación Núcleo en abril (6,0% NG; 6,7% Núcleo). Con la suba de marzo, el primer trimestre de 2022 finalizó con una inflación promedio mensual de 5,1%, incrementándose 1,8 p.p. respecto al trimestre previo, siendo el registro trimestral más elevado desde que se publica el actual IPC Nacional (ver Gráfico 6.1).

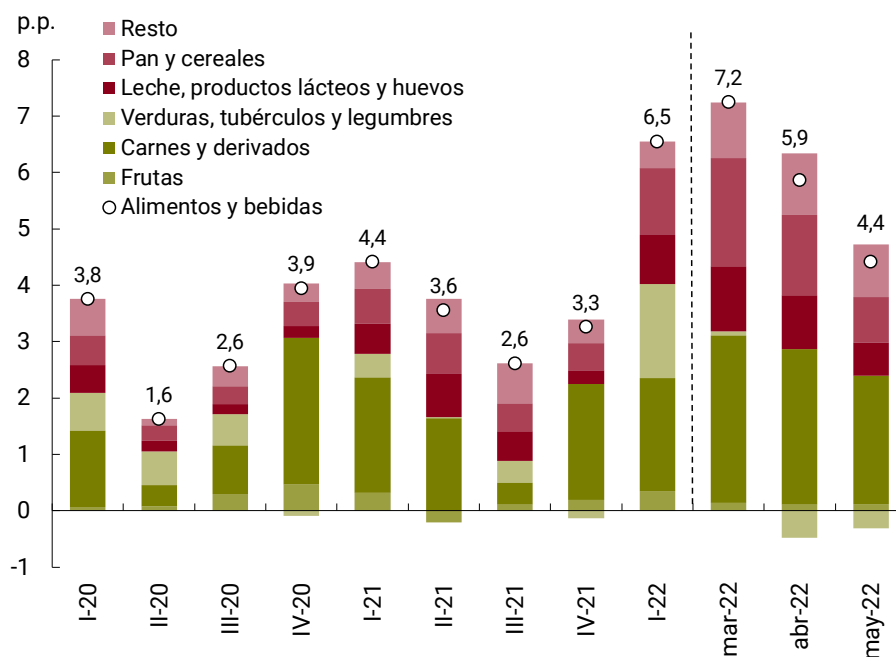
Gráfico 6.1 | IPC. Evolución mensual y trimestral del Nivel general



En el bimestre abril-mayo, se redujo el nivel general de inflación (5,5% promedio mensual, -1,2 p.p. respecto a marzo), aunque persistió en niveles elevados, superiores al promedio de los registros de 2020 y 2021. La desaceleración entre abril y marzo (de 6,0% a 6,7% mensual) se explicó por la evolución de los Regulados (3,9%, -0,9 p.p. respecto a marzo) y los Estacionales (3,0%, -2,4 p.p.), mientras que en mayo (NG 5,1%) influyó particularmente el menor ritmo de suba de la categoría Núcleo (5,2%, -1,5 p.p. respecto a abril), en gran medida por la evolución de los alimentos procesados y de las carnes.

En el incremento de la inflación núcleo de marzo y abril tuvo un impacto significativo el elevado ritmo de suba del precio promedio de los alimentos, como resultado de la guerra en Ucrania. Este shock externo afectó a la Argentina en el contexto de una actividad económica en recuperación y con una elevada inercia inflacionaria, impactando en forma directa sobre los precios de los alimentos envasados y de las carnes —ambos componentes de la categoría Núcleo—. En contraste, los precios promedio de los alimentos que forman parte de la categoría Estacionales cayeron (Verduras, tubérculos y legumbres -1,9%), o se desaceleraron (Frutas 2,4%, -6,5 p.p.) en el segundo bimestre respecto al primero, período en el que habían evidenciado subas muy significativas debido principalmente a factores climáticos (ver Gráfico 6.2). En mayo, los alimentos envasados y las carnes redujeron su ritmo de incremento respecto a abril, mientras que las verduras y las frutas, en conjunto, evidenciaron nuevamente una variación mensual negativa (ver Apartado Evolución reciente de los precios de los alimentos).

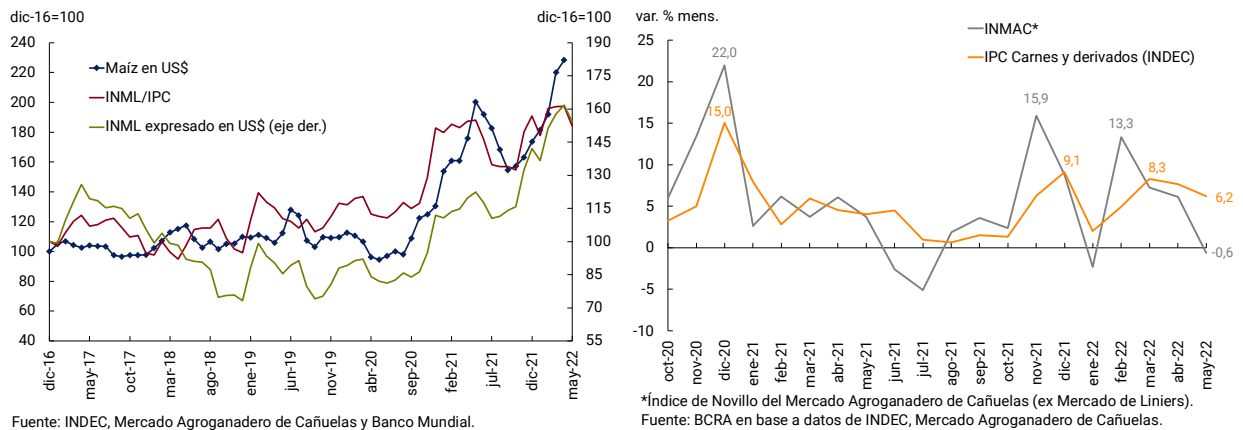
Gráfico 6.2 | IPC Alimentos y bebidas no alcohólicas. Variación promedio mensual por trimestre y contribuciones por componentes seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

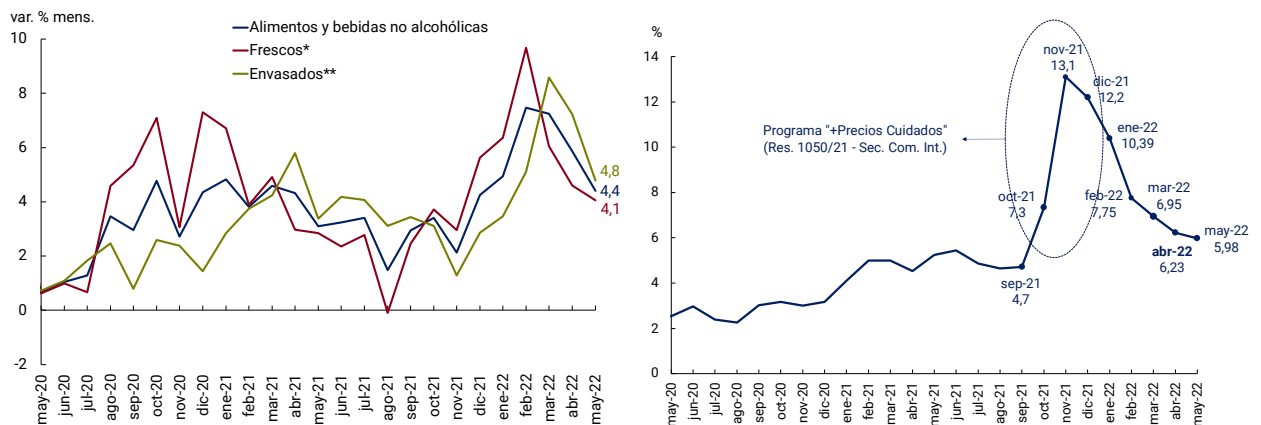
Respecto a la evolución del agrupado Carnes y derivados durante el segundo bimestre (8,0% de suba promedio mensual), se destacó como factor explicativo el alza de la cotización internacional del maíz, principal insumo para forraje, que incidió en primer lugar sobre los precios mayoristas de la carne vacuna, medido por el Índice de Novillo del Mercado de Liniers (INML). En mayo hubo señales que indicarían el comienzo de una tendencia a la desaceleración en el precio doméstico de las carnes, tanto a nivel minorista (6,2% respecto a abril, -1,4 p.p.) como mayorista. En ese sentido, la caída mensual del INML de mayo (-0,6%), acompañando a la retracción del precio internacional del maíz (-1%), anticiparía una posible nueva desaceleración de las carnes a nivel minorista para junio (ver Gráfico 6.3).

Gráfico 6.3 | Evolución de los precios de la carne minorista y mayorista y el precio internacional del maíz



Por su parte, los alimentos y bebidas envasados (6,8% de incremento en el bimestre marzo-abril), se aceleraron desde fines de febrero, registrándose subas muy significativas en panificados, lácteos y azúcares. Además del impacto de los precios internacionales, los mayores aumentos observados en los alimentos envasados habrían estado asociados a estrategias de cobertura de varias firmas del sector que, ante el anuncio de posibles medidas gubernamentales orientadas a contrarrestar la inflación, actualizaron en forma anticipada sus listas de precios a mediados de marzo. A ello, se sumó una tendencia de caída en la proporción de precios que forman parte del programa “+Precios Cuidados” sobre el total de productos relevados por INDEC en GBA (6,0% de cobertura en mayo), luego de alcanzar el máximo en noviembre de 2021 (13,1%). Esta reducción en la participación en el IPC continuó en abril y mayo, incluso cuando la nueva etapa del programa había incorporado más artículos y variedades⁵⁰ (Ver Gráfico 6.4). Luego de la aceleración del segundo bimestre, los alimentos envasados verificaron en mayo una significativa reducción en el ritmo de suba, al incrementarse 4,8% respecto a abril, registro similar al observado en febrero de 2022.

Gráfico 6.4 | Evolución mensual de alimentos frescos y envasados y participación de los productos de Precios Cuidados sobre el total de productos relevados en GBA



*Incluye carnes y derivados, frutas y verduras.

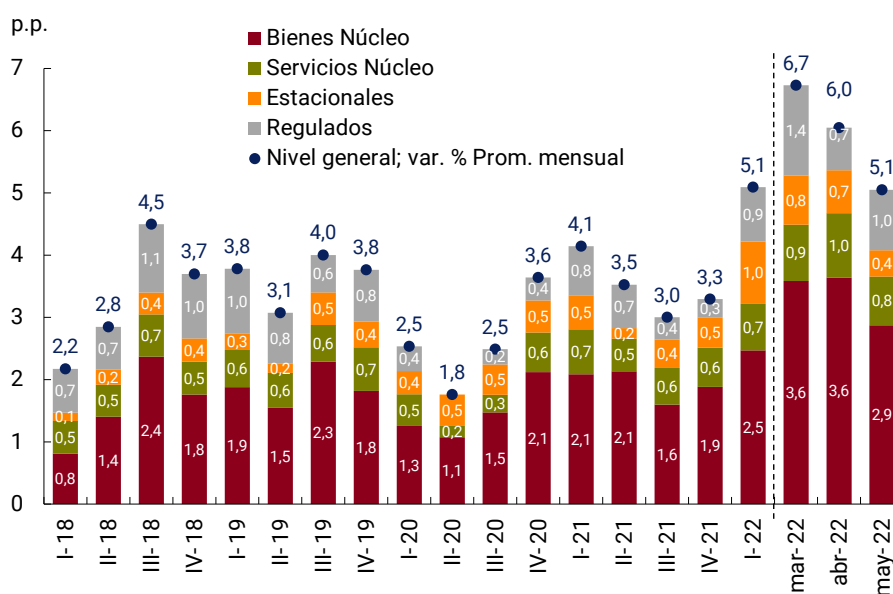
** Incluye panificados, lácteos, aceites y grasas y bebidas no alcohólicas mayormente incluidos en programas de precios.

Fuente: INDEC.

50 La nueva etapa del programa +Precios Cuidados lanzada en abril aumentó hasta 1.357 la cantidad de artículos incluidos dentro del mismo e incorporó 473 productos a partir de la entrada en vigencia del fideicomiso privado del trigo (harina 000 y fideos secos).

Además del referido incremento en el ritmo de suba de los Alimentos y bebidas durante los meses de marzo y abril (6,6% promedio mensual, +0,4 p.p. respecto al primer bimestre), la aceleración del nivel general de precios fue también el resultado de la evolución de otros grupos de bienes (ver Gráfico 6.5). A nivel divisiones se destacaron las subas en Prendas de vestir y calzado (10,4% promedio mensual, +7,5 p.p. respecto al primer bimestre) y en Bebidas alcohólicas y tabaco (4,5%, +2,3 p.p.). A nivel agrupados resaltó el incremento en el ritmo de suba de los Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud (5,6%, +1,9 p.p.). Luego del shock de precios internacionales que impactó en el segundo bimestre del año, los bienes se desaceleraron en mayo de manera muy difundida (5,3%, -1,2 p.p. respecto al promedio marzo-abril), aunque mantuvieron un ritmo todavía elevado respecto a 2021.

Gráfico 6.5 | IPC. Contribuciones de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios en el trimestre



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Respecto a los servicios, estos también se aceleraron significativamente durante marzo y abril (5,9% promedio mensual; +2,5 p.p. respecto al primer bimestre), aunque continuaron creciendo en menor magnitud que los bienes. En mayo recortaron su ritmo de expansión hasta 4,3% mensual.

A un nivel más desagregado, la suba de los Servicios en el segundo bimestre fue generalizada. Los Servicios públicos se aceleraron respecto al primer bimestre, aunque siguieron creciendo por debajo del Nivel general. Este agrupado reflejó los aumentos autorizados en marzo en las tarifas de gas y energía eléctrica, mientras que las tarifas del transporte público continuaron con incrementos moderados. En mayo, los servicios públicos tuvieron un incremento promedio acotado.

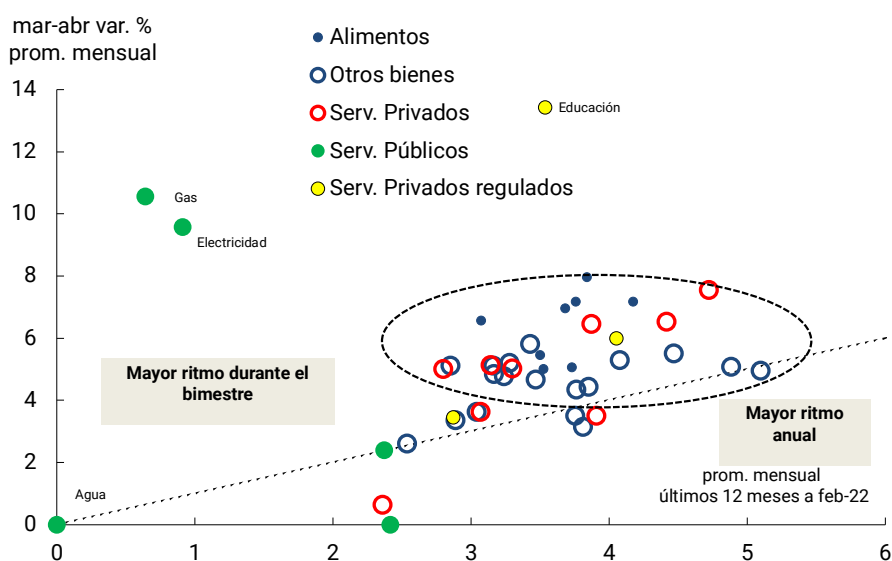
En cuanto a los Servicios privados regulados la división Educación creció 12,7% promedio mensual en el bimestre marzo-abril, debido principalmente a los aumentos habituales que tienen lugar en marzo en las cuotas de colegios privados. Los Gastos de prepagas también contribuyeron a la aceleración de los servicios, con incrementos en torno a 6,2% promedio mensual (+1,8% respecto al primer bimestre). Por su parte, los Servicios

de telefonía e internet se desaceleraron durante este período hasta 3,4% (-1,0 p.p. respecto al primer bimestre). Los servicios privados regulados también recortaron su tasa de expansión en mayo, a excepción de las cuotas de medicina prepaga.

Por último, durante el segundo bimestre los servicios privados no regulados⁵¹ también incrementaron su ritmo de suba respecto a los primeros meses del año (5,1% promedio mensual, +0,9 p.p. respecto al primer bimestre), intentando evitar el retraso de sus precios relativos ante la aceleración de los bienes y del resto de los servicios, en un contexto mayores expectativas de inflación y luego en mayo se desaceleraron (4,6%, -0,5 p.p. respecto al promedio marzo-abril). En efecto, los Restaurantes —con una elevada ponderación en este agrupado—, exhibieron subas de 7,1% promedio mensual en el segundo bimestre (+2,8 p.p. respecto al primer bimestre), influidos por el aumento en el precio de los alimentos. Los Servicios recreativos y culturales mostraron una tendencia similar, con incrementos en torno a 5,4% en el segundo bimestre (+3,5 p.p.). Contrariamente a lo que se observó en la mayoría de los servicios privados, el ítem Alquiler de la vivienda mantuvo su ritmo de suba durante marzo y abril (4,5%; igual registro del primer bimestre), mientras que los Servicios vinculados al turismo—alojamiento, transporte, paquetes y excursiones— se desaceleraron influidos por factores estacionales. En mayo, los servicios privados no regulados subieron en promedio 4,6%, desacelerándose respecto al segundo bimestre debido, entre otros factores, a la caída en el ritmo de suba de los Restaurantes y hoteles y la estabilidad de los gastos comunes de la vivienda (expensas) luego de meses con alzas significativas.

En resumen, la aceleración del IPC durante el período marzo-abril respecto al primer bimestre del año fue difundida. Utilizando información del IPC de la Ciudad de Buenos Aires, debido a su mayor nivel de apertura respecto al IPC Nacional, se observa que la mayoría de los bienes y servicios exhibió aumentos superiores al ritmo interanual mensualizado que habían registrado hasta febrero, lo que da cuenta de un fenómeno difundido (ver Gráfico 6.6).

Gráfico 6.6 | IPC BA. Variaciones de bienes y servicios al máximo nivel de apertura disponible



Nota: excluye Bienes y Servicios estacionales.

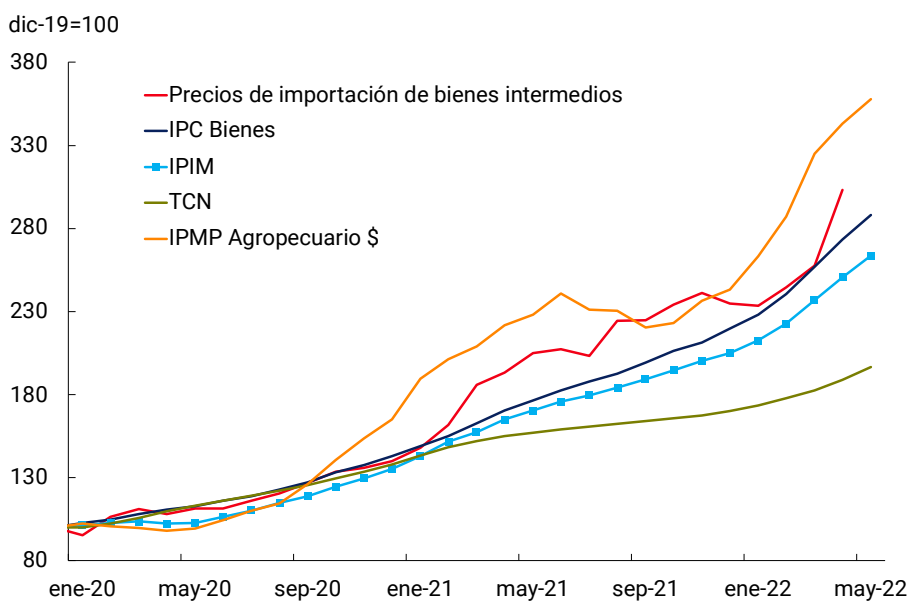
Fuente: Instituto de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires.

51 Los servicios privados no regulados refieren a los Servicios excluyendo electricidad, gas y otros combustibles, transporte público, gastos en medicina prepaga, telefonía e internet y educación.

6.2. Los precios mayoristas se aceleraron, pero sostuvieron un ritmo más moderado que los minoristas en el primer trimestre

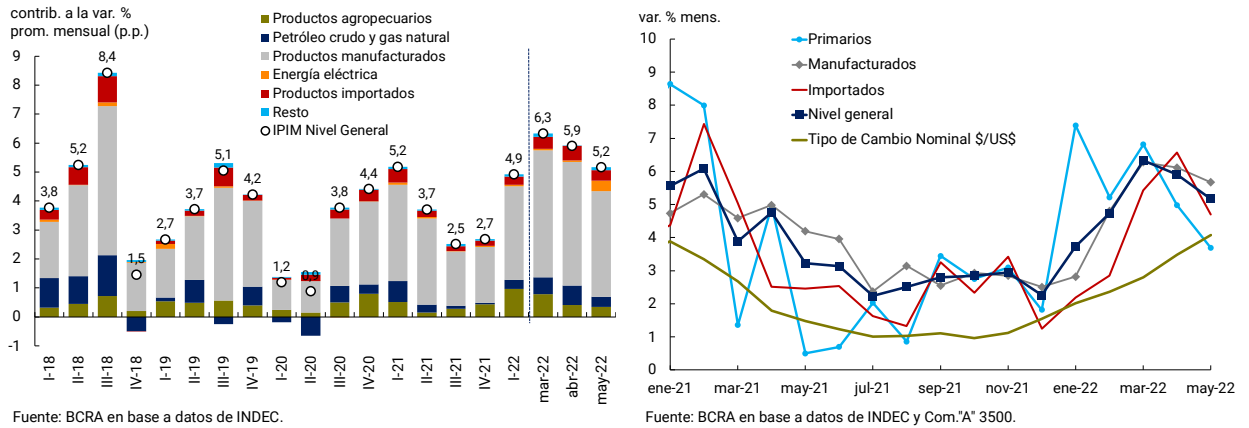
En el primer trimestre los precios mayoristas capturados por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) se aceleraron hasta 4,9% promedio mensual, +2,2 p.p. por encima del trimestre previo, aunque continuaron con un ritmo inferior al de los bienes minoristas. Al igual que en el caso de los minoristas, esta trayectoria también estuvo influida desde marzo por los nuevos incrementos en los precios internacionales de las materias primas. Luego del máximo verificado en el mes de marzo (6,3%) el IPIM se desaceleró levemente en abril (5,9%) y en forma más significativa en mayo (5,2%), aunque sostuvo un ritmo muy superior al del segundo semestre de 2021 (ver Gráficos 6.7 y 6.8).

Gráfico 6.7 | IPIM, tipo de cambio nominal y precios internacionales de las materias primas (IPMP)



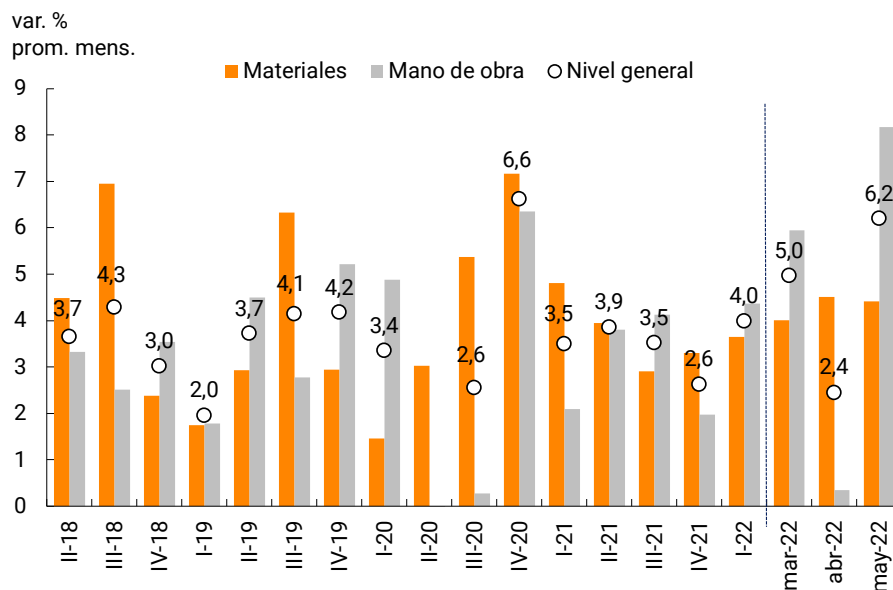
Al interior del IPIM, la mayor tasa de expansión durante el primer trimestre reflejó la aceleración de los Productos manufacturados —la categoría con la mayor ponderación en el índice—, que subieron 4,6% (+1,9 p.p. respecto al IV-21). En tanto, las demás categorías también incrementaron sus ritmos de suba, aunque sus incidencias en el IPIM fueron menores. Los Productos Primarios se expandieron 6,5% (+3,9 p.p. respecto al IV-21), sintetizando en ellos incrementos en los Productos Agropecuarios y en el Petróleo Crudo y gas (ver Gráfico 6.8). Finalmente, los Productos importados se aceleraron, aunque siguieron creciendo a un ritmo inferior al de las otras categorías, en torno a 3,5% promedio mensual (+1,1 p.p.), influidos por las relativamente acotadas variaciones del tipo de cambio nominal.

Gráfico 6.8 | Evolución y contribuciones del IPIM y del tipo de cambio nominal



Por su parte, los costos de la Construcción (ICC) también incrementaron su ritmo de expansión en el primer trimestre hasta 4,5% promedio mensual (+3,0 p.p. por encima del registro del período previo), aceleración que fue difundida entre sus categorías. Los Materiales de construcción aumentaron su ritmo de suba hasta 4,0% (+0,4 p.p.), mientras que los costos del componente Mano de obra subieron 4,7% (+4,5 p.p.). El mayor incremento en los costos de la Mano de obra reflejó la entrada en vigencia de tramos paritarios durante este periodo. En abril, los costos de la construcción evidenciaron una desaceleración explicada por las mínimas variaciones del componente mano de obra, ante la ausencia de tramos paritarios, en tanto que los Materiales continuaron con subas significativas. En mayo se produjo la situación contraria, ya que el incremento de salarios de 8,2% aceleró el ICC al 6,2% mientras que los materiales redujeron levemente su ritmo de suba (ver Gráfico 6.9).

Gráfico 6.9 | Costos de la construcción



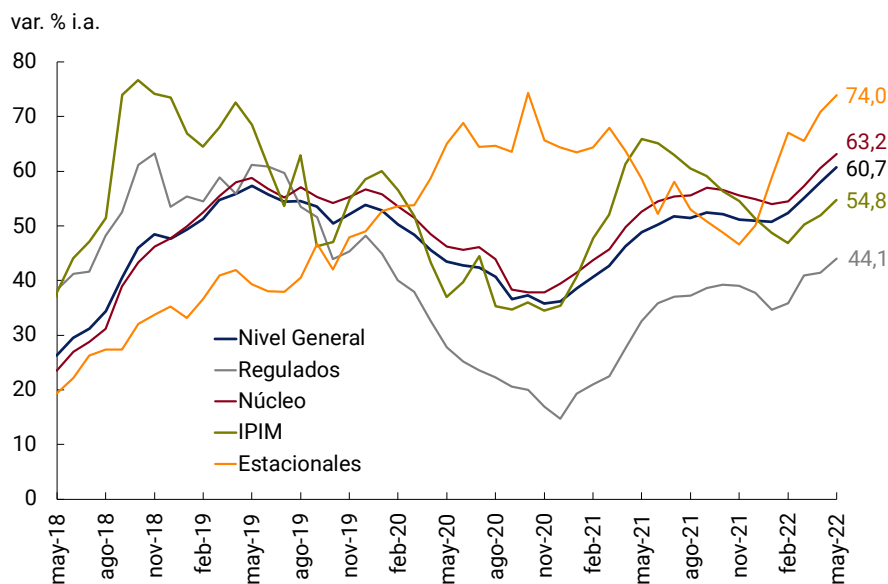
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

6.3. La inflación interanual se elevó de manera difundida entre los principales agrupados

La suba significativa de la inflación en lo que va de 2022 llevó a que las variaciones mensuales superen a las de igual período de 2021 y por lo tanto la tasa de inflación interanual se incrementó en los meses recientes hasta ubicarse en torno a 60,7% en mayo, 9,7 p.p. por encima del dato de diciembre de 2021 (50,9% i.a.). Esta tendencia también se observó a nivel de las principales categorías que conforman el IPC y en el IPIM.

La categoría Estacionales exhibió una aceleración en lo que va de 2022 y sus tasas de variación interanual (74,0% i.a. en mayo) superaron nuevamente a las del resto de las categorías. La categoría Núcleo también incrementó su ritmo de crecimiento interanual (63,2% i.a.), y continuó registrando aumentos por encima de los verificados por el Nivel general. Por último, los bienes y servicios Regulados (44,1% i.a.) conforman la categoría que sigue presionando a la baja sobre la variación interanual del NG, aunque en los últimos cuatro meses también se ha acelerado. Por su parte, la inflación mayorista interanual (54,8% i.a.) verificó una trayectoria similar, acelerándose en los últimos meses, aunque con tasas de variación inferiores a las del IPC durante lo que va de 2022, luego de que en 2021 se diera la situación contraria (ver Gráfico 6.10).

Gráfico 6.10 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

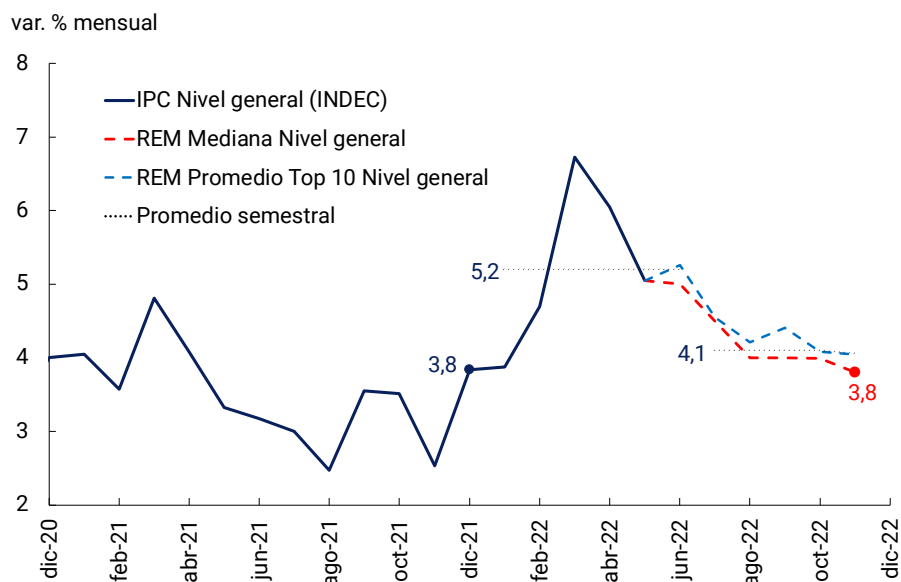
6.4. Perspectivas

El incremento de la inflación núcleo en marzo y abril se produjo en un contexto de elevada turbulencia internacional caracterizado por el alza de los precios de los alimentos y la energía como resultado de la guerra en Ucrania. Este shock externo afectó a la Argentina en el contexto de una actividad económica en recuperación y con una elevada inercia inflacionaria. Pese al ritmo de suba relativamente acotado del tipo de cambio nominal, este episodio provocó un mayor ritmo de suba en los precios domésticos de los alimentos que se difundió al resto de la economía, provocando una aceleración de los registros inflacionarios y una revisión al alza de las expectativas de inflación. La reapertura de las paritarias salariales y el adelantamiento de los tramos de algunos convenios en respuesta a la aceleración inflacionaria no anticipada, así como la actualización de las tarifas de

los servicios públicos, contribuyeron en igual dirección, aumentando la persistencia del shock. Luego de una incipiente desaceleración del nivel general de precios en abril y mayo, en junio impactará transitoriamente una nueva actualización en las tarifas de gas por red y energía eléctrica⁵², así como en las de transporte público (estos dos últimos con un mayor efecto en GBA) ejerciendo una presión alcista sobre el Nivel general de precios.

Para la segunda parte del año se espera que, de no mediar nuevos shocks de precios internacionales, la inflación núcleo continúe descendiendo gradualmente mientras que el nivel general de inflación retomaría una trayectoria de paulatino descenso desde julio, luego del impacto de las actualizaciones en las tarifas de servicios públicos de junio. La gradualidad prevista para dicho sendero de reducción de la inflación contempla ciertos factores que podrían operar en sentido contrario: el proceso de formación de expectativas de inflación, el adelantamiento y concentración de las paritarias salariales y los posibles efectos de segunda ronda de las actualizaciones de tarifas de servicios públicos y de combustibles, entre otros. Esta expectativa de una paulatina desaceleración de los precios durante el resto de 2022 es compartida por los analistas del mercado, ya que, de acuerdo con lo que sugiere el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), pronostican que hacia fin de año las tasas de variación mensual retornarán a valores similares a los de fines de 2021 (ver Gráfico 6.11).

Gráfico 6.11 | Expectativas de inflación mensual (REM may-22)



Fuente: INDEC y REM-BCRA (may-22).

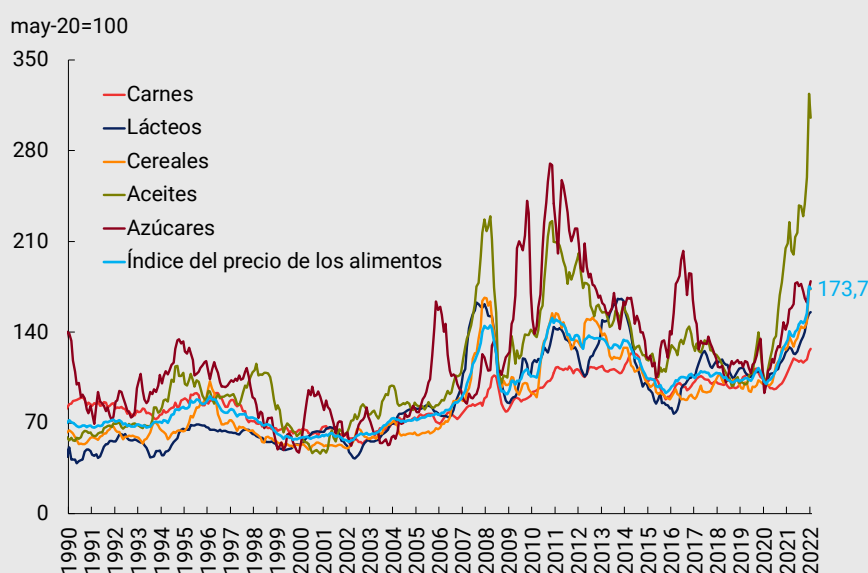
El Gobierno nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas para combatir la inflación. En este sentido, la vigencia del acuerdo con el FMI permitirá consolidar un marco de certidumbre macroeconómica, ayudando así a acotar las expectativas de incremento del tipo de cambio y de la inflación. El BCRA conducirá su política monetaria y cambiaria, en un contexto de menor asistencia financiera al Tesoro Nacional y buscando una convergencia gradual hacia tasas de interés reales positivas, administrando la liquidez en forma adecuada para preservar la estabilidad monetaria sin afectar la recuperación económica.

⁵² El 16-jun-22 se publicó el Decreto 332/2022 que establece la segmentación de tarifas de electricidad y gas natural por red, dividiendo a los usuarios en 3 escalas: Mayores ingresos (nivel 1), Menores ingresos (nivel 2) e Ingresos medios (nivel 3). En el primer caso se irán quitando los subsidios durante el año para que los usuarios abonen la tarifa plena hacia fines de 2022. En el caso de los usuarios de menores ingresos, abonarán la Tarifa social, y el aumento no podrá superar el 40% del CVS del año previo. Por último, las tarifas de los usuarios de Ingresos medios se incrementarán hasta un 80% del CVS del año anterior. De esta forma, luego de los incrementos de marzo, las tarifas de los niveles 2 y 3 no evidenciarán más aumentos en el resto de 2022.

Apartado 4 / Evolución reciente de los precios de los alimentos

En los primeros meses de 2022 se produjo a nivel doméstico una significativa aceleración en los precios de los alimentos y bebidas (AyB), los cuales alcanzaron tasas de variación muy elevadas en términos históricos. En enero y febrero se produjo un fuerte incremento en las verduras y frutas debido a factores climáticos que afectaron transitoriamente a la oferta (ver IPOM marzo de 2022). En marzo y abril la aceleración se concentró en el resto de los AyB. Este comportamiento obedeció principalmente al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania que provocó un fuerte impulso sobre las cotizaciones internacionales de las materias primas desde fines de febrero, exacerbando la tendencia ascendente que ya evidenciaban desde mediados de 2020. Ese episodio impactó sobre los precios de los alimentos y de la energía, incrementando las tasas de inflación internacional y poniendo en riesgo la seguridad alimentaria a nivel global (ver Gráfico 1 y Capítulo 2. Contexto Internacional).

Gráfico 1 | Evolución de los precios internacionales de los alimentos



Fuente: FAO - Food Price Index.

En Argentina, el shock externo produjo una nueva aceleración de los precios de los AyB que, en el marco de una elevada inercia inflacionaria, se extendió rápidamente a la mayoría de los bienes y servicios de la canasta de consumo. Si bien en conjunto los AyB incrementaron significativamente su ritmo de suba en los primeros meses del año, la evolución ha sido diferente entre los que componen la categoría Núcleo, con una aceleración difundida en marzo y abril, y los que pertenecen a la categoría Estacionales (frutas, verduras y hortalizas), que se desaceleraron luego de un primer bimestre en el que fueron afectados por problemas transitorios en la oferta.

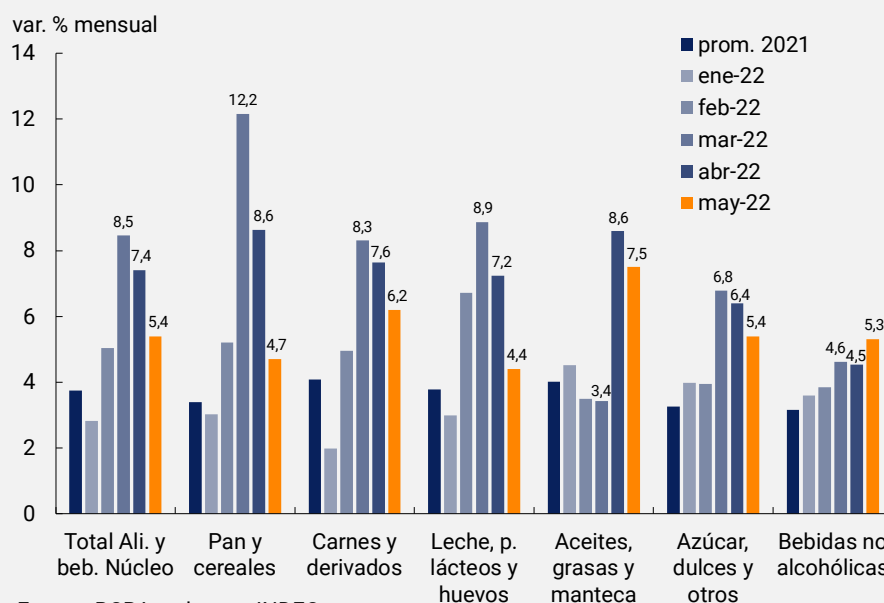
Respecto a la aceleración de los AyB no alcohólicas que componen la categoría Núcleo, si bien fue difundida, puede observarse cierta heterogeneidad en el ritmo de suba promedio entre los principales agrupados (ver Gráfico 2). La clase del IPC nacional que acumuló mayores incrementos en el segundo bimestre del año fue Pan y cereales (21,8% acum., 10,4% promedio mensual, +6,3 p.p. respecto al promedio del primer bimestre), afectado por el significativo aumento en el precio internacional del trigo, cultivo en el que Ucrania se destaca como uno de los principales productores y exportadores a nivel global.

En segundo lugar, traccionados por el aumento en el costo internacional del maíz, principal insumo para forraje, se destacaron los incrementos en Leches, productos lácteos y huevos (16,7% acum., 8,0% promedio, +3,2 p.p.) y en las Carnes y derivados (16,6% acum., 8,0% promedio, +4,5 p.p.).

Por último, las clases que subieron menos que el promedio de los AyB de la categoría Núcleo fueron: Azúcar, dulces y otros (13,6% acum., 6,6% promedio, +2,6 p.p.), Aceites, grasas y manteca (12,3% acum., 6% promedio, +2,0 p.p.) y Bebidas no alcohólicas (9,4% acum., 4,6% promedio, +0,9 p.p.). En el caso de los aceites, el fideicomiso surgido del acuerdo entre las empresas del sector y el Gobierno nacional en diciembre de 2020 y renovado en febrero de 2022⁵³ contribuyó a desvincular parcial y transitoriamente la evolución del precio doméstico respecto al internacional, teniendo en cuenta que fue uno de los agrupados que más subieron a nivel global en los últimos años (ver Gráfico 1).

En mayo, a medida que los efectos del shock internacional fueron moderándose, se verificó una incipiente desaceleración de los AyB a nivel doméstico. Entre los agrupados que más aminoraron sus incrementos se encuentran los que habían liderado la aceleración del segundo bimestre: Pan y cereales (4,7% en mayo, -5,7 p.p. respecto al promedio segundo bimestre), Leches, Productos lácteos y huevos (4,4%, -3,6 p.p.) y las Carnes y derivados (6,2%, -1,8 p.p.).

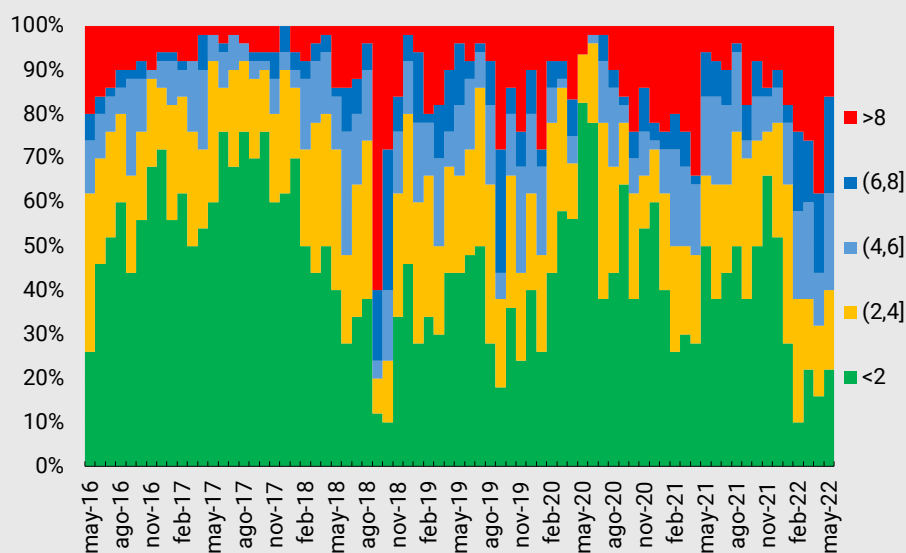
Gráfico 2 | Evolución reciente de los precios de los Alimentos y bebidas no alcohólicas núcleo



53 El 30 de diciembre de 2020 se firmó un Acta Acuerdo entre las empresas del sector agroexportador de aceites nucleadas en la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina y Centro de Exportadores de Cereales (CIARA CEC) y los ministerios de Agricultura, Ganadería y Pesca y de Desarrollo Productivo para la conformación de un fideicomiso privado a fin de garantizar el abastecimiento interno de aceites y asegurar precios justos y razonables para el mercado interno. El fideicomiso consiste en un sistema de compensaciones mediante el cual los agentes que operan en el mercado de la soja y el girasol y se encuentren inscriptos en el Registro Único de la Cadena Agroalimentaria (RUCA) realizan aportes de fondos que son calculados según las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior de los productos sujetos a aportes. Los beneficiarios son actores económicos que realizan en el país la transformación de aceite en granel en productos de consumo final para su abastecimiento en el mercado interno que se adhieran al fideicomiso. En cuanto a los productos sujetos a compensación los mismos son los "Aceites Envasados" y "Aceites Refinados". A instancias de la resolución conjunta N°1/22, se fijó la continuidad de este sistema hasta el 31 de enero de 2023.

Con un mayor nivel de desagregación, analizando los precios medios de 50 AyB publicados por INDEC para GBA, se observa desde febrero un incremento en el porcentaje de artículos que subieron más de 4% mensual (como sugiere la mayor participación de las barras celeste, azul y roja en el Gráfico 3). Ese comportamiento fue similar al observado en episodios de depreciación de la moneda (ver 2018 y 2019), pero en este caso en un período de subas moderadas del tipo de cambio nominal. En mayo, luego de que el efecto del shock internacional se fue moderando, se verificó una reducción en el porcentaje de artículos que subieron por encima del 8%.

Gráfico 3 | Difusión de los aumentos de Alimentos y Bebidas en GBA*



*en base a los precios medios publicados de los artículos seleccionados.
Fuente: INDEC.

Como se observa en la Tabla 1, dentro de este grupo de 50 AyB, los que acumularon durante marzo y abril incrementos mayores a los del promedio de los AyB que pertenecen a la Núcleo (8,0%) fueron los siguientes 15 artículos:

- **Subas mayores a 12% (promedio mensual):** pan de mesa, pan francés tipo flauta, huevos de gallina, harina de trigo común 000 y pollo entero,
- **Subas de entre 10% y 12%:** café molido, azúcar, leche fresca entera en sachet, queso cremoso y filet de merluza fresco,
- **Subas de entre 8% y 10%:** fideos secos tipo guisero, manteca, vino, hamburguesas congelada y paleta.

En mayo, en contraste, se observaron desaceleraciones en la mayoría de estos 15 ítems seleccionados, con solo dos excepciones (Café molido y Azúcar).

Tabla 1 | Alimentos y bebidas cuyos precios medios acumularon mayores subas en el segundo bimestre en GBA

Variedad	Unidad de medida	Clase IPC	var. % mens. mar-22	var. % mens. abr-22	var.% acum. bim. mar/abr	var. % mens. may-22
Pan de mesa	390 g	Pan y Cereales	24,8	7,8	34,5	1,1
Huevos de gallina	Docena	Leche, p. lácteos y huevos	21,6	8,2	31,6	1,7
Harina de trigo común 000	kg	Pan y Cereales	13,2	16,1	31,5	10,5
Pan francés tipo flauta	kg	Pan y Cereales	17,7	11,1	30,7	2,2
Pollo entero	kg	Carnes y derivados	15,1	12,1	29,0	8,3
Café molido	500 g	Café, té, yerba y cacao	19,0	5,4	25,5	6,7
Azúcar	kg	Azúcar, dulces y otros	10,5	11,8	23,6	11,9
Leche fresca entera en sachet	Litro	Leche, p. lácteos y huevos	13,9	8,0	23,1	7,0
Queso cremoso	kg	Leche, p. lácteos y huevos	13,1	8,5	22,7	5,0
Filet de merluza fresco	kg	Pescados y mariscos	4,0	17,1	21,8	-0,9
Fideos secos tipo guisero	500 g	Pan y Cereales	10,7	8,3	19,8	7,1
Manteca	200 g	Aceites, grasas y manteca	10,2	8,2	19,3	7,8
Vino común	Litro	Bebidas alcohólicas	6,9	11,4	19,1	8,0
Hamburguesas congeladas	Env. 4 u	Carnes y derivados	5,7	12,6	19,0	11,4
Paleta	kg	Carnes y derivados	7,9	8,5	17,1	6,6

En conclusión, el shock externo en las cotizaciones internacionales de las materias primas se tradujo en un fuerte incremento en los precios internos de los alimentos en marzo y abril, tras lo cual dicha aceleración se extendió rápidamente a gran parte del resto de los bienes y servicios de la canasta de consumo. Si bien este aumento de los precios internacionales favoreció a los países exportadores de alimentos, también representa un desafío para sus gobiernos al deteriorar el poder adquisitivo de los hogares e impulsar la puja distributiva. Hacia adelante, se espera que el impacto inflacionario del shock externo vaya perdiendo fuerza, sin embargo, el entorno continúa caracterizándose por una elevada incertidumbre en torno a la resolución del conflicto bélico en Ucrania y, en consecuencia, sobre la trayectoria esperada de las cotizaciones internacionales de las materias primas.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria para adaptarla a un entorno macroeconómico cambiante. Si bien la actividad económica continuó presentando cierto dinamismo en los últimos meses, la inflación registró una aceleración a fines del primer trimestre, tendencia que comenzó a revertirse en mayo. Sobre la inercia inflacionaria se sumaron factores transitorios que impulsaron los precios, entre los que se destaca el aumento de los precios internacionales de las materias primas.

Con el objetivo de contener el impacto de la aceleración de los precios, el Gobierno Nacional decidió morigerar la pérdida del poder adquisitivo de ingresos de personas sin ingresos formales y/o en situación de vulnerabilidad socioeconómica. Por otro lado, el incremento en los precios de la energía impactó negativamente sobre las finanzas públicas. Las mayores necesidades de financiamiento se cubrieron utilizando una multiplicidad de fuentes, entre ellas la asistencia monetaria al Tesoro Nacional. No obstante, el uso de esta herramienta se mantuvo dentro de los valores establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en marzo pasado. Así, en lo que va del año, la asistencia monetaria al Tesoro en términos del PIB se ubicó en un nivel similar al de los años previos a la pandemia. La Base Monetaria ajustada por estacionalidad y a precios constantes se encuentra en niveles históricamente bajos y en términos del PIB alcanzó un mínimo histórico en abril.

Simultáneamente, y en línea con los Objetivos y Planes definidos para el 2022, el BCRA incrementó en sucesivas oportunidades las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria. Con estas subas se buscó propender hacia un sendero de tasas de interés que permita resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y evitar presiones en el mercado cambiario. En tanto, la política cambiaria estuvo orientada a mantener niveles de competitividad externa adecuados, readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal a un ritmo acorde con la inflación doméstica.

Con el objetivo de retomar un sendero de desinflación gradual que resulte consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas y del sector externo, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente con el proceso de desinflación.

7.1. El BCRA continuó calibrando sus políticas en función de las novedades del entorno macroeconómico

Pese a que la tasa de contagios de COVID-19 se aceleró en la primera parte del año, los niveles de internación y letalidad se mantienen en registros relativamente bajos. La favorable evolución epidemiológica permitió que el proceso de recuperación de la actividad económica no se vea interrumpido, con una gradual reducción de la heterogeneidad a nivel sectorial. Este mejor escenario en términos del crecimiento contrasta con la dinámica inflacionaria, que se vió afectada por diversos shocks transitorios que aceleraron el ritmo de expansión de los precios. Entre estos últimos se destacan la situación climática, que afectó los precios de frutas y verduras, y especialmente los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania, que generó presiones adicionales en los mercados de materias primas, dada la elevada participación relativa de estos países en dichos mercados.

En este contexto, el Gobierno Nacional decidió morigerar la pérdida del poder adquisitivo de los ingresos de personas del sector informal de la economía y/o en situación de vulnerabilidad socioeconómica, particularmente afectadas por la situación de aceleración del nivel general de precios. Esta política se enmarca dentro de la estrategia de focalización de las iniciativas de asistencia en los sectores más rezagados y en la población en situación más vulnerable.

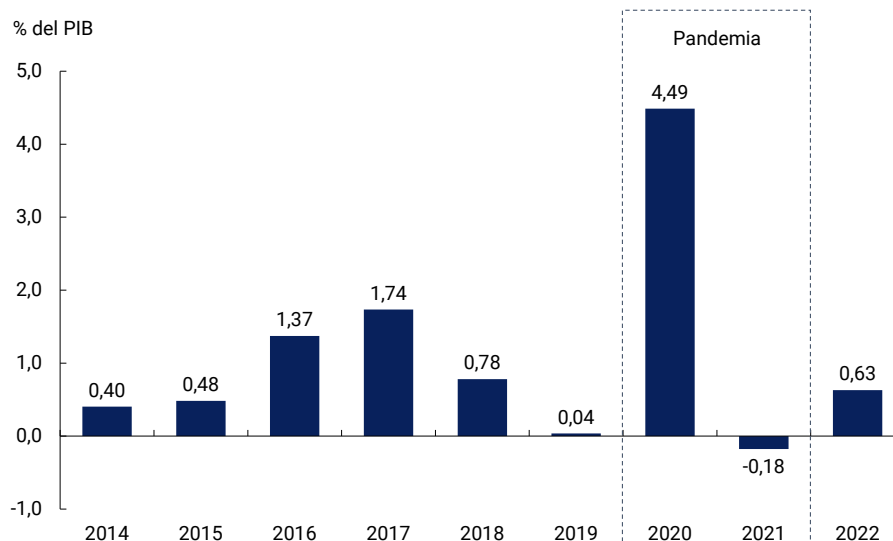
Por su parte, el BCRA buscó propender gradualmente hacia retornos reales positivos para las inversiones realizadas en moneda doméstica, incrementando en diversas oportunidades la tasa de interés de referencia. Al tiempo que siguió avanzando en el cumplimiento del resto de los objetivos de política monetaria enunciados para el año 2022. Los resultados de todas estas políticas se reflejaron en la evolución de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios. En las siguientes secciones se realiza un análisis de la dinámica de estas variables.

7.1.1. El financiamiento monetario al Tesoro Nacional en términos del PIB se mantuvo entre los niveles más bajos de los últimos años

La continuidad en el proceso de recuperación de la actividad económica permitió que los ingresos del sector público en términos reales mantuvieran una trayectoria creciente en los últimos meses (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas). El gasto público se expandió a una tasa superior a la de los ingresos ante la necesidad de asistir a los sectores más vulnerables ante la suba de precios, y en particular la de los alimentos, y a las mayores erogaciones en subsidios energéticos, por la suba de los precios internacionales de la energía. En un marco de mayores necesidades, el Gobierno Nacional recurrió a todas las herramientas de financiamiento disponibles.

La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional, a través de adelantos transitorios, se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. Con todo, en lo que va del año, la expansión primaria del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,58% del PIB (ver Gráfico 7.1).

**Gráfico 7.1 | Emisión primaria vinculada al sector público*
Acumulado a Junio de cada año****



* Incluye transferencia de utilidades, adelantos transitorios, compra neta de divisas y otras operaciones del sector público. **Datos al 22-Jun-22
Fuente: BCRA.

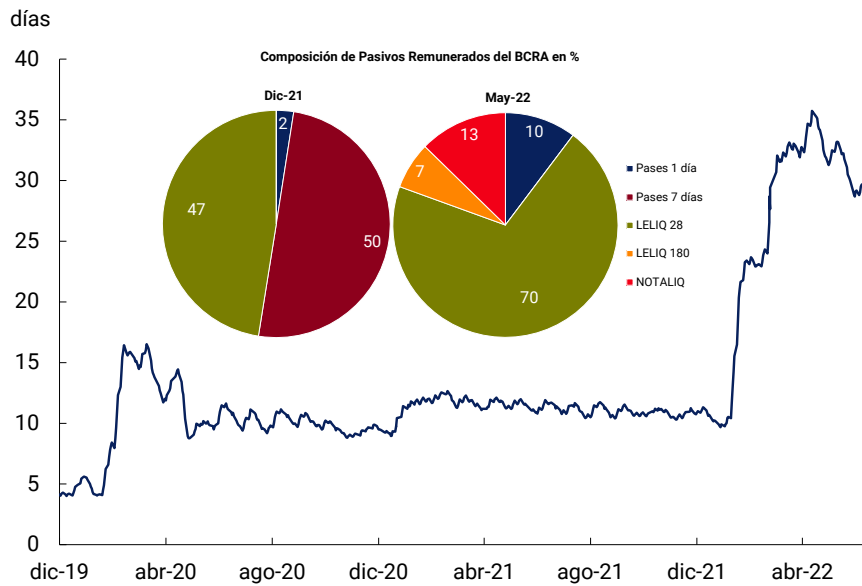
Por otra parte, durante junio, ante un incremento en la volatilidad en los mercados financieros globales y locales, el BCRA intervino en el mercado secundario de títulos públicos con el objetivo de recomponer la curva en pesos del Tesoro, en un contexto de excesiva e injustificada volatilidad en los precios que podía comprometer la estabilidad financiera. La contrapartida de estas operaciones fue un efecto expansivo sobre la base monetaria, compensado mediante operaciones de esterilización monetaria. Cabe señalar que además el BCRA instrumentará una línea de liquidez, exclusiva para FCI, para títulos de deuda del Tesoro. Asimismo, la autoridad monetaria continuará operando en la curva para garantizar la liquidez de los instrumentos del Tesoro y el sostenimiento de sus precios.

En cuanto al resto de los factores de explicación de la Base Monetaria, las compras netas de divisas por parte del BCRA al sector privado tuvieron un efecto expansivo en lo que va del año, con un comportamiento heterogéneo a lo largo del período. En efecto, durante el primer bimestre el BCRA fue vendedor neto en el mercado de cambios, tendencia que se revirtió a partir de marzo más que compensando las ventas de los primeros meses. Los instrumentos de regulación monetaria del BCRA, en el acumulado del año, contribuyeron negativamente a la variación de la base monetaria, absorbiendo los excedentes de liquidez. El crecimiento nominal de los pasivos remunerados del BCRA resultó inferior al del PIB, por lo que el ratio alcanzó en mayo un valor de 7,6% del PIB, lo que implicó una reducción de 0,6 p.p. en lo que va del año y de 3,1 p.p. respecto del máximo alcanzado durante 2018.

En línea con los Objetivos y Planes definidos para el 2022, el BCRA continuó calibrando las tasas de interés de los instrumentos de regulación monetaria en pos de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local. En una economía como la argentina con un canal del crédito relativamente pequeño, la suba de tasas de interés actúa principalmente incentivando el ahorro en pesos. Su acción antinflacionaria entonces pasa en gran medida por contribuir a la estabilidad cambiaria y financiera, debiendo estar complementada con otros instrumentos de la política económica para reducir la inercia inflacionaria. Específicamente, desde comienzos de año se decidió elevar en seis oportunidades la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (con una suba total de 14 p.p.), que pasó a ubicarse en 52% n.a. (66,5% e.a.). En lo que refiere a los nuevos instrumentos de mayor plazo, la tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo se elevó a mediados de mayo a 58,5% n.a. (67,2% e.a.), acumulando una suba de 14,5 p.p. en el año. Finalmente, el *spread* fijo de las NOTALIQ se ubicó en 5,0 p.p. en las licitaciones de mediados de junio. En cuanto a los instrumentos de menor plazo, la tasa de interés de los pasivos a 1 día se incrementó 8,5 p.p. en el año hasta 40,5% n.a. (49,9% e.a.); mientras que, la de pasivos activos a 1 día se situó en 57,5% n.a. (77,6% e.a.) a fines del período bajo análisis.

Los cambios que llevó adelante el BCRA en los primeros meses del año tuvieron como objetivo incrementar el plazo promedio de la esterilización y extender la curva de tasas de interés de referencia del BCRA. Como resultado de esto se observó un cambio en la composición de los pasivos remunerados del BCRA. Hacia el final del primer semestre del año, los mismos quedaron conformados en alrededor de 80% por LELIQ, destacándose la especie de menor plazo (28 días) que representó aproximadamente un 70% del total de pasivos remunerados. El resto correspondió a pasivos a 1 día y NOTALIQ, con una creciente participación de estas últimas. De este modo, el plazo promedio residual de los instrumentos de regulación monetaria (LELIQ, Pasivos y NOTALIQ) se ubicó en aproximadamente 30 días, más que triplicando el vigente a comienzos de este año (ver Gráfico 7.2).

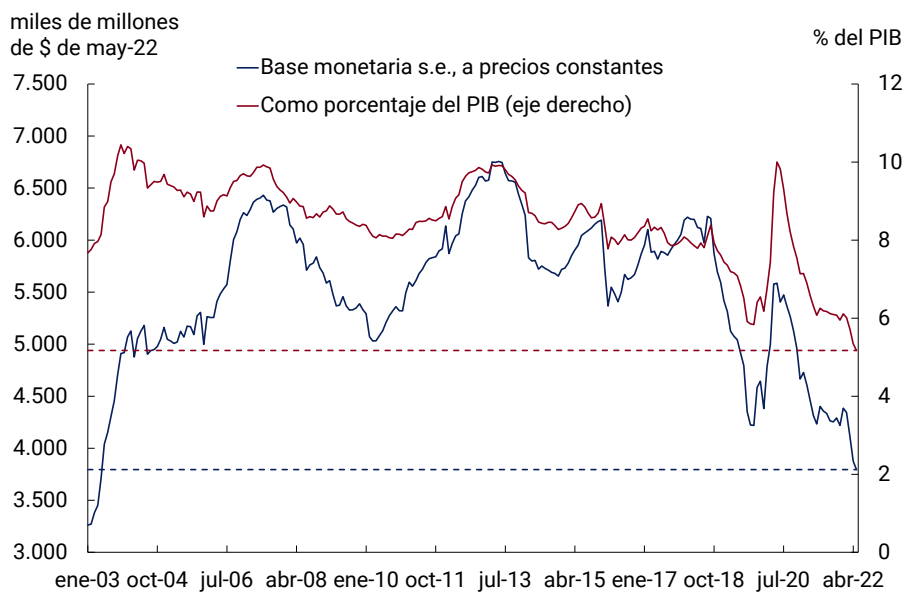
Gráfico 7.2 | Plazo promedio residual de pasivos remunerados del BCRA



Fuente: BCRA.

Con todo, el crecimiento de la base monetaria acumulado en el año fue de 8,9%, con datos a mayo. No obstante, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, la Base Monetaria continuó contrayéndose y se ubica en niveles históricamente bajos. Así, en los últimos doce meses acumula una caída real del orden del 10%. En igual sentido, en términos del PIB alcanzó un mínimo histórico de 5,2% en el cuarto mes del año (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la base monetaria



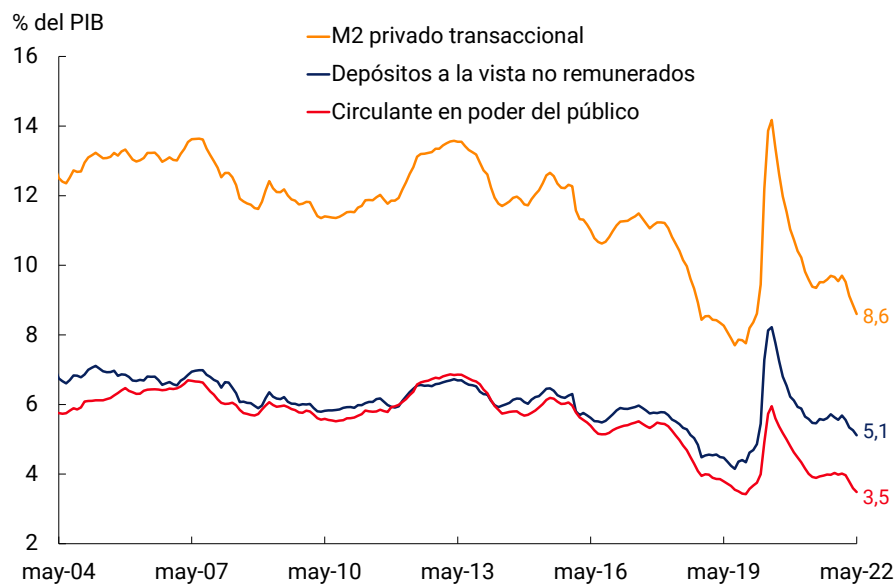
Fuente: BCRA.

7.1.2. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB alcanzaron un nivel similar al de prepandemia

En este contexto, los medios de pago, a precios constantes y ajustados por estacionalidad, anotaron una caída en la primera parte del año. En efecto, el M2 Privado Transaccional evidenció una tasa de contracción promedio mensual a precios constantes de 1,4% s.e. en los primeros cinco meses. Al interior de sus componentes la dinámica fue relativamente homogénea. En la comparación interanual, y a precios constantes, el M2 privado transaccional registró una contracción cercana al 4%.

Como porcentaje del PIB, el M2 Privado Transaccional se ubicó en 8,6% en mayo, posicionándose 0,9 p.p. por debajo del registro de diciembre del año pasado y un nivel similar al de prepandemia. En particular, el circulante en poder del público permaneció en niveles mínimos de los últimos 15 años, en tanto los depósitos a la vista se encuentran en valores similares a los del promedio de los últimos años. El bajo nivel de demanda de billetes y monedas está, en parte, vinculado con una mayor demanda relativa de depósitos a la vista, dado el creciente uso de medios de pago digitales verificado en los últimos años (ver gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 | Medios de pagos en términos del PIB
Series sin estacionalidad



Fuente:

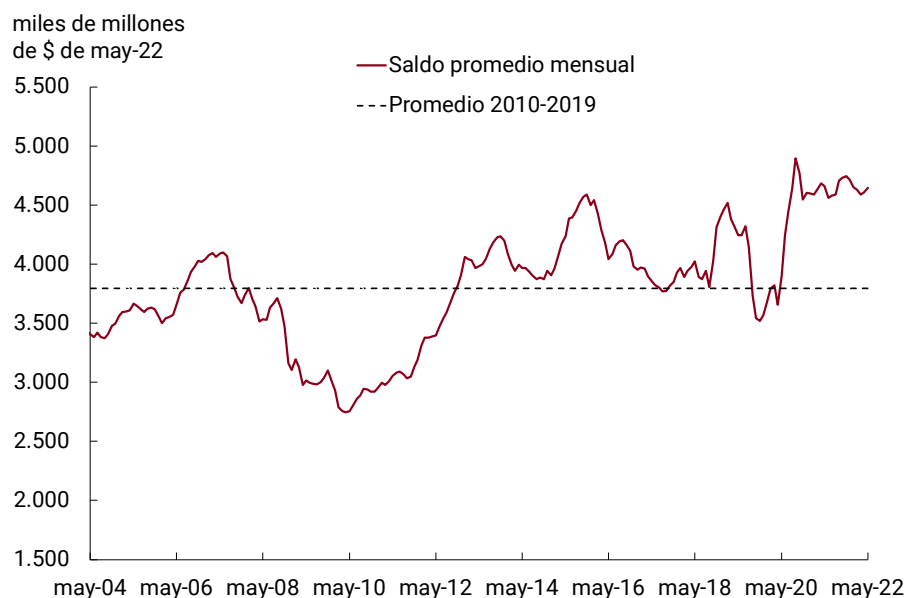
7.1.3. El BCRA elevó en sucesivas oportunidades la tasa de interés de los instrumentos de ahorro en moneda local para apuntalar su demanda

En un escenario en el que la inflación presentó registros más elevados y en línea con el objetivo de garantizar una mayor disponibilidad de instrumentos de ahorro que permitan a los argentinos obtener rendimientos acordes con la evolución de la inflación y del tipo de cambio, el Directorio del BCRA elevó en sucesivas oportunidades las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo. Así, el piso para las imposiciones de personas humanas acumuló un aumento de 19 p.p. para el segmento entre \$1 y \$10 millones y de 16 p.p. para el de menos de \$1 millón en lo que va del año, situándose actualmente para ambos tipos de

colocaciones en 53% n.a (68% e.a.). Para el resto de los depósitos a plazo fijo del sector privado la tasa mínima garantizada acumuló una suba de 16 p.p. hasta 50% n.a. (63,2% e.a.).

En este contexto, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado se mantuvieron relativamente estables en términos reales y sin estacionalidad en los primeros cinco meses del año. De este modo, permanecieron en torno a los registros máximos de las últimas décadas (ver Gráfico 7.5). En términos del PIB, el guarismo de mayo se habría mantenido en 6,3%, un registro que también se ubica entre los máximos recientes.

**Gráfico 7.5 | Depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado
A precios constantes**



Fuente: BCRA.

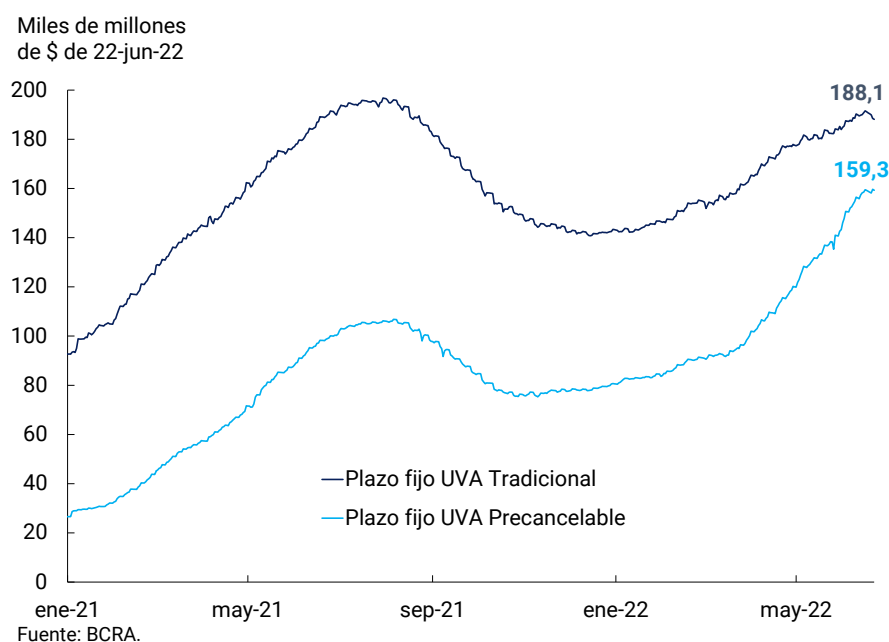
Al analizar la evolución de las colocaciones a plazo, estratificando según nivel de tasa mínima garantizada, se aprecia que las colocaciones de personas humanas de menos de \$10 millones a precios constantes presentaron una ligera caída en lo que va del año. En cambio, el resto de los depósitos del sector privado no financiero (aquellos constituidos por personas jurídicas, independientemente del monto, y por personas humanas con colocaciones de más de \$10 millones) se mantuvieron relativamente estables.

En particular, los depósitos a plazo de personas jurídicas evidenciaron un aumento promedio mensual del orden del 1,6% s.e. en términos reales durante los primeros cinco meses del año, que estuvo explicado por las mayores tenencias de las empresas (excluyendo las Prestadoras de Servicios Financieros, PSF). Por su parte, las colocaciones de las PSF exhibieron una caída promedio mensual de 1,1% s.e. a precios constantes. Dicha contracción ocurrió en un contexto en el cual el patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión de Money Market (FCI MM), principales agentes dentro de las PSF, experimentó una disminución en términos reales en el acumulado del año⁵⁴.

54 Esta caída acumulada en lo que va del año presenta un comportamiento heterogéneo en los meses, con una caída sistemática hasta abril y una reversión en mayo.

A nivel de instrumentos, los depósitos a plazo fijo ajustables por CER se destacaron por su creciente dinamismo. Así, ganaron participación en el total de instrumentos a plazo, aunque esta todavía sigue siendo acotada (alrededor de 7% del total). El ritmo de crecimiento promedio mensual en lo que va del año de las colocaciones denominadas en UVA fue de 6,4% s.e. a precios constantes, alcanzando un saldo de unos \$350.000 millones a mediados de junio y un nuevo máximo histórico en términos reales (ver Gráfico 7.6). La mencionada dinámica se manifestó tanto en las colocaciones en UVA tradicionales como en aquellas con opción de cancelación anticipada, cuyas tasas de expansión promedio mensual del período se ubicaron en 4,4% s.e y 10,2% s.e. en términos reales, respectivamente. Discriminando el saldo por tipo de tenedor se verifica que el impulso provino de las tenencias de personas humanas y, en menor medida, de las empresas (excluyendo las PSF).

**Gráfico 7.6 | Depósitos a plazo en UVA del sector privado
A precios constantes**



Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado registró una contracción promedio mensual de 1,2% s.e. a precios constantes en los primeros cinco meses del año y se posicionó 0,7% por debajo del nivel de un año atrás. Como porcentaje del Producto este agregado monetario se ubicó en 16,4%, lo que implicó una caída de 1,6 p.p. respecto a fin del año pasado.

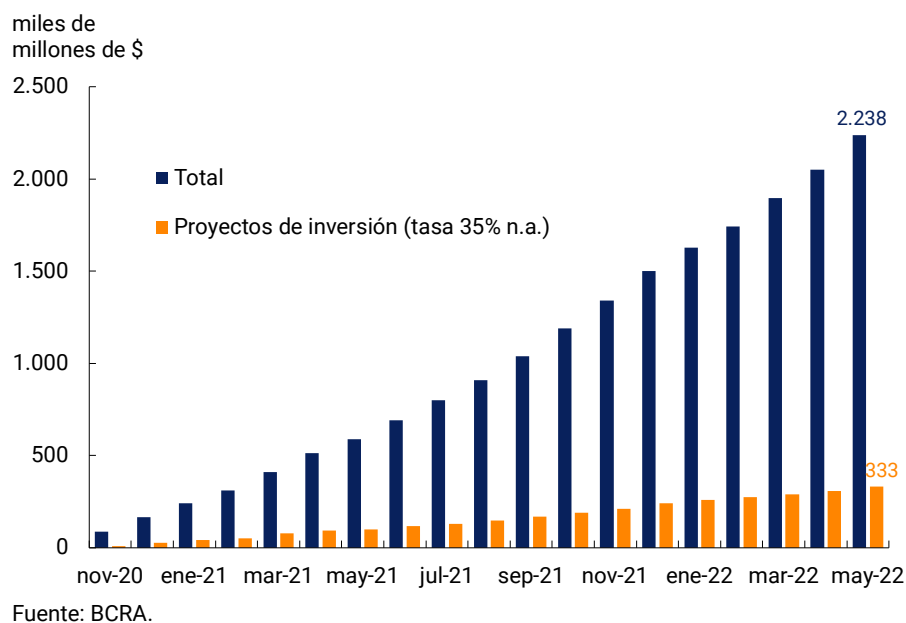
7.1.4. La política crediticia continuó enfocada en los sectores más rezagados y en el desarrollo productivo

La continuidad en el proceso de recuperación de la actividad económica le permitió al BCRA mantener su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados y en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables⁵⁵.

⁵⁵ Recientemente y en consonancia con la suba de tasas de política monetaria, se incrementó la tasa de préstamos para proyectos de inversión a 42% n.a. y la de capital de trabajo a 52,5% n.a.

Desde su implementación, y hasta fines de mayo, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$2,24 billones desde su puesta en marcha (ver Gráfico 7.7). Esto implicó un aumento de 49,1% respecto al registro de fines de 2021. Al término de mayo, más de 269 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. Respecto a los destinos de estos fondos, aproximadamente el 85% del total desembolsado corresponde a la financiación de capital de trabajo y el resto a la línea que financia proyectos de inversión. Recientemente el BCRA dispuso prorrogar la vigencia de la LFIP hasta el 30 de septiembre de 2022 (ver Apartado 5 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MIPyME: renovación y cumplimiento del cupo 2021/2022).

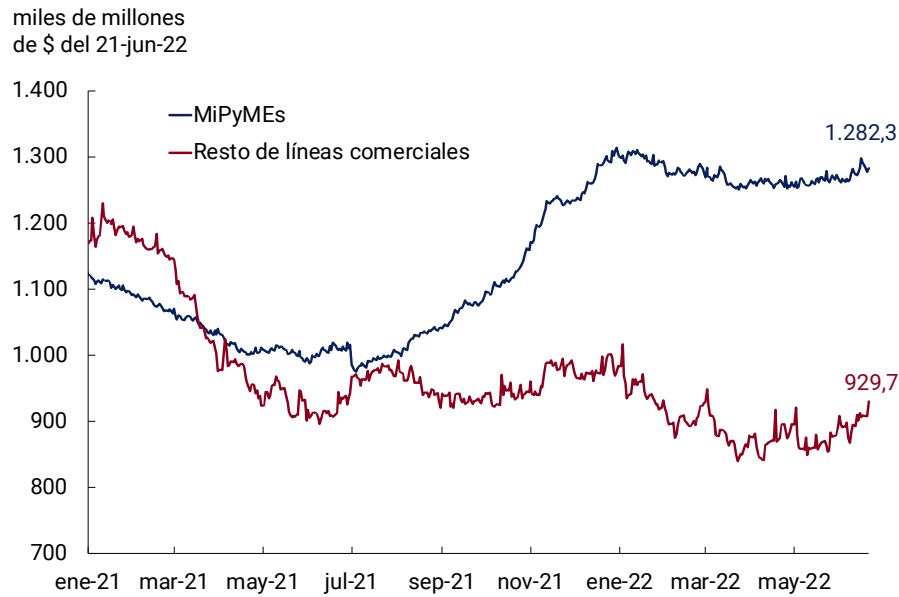
Gráfico 7.7 | Financiaciones otorgadas mediante la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP). Montos acumulados



En los primeros cinco meses del año las financiaciones comerciales experimentaron una caída promedio mensual de 0,4% s.e. a precios constantes y en términos interanuales se ubicaron 10,7% por sobre los registros de igual mes del año previo. Al interior de los préstamos comerciales, los adelantos fueron los que mostraron una tasa de variación promedio mensual negativa en términos reales, mientras que los documentos se mantuvieron prácticamente sin cambios a precios constantes.

Cuando analizamos la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor se aprecia que los préstamos a MiPyMEs a precios constantes mostraron una leve tendencia a la baja en el primer trimestre del año, que fue parcialmente revertida durante abril y mayo. De esta forma, en términos interanuales, en mayo el crédito a MiPyMEs se expandió 25,7%. En tanto el financiamiento destinado a grandes empresas se contrajo tanto en el acumulado del año como en la variación interanual (-8,1 s.e.% y -7,0%, respectivamente; ver Gráfico 7.8).

Gráfico 7.8 | Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor. A precios constantes



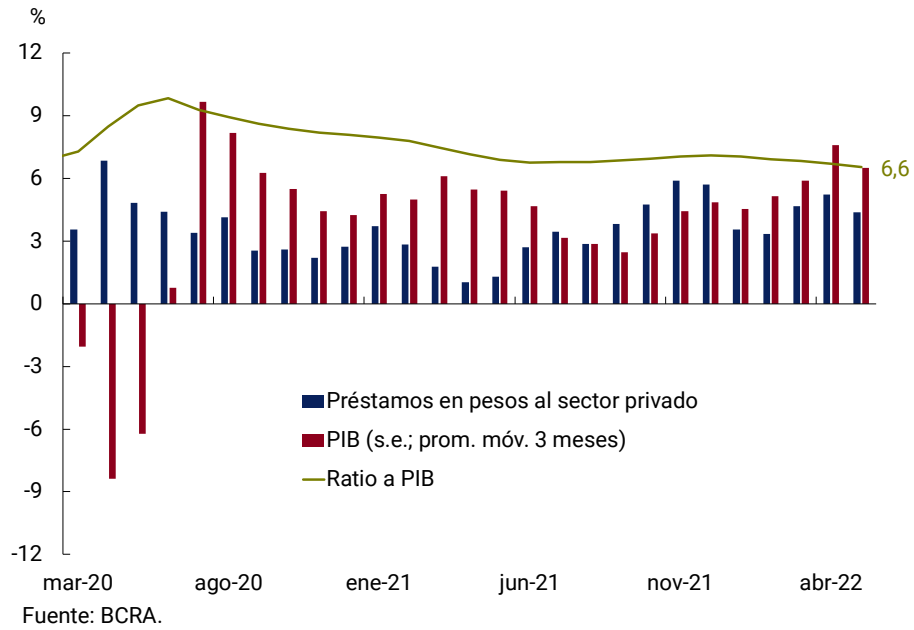
En cuanto a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios fueron la única línea que se expandió en términos reales en lo que va de 2022, continuando con la tendencia iniciada a mediados de 2020. En los primeros cinco meses del año la tasa de crecimiento promedio mensual fue de 1,8% s.e. a precios constantes, acumulando en los últimos doce meses una expansión de 41,5%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio de 2,5% s.e. mensual en términos reales en los primeros meses del año, registrando una contracción de 15,8% interanual en mayo.

Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mostraron una disminución promedio mensual de 0,9% s.e. a precios constantes y se encuentran 11,5% por debajo del nivel de un año atrás⁵⁶. Algo similar ocurrió con los préstamos personales, cuya tasa de variación promedio mensual en lo que va del año fue de -1,3% s.e. real y de -3,3% interanual.

Con todo, en términos reales y ajustados por estacionalidad, los préstamos en pesos al sector privado exhibieron entre enero y mayo una caída mensual promedio de 0,9% (+0,4% i.a.; ver Gráfico 7.9). En términos del PIB, el financiamiento bancario en pesos al sector privado ascendió en mayo a 6,6%.

⁵⁶ Recientemente se elevó la tasa de financiaciones otorgadas mediante Ahora 12 hasta 42% n.a. para las financiaciones en tres, seis y doce cuotas.

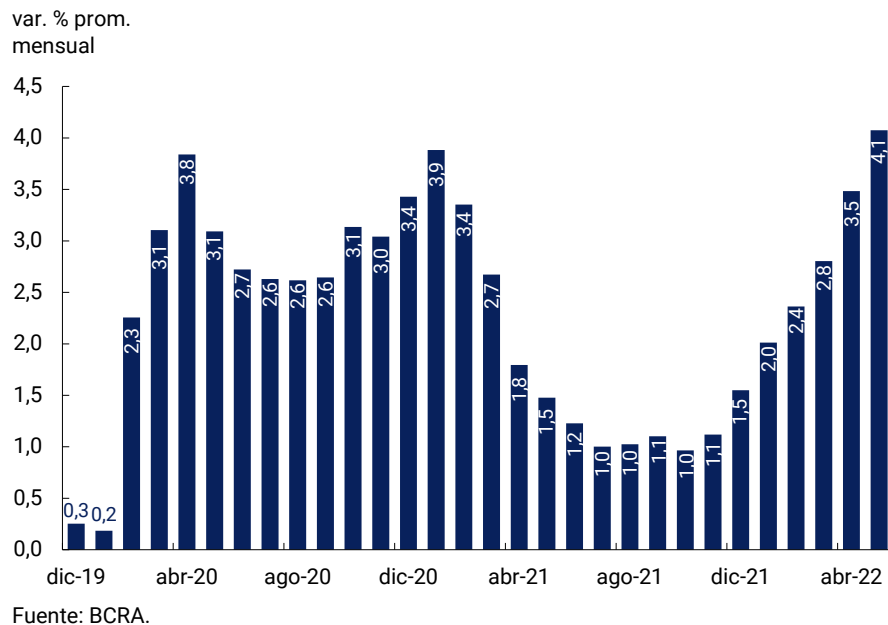
Gráfico 7.9 | Préstamos en pesos al s. privado en % del PIB



7.1.5. La política cambiaria continuó adecuándose para atender las necesidades de la coyuntura

La política cambiaria llevada adelante por el BCRA en lo que va del 2022 estuvo orientada a preservar los niveles de competitividad externa, readecuando gradualmente la tasa de *crawl* al ritmo de la inflación en el marco del régimen vigente de flotación administrada (ver Gráfico 7.10). De este modo, se buscó fortalecer la posición de Reservas Internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.

Gráfico 7.10 | Variación mensual del tipo de cambio nominal



En los primeros meses del 2022 tuvieron lugar nuevas modificaciones normativas en materia cambiaria. En primer lugar, se prorrogaron hasta fin de año las condiciones de acceso al mercado de cambios aplicables a pagos de importaciones, la conformidad previa para cursar pagos de endeudamientos financieros del exterior con acreedores vinculados y las normas en materias de refinanciación de pasivos externos⁵⁷. Además, se incorporaron nuevas excepciones al requisito de conformidad previa del BCRA para acceder al mercado de cambios⁵⁸.

Por otro lado, se dispuso clasificar a los importadores cuando se trate de bienes importados para los que se requiera contar con la declaración en el Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI) y no queden comprendidos en los plazos previstos en la regulación cambiaria. Así, se les asigna una categoría A para el rápido acceso al mercado, en la medida que no superen determinados parámetros de demanda de divisas para importar, y una categoría B que conlleva que las importaciones de bienes asociadas deban ser financiadas como mínimo a un plazo de 180 días corridos a contar desde el registro del ingreso aduanero de los bienes al país. De esta manera, aquellos importadores que durante el año 2021 mostraron un comportamiento para sus compras al exterior alineado con la recuperación de la actividad económica, podrán continuar acompañando el crecimiento durante 2022. Por su parte, aquellos cuya actividad importadora crezca por encima de sus necesidades productivas deberán atenderlas obteniendo financiamiento extra.

Con posterioridad la normativa se fue perfeccionando, mediante la incorporación de excepciones y el diseño de marcos regulatorios particulares para las importaciones vinculadas a ciertas actividades productivas⁵⁹. En línea con lo anterior, y contemplando el ciclo habitual del comercio de esta actividad, se estableció que las empresas agrícolas podrán financiar parte del incremento anual de sus importaciones de fertilizantes y fitosanitarios, como mínimo, por 90 días corridos a contar desde el registro de ingreso aduanero, en lugar de los 180 días que habrían correspondido cuando el SIMI que se les haya asignado sea categoría B⁶⁰. Finalmente, con el objetivo de mejorar el acceso de divisas a sectores que alertaban la falta de insumos esenciales, se flexibilizaron las condiciones de acceso al mercado de cambios para las importaciones vinculadas a ciertos sectores productivos⁶¹.

Por otra parte, con el objetivo de orientar los flujos de capitales hacia la economía real, se determinó la creación de los regímenes de acceso a divisas para la producción incremental de petróleo y gas natural, en pos de generar certidumbre e incentivos para fomentar las inversiones y el incremento de la producción del sector hidrocarburífero⁶². A su vez, a inicios de junio se eximió a las personas humanas del requisito de liquidar en pesos las exportaciones de servicios vinculados a la economía del conocimiento por hasta US\$12.000 anuales y para empresas del sector para pagos salariales por un porcentaje del incremento de las ventas externas que realicen este año respecto de 2021⁶³.

Por último, a fines de junio el BCRA adaptó el sistema de pagos del comercio exterior con el objetivo de responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender la importación de energía⁶⁴. Así, se extendió hasta septiembre del 2022 el sistema de financiación de importaciones realizadas bajo Licencia No Automática y de servicios. Además, se limitaron ciertas condiciones correspondientes a las categorías SIMI que se habían flexibilizado en los últimos meses, mientras que se mejoraron las condiciones de acceso al

57 Comunicación "A" 7466.

58 Comunicación "A" 7433.

59 Comunicaciones "A" 7469 y "A" 7471.

60 Comunicación "A" 7472.

61 Comunicación "A" 7488, "A" 7507, "A" 7516 y "A" 7528.

62 Decreto 277/2022 del Poder Ejecutivo Nacional.

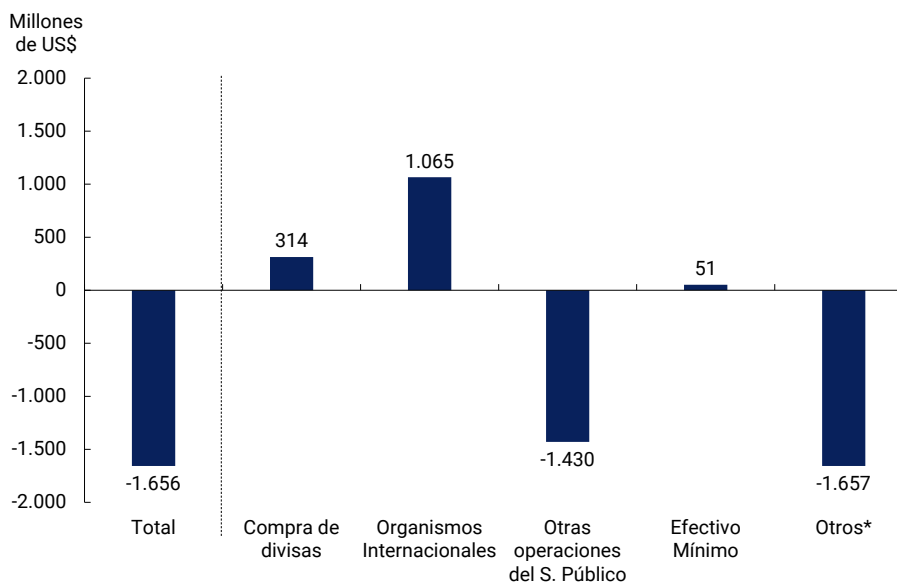
63 Comunicación "A" 7518.

64 Comunicación "A" 7532.

mercado de cambios para las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, se equiparó el tratamiento de las importaciones de servicios a la de los bienes, permitiendo el acceso al mercado por el mismo monto que en 2021 y, en caso de superar el importe establecido, teniendo que financiar el saldo a un plazo de 180 días corridos como mínimo. Finalmente, se estableció una regla que permite pagar el 80% de las importaciones de bienes de capital en puerto de origen y el 20% restante con la nacionalización. Complementariamente, se facilitó la prefinanciación de exportaciones con el objetivo de acelerar el ingreso de divisas, especialmente del complejo cerealero.

En este contexto, el saldo de las Reservas Internacionales se ubicó al 24 de junio en US\$38.006 millones, lo que implicó una caída de US\$1.656 millones en lo que va del año. Sobre esta dinámica impactaron el primer desembolso del FMI en el marco del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) que se realizó a fin de marzo por US\$9.650 millones, los pagos de capital a dicho organismo por US\$6.863 millones y de intereses por US\$731 millones en el acumulado del año (un impacto neto positivo de US\$2.056 millones). La compra neta de divisas al sector privado también contribuyó al crecimiento de las Reservas Internacionales. Estos factores de expansión fueron más que compensados por el aporte negativo de otras operaciones del sector público, el cambio en la valuación de los activos externos netos y pagos a otros organismos internacionales (ver Gráfico 7.11).

Gráfico 7.11 | Factores de variación de las Reservas Internacionales Acumuladas en el año



*incluye cambios en las valuaciones de los tipos de cambio.
Fuente: BCRA.

7.2. Perspectivas de política monetaria para lo que resta del año

Para lo que resta del año se espera que la actividad económica continúe con el proceso de crecimiento en marcha, respaldada por una mejor situación sanitaria y por las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. También contribuirá al dinamismo de la economía la gradual recuperación de los sectores más rezagados, específicamente de los servicios, a medida que recompongan los niveles de actividad prepandemia.

La aceleración de la inflación observada a fines del primer trimestre fue, en gran parte, fruto de un shock de oferta internacional que afectó especialmente a los precios de los alimentos y la energía, causado por la guerra en Ucrania, a lo que se sumó la concentración de incrementos en precios de bienes y servicios regulados y aumentos estacionales. Estas características le confieren una naturaleza parcialmente transitoria a este shock, por lo que es esperable una gradual moderación en la tasa de inflación, hecho que ya comenzó a verificarse.

El BCRA, en coordinación con el Gobierno Nacional, están utilizando todas sus herramientas para contribuir a morigerar los efectos de segunda vuelta sobre la inflación del shock de commodities. En particular, la determinación de los incrementos adecuados de la tasa de interés frente a un shock de oferta negativo requiere de una calibración diferente a la derivada de un shock de demanda, ya que el objetivo es limitar los efectos de segunda ronda del incremento inicial de precios, preservar la estabilidad monetaria y cambiaria, y proteger el ahorro en pesos de las y los argentinos, evitando incentivos que aceleren la dolarización. Si bien la suba de tasas de interés impactará sobre el costo de esterilización, se estima que este sea relativamente acotado. Asimismo, los instrumentos de esterilización de mayor plazo creados este año le permitirán al BCRA mantener una combinación de pasivos remunerados de corto y mediano plazo. Aun contemplando el efecto de la suba de tasas de interés, en un contexto de menores necesidades de esterilización, durante 2022 los pasivos remunerados se reducirían en términos el PIB.

Por su parte, la política cambiaria seguirá estando orientada a preservar los niveles de competitividad externa y propiciar la acumulación de reservas internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo. Así, el BCRA continuará readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal a un ritmo acorde con la inflación doméstica. Por otro lado, el BCRA seguirá llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente, adaptándolo a las necesidades de la coyuntura, de manera de preservar la estabilidad monetaria y cambiaria. En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real.

En el mediano plazo, el sostenido crecimiento de la actividad económica y una moderación en la tasa de inflación darán lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales. Luego de dos años en los que el Banco Central asistió excepcionalmente al Tesoro para enfrentar las necesidades derivadas de hacer frente a la pandemia, sin acceso al financiamiento externo y con un mercado de capitales doméstico en reconstrucción, los avances logrados por el Gobierno Nacional en la normalización del mercado de deuda en pesos y las perspectivas de financiamiento externo por parte de los organismos multilaterales y bilaterales plantean un escenario con una reducción significativa de la asistencia financiera al Tesoro. En esta nueva etapa, es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo. Ello favorecerá que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por una reducción de su stock. No obstante, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, de manera de preservar el equilibrio monetario.

Apartado 5 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME: renovación y cumplimiento del cupo 2021/2022

El Banco Central dispuso en marzo prorrogar la vigencia de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) para MiPyME y estableció un nuevo cupo que se extenderá desde abril hasta septiembre de este año (Cupo 2022)⁶⁵. El mismo continuará siendo del 7,5% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero⁶⁶ para las entidades financieras del Grupo A y un 25% de dicho cupo para los agentes financieros del sector público que no pertenecen a este grupo.

Cabe recordar que el esquema de financiamiento contempla tres grandes líneas con las siguientes aplicaciones:

1. **Financiación de Proyectos de Inversión:** al menos el 30% del cupo debe destinarse a la adquisición de bienes de capital y/o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción y comercialización de bienes y/o servicios.
2. **Financiación de capital de trabajo:** incluye el descuento de cheques de pago diferido y de otros documentos de empresas.
3. **Especiales (no MiPyMEs):** alcanza a prestadoras de servicios de salud que brinden servicios de internación en el marco de la emergencia del COVID-19 y a otras empresas para la adquisición de Maquinarias y Equipos producidos por MiPyMEs.

Con respecto a las condiciones de cada una de estas líneas, las financiaciones de proyectos de inversión contemplan una tasa de interés máxima que desde fines de junio se sitúa en 42% n.a., con un plazo total no menor de 36 meses. En tanto, para el resto de las financiaciones la tasa de interés máxima se encuentra actualmente en 52,5% n.a., mientras que no tienen un plazo mínimo requerido. Las mencionadas tasas de interés se fueron adecuando a lo largo del año, en línea con el aumento de las tasas de interés de referencia del BCRA.

Cabe señalar que los sectores de gastronomía, hotelería, servicios culturales y de esparcimiento, que fueron los más afectados durante la pandemia, reciben un tratamiento especial. En efecto, desde la edición anterior de la LFIP, pueden acceder a la línea de capital de trabajo con un plazo de gracia de 6 meses para comenzar a pagar el crédito. Asimismo, y con el fin de alentar este tipo de financiamiento, a los efectos del cumplimiento del cupo, dichas financiaciones se computan al 120% de su valor⁶⁷. Además, entre las financiaciones elegibles a fin del año pasado se incorporaron aquellas otorgadas a pequeñas empresas con actividad agropecuaria, siempre que los fondos estén destinados a incrementar la capacidad productiva de carne y/o leche bovina. Así, los pequeños productores agropecuarios podrán acceder a la línea de financiamiento de proyectos de inversión y de capital de trabajo⁶⁸.

La LFIP contribuyó a sostener el crecimiento de los préstamos destinados a las empresas de menor tamaño relativo. Así, el saldo promedio de las financiaciones otorgadas entre el 1 de octubre de 2021 y el 30 de abril de 2022 mediante la LFIP alcanzó a \$790.400 millones, de los cuales el 38,4% correspondió a proyectos de

65 Ver Comunicación "A" 7480.

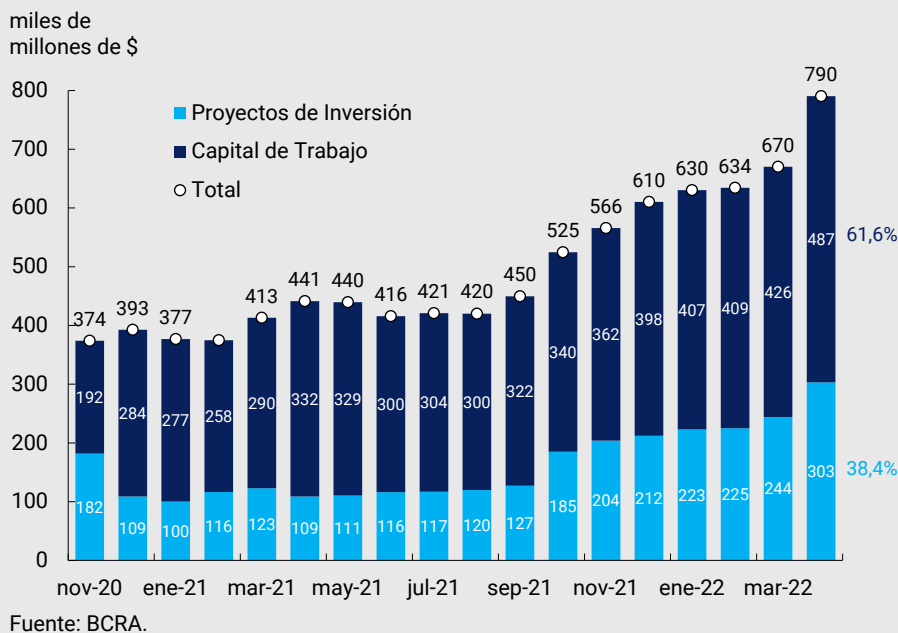
66 En esta oportunidad, calculado sobre el promedio de los depósitos del sector privado de marzo 2022.

67 Ver Comunicación "A" 7369.

68 Ver Comunicación "A" 7373.

inversión y el resto a capital de trabajo (ver Gráfico 1). Dicho saldo representó cerca de dos tercios de los préstamos a MiPyMEs y alrededor del 40% de total de los préstamos comerciales.

Gráfico 1 | Saldo de Financiaciones otorgadas bajo la LFIP



En términos de instrumentos, los créditos otorgados en el marco de la LFIP para financiar proyectos de inversión se dieron fundamentalmente a través de documentos a sola firma. En efecto, los montos otorgados de estos préstamos comerciales, a tasas próximas a las tasas de interés máximas compatibles con la de proyectos de inversión en cada período, se dieron a un plazo promedio cercano a los 36 meses. De esta manera, la tasa de interés y el plazo son consistentes con las condiciones que establece la norma para las financiaciones a proyectos de inversión. En cambio, en lo que respecta a las financiaciones para capital de trabajo (otorgadas a una tasa de interés próxima a la de este segmento de la LFIP) se verifica un uso indistinto de documentos descontados y a sola firma (ver Gráficos 2 y 3).

Gráfico 2 | Plazo promedio de Créditos a MiPyMEs
Otorgados en torno a la máxima vigente en cada período para proyectos de inversión

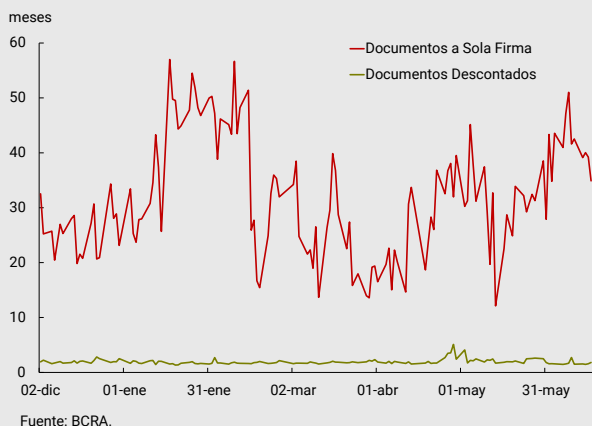
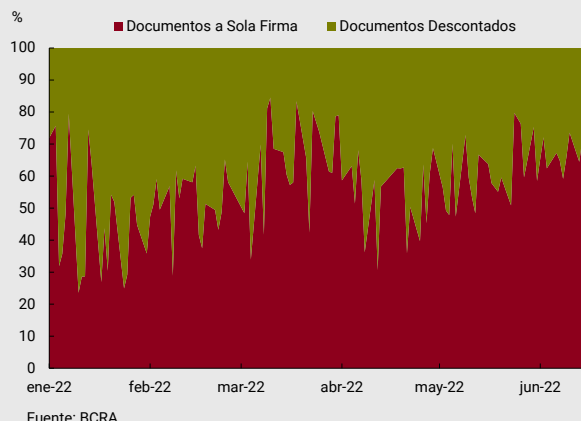


Gráfico 3 | Montos otorgados a MiPyMEs
Montos otorgados en torno a la máxima vigente en cada período para capital de trabajo



En cuanto al grado de cumplimiento del cupo que finalizó el 31 de marzo (Cupo 2021/2022), a nivel de todo el sistema financiero, se comprueba que en promedio las entidades financieras cumplieron en exceso con el límite mínimo establecido en la LFIP ya que el saldo de estas financiaciones (promedio mensual de marzo) se ubicó en 10,6% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero del mes de septiembre de 2021 (ver Gráfico 4).

Distinguiendo entre entidades, Grupo A y resto, se observó en ambos tipos de entidades tuvieron un sobrecumplimiento del cupo total. En cuanto al requerimiento mínimo de Proyectos de Inversión, se verifica que en promedio las entidades financieras cumplieron con este requisito. Este comportamiento fue homogéneo entre los diferentes tipos de entidades (ver Gráfico 5).

Gráfico 4 | Financiaciones LFIP en término de los depósitos

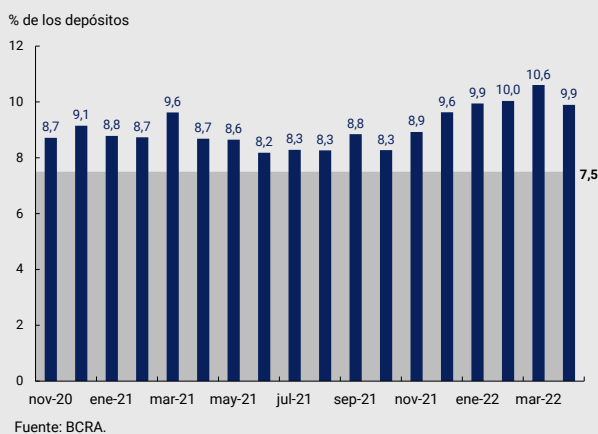
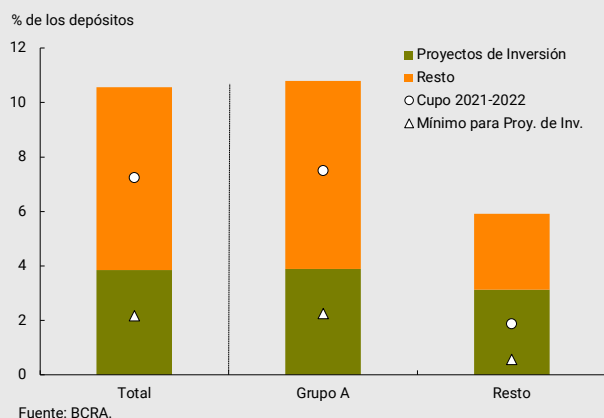


Gráfico 5 | Financiaciones LFIP en término de los depósitos por tipo de financiación y grupo de banco



La renovación de la LFIP para MiPyMEs se enmarca en la política del BCRA de estímulo a la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo. Inicialmente la LFIP tuvo como objetivo proteger el aparato productivo durante el momento de mayor impacto de la pandemia. Una vez cumplido dicho objetivo, esta herramienta se orientó a apoyar el proceso de recuperación de la actividad económica en marcha. La promoción del crédito a las MiPyMEs bajo condiciones financieras favorables permitirá expandir la oferta agregada, contribuyendo también en el proceso de control de la inflación.

Apartado 6 / Transformaciones en la infraestructura de pagos: el uso de efectivo y la creciente influencia de los medios de pago digitales en la región

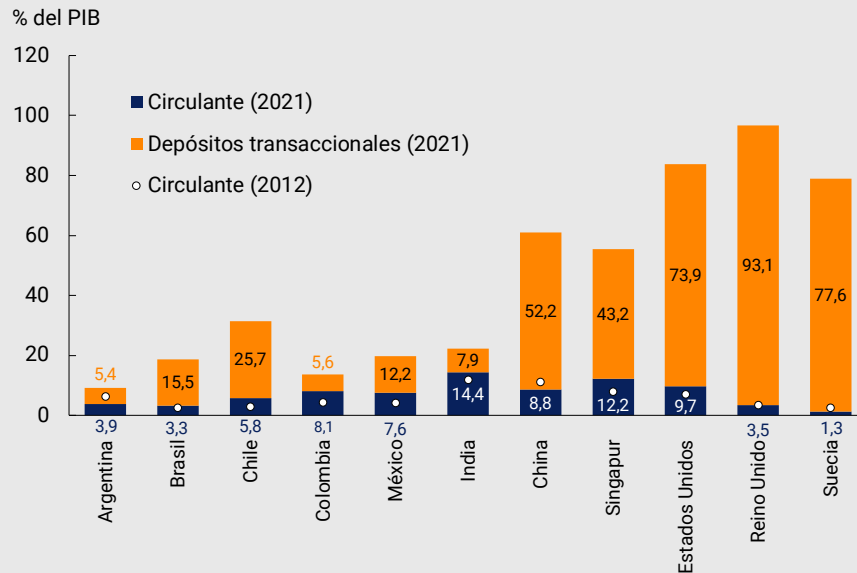
Con diferente intensidad y características, la infraestructura de pagos está mutando en forma acelerada en la mayoría de las economías, incluidas las de nuestra región. Las billeteras digitales y el uso de aplicaciones de pago basadas en la telefonía móvil, las transacciones P2P, los micropagos, las interfaces con amplias funcionalidades integradas a las redes sociales y otras grandes plataformas tecnológicas, el auge de los criptoactivos⁶⁹ y los contratos inteligentes, entre otras innovaciones, están contribuyendo a la aparición de nuevos medios de pago y servicios financieros que compiten con las formas más tradicionales de efectuar transacciones. En ese proceso surgen de continuo nuevos actores, instrumentos y mercados.

Las innovaciones digitales en las tecnologías de pago se inscriben en el marco de una tendencia de más largo alcance al menor uso de efectivo en la conducción de transacciones. Todas estas tendencias se han visto aceleradas como consecuencia de la pandemia que, debido a las restricciones a la movilidad y a los temores iniciales a la transmisión viral a través de la manipulación de billetes y monedas, favoreció una fuerte difusión del comercio electrónico y estimuló el uso de medios de pago “sin contacto”. La acción gubernamental durante la crisis sanitaria también favoreció este tránsito hacia la digitalización. Por un lado, en muchas jurisdicciones se elevaron límites y se redujeron comisiones en las transacciones con tarjetas y telefonía móvil. Por otro lado, varios gobiernos, incluyendo a los de nuestra región, apelaron a los medios digitales para distribuir en forma más efectiva y rápida las masivas transferencias fiscales efectuadas durante la pandemia (Alfonso *et al.* –2020–)⁷⁰. Pagados los “costos de aprendizaje” y habiéndose familiarizado durante la crisis sanitaria con las convenientes prestaciones que ofrecen estos nuevos medios de pago, muchos usuarios podrían haber cambiado en forma más permanente sus hábitos transaccionales. En este sentido, varios observadores estiman que la pandemia habría operado como un catalizador de la revolución digital en curso en los sistemas de pagos.

69 Los criptoactivos son un tipo de activo digital emitido en forma privada que descansa en la criptografía y en la tecnología de registros distribuidos (DLT) para la verificación de las transacciones. Los primeros criptoactivos, como Bitcoin, fueron emitidos en su propia unidad de cuenta y no son el pasivo de ninguna entidad. Aunque han concitado creciente interés como vehículo de inversión especulativa, los datos sobre su utilización en la conducción de transacciones legales son escasos. Su elevada volatilidad y la naturaleza no regulada de su mercado plantea preocupaciones importantes en materia de protección del consumidor. Nuevas variantes como las *stablecoins* (diseñadas con el propósito de mantener un valor estable respecto de una cesta de activos) tienen, sin embargo, potencial para funcionar como sustitutos del dinero en sus funciones tradicionales y, dependiendo de su grado de adopción, plantean también riesgos potenciales sobre la estabilidad macro-financiera (FMI –2022–).

70 A modo de ejemplo, cabe señalar que en el caso de nuestro país el número de nuevas cuentas creadas para posibilitar el pago de los programas IFE y ATP dirigidos a morigerar los impactos negativos de la pandemia sobre los ingresos de familias y firmas fue de alrededor de 5 millones, lo que posibilitó un acceso a cuentas bancarias y en proveedores de servicios de pago equivalente al 95% de la población adulta. Un desarrollo similar, aún más pronunciado, se verificó en Brasil en donde el número de cuentas creció en unos 50 millones sólo en 2020 para alcanzar una cobertura del 96% de la población adulta.

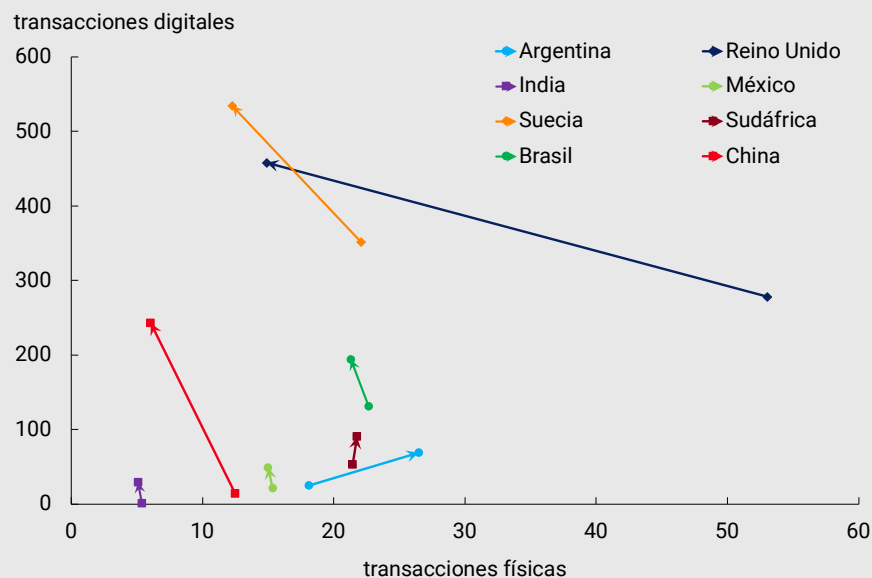
Gráfico 1 | Stocks de medios transaccionales en términos del PIB



Nota: Los datos para India, China, Singapur, Estados Unidos, Reino Unido y Suecia corresponden a los años 2012 y 2020. Fuente: BCRA en base a datos propios, BIS, FMI, INDEC, Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile, Banco Central de la República, Banco de México, y Araño y Maisto (2013).

La reducción en el uso de dinero transaccional físico ha sido especialmente intensa en las economías avanzadas, como Suecia (donde ese proceso está ya muy avanzado y el stock de circulante representa en la actualidad apenas 1% del PIB) y Reino Unido (en que la proporción de transacciones por medio de circulante y otros medios de pago físicos como los cheques se redujo del 60% al 20%). Sin embargo, este fenómeno también se extendió a varias economías en desarrollo, como Brasil y China. En contraste, en muchas otras jurisdicciones, los medios de pago físicos todavía cuentan con una considerable relevancia. En particular, ése es el caso de América Latina, en donde el circulante en poder del público representa un porcentaje muy elevado del stock total de dinero transaccional y en la que el uso de los medios de pagos digitales es todavía relativamente bajo en comparación con el observado en otras regiones (ver Gráfico 1 y 2).

Gráfico 2 | Evolución de las transacciones físicas y digitales, 2012 vs. 2020



Nota: Las transacciones físicas incluyen extracciones bancarias y cheques, mientras que las transacciones digitales se refieren a la suma de transferencias de crédito, débitos directos, pagos con tarjeta y e-money, y otros instrumentos de pago. El inicio de la flecha indica las transacciones per cápita en 2012, mientras que el destino de la línea se refiere al dato para 2020. Fuente: BIS.

Entre los factores que explican el limitado uso regional de los medios de pago digitales se cuentan los bajos niveles de ingreso per cápita y una alta informalidad, así como reducidos niveles de alfabetización financiera y de competencia en el sector financiero tradicional, que se traduce en rentas sustanciales y en segmentación y costos muy elevados para la mayoría de los usuarios (Alfonso *et al.* —2020—)⁷¹. La existencia de bajos niveles de acceso financiero y costos elevados son así todavía dos rasgos prominentes de los sistemas de pagos en la mayoría de las economías de la región, caracterizados en consecuencia por una elevada dependencia de los medios de pago físicos⁷².

Atraídos por la existencia de elevados márgenes de beneficio potenciales y por una creciente penetración de Internet y de la telefonía celular, en el último período varios países de América Latina han sido testigos de una acelerada expansión de las firmas especializadas en la innovación tecnológica en materia de pagos (proveedores de servicios de pago no bancarios). Si bien la aparición de métodos de pagos más convenientes o de nuevas prestaciones y funcionalidades sobre instrumentos ya existentes, ha ampliado drásticamente la oferta de servicios transaccionales, no en todos los casos el progreso tecnológico se ha traducido en una solución espontánea a los problemas de acceso y costos elevados recién mencionados.

La respuesta de los Bancos Centrales

Los Bancos Centrales y otras autoridades públicas desempeñan un rol esencial para asegurar que los acelerados desarrollos privados en curso se traduzcan efectivamente en niveles adecuados de cobertura, competencia, así como de seguridad e integridad. En particular, en su carácter de reguladores y supervisores de un bien público clave de cada economía, como son sus sistemas nacionales de pagos, los Bancos Centrales están en condiciones de imponer reglas de gobernanza y estándares técnicos comunes, promover la interoperabilidad⁷³ y el intercambio de datos entre diferentes operadores privados, coordinar proyectos para catalizar la innovación y, en algunos casos, incluso, proveer —y, a veces, operar directamente— infraestructuras y plataformas de pago públicas.

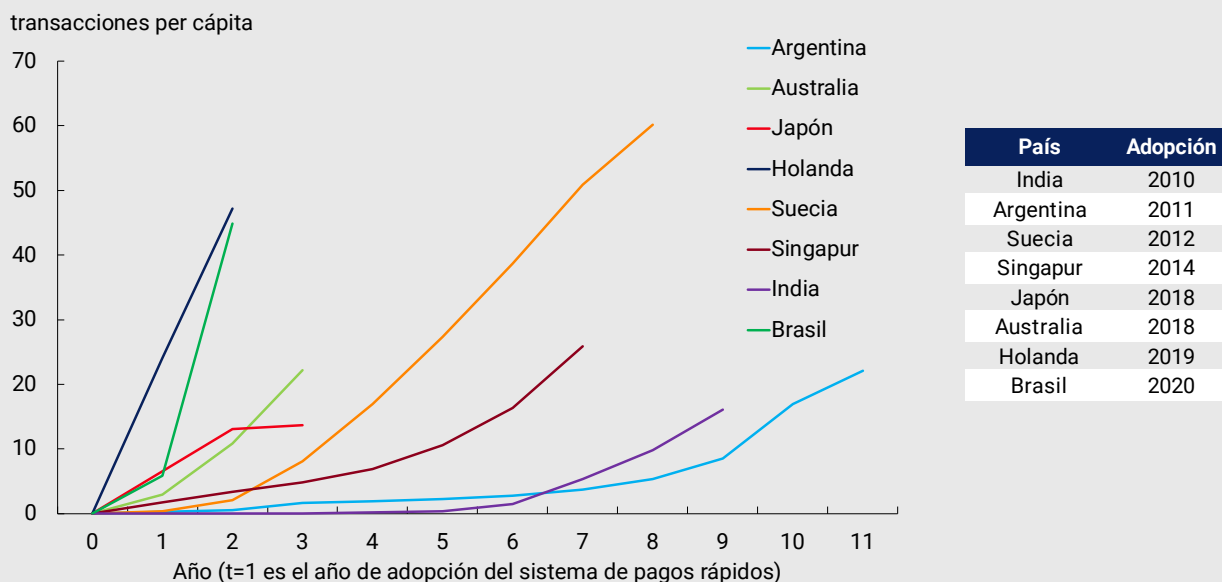
En este sentido, una de las iniciativas más relevantes de los últimos años ha sido el establecimiento de los denominados sistemas minoristas de pagos rápidos (SMPR). Conectando múltiples plataformas, dichos sistemas permiten que los pagos estén disponibles en forma instantánea, definitiva (firmes e irrevocables) y continua (24/7) a muy bajo o ningún costo para los usuarios (CPMI —2021—). Desde el primer SMPR en Corea en 2001 estos esquemas han proliferado alrededor del globo. En la actualidad más de 60 jurisdicciones han implementado, o planean hacerlo en lo inmediato, sistemas de este tipo (ver Gráfico 3, donde se visualiza la velocidad de su difusión en economías seleccionadas).

71 Por otra parte, junto a estos factores de naturaleza más estructural, cabe tener en cuenta que en un contexto signado por la incertidumbre provocada por la pandemia la demanda precautoria de efectivo ha tendido a aumentar coyunturalmente en el último período, incluso en las economías avanzadas. En estas últimas, la convivencia entre un menor uso transaccional del efectivo y una mayor demanda del mismo por motivos de atesoramiento —algo que en la literatura ha sido denominado la “paradoja de los billetes”— es un fenómeno que ya venía verificándose como consecuencia del menor costo de oportunidad de las tenencias de circulante asociado a la vigencia de muy reducidas tasas de interés nominales en el período de las post crisis financiera global.

72 Esta no es necesariamente la situación en todos los casos. Por ejemplo, tal como se menciona en la nota al pie de página 2, los niveles de acceso financiero (medidos como número de cuentas bancarias y de pago con relación al total de población adulta) son actualmente muy elevados en Brasil y en nuestro país. Sin embargo, pese a esa elevada cobertura, en algunas circunstancias el desconocimiento respecto de su existencia o de sus condiciones de uso implican una baja utilización efectiva de esos medios digitales.

73 La interoperabilidad es la compatibilidad técnica, operativa y legal entre mecanismos y sistemas de pago que permite que los usuarios y los proveedores lleven adelante transacciones sin necesidad de participar de manera simultánea en esos múltiples sistemas (CPMI —2016—).

Gráfico 3 | Evolución de los pagos rápidos en el tiempo



Nota: Los datos de Argentina desde el año 7 (correspondiente a 2017) en adelante no incluyen transferencias entre clientes de una misma entidad financiera o un mismo PSP.

Fuente: BCRA en base a datos de BIS, BCRA y Banco Central de Brasil.

Por su cobertura, asequibilidad, disponibilidad de servicios y velocidad de operación, en la región sobresalen los proyectos recientemente implementados en Brasil (Pix), México (Codi) y nuestro país (Transferencias 3.0)⁷⁴. En el caso de Pix, implementado a fines de 2020, la tasa de adopción ha sido remarcable: apenas 17 meses después de su lanzamiento, unos 117,5 millones de personas (casi 70% de la población) habían efectuado transacciones a través del sistema. Aunque aproximadamente 75% de las transacciones operadas hasta el momento fueron efectuadas entre personas físicas (libres de todo cargo para los usuarios finales), la participación de las transacciones que involucran a empresas —también beneficiadas por comisiones sustancialmente inferiores a las abonadas a las redes tradicionales de tarjetas— han comenzado gradualmente a cobrar mayor relevancia (BIS —2022—).

Desarrollos similarmente promisorios se verifican en el caso de nuestro país, que ha sido una de las jurisdicciones pioneras en la región en el impulso de las transacciones digitales desde la implementación hace más de una década del sistema de transferencias inmediatas. Incluyendo allí tanto las operaciones que involucran cuentas bancarias como cuentas abiertas en proveedores de servicios de pago, éstas crecieron velozmente al punto que los montos de transacciones en el último bienio pasaron de representar menos del 30% del PIB a alrededor de 40%. El impulso se vio reforzado a partir de fines de 2020 con el lanzamiento del esquema Transferencias 3.0, que persigue la creación de un ecosistema de pagos digitales eficiente, seguro, abierto y universal, habilitando pagos en comercios con transferencias inmediatas a través de diferentes modalidades. A través de una mayor competencia, de importantes simplificaciones y reducciones de costos —con operaciones gratuitas para las personas y comisiones con un rango entre 0,6% y 0,8% para los comercios participantes— se apunta, al mismo tiempo, a favorecer una mayor inclusión financiera. Adicionalmente, para expandir la aceptación del medio de pago por parte pequeños comercios, la iniciativa establece una tasa de intercambio dinámica que favorece a quienes los “adhieren” al sistema. En estrecha colaboración con el sector privado, la puesta en marcha definitiva del esquema ocurrió a fines de noviembre pasado a partir de la plena interoperabilidad de los códigos QR para realizar pagos con transferencias entre diferentes plataformas de pago, los que, desde ese

⁷⁴ En otros países de la región existen también SMPR de cobertura y usos por el momento más limitados (con mecanismos de *clearing* operados por y de propiedad del sector financiero privado).

momento, registraron un significativo dinamismo para acumular a inicios de mayo más de 9 millones de transacciones. Por otro lado, el surgimiento de los cheques electrónicos (ECHEQ) como sustituto de su versión física tradicional agregó un valor fundamental como medio de pago e instrumento de negociación y financiación remoto para empresas (en 2021 su número ascendió ya a 12,8 millones, representando en diciembre de ese año el 47,3% del monto total de cheques compensados).

En un marco de fuerte transformación tecnológica y de cambio acelerado en los hábitos de pago es altamente probable que, con sus propias características, iniciativas similares tiendan a replicarse en otros países de la región en el próximo período.

Referencias

Alfonso, V., A. Tombini, y F. Zampolli (2020): Retail Payments in LAC: present and future, BIS Quarterly Review, December.

Araño, E. y C. Maisto (2013): Coherencia entre las Cuentas Nacionales por Sector Institucional y las Estadísticas Monetarias y Financieras, Estudios Económicos Estadísticos N°103, Banco Central de Chile.

BIS (2022): Central Banks, the Monetary System and Public Payment Infrastructures: Lessons from Brazil's Pix.

CPMI (2021): Developments in retail fast payments and implications for RTGS systems, December.

FMI (2022): Capital Flow Management Measures in the Digital Age: Challenges of Crypto Assets, Fintech Notes.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASPO: Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DISPO: Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

PFE: Programa de Facilidades Extendidas

PIB: Producto Interno Bruto

PMI: *Purchasing Managers' Index*. Índice de encuestas a gerentes de compras

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI