

Informe de Política Monetaria

Marzo de 2022



**BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA**

Informe de Política Monetaria

Marzo 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, 21 de marzo de 2022.

Contenidos

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

Pág. 7 | 2. Contexto Internacional

Pág. 20 | *Apartado 1 / Descomposición de la dinámica de corto plazo de la inflación en Latinoamérica*

Pág. 29 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 40 | *Apartado 2 / Asincronías en el Mercado Laboral*

Pág. 45 | 4. Sector Externo

Pág. 54 | *Apartado 3 / Patrón de comercio exterior en Argentina: un análisis a nivel de empresa*

Pág. 57 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 66 | *Apartado 4 / El Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI*

Pág. 71 | 6. Precios

Pág. 79 | *Apartado 5 / Evolución reciente de la estructura de precios relativos del IPC*

Pág. 83 | 7. Política Monetaria

Pág. 96 | *Apartado 6 / La reconfiguración de los instrumentos de política monetaria*

Pág. 99 | 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 escenario internacional se ha vuelto más incierto en las últimas semanas. Si bien la economía global cerró el año 2021 con una expansión anual del Producto del 5,7%, en los primeros meses de 2022 impactaron sobre el dinamismo de la actividad una nueva ola de la pandemia y, más recientemente, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Este último acontecimiento elevó la incertidumbre respecto a las perspectivas futuras de los precios de las materias primas que exporta e importa nuestro país. Hasta el momento, la suba de los precios de la energía y del resto de las materias primas impulsó una aceleración de la inflación en las economías avanzadas, lo que dio lugar a que los bancos centrales de estas economías consideraran darle un sesgo más contractivo a su política monetaria. Una contracción monetaria más pronunciada impactaría sobre los países en desarrollo bajo la forma de condiciones financieras más ajustadas, salidas de capitales y eventualmente menor crecimiento.

En Argentina, en un contexto sanitario más favorable a partir de una mayor cobertura de la población con esquemas completos de vacunación, la actividad económica continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2021 y se mantuvo operando en niveles superiores a los de prepandemia. De este modo el año finalizó con un crecimiento de 10,3%, significativamente por encima del esperado inicialmente. Los datos adelantados de actividad económica evidenciaron una progresiva reducción de la heterogeneidad sectorial. Para 2022 se espera una continuidad en el proceso de recuperación de la actividad económica, impulsada por un mayor dinamismo de los sectores que aún no han logrado operar en niveles prepandemia, especialmente los servicios.

En este entorno macroeconómico más dinámico, durante el primer bimestre del año la inflación volvió a acelerarse y promedió 4,3% por mes, por encima del 3,3% promedio mensual observado durante el cuarto trimestre de 2021. El mayor dinamismo de los precios desde septiembre de 2021 se verificó en un contexto de recomposición de los márgenes de comercialización de ciertos sectores, reapertura de las paritarias salariales y de expectativas de inflación más elevadas como resultado de las mayores presiones cambiarias típicamente asociada a los procesos electorales, en donde el sector privado suele acentuar su patrón de dolarización financiera, a lo que se sumó la incertidumbre financiera generada por entrar en una etapa de definición de la negociación con el FMI por un nuevo acuerdo sobre la deuda con el organismo. Al escenario de elevada inercia inflacionaria, se sumaron desde enero las desfavorables condiciones climáticas domésticas y el significativo aumento de los precios internacionales de las materias primas agrícolas, la energía y las manufacturas globales, que presentaron una aceleración ante el conflicto entre Rusia y Ucrania, lo cual plantea un escenario desafiante, especialmente para el próximo bimestre.

Alcanzados los niveles de actividad de la prepandemia y sin descuidar el proceso de crecimiento en marcha, el BCRA se propuso retomar los lineamientos de política enunciados a principios de 2020, que combinan la consolidación del crecimiento del mercado interno y las exportaciones con la estabilidad monetaria y macro financiera. En este escenario, el BCRA definió y publicó en diciembre de 2021 sus Objetivos y Planes¹ para el año 2022.

Una condición necesaria para reducir los niveles de inercia inflacionaria es mantener un proceso de acumulación de reservas que disipe los riesgos de crisis de balanza de pagos y saltos abruptos del tipo de cambio, anclando de este modo las expectativas cambiarias. Así, con el objetivo de fortalecer la posición de reservas internacionales, se modificó el ritmo de depreciación para llevarlo gradualmente a niveles más compatibles con la tasa de inflación doméstica. De este modo, en lo que va de 2022 se observó una estabilización en el

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

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) que se ubica en niveles que preservan la competitividad externa y en torno al promedio de los últimos 24 años.

Asimismo, desde la primera semana de enero, el BCRA reconfiguró sus instrumentos de política monetaria para acompañar el proceso de recuperación económica y reforzar la estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Es así como se elevó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, llevándola desde 38,0% n.a. (45,4% e.a.) hasta 42,5% n.a. (51,9% e.a), se readecuó el límite a las tenencias de LELIQ a 28 días (focalizando la señal de tasa de interés de política en dicho instrumento), se crearon nuevos instrumentos con el fin de incrementar el plazo promedio de la esterilización y se elevaron las tasas mínimas de interés para los depósitos a plazo fijo. El incremento en la tasa de interés de política monetaria busca propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, de modo de impulsar la demanda de pesos. Es por ello que, de cara al futuro, las novedades en materia inflacionaria se verán reflejadas en la calibración de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria.

A su vez, el BCRA continuará calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes, para contribuir a preservar el equilibrio monetario. Al respecto, en 2021 la expansión primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles sensiblemente menores a los del año 2020, reflejando valores respecto del PIB similares a los de años previos, y en lo que va del año ayudó a contraer liquidez en el mercado. La compra de divisas al sector privado también contribuyó positivamente a la expansión de la Base Monetaria durante 2021 y en los primeros meses del año en curso. Estos factores fueron parcialmente esterilizados a través de instrumentos de regulación monetaria (pases pasivos y LELIQ). Con todo, la Base Monetaria finalizó el año con una expansión del 40,0%, lo que implicó una contracción en términos reales, y el saldo de pasivos remunerados se ubicó en torno a 9,7% del PIB. Dado el crecimiento proyectado de la demanda de base monetaria, se estima que, por cada 1 p.p. de aumento de tasas de interés de política monetaria, los pasivos remunerados aumentarían en 0,07 p.p. del PIB. Aun contemplando este efecto, en un contexto de menores necesidades de esterilización, durante 2022 los pasivos remunerados se reducirán en relación con el PIB.

La continuidad del proceso de normalización de las actividades de los sectores productivos le permitió al BCRA continuar con su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados y en el impulso al desarrollo productivo. Durante 2022 el Banco Central continuará estimulando la oferta de crédito al sector privado. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) seguirá siendo el principal vehículo para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones financieras favorables.

En este marco de política monetaria, recientemente el Gobierno Nacional alcanzó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para implementar un Programa de Facilidades Extendidas (EFF por sus siglas en inglés), que permitirá cubrir los vencimientos del *Stand-By Agreement* (SBA) firmado en 2018, obtener apoyo presupuestario para financiar parcialmente las necesidades del Tesoro Nacional y reforzar las reservas del Banco Central.

En el marco de este acuerdo, los repagos se realizarán a partir de la mitad del cuarto año posterior a la firma y se extenderán hasta el décimo año del último desembolso, es decir entre 2026 y 2034. El esquema de políticas macroeconómicas acordado estipula una reducción gradual en el déficit primario del Gobierno Federal, sin contraer el gasto público en términos reales con el objetivo de no afectar negativamente el proceso de recuperación del PIB en marcha. Asimismo, se irá reduciendo la asistencia monetaria al Tesoro en términos del PIB desde 1% en 2022 hasta alcanzar un valor nulo para 2024. En lo que refiere al resto de las políticas que implementa el BCRA las pautas incorporadas en el acuerdo están en línea con los Objetivos y Planes que se presentaron para el año. Principalmente, se buscará mantener la tasa de interés de referencia en un nivel que permita

resguardar el valor real del ahorro de las y los argentinos y contribuir a la profundidad del mercado doméstico de deuda pública. En el frente externo se convino mantener el ritmo de depreciación de la moneda doméstica en un nivel que permita avanzar en el proceso de acumulación de Reservas Internacionales.

Se proyecta que este esquema de políticas macroeconómicas contribuya a sostener la recuperación económica en marcha en un entorno de menores niveles de inflación que permita profundizar las mejoras registradas en las condiciones sociales y de empleo. A tal fin, las políticas del Gobierno Nacional y del Banco Central buscarán: mejorar la sustentabilidad de las finanzas públicas y de la deuda, sin comprometer el crecimiento ni la reducción de las brechas sociales y de infraestructura; fortalecer la sostenibilidad externa a través de la acumulación de reservas internacionales mediante políticas que impulsen el superávit comercial, promuevan las exportaciones y los ingresos de capital de largo plazo y posibiliten el eventual acceso de la Argentina a los mercados financieros internacionales en el mediano plazo; reducir gradual y persistentemente la tasa de inflación a través de la coordinación de las políticas monetarias, fiscales y de ingresos y precios; y, finalmente, crear condiciones para hacer sostenible el proceso de crecimiento protegiendo al medio ambiente, mediante la movilización del ahorro doméstico, el fortalecimiento de la inversión en infraestructura e innovación y la promoción de sectores transables estratégicos.

2. Contexto Internacional

Desde el IPOM anterior dos temas dominaron el escenario internacional. Primero, la variante Ómicron del COVID-19 afectó la movilidad y el nivel de actividad. Más recientemente, el conflicto armado entre Ucrania y Rusia impactó en los mercados financieros y de materias primas.

La propagación de Ómicron generó un récord global de casos, mientras que las muertes aumentaron en mucha menor medida y estuvieron por debajo de los máximos de olas previas. La vacunación se ha intensificado con dosis de refuerzo, pero se mantiene la fuerte desigualdad entre países. Esta ola de contagios ha sido más corta que las anteriores; y ha implicado un aumento en las restricciones y una caída en la movilidad comparables a las de aquellas, a pesar de que el aumento de casos ha sido mucho mayor.

La economía global continuó recuperándose, pero moderando su ritmo de expansión por el impacto de la nueva ola pandémica. Su crecimiento estimado para este año se ha reducido desde el IPOM anterior, lo que considera también el efecto de una política monetaria más contractiva, el retiro progresivo de la expansión fiscal y la persistencia de problemas en las cadenas globales de suministros. Esto último, junto con los mayores precios de la energía y otras materias primas, ha estado detrás de buena parte de la suba global de la inflación, mayor a la esperada. Los bancos centrales de economías avanzadas han comenzado a revertir el sesgo expansivo de su política; mientras que los de países en desarrollo, que habían reaccionado antes, continuaron subiendo las tasas de interés.

El conflicto armado intensificó dos tendencias previas: mayores precios de energía y alimentos y de los costos de transporte, implicando mayores presiones inflacionarias globales y menor nivel de actividad. Hacia delante, la dinámica del conflicto determinará la magnitud de ese impacto. Asimismo, la evolución de la pandemia y la desigualdad en el ritmo de vacunación continuarán siendo determinantes. La velocidad y cuantía del retiro de los estímulos monetarios y fiscales en países avanzados y su potencial “derrame” sobre la economía internacional serán factores de riesgo de primer orden; ellos impactarían, como mínimo, a través de las tasas de interés globales, la apreciación del dólar y la reversión de los flujos de capitales hacia los países emergentes (afectados también por el conflicto). Los altos niveles de deuda y la posible sobrevaluación de muchos activos potenciarían el impacto de una “corrección” súbita de sus precios sobre las condiciones financieras globales.

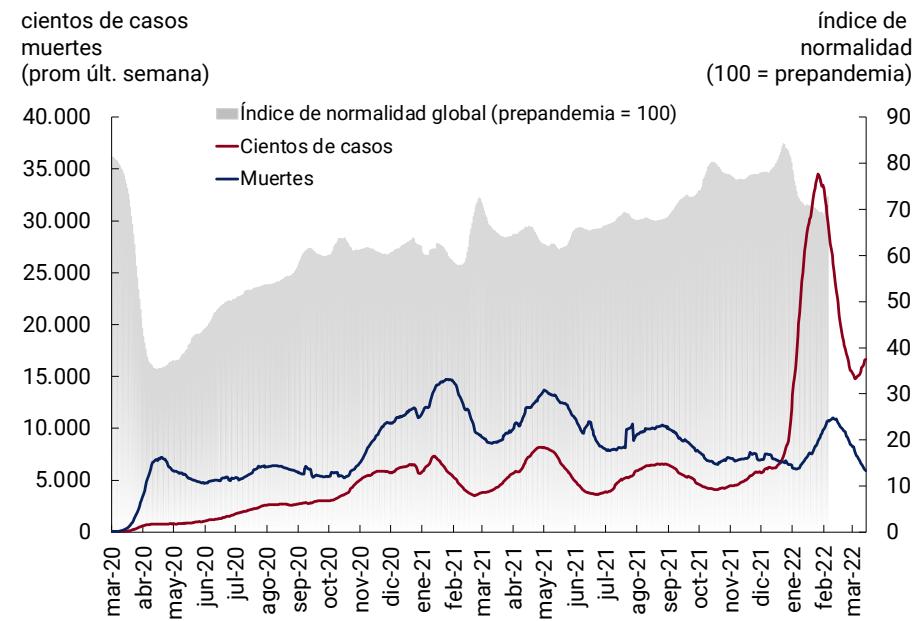
2.1. La variante Ómicron suscitó un récord de casos mundiales; la letalidad continuó reducida

Desde fines de noviembre de 2021, se expandió por el mundo la variante Ómicron: los contagios diarios alcanzaron un récord de 24 millones semanales a fines de enero de 2022, cuadruplicando el máximo anterior, y bajaron hasta 11 millones semanales a principios de marzo. Luego de manifestarse por primera vez en Sudáfrica, los casos de Ómicron comenzaron a subir velozmente y alcanzaron máximos primero en Europa y Norteamérica, y hacia fines de diciembre se verificaron ascensos acelerados en todos los continentes. Las olas generadas por esta variante fueron en general más breves. Al cierre de este IPOM se registraba una suba de casos en Asia (China, Corea del Sur) y algunos países de Europa (como Alemania).

A pesar de los récords en los casos, las muertes aumentaron en menor medida: llegaron a unas 75 mil semanales, por debajo del máximo histórico de 103 mil en enero de 2021. En consecuencia, la tasa de muertes

respecto de los casos de 10 días atrás alcanzó un mínimo de 0,45% (frente a más de 2,5% en marzo de 2021). Junto con el aumento de casos, la movilidad global se redujo en promedio hasta 70% de su nivel de prepandemia (ver Gráfico 2.1a).

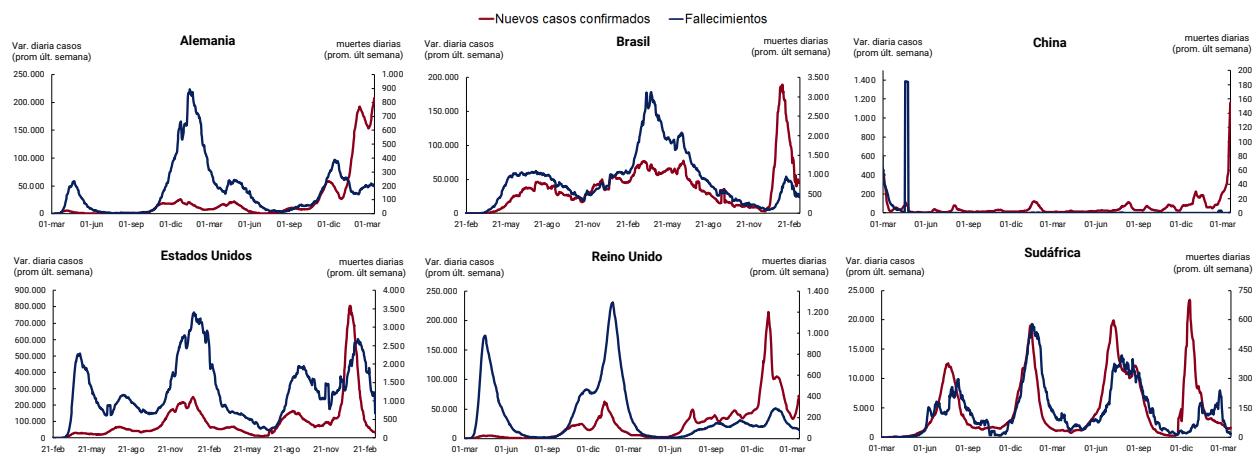
Gráfico 2.1a | Nuevos casos globales confirmados y fallecimientos por COVID-19 (promedio móvil últimos 7 días) e Índice de normalidad de la movilidad



Nota: El Índice de normalidad (*The Economist*) promedia ocho indicadores asociados a transporte, viajes, entretenimiento, comercios y empleo en las 50 economías más grandes del mundo. Último dato: 5/2/2022 (ver <https://5/2/2022> (ver <https://www.economist.com/graphic-detail/tracking-the-return-to-normalcy-after-covid-19>).

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

Gráfico 2.1b | Nuevos casos confirmados y fallecimientos por COVID-19, en países seleccionados
Promedio móvil últimos 7 días

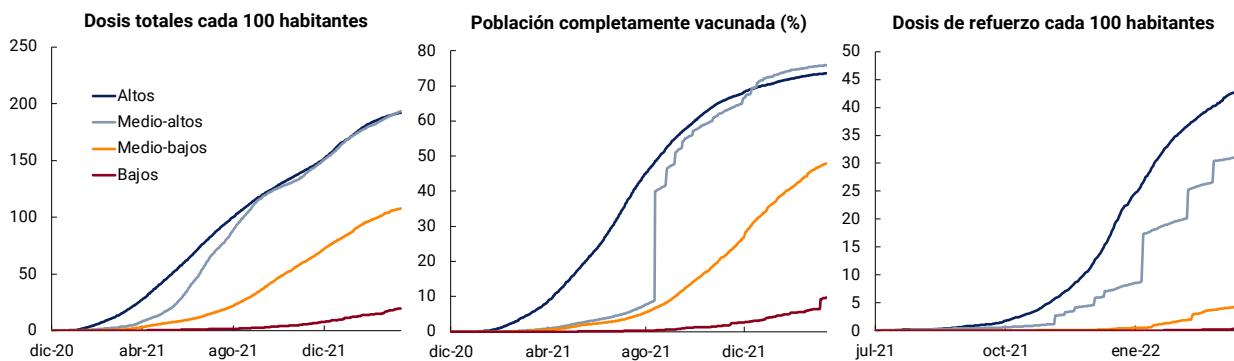


Fuente: BCRA en base a datos de OMS y *Our World in Data*.

La menor letalidad se debería a las características propias de Ómicron y a la mayor inmunidad adquirida. La variante es más contagiosa y tiene mayor capacidad de reinfección (contagiar a personas previamente vacunadas o infectadas), pero suele generar una enfermedad más leve. La efectividad de las vacunas es menor en

términos de anticuerpos, pero una dosis de refuerzo ayuda a aumentarlos y a mantener la protección contra la enfermedad grave. De hecho, la principal estrategia de los gobiernos ante el aumento en los casos ha sido reforzar las campañas de vacunación, aunque se mantiene la brecha entre países de mayores y menores ingresos. El porcentaje de población completamente vacunada en los países de ingresos bajos es más de 7 veces menor que en los países de ingresos altos; y mientras que los países de altos ingresos tienen más de 42 dosis de refuerzo cada 100 habitantes, los de bajos ingresos han aplicado menos de 0,3 (ver Gráfico 2.2).

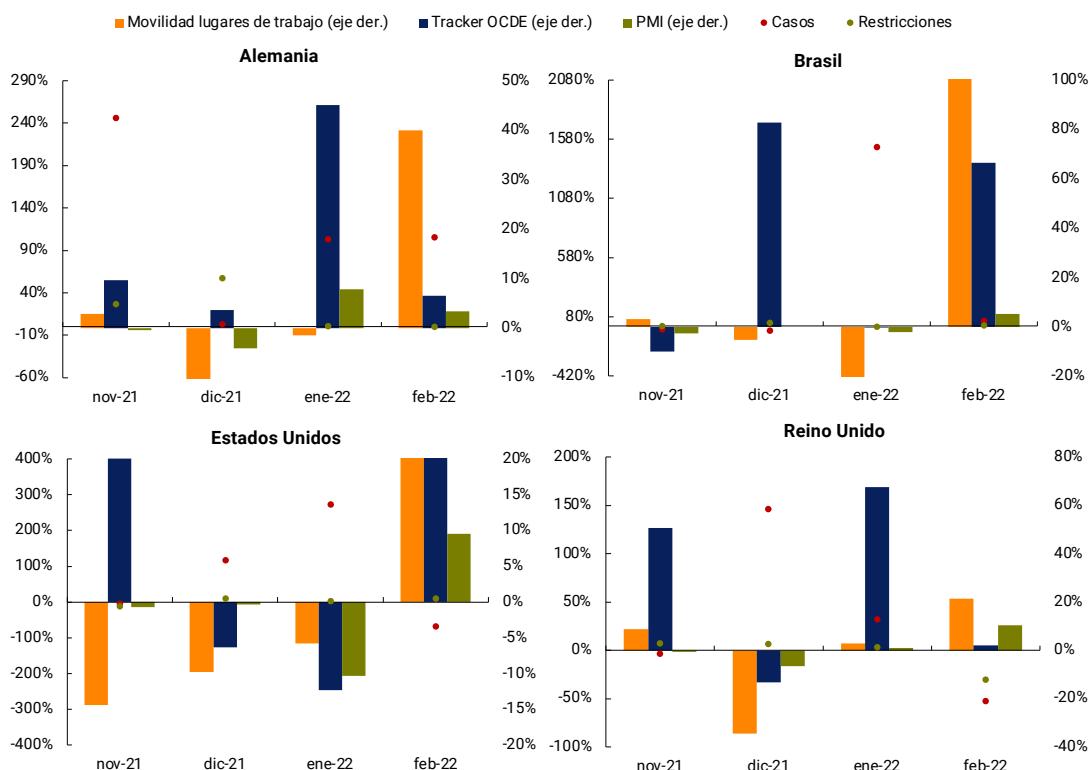
Gráfico 2.2 | Evolución de las campañas de vacunación por grupos de países



Fuente: BCRA en base a datos de OMS.

Varios países reintrodujeron restricciones, aunque con distintos niveles de rigidez, y se produjo una caída en la movilidad, con el consecuente impacto en la desaceleración de la recuperación, como se detalla en la sección siguiente. Con la baja de casos durante febrero, la movilidad volvió a aumentar y muchas restricciones comenzaron a levantarse (ver Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 | Variación mensual de casos, muertes, rigidez de restricciones, movilidad, actividad económica de la OCDE e índices PMI durante la última ola de Coronavirus



Fuente: BCRA en base a datos de OMS, Google Mobility Report, Oxford University, Trading Economics, Bloomberg, OCDE.

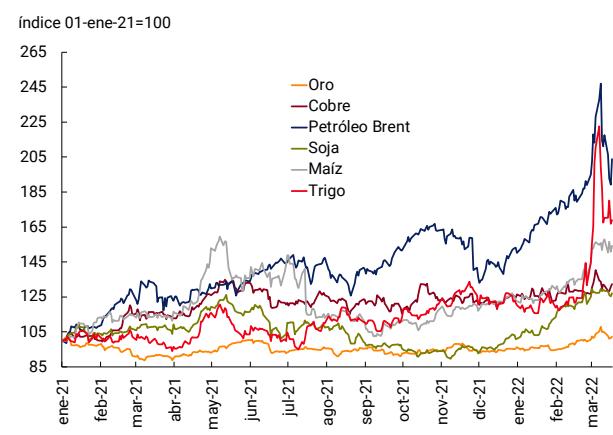
2.2. Por el conflicto, suben los precios de las materias primas y se endurecen las condiciones financieras globales

El precio del petróleo venía aumentando desde diciembre por la recuperación de la demanda de combustibles y una oferta que ha tardado en responder. Las sanciones impuestas a Rusia y los problemas de transporte del petróleo impactaron fuertemente en el Brent, que alcanzó los US\$139 por barril el 8 de marzo, el máximo desde 2008; y bajó hasta valores cercanos a US\$100 el barril durante la semana posterior (ver Gráfico 2.4). Además, Rusia es el principal exportador mundial de gas natural, y Europa depende fuertemente de las importaciones energéticas desde aquel país. A comienzos de la crisis, el gas cotizaba a 116 euros por MWh; y llegó a alcanzar los 212 euros por MWh el 7 de marzo, representando un incremento de 83% en el mercado de referencia de Holanda.

Al mismo tiempo, subieron los precios de diversas materias primas alimenticias debido a que Rusia y Ucrania se encuentran entre los principales productores globales: entre ellas, el trigo y el girasol y, en menor medida, el maíz. En conjunto, Ucrania y Rusia concentran aproximadamente el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 56% de aceite de girasol y el 10% de maíz. El precio del trigo alcanzó un récord de US\$523 por tonelada el 7 de marzo para luego bajar, acumulando al cierre de este informe un incremento de 23% desde que comenzó el conflicto y un 40% en el año (ver Gráfico 2.4).

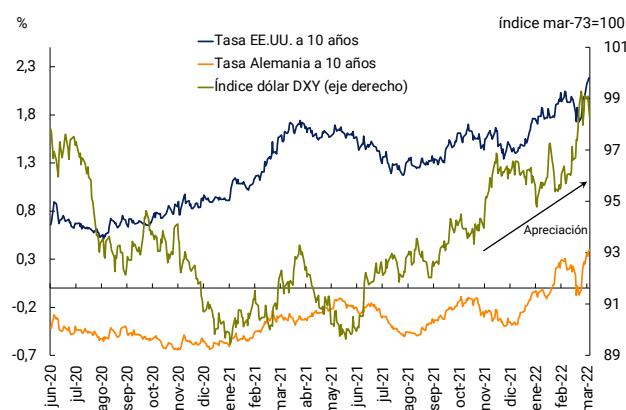
Los precios de materias primas usadas como insumos para la producción manufacturera, en las cuales Rusia lidera como productor o exportador, también subieron. Se destacó el impacto en el paladio (alcanzó el récord de US\$2.994 la onza), donde Rusia concentra el 40% de la producción mundial y se utiliza en la fabricación de automóviles; pero también subieron los precios de metales como el níquel (tras subir 92% desde comienzos del conflicto se suspendió su negociación en el mercado de Londres) y el cobre, que alcanzó los US\$477 por libra. El oro, que se utiliza como reserva de valor en situaciones de estrés internacional, alcanzó los US\$2.070 por onza, reflejando parcialmente las tensiones geopolíticas (ver Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 |
Precios de las materias primas



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Rendimiento de los títulos públicos e índice dólar

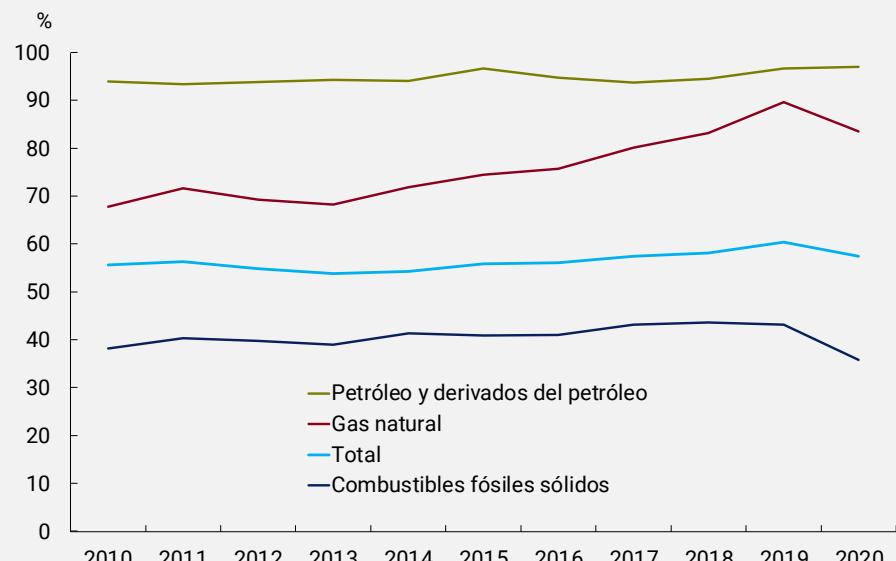


Recuadro. Consumo e importaciones de energía en Europa

Entre 2010 y 2020, más de la mitad de la energía bruta disponible en la Unión Europea (UE) se cubrió con importaciones netas: oscilaron entre 55,7% y 57,5%. En 2020, las tasas más altas de dependencia energética se registraron para el petróleo (97%) y gas natural (83,6%), mientras que para los combustibles fósiles sólidos fue de 35,8% (ver Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5 | Tasa de dependencia energética, UE-27, 2010-2020

Importaciones netas de energía bruta disponible, como % del consumo energético total

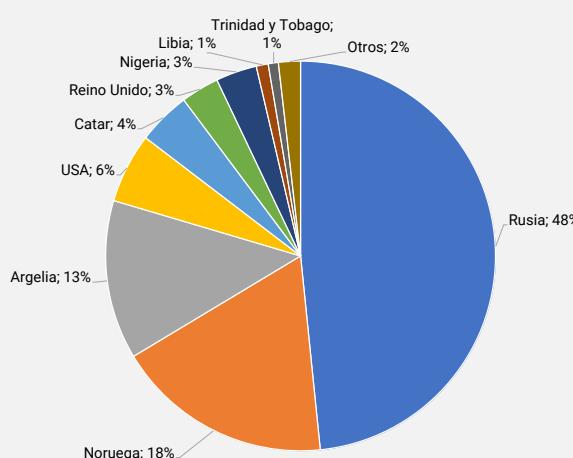


Fuente: BCRA en base a datos de Eurostat.

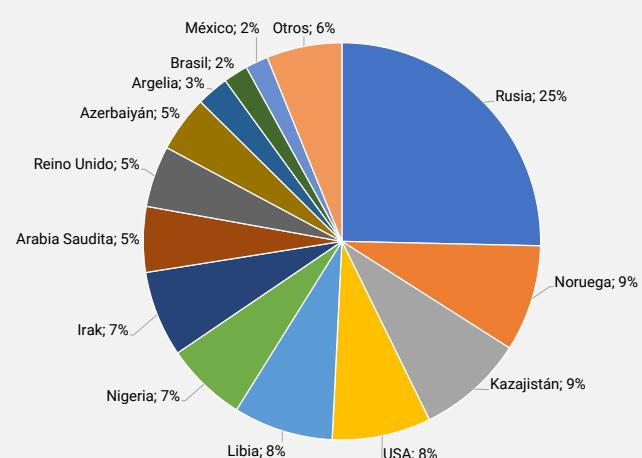
Entre las diferentes fuentes de energía se destaca el fuerte crecimiento del consumo de gas. Entre 2010 y 2020, la dependencia de la UE respecto de terceros países para el suministro de gas natural aumentó 15,8 p.p., mucho más rápidamente que la dependencia del petróleo crudo durante esa década (aumentó 3 p.p.). Gran parte de la energía importada de la UE procede de Rusia, el cual se destaca como el principal proveedor de gas (48%) y petróleo (25%), como puede verse en el Gráfico 2.6.

Gráfico 2.6 | Importaciones de la Unión Europea por origen gas y petróleo en (%)

Importaciones de gas



Importaciones de petróleo



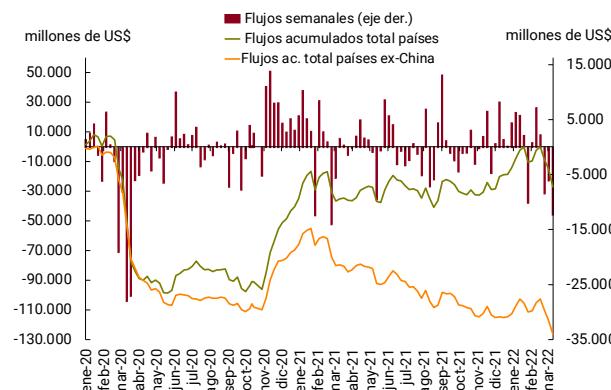
Fuente: BCRA en base a datos de Eurostat, primer semestre 2021.

La guerra entre Rusia y Ucrania acentuó el endurecimiento de las condiciones financieras globales que se venía observando en los últimos meses, aumentando también la volatilidad. Por efecto del conflicto, la tasa de interés de los bonos del gobierno estadounidense a 10 años revirtió parte de la suba que registraba. Pero en las últimas jornadas y con el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), volvió a incrementarse, y al 16 de marzo se ubicaba 65 p.b. por encima de su nivel al cierre del IPOM anterior, llegando a 2,17% (ver el Gráfico 2.4). Por su parte, la tasa a 30 años subió 52 puntos básicos en el mismo período, por lo que continuó aplanándose la curva de rendimientos. En Alemania, la tasa del bono del gobierno a 10 años tuvo un alza de 65 puntos básicos y volvió a ser positiva.

El dólar estadounidense —medido contra una canasta de monedas— se apreció desde mayo pasado, tendencia que se aceleró desde el comienzo del conflicto bélico. Por su parte el indicador VIX (que refleja la volatilidad implícita sobre un conjunto de opciones del mercado) también se elevó, alcanzando más de 35 puntos a comienzos de marzo.

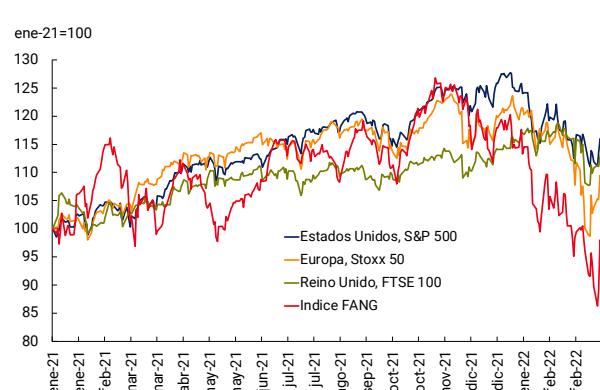
Gráfico 2.7 |

Flujos de capitales a países emergentes desde inicios de la pandemia



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

Índices bursátiles



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

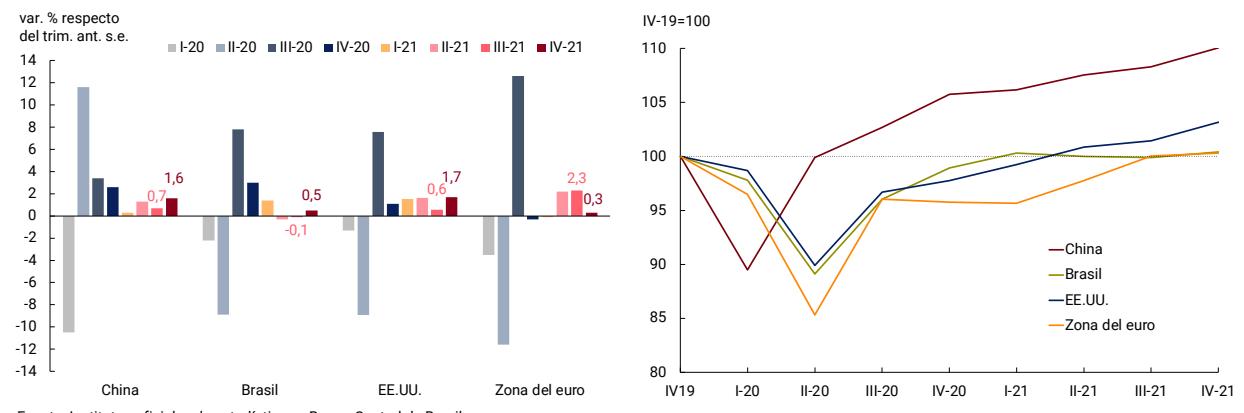
La suba de las tasas de interés de mercado y la guerra en Ucrania impactaron en las cotizaciones bursátiles; los activos de mayor riesgo fueron los más afectados, como se alertó en informes anteriores. Mientras el S&P 500 cayó un 9% y el Stoxx 50 europeo un 10% en lo que va del año, el índice FANG, con mayor proporción de empresas tecnológicas, bajó un 17% en el mismo período y un 22% desde el cierre del IPOM anterior (ver Gráfico 2.7). Esta dinámica se acentuó desde principios de febrero y de continuar pondría en riesgo el desempeño de los “ganadores” digitales del último par de años y el “soporte” que han significado para el mercado. También los criptoactivos han bajado sustancialmente de precio, y una caída mayor podría tener consecuencias no del todo previstas en el sistema financiero global. El Bitcoin, que llegó a valer más de US\$67.000, cotiza ahora alrededor de los US\$40.800, llegando a tener una depreciación de más de 40%.

Los flujos de capitales hacia países emergentes, que venían siendo positivos y con baja volatilidad, comenzaron a mostrar salidas en las últimas semanas. Si bien los flujos acumulados desde el IPOM anterior fueron levemente positivos, desde comienzos de año fueron negativos en US\$13 mil millones. Sin embargo, su composición estuvo muy concentrada. De un total acumulado de US\$3,5 mil millones desde el cierre del IPOM anterior, US\$17,5 mil millones fueron flujos hacia China, por lo que los flujos al resto de los emergentes resultaron negativos. Desde que comenzó la recuperación, China está absorbiendo un porcentaje creciente de los flujos a emergentes (ver Gráfico 2.7).

2.3. La economía global se expandiría en 2022, aunque a un menor ritmo y con el conflicto en Ucrania como nuevo foco de incertidumbre

La economía global continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2021, con dinámicas heterogéneas entre los principales socios comerciales de la Argentina (ver Gráfico 2.8). Estados Unidos, China y Brasil aceleraron su crecimiento trimestral en ese período, mientras que la Zona del euro creció menos que en los trimestres previos, ante el impacto de las restricciones a la movilidad por los rebrotes de COVID-19 y de los cuellos de botella. Así, sobre el final del año pasado, los niveles de actividad de Estados Unidos y China se ubicaron claramente por encima de los previos a la pandemia, mientras que la Zona del euro y Brasil evidenciaron mayores dificultades para superarlos (ver Gráfico 2.8).

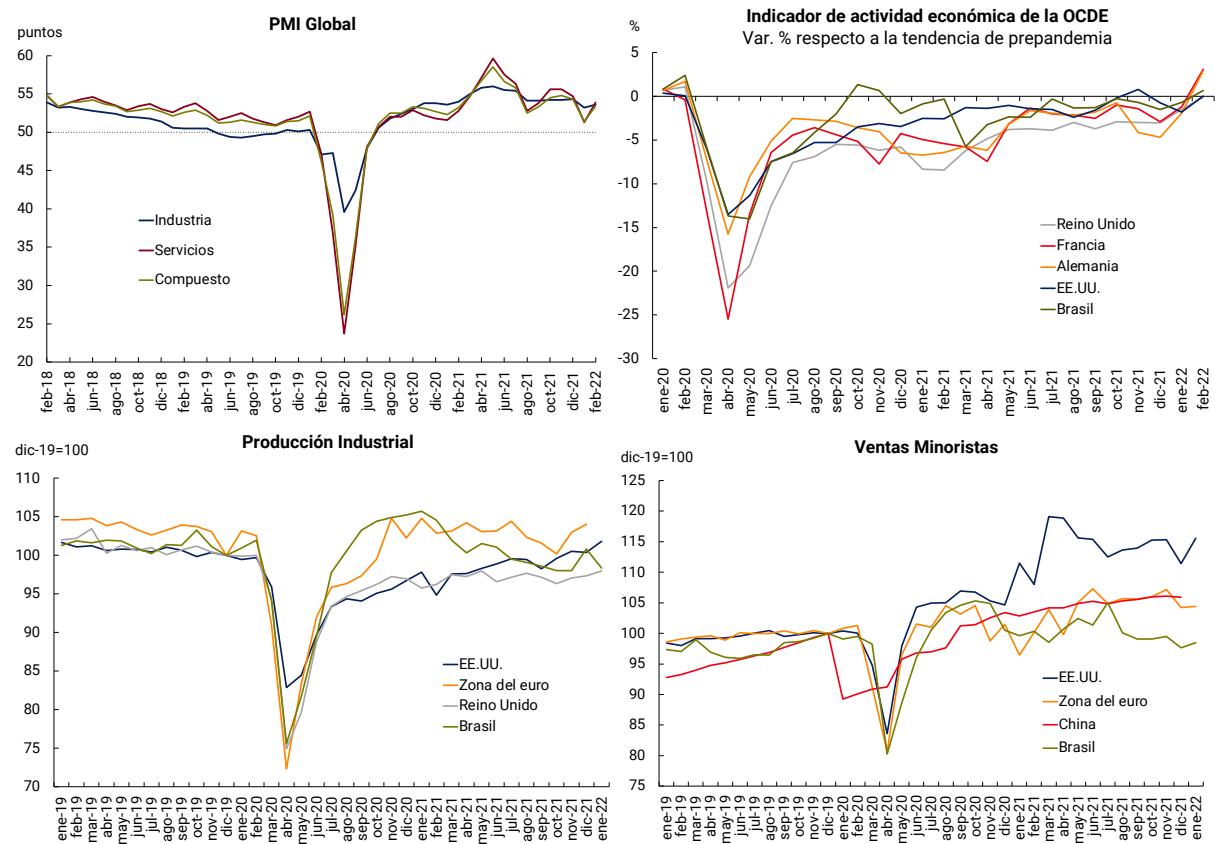
Gráfico 2.8 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina (PIB real sin estacionalidad)
Variaciones % trimestrales



Los datos de alta frecuencia de diciembre de 2021 y enero de 2022 reflejaron el impacto de la expansión de la variante Ómicron y de la reducción de la movilidad en la actividad económica, particularmente en los países avanzados (ver Gráfico 2.9). Las encuestas a gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) mostraron una menor actividad económica global, con caídas de los índices compuestos en Estados Unidos, la zona del euro, el Reino Unido y China en enero (aunque todavía en zona de expansión, por encima de 50). El sector de los servicios fue el principal afectado. Las ventas minoristas también acusaron impacto, con caídas en Estados Unidos, la Zona del euro y el Reino Unido en diciembre. En el mismo sentido, el indicador de actividad económica de la OCDE reflejó una menor actividad en Estados Unidos y Europa en noviembre, diciembre y enero.

A partir de febrero la reducción de casos y las menores restricciones a la movilidad se reflejaron en una recuperación de la actividad económica, con mejoras en los PMI, en el indicador de actividad económica de la OCDE y en las ventas minoristas (ver Gráfico 2.9). Por su parte, la industria manufacturera mostró un mejor desempeño con un aumento de la producción industrial en enero en Estados Unidos y el Reino Unido y del PMI manufacturero global en febrero; y cierta mejora en los tiempos de demora y en los problemas de las cadenas de suministros en el Reino Unido, la Zona del euro y Estados Unidos. Se prevé que los indicadores de actividad comiencen a reflejar el impacto del conflicto bélico en Ucrania y las sanciones económicas a Rusia a partir de marzo.

Gráfico 2.9 | Indicadores de actividad



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

Antes de la irrupción del conflicto bélico, los pronósticos para la economía global marcaban que el mundo volvería a crecer en 2022, aunque a un menor ritmo que el 5,7% registrado en 2021 (promedio de FMI, Banco Mundial y OCDE). A comienzos de este año se había reducido la expansión global prevista ante la continuidad de la pandemia y de los problemas en las cadenas globales de suministros, la política monetaria crecientemente contractiva y un menor impulso fiscal. Así, en enero de este año, el promedio de pronósticos de crecimiento para 2022 de los tres organismos mencionados era de 4,3%, 0,3 p.p. por debajo de la proyección previa (ver Cuadro 2.1).

El conflicto armado implica menores proyecciones de crecimiento global. Su impacto inicial ha reforzado las tendencias previas de endurecimiento de las condiciones financieras globales y suba de los precios de las materias primas. Según el Banco Central Europeo, la expansión de la economía mundial caería de 4,5% a 4,1% en 2022 y de 3,9% a 3,6% en 2023 y, en la Zona del euro, de 4,3% a 3,7% en 2022 y de 2,9% a 2,8% en 2023. Por su parte, el directorio de la Fed también redujo sus pronósticos de crecimiento para este año, de 4,0% a 2,8%, pero mantuvo el del próximo año en 2,2% (ver Cuadro 2.1).

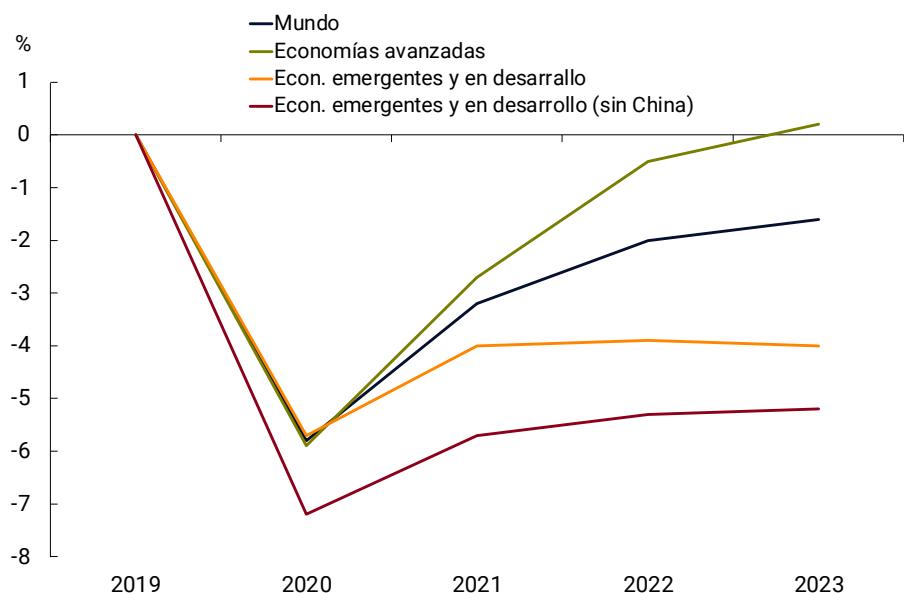
Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas

	2020 (FMI)	FMI				Banco Mundial				Otras fuentes						
		Proyecciones enero 2022			Dif. con proy. oct. 2021		Proyecciones enero 2022			Dif. con proy. junio 2021		Proyecciones marzo 22		Dif. con proy. previa		
		2021	2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023
PIB Mundial	-3,1	5,9	4,4	3,8	-0,5	0,2	5,5	4,1	3,2	-0,2	0,1	5,6	4,1	3,6	-0,4	-0,3 ⁽³⁾
Economías avanzadas	-4,5	5,0	3,9	2,6	-0,6	0,4	5,0	3,8	2,3	-0,2	0,1					
Estados Unidos	-3,4	5,6	4,0	2,6	-1,2	0,4	5,6	3,7	2,6	-0,5	0,3	5,5	2,8	2,2	-1,2	0,0 ⁽³⁾
Zona del euro	-6,4	5,2	3,9	2,5	-0,4	0,5	5,2	4,2	2,1	-0,2	-0,3	5,4	3,7	2,8	-0,5	-0,1 ⁽³⁾
Economías emergentes y en desarrollo	-2,0	6,5	4,8	4,7	-0,3	0,1	6,3	4,6	4,4	-0,1	0,0					
China	2,3	8,1	4,8	5,2	-0,8	-0,1	8,0	5,1	5,3	-0,3	0,0	8,1	5,1	5,1 ⁽¹⁾	-0,6	0,0 ⁽²⁾
América Latina y el Caribe	-6,9	6,8	2,4	2,6	-0,6	0,1	6,7	2,6	2,7	-0,3	0,2					
Brasil	-3,9	4,7	0,3	1,6	-1,2	-0,4	4,9	1,4	2,7	-1,1	0,4	4,5	0,4	1,5	0,1	0,0 ⁽⁴⁾

Fuente: FMI (WEO), Banco Mundial y otras fuentes: OCDE (China), BCE (Mundo y Zona del euro), Fed (Estados Unidos), Bacen - Encuesta Focus (Brasil).
(1) Corresponde a diciembre 2021. (2) Diferencia respecto de septiembre de 2021. (3) Diferencia respecto de diciembre de 2021. (4) Diferencia respecto de febrero de 2022.

La recuperación seguiría siendo divergente entre países avanzados y en desarrollo ante las diferencias en el acceso a las vacunas y en el espacio de política y el impacto del ciclo monetario en ambos grupos de países. Según el Banco Mundial, y considerando los pronósticos previos al conflicto, la actividad económica en las economías avanzadas superaría la trayectoria pronosticada antes de la pandemia en 2023; mientras que la de las economías emergentes y en desarrollo se mantendría 4 p.p. por debajo de la tendencia previa a la pandemia, diferencia que se amplía a 5,2 p.p. si se excluye a China de este último grupo (ver Gráfico 2.10).

Gráfico 2.10 | Evolución del PIB respecto de las tendencias prepandemia



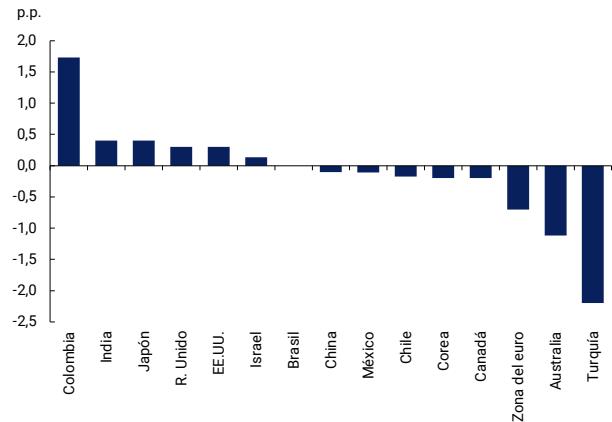
Fuente: BCRA en base a datos de Banco Mundial.

Las tasas de desempleo se han recuperado de los máximos registrados en el segundo y tercer trimestre de 2020. En varios casos, han vuelto a sus niveles de prepandemia o estarían cerca de alcanzarlos, mientras las tasas de participación laboral vuelven lentamente a los niveles anteriores a la aparición del COVID-19 (ver Gráfico 2.11).

Gráfico 2.11 Tasas de desempleo y de participación de la fuerza laboral en países seleccionados

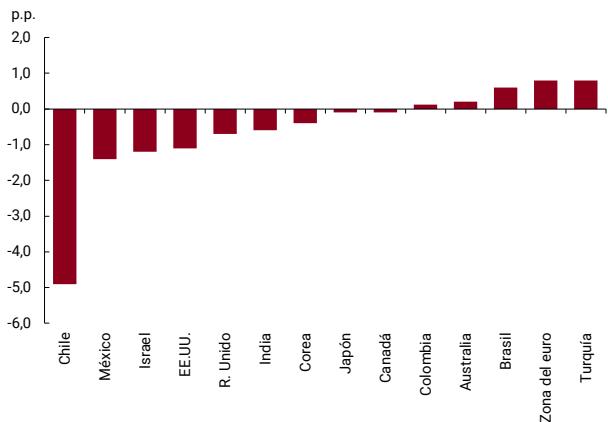
Tasa de desempleo

Diferencia en p.p. entre el último mes disponible y mes comparable de prepandemia



Participación de la fuerza laboral

Diferencia en p.p. entre el último mes disponible y mes comparable de prepandemia



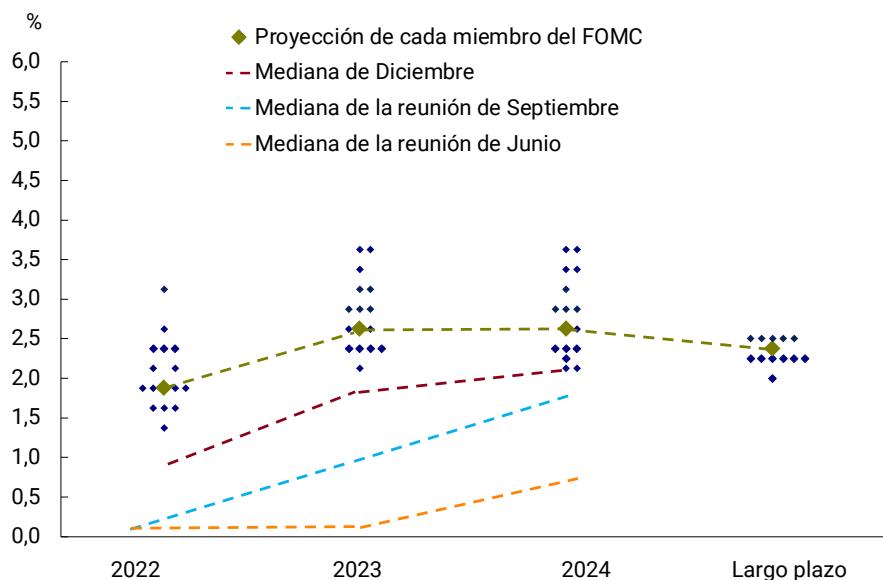
Enero de 2022, salvo Canadá y Estados Unidos (febrero de 2022), Chile, China, Brasil, India y Turquía (diciembre de 2021) y Reino Unido (noviembre de 2021). Fuente: OCDE, IBGE y *Trading Economics*.

2.4. Los bancos centrales aceleran la reducción del estímulo monetario frente a una inflación creciente, enfrentando nuevos dilemas por el conflicto

Ante la mayor inflación mundial, se concretó un riesgo señalado en el IPOM anterior: los bancos centrales de países desarrollados empezaron a retirar el estímulo monetario durante los últimos meses. Sus pares de países emergentes continuaron tomando medidas contractivas y, en algunos casos, aceleraron su ritmo. El conflicto en Ucrania suma un shock de oferta (energía y otras materias primas) a un escenario que acusaba impactos previos en ese sentido. Esto acentúa el dilema de los bancos centrales: dejar pasar estos cambios de precios relativos (que serían temporarios), o subir las tasas de interés más agresivamente.

El 16 de marzo, la Fed anunció el primer incremento de su tasa interés de referencia desde 2018 (TFF, +0,25 p.p.). Además, finalizó el programa de compra de activos y en la próxima reunión de mayo anunciará cómo planea reducir sus tenencias de bonos. En muy pocos meses, la Fed aceleró marcadamente la trayectoria prevista de subas de la TFF: en su reunión de marzo de este año reveló una previsión de siete incrementos de la TFF en 2022 (el primero ya ocurrió); mientras que en diciembre de 2021 preveía tres subas de la TFF; en la reunión previa sólo dos incrementos; en la de junio 2021, ninguno; y en la de marzo de 2021 no preveía aumentos hasta 2024 (ver Gráfico 2.12).

Gráfico 2.12 | Proyección respecto del objetivo de la tasa de fondos federales

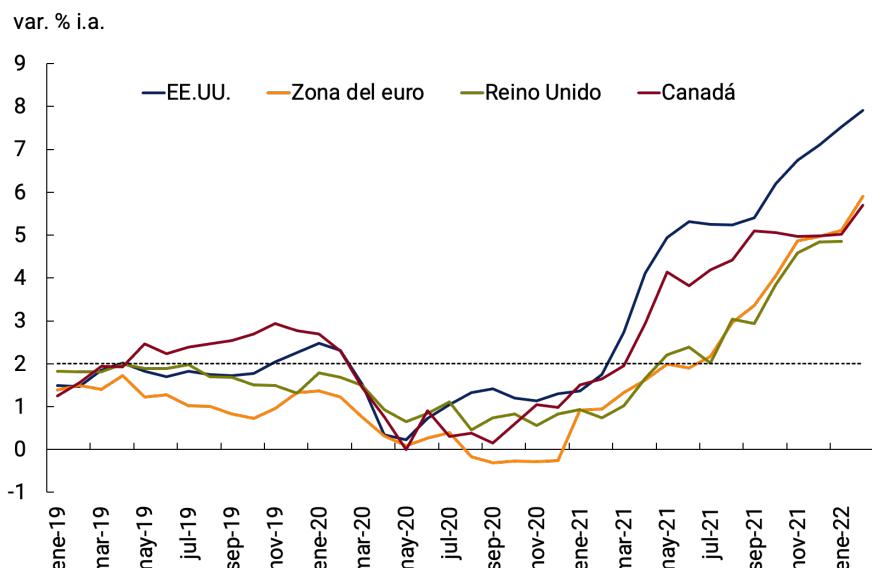


Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal.

El Banco Central Europeo (BCE) finalizará su programa de compra de activos de emergencia por pandemia (PEPP) en marzo de 2022. Además, el BCE decidió acelerar el retiro del programa de compra de activos (APP); no obstante, dio señales mixtas respecto de cuando realizará el primer incremento de su tasa de interés de referencia. El Banco de Japón también anunció el fin de las compras adicionales de *commercial paper* y bonos corporativos en marzo de 2022. El Banco de Inglaterra hizo anuncios similares, mientras subió su tasa de interés por tercera vez consecutiva en marzo (hasta 0,75%).

Estas decisiones obedecen a que la inflación de los países desarrollados alcanzó niveles récord de las últimas décadas, más que duplicando las metas de sus bancos centrales (ver Gráfico 2.13). En febrero, la inflación minorista fue de 7,9% i.a. en Estados Unidos (máximo desde 1982), 5,9% i.a. en la Zona del euro (máximo desde 1991), 5,7% i.a. en Canadá (máximo desde 1991), mientras que en enero llegó a 4,9% i.a. en el Reino Unido (máximo desde 1992).

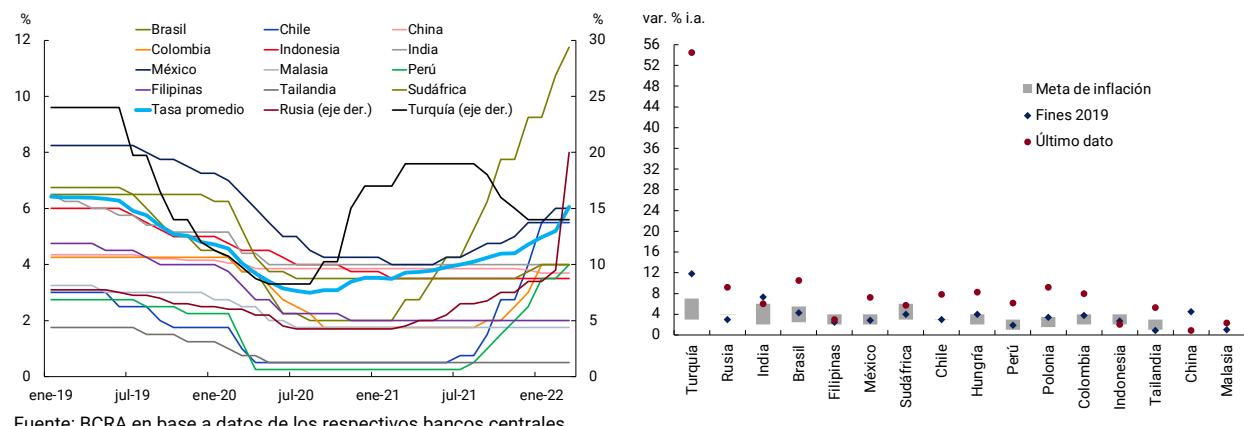
Gráfico 2.13 | Tasas de inflación de países desarrollados seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos respectivos bancos centrales.

En tanto, los bancos centrales de países emergentes continuaron tomando medidas contractivas frente a presiones inflacionarias que se manifestaron antes que en los países avanzados y en mayor cuantía. La tasa de interés promedio del grupo de países relevados tocó un mínimo de 2,98% en agosto de 2020 y se ubica ahora en 6,1% (ver Gráfico 2.14). En Latinoamérica se dieron aumentos récord de tasas de interés en dos décadas: 1,5 p.p. en Brasil (en tres ocasiones) y 1,5 p.p. en Chile. Otras economías emergentes que subieron su tasa fueron Sudáfrica y Rusia (en este último caso debido también al impacto reciente de las sanciones económicas en su mercado cambiario). Por su parte, los bancos centrales de Asia, donde la inflación ha aumentado mucho menos, las mantuvieron sin cambios. La excepción fue Turquía que redujo su tasa, para luego sufrir una fuerte depreciación y el consecuente traslado a inflación (casi 11,1% mensual en enero). El alza reciente de la energía y de las materias primas agrícolas reforzaría la tendencia de la inflación durante marzo, tanto en países avanzados como en emergentes.

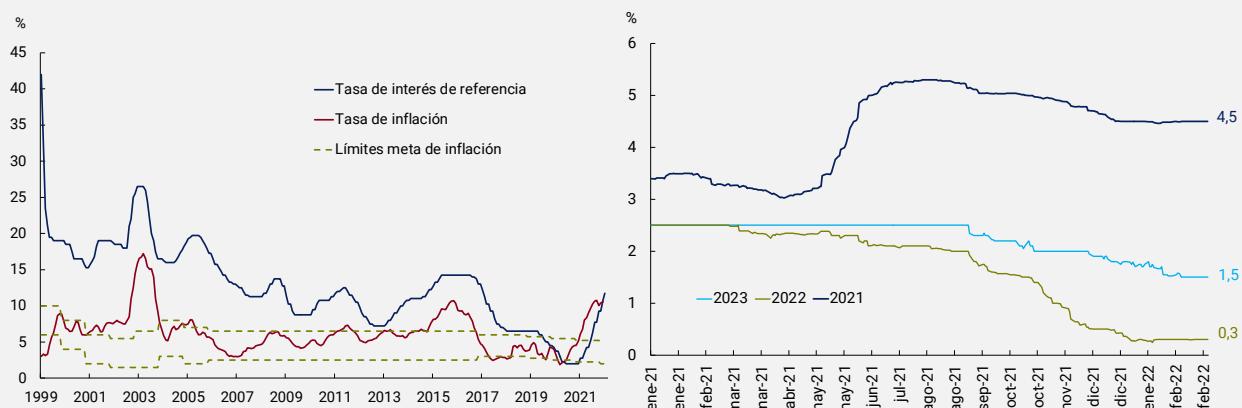
Gráfico 2.14 | Tasa de política monetaria e inflación en países en desarrollo



Recuadro. La política monetaria contractiva en Brasil

El Banco Central de Brasil (BCB) ha elevado su tasa de interés de referencia (Selic) nueve veces consecutivas desde marzo de 2021, desde los mínimos históricos de 2% de ese mes (ver Gráfico 2.15).

Gráfico 2.15 | Brasil. Tasa de Interés, inflación (izquierda) y expectativas de crecimiento (derecha)



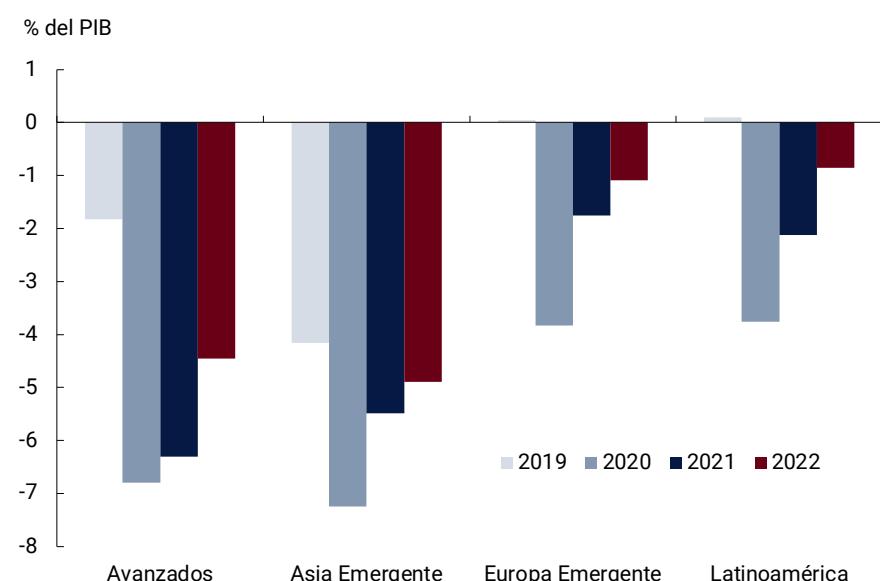
La inflación aumentó hasta 10,5% i.a. en febrero, más de 5 p.p. por encima del límite superior de la meta, con expectativas crecientes y con el BCB proyectándola por encima de la meta este año. Parte del incremento

inflacionario estuvo impulsado por la depreciación del real, lo que fue reforzado por los mayores precios de materias primas.

Los incrementos de la Selic han impactado negativamente en las expectativas de crecimiento para 2022 y 2023 (ver Gráfico 2.15). Además, pesarán sobre resultado fiscal pues casi la mitad de la deuda pública brasileña está indexada a esta tasa. Cada aumento de 1 p.p. del objetivo sobre la tasa Selic implica un aumento de aproximadamente 0,5 p.p. de déficit fiscal. El BCB señaló, luego de su última decisión, que el ritmo de subas de Selic sería más lento durante este año.

Por su parte, el impulso fiscal tendió a ser retirado durante 2021 a medida que los gobiernos redujeron el gasto destinado a paliar los efectos de la pandemia, como muestran las medidas de resultado fiscal estructural. Esta contracción fue más marcada en los países emergentes que en los avanzados, ante la menor capacidad de los primeros para financiar grandes déficits. Este año continuaría el retiro del impulso fiscal, con una reducción mayor en las economías avanzadas (ver el Gráfico 2.16).

Gráfico 2.16 | Resultado primario del gobierno ajustado por ciclo económico



Fuente: BCRA en base a datos del FMI (Monitor Fiscal, octubre 2021).

2.5. En resumen

La recuperación global continúa de manera divergente (por el desigual espacio de políticas y las brechas en campañas de vacunación) y se ha ralentizado (por la expansión de Ómicron y el retiro de los estímulos monetarios y fiscales). La inflación creciente en economías avanzadas genera el riesgo de una contracción monetaria más pronunciada, que "derramaría" sobre los países en desarrollo bajo mayores tasas de interés internacionales, apreciación del dólar, salidas de capitales y, eventualmente, menor crecimiento. Una posible "corrección" de las altas valuaciones de activos globales potenciaría ese riesgo. El conflicto armado en Ucrania abrió una nueva fuente de incertidumbre para la economía global. Afectó a los mercados financieros e intensificó dos tendencias previas: mayores precios de las materias primas y de los costos de transporte, implicando mayores presiones inflacionarias globales y menor nivel de actividad. Hacia delante, la dinámica del conflicto determinará la magnitud de ese impacto.

Apartado 1 / Descomposición de la dinámica de corto plazo de la inflación en Latinoamérica

Durante 2021 la inflación ha vuelto a ponerse en el foco de los hacedores de política económica a nivel global. A lo largo de la historia, nuestra región se ha caracterizado por recurrentes intervalos y episodios de alta inflación e hiperinflación, que fueron tratados con diversos instrumentos y programas de estabilización. El objetivo de este apartado es documentar una serie de hechos estilizados que resulten útiles para discusiones sobre determinantes y mecanismos de los procesos inflacionarios en América Latina.

Siguiendo la misma metodología para descomponer la dinámica observada de corto plazo de la inflación interanual que se presentó en el Apartado 7 del IPOM de noviembre de 2020 para el caso argentino, se extiende el análisis para Brasil, Chile, Colombia y México durante el período 2004-2019².

El análisis se concentra en la evolución del Índice de Precios al Consumidor en su versión Núcleo o Subyacente. Se lo relaciona con variables que pueden asociarse con distintas teorías y análisis de la inflación y que representarán los distintos términos de la descomposición: el tipo de cambio nominal, los salarios, la actividad, la cantidad de dinero, la tasa de interés y los precios internacionales de energía y alimentos. Se estudia la relación entre estas variables desde dos perspectivas complementarias. La primera captura el comportamiento promedio entre las variables en períodos largos de tiempo, caracterizando relaciones de cointegración. En la segunda, que estudia las relaciones en el corto plazo, se descompone la evolución de la inflación a 12 meses entre la contribución de las diversas variables en el período, estudiando también el rol de la persistencia y analizando cuáles son las variables que ajustan a los desvíos de las relaciones de largo plazo. En el presente apartado se mostrarán los resultados de esta última, para los mencionados cuatro países y se plantearán conclusiones generales sobre la descomposición de la inflación en dichas economías latinoamericanas.

Descomposición de la Inflación Interanual

Se postula una metodología que permite descomponer la dinámica observada de corto plazo de la inflación interanual en dos tipos de componentes. El primero está relacionado con las “noticias” o “sorpresa” que aporta cada uno de los determinantes durante el período de 12 meses en cuestión. Se define a las “sorpresa” como la parte del cambio observado en los determinantes que no puede anticiparse dado el comportamiento pasado de las variables. Por otro lado, el segundo componente está asociado con distintas fuentes de persistencia (i.e. la influencia de las distintas variables con efecto rezagado). Éste a la vez se divide en tres partes: una de persistencia propia o autónoma (es decir, cómo los registros pasados de la inflación afectan al movimiento contemporáneo de la misma); otra con la contribución de los valores rezagados del resto de los determinantes, y finalmente la de las dinámicas generadas por los ajustes a los desvíos de las relaciones de largo plazo en el pasado³.

El ejercicio está basado en el análisis de dos gráficos. El primero muestra una línea negra con la evolución de la inflación observada en la muestra, una línea roja con la inflación implicada por el conjunto de los componentes de persistencia y un conjunto de barras que indican el aporte de cada uno de los tres componentes.

2 En la literatura se encuentran diversos antecedentes que tienen un eje de estudio similar y se enfocan en países de América Latina (ver referencias). El caso de Uruguay no se incluye por la similitud de los resultados con los reportados para Argentina en el Apartado 7 del IPOM de noviembre de 2020.

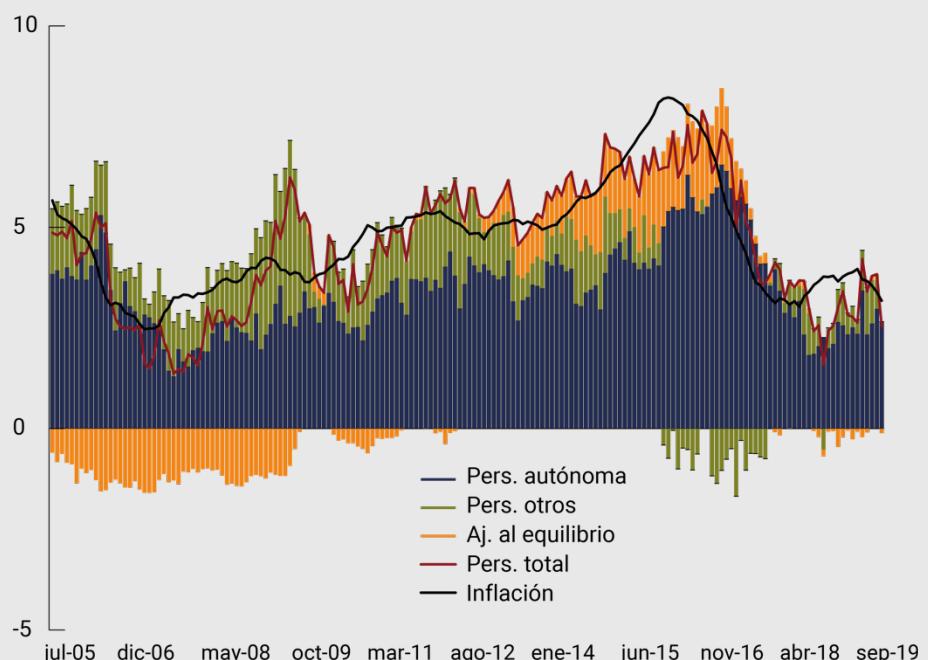
3 Al igual que en el caso argentino, se encuentran para todos los países dos relaciones de cointegración asociadas a las dinámicas de los precios. La primera se asocia con los principales costos: salarios, tipo de cambio y precios externos. La segunda está relacionada con un balance en la relación entre las variables monetarias y cambiarias, la actividad y el nivel de precios.

El segundo gráfico muestra el componente contemporáneo y un conjunto de barras que representan el aporte de las “noticias” de los determinantes: Salarial, Cambiario, Monetario (la suma de la influencia de “noticias” en los saldos reales y la tasa de interés), Actividad, Externo (la influencia de los precios internacionales), y Residual.

Brasil

En el primer gráfico se aprecia la importancia del componente de persistencia autónoma aunque también existe un aporte no trivial de los componentes rezagados de los otros determinantes. En el período de aumento de la inflación de 2013 a 2016 los ajustes a los desvíos de las relaciones de largo plazo tuvieron un rol importante. Finalmente, tanto en la etapa final como en el año 2015 hasta mediados de 2016, los componentes contemporáneos jugaron un rol no trivial.

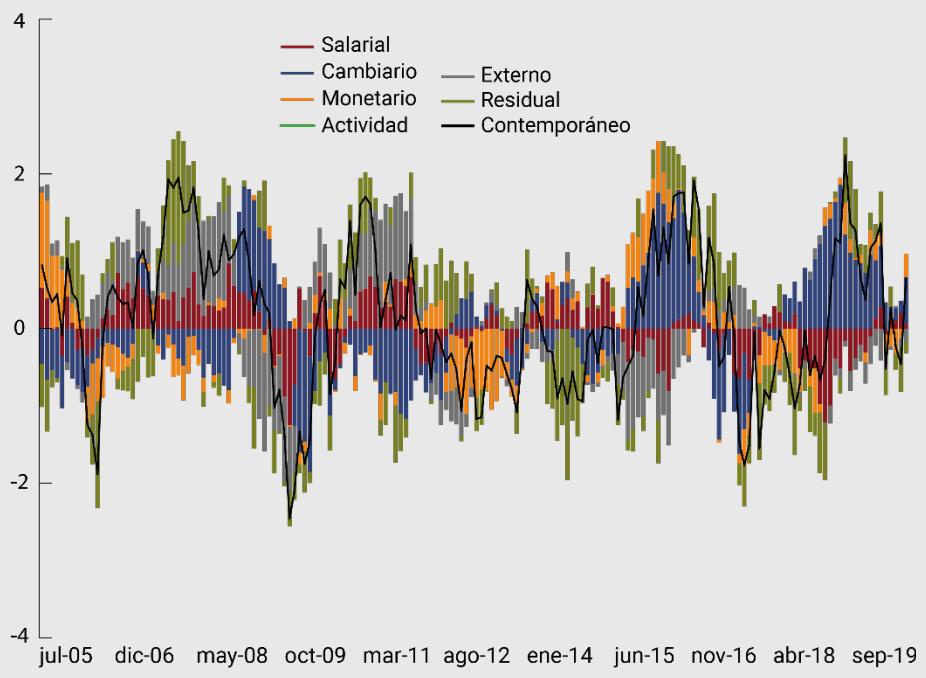
Gráfico 1 | Descomposición histórica para Brasil: Principal



Fuente: BCRA en base a datos de IMF, IPEA, IBGE y BCB.

En el caso de los determinantes contemporáneos, el segundo gráfico indica que el tipo de cambio juega un rol más preponderante para el caso de Brasil. Los factores externos también tuvieron una contribución no trivial para presionar la inflación al alza en la primera parte de la muestra, mientras que ayudaron a contener la inflación durante los registros elevados de 2015 y 2016.

Gráfico 2 | Descomposición histórica para Brasil: Efecto contemporáneo

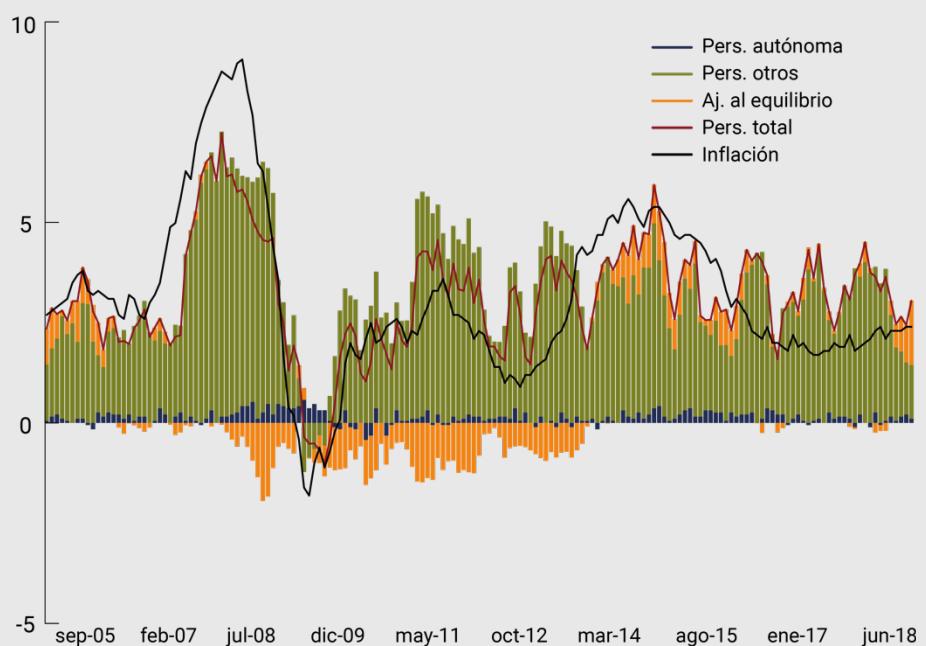


Fuente: BCRA en base a datos de IMF, IPEA, IBGE y BCB.

Chile

De la primera figura surge que la influencia rezagada de los distintos determinantes explica en gran medida la evolución de la inflación. También se aprecia un rol casi nulo de la persistencia autónoma, y un moderado aporte de los ajustes a los desvíos de las relaciones de largo plazo.

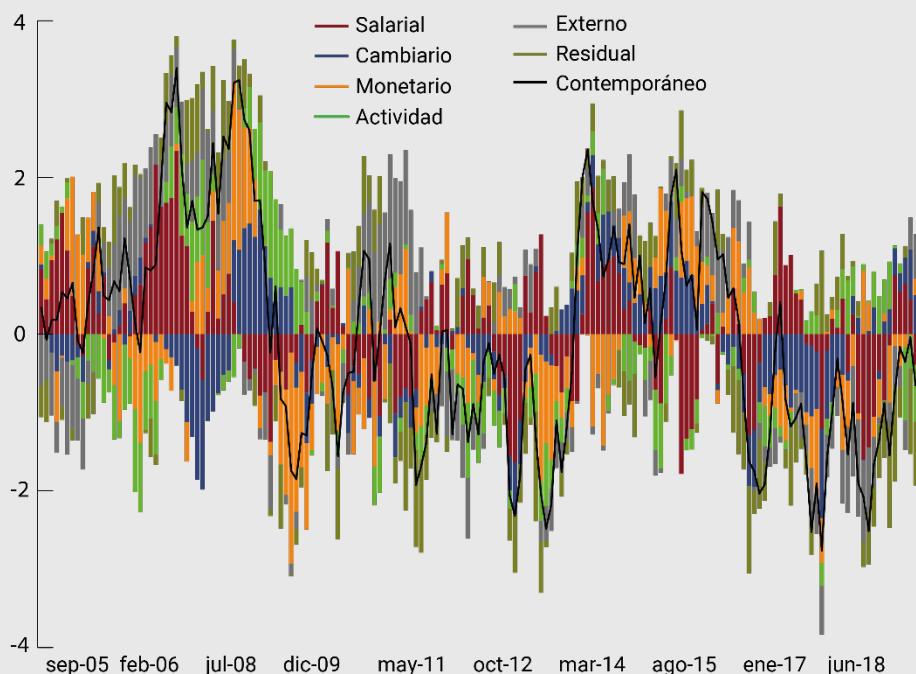
Gráfico 3 | Descomposición histórica para Chile: Principal



Fuente: BCRA en base a datos de IMF, INE-CHL y BCC.

El componente de “noticias” contemporáneas fue relevante para el período de aumento de la inflación anterior a la Crisis Financiera Global, y también para 2014 y 2015, como se observa en el segundo gráfico. En el primer caso, la presión de los precios externos y la evolución salarial empujaron la inflación al alza, con un aporte positivo (aunque algo posterior) de la brecha del producto. A comienzos de 2014 se evidencia una contribución positiva de la dinámica salarial, así como también un aporte positivo de las “noticias” cambiarias al comienzo de esa etapa, y también en la segunda parte de 2015.

Gráfico 4 | Descomposición histórica para Chile: Efecto contemporáneo



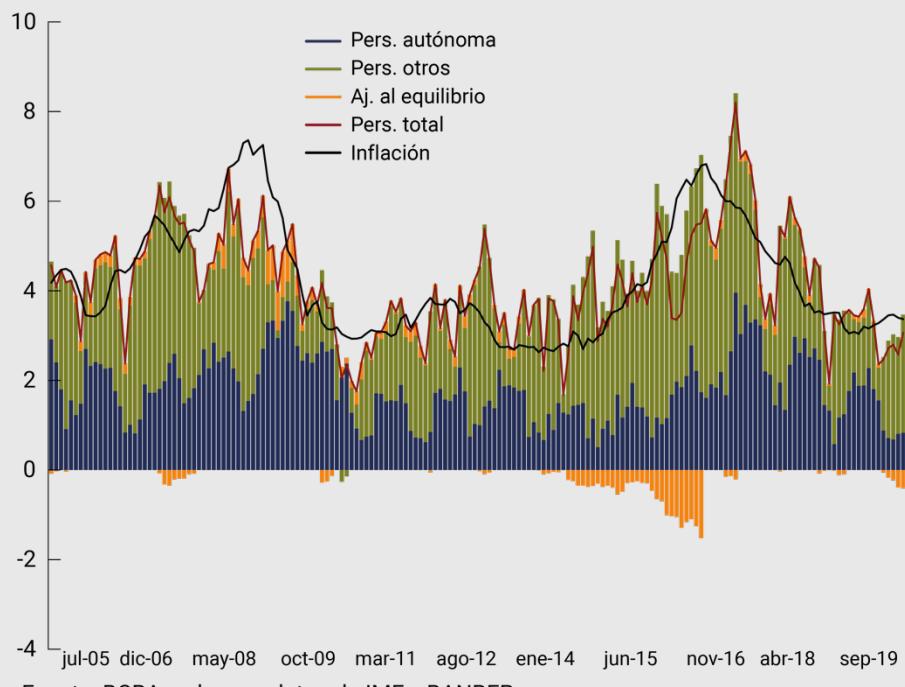
Fuente: BCRA en base a datos de IMF, INE-CHL y BCC.

En los últimos tres años de la muestra, las “sorpresas” contemporáneas han tendido a reducir la inflación, básicamente por la dinámica cambiaria hasta mediados de 2018, y luego por la dinámica salarial y de los precios externos.

Colombia

Para este país, la persistencia autónoma y la persistencia de los demás determinantes tienen una contribución más pareja; con un aporte algo mayor de esta última.

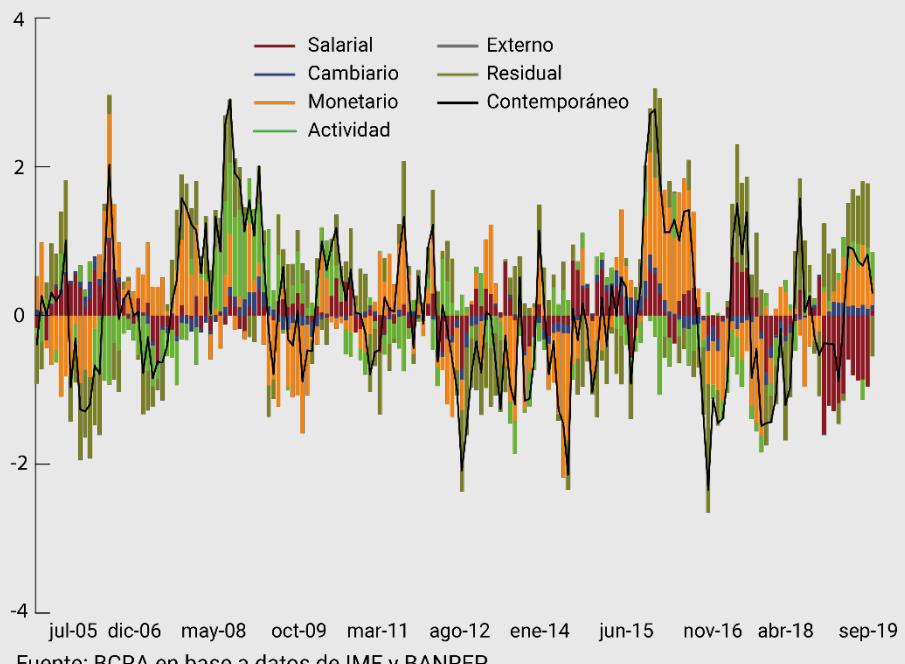
Gráfico 5 | Descomposición histórica para Colombia: Principal



Fuente: BCRA en base a datos de IMF y BANREP.

El componente contemporáneo tuvo un aporte positivo en los registros elevados entre 2008 y 2009, y también desde mediados de 2015 hasta fines de 2016. En estos episodios, las “noticias” relacionadas con las variables de actividad y monetarias tuvieron el mayor aporte.

Gráfico 6 | Descomposición histórica para Colombia: Efecto contemporáneo

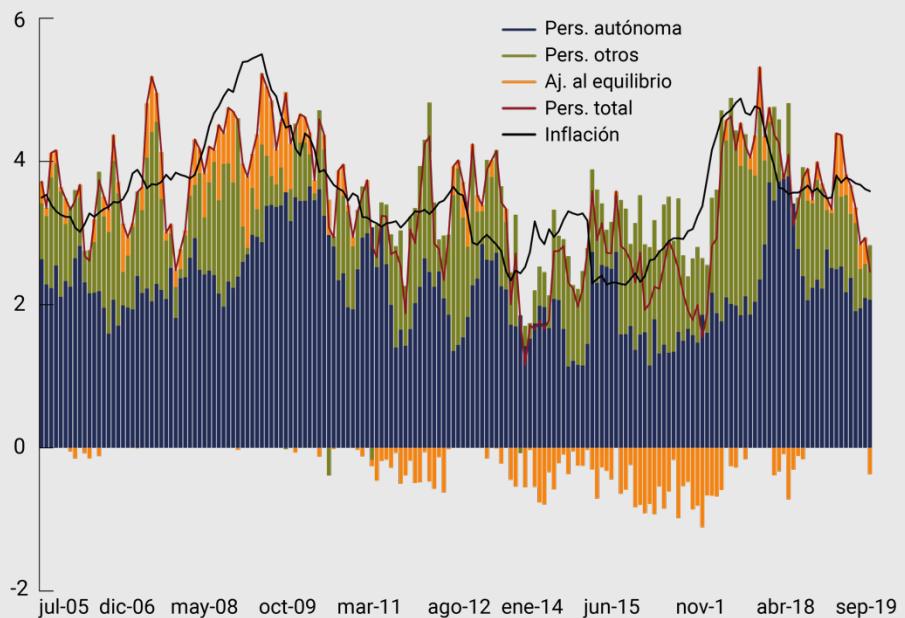


Fuente: BCRA en base a datos de IMF y BANREP.

México

El componente de persistencia autónoma tiene un rol preponderante; aunque en menor medida que en el caso de Brasil.

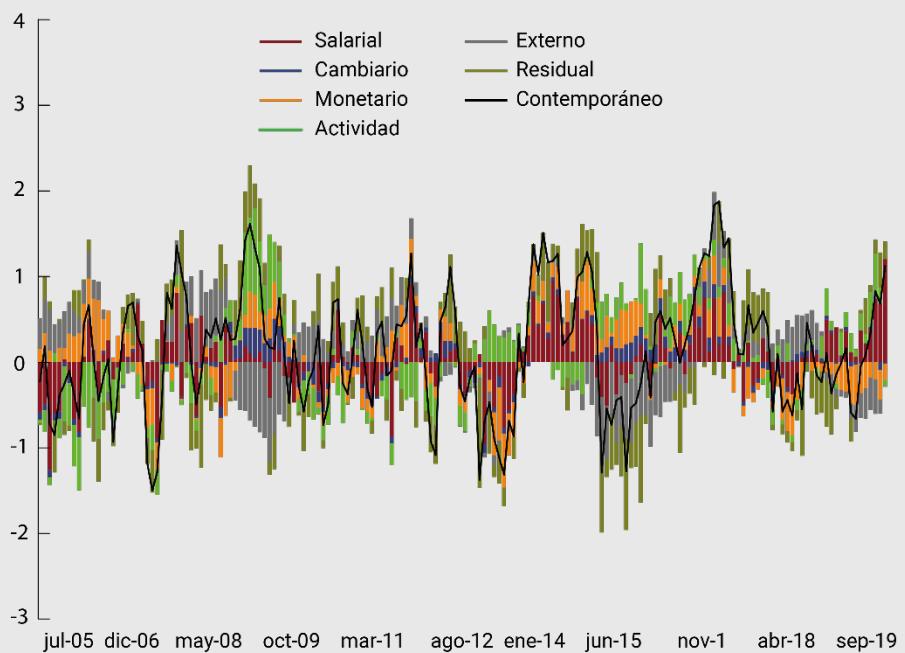
Gráfico 7 | Descomposición histórica para México: Principal



Fuente: BCRA en base a datos de IMF, BID y BANXICO.

En cuanto a las “sorpresa” contemporáneas, en el primer período de contribución positiva (entre 2008 y 2009) el principal aporte fue provisto por las variables de actividad, con una contribución positiva del tipo de cambio y otras variables monetarias. A la vez, los precios internacionales tuvieron una contribución negativa en 2009 y en la caída de la inflación en 2015. En tanto, las “sorpresa” salariales tuvieron una contribución relevante en los eventos de 2014, así como también para los registros de 2016 y al final de la muestra.

Gráfico 8 | Descomposición histórica para México: Efecto contemporáneo



Fuente: BCRA en base a datos de IMF, BID y BANXICO.

Conclusiones

Este apartado presenta una variedad de regularidades empíricas que caracterizan a la dinámica inflacionaria de corto plazo en cuatro economías Latinoamericanas (Brasil, Chile, Colombia y México), en el período 2004 a 2019. Los resultados indican un rol preponderante de la persistencia autónoma de la inflación para Brasil y en menor medida para México. Esto implica que, para estos países, cada sorpresa inflacionaria registrada se retroalimenta en un proceso más persistente, influyendo en los registros inflacionarios posteriores. En el caso de Colombia la persistencia autónoma y la persistencia de los demás determinantes tienen una contribución más pareja. Mientras que en el caso de Chile la persistencia autónoma es casi nula, siendo la dinámica principalmente influida por valores rezagados de los otros determinantes. Finalmente, las principales diferencias entre países se aprecian a la hora de estudiar la influencia contemporánea de los distintos determinantes. La dinámica cambiaria influye mayoritariamente en Brasil con aportes en Chile y en México. La dinámica salarial es muy relevante en Chile y México, mientras que la evolución de la actividad lo es para el caso de Colombia. Para algunos episodios puntuales, los precios internacionales han jugado un rol en Brasil, Chile y México, mientras que las variables monetarias han tenido una influencia mayormente acotada en todos los países.

Referencias

Banco Central de Chile, 2020. "Dinámicas y determinantes de la inflación en Chile". Separata.

Capistrán, C. y M. Ramos-Francia, 2009. "Inflation Dynamics in Latin America". *Contemporary Economic Policy*, 27, pp. 349-362. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7287.2008.00128.x>

Cortés Espada, J. F., D. Sámano y R. T. Gutiérrez Villanueva (2019) "Dinámica de la Inflación en México: Un Análisis de Wavelets". Banco de México Working Papers N° 2019-17.

Da Costa Benedy, A. S., 2019. "Dissecting Inflation in Brazil". Repositorio da Universidade Nova de Lisboa, School of Business and Economics. Master Degree in Finance. DOI: <http://hdl.handle.net/10362/70546>

Da Gama Machado, V. y M. S. Portugal, 2013. "Measuring Inflation Persistence in Brazil Using a Multivariate Model". Banco Central do Brasil Working Paper Series 331.

D'Amato, L., L. Garegnani y J.M. Sotes Paladino, 2007. "Inflation persistence and changes in the monetary regime: The argentine case". BCRA Working Paper 2007-23.

Domínguez, M., Lanzilotta, B., Rego, S., Regueira, P. y Rodríguez, S., 2012. "Persistencia inflacionaria y pass-through salarial: diagnóstico y causalidad". Documento de Trabajo, 11/2012. Centro de Investigaciones Económicas (CINVE).

Fariña, M. M. N., y D. Heymann, 2019. "Efectos de las devaluaciones sobre el salario real para diferentes niveles de inflación". Universidad de San Andrés. Departamento de Economía.

Garayalde, E. G., 2012. "Persistencia de la inflación en Uruguay". Documento de trabajo 013-2012, Banco Central del Uruguay.

Graña Colella, S., 2020. "Las causas de la inflación argentina: una estimación empleando la metodología VECM para el período 2003-2019". FACES, 26(55), 73-86. ISSN 0328-4050.

Montes Rojas, G., 2019. "Una evaluación del pass-through en la Argentina usando funciones impulso respuesta de cuantiles multivariados". Estudios Económicos, vol. 36, Núm. 73.

Pincheira, P., 2008. "The Dynamics of Inflation Persistence in Chile". Working Papers Central Bank of Chile 505, Central Bank of Chile.

Ramalho, B. B., 2021. "Duas décadas de metas para a inflação no Brasil: uma análise da persistencia inflacionária e do repasse cambial". Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia e Relações Internacionais. Disertación para la obtención del título de Maestría en Economía.

Rey García, N., 2020. "La relación entre el costo laboral y la inflación de precios en Colombia". Universidad de los Andes, Facultad de Economía. Memorias de Grado. DOI: <http://hdl.handle.net/1992/49228>

Rivasplata, A. y P. Castillo, 2017. "Factores gloables e idiosincráticos en la dinámica de la inflación en América Latina". Revista Estudios Económicos (Banco Central de la Reserva del Perú), 34, pp. 9-29.

Rodríguez Pinzón, H. Y., S. Agudelo Galindo, L. Rincón y K. Montañez, 2019. "Inflación importada vía tipos de cambio y su aplicación al caso colombiano mediante el uso de modelos VEC para el periodo enero 2010 - diciembre 2018". Comunicaciones en Estadística, 12 (1), pp. 33-52.

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

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

Zarzosa Valdivia, F., 2020. "Inflation Dynamics in the ABC (Argentina, Brazil and Chile) countries". *Ensayos de Política Económica*, vol. III, No. 2, pp. 78-99.

3. Actividad Económica y Empleo

La actividad económica continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2021 y se mantuvo operando en niveles superiores a los prepandemia, cerrando el año con un dinamismo superior al esperado inicialmente. Los datos disponibles del EMAE de diciembre evidenciaron una progresiva reducción de la heterogeneidad sectorial —con una recuperación que al principio había sido liderada por la industria, el comercio y la construcción—. Los sectores de mayor riesgo sanitario comenzaron a operar en niveles más cercanos a los de prepandemia tras la progresiva normalización de la movilidad social.

La recuperación de la actividad tuvo lugar en un contexto de una amplia cobertura de la población con esquemas completos de vacunación y el avance progresivo en la aplicación de dosis de refuerzo que, en un contexto de circulación de una nueva cepa del virus de menor letalidad, permitió acotar el impacto de la tercera ola de casos de COVID-19 a comienzos de año, con menores internaciones críticas y fallecimientos comparado con los anteriores rebrotes de la enfermedad.

En ese contexto, el Gobierno Nacional continuó implementando políticas orientadas al crecimiento económico sostenible e inclusivo, al tiempo que avanzó en la promoción de sectores estratégicos, el fomento del desarrollo de proveedores locales, de las economías regionales y de la recuperación del empleo. Asimismo, extendió temporalmente medidas de apoyo focalizadas sobre los sectores gravemente afectados por la pandemia. Por su parte, el BCRA continuó contribuyendo al proceso de recuperación a través de líneas de crédito vinculadas al desarrollo productivo, la continuidad de medidas de fomento al consumo privado y beneficios para inversiones destinadas a ampliar la capacidad exportadora.

Tras recuperarse 10,3% durante 2021 y con un muy buen desempeño en el último trimestre, el PIB cuenta con un arrastre estadístico de 4,1 puntos porcentuales de crecimiento para este año. Con un mayor grado de inmunidad de la población, el rápido avance de la aplicación de dosis de refuerzo de las vacunas contra el COVID-19, el BCRA espera que los servicios que aún vienen rezagados logren recomponer los niveles de actividad prepandemia, en un entorno de gran adaptación de hogares y firmas a los cuidados preventivos y un mayor flujo de turismo internacional. En el mismo sentido, contribuirán las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. No obstante, la evolución de la actividad en el corto plazo está condicionada por los riesgos asociados a un escenario internacional menos favorable, con el deterioro del contexto financiero y las tensiones en el mercado energético, a las condiciones climáticas y a la circulación de nuevas variantes del virus a nivel global.

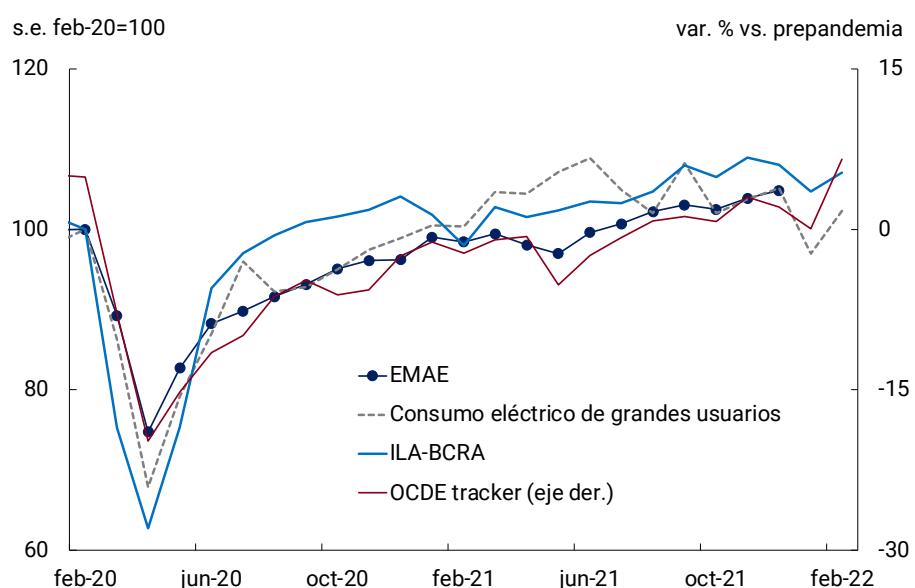
3.1. Con un dinamismo mayor al previsto inicialmente la actividad económica registró una suba promedio del 10,3% en 2021

En un marco de elevada movilidad social con la paulatina recomposición de la actividad sectorial, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por estacionalidad (s.e.) registró una suba de 1,7% trimestral s.e. en el cuarto trimestre y una variación interanual (i.a.) de 10,3% en el promedio de 2021.

Los datos disponibles para enero y febrero de 2022 muestran desempeños heterogéneos. En enero de 2022 la producción industrial registró una caída mensual de 5,5% s.e., mientras que las cantidades vendidas de insumos para la construcción (medidas a partir del Indicador Sintético de la actividad de la Construcción —

ISAC—) se redujeron 3,9% s.e. en un contexto de abundante lluvia. El consumo eléctrico normalizado y desestacionalizado de los grandes usuarios de CAMMESA cayó en enero y se recuperó parcialmente en febrero, del mismo modo que el indicador de la OCDE basado en las búsquedas a través de Google y que el ILA-BCRA⁴, tras dos meses consecutivos con caídas (ver Gráfico 3.1). Todo ello evidencia que el impacto del rebrote de contagios de COVID-19 sobre la actividad económica fue transitorio, con una gran cantidad de empresas que presentaron dificultades para operar normalmente por el elevado ausentismo de su personal y algunos cortes de suministro eléctrico ante las temperaturas récord registradas a mediados de enero. Por otra parte, durante el mes de enero se evidenciaron algunas tensiones financieras que se moderaron tras anunciarse el principio de acuerdo con el staff del FMI a fines de mes.

Gráfico 3.1 | Indicadores mensuales de actividad económica



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

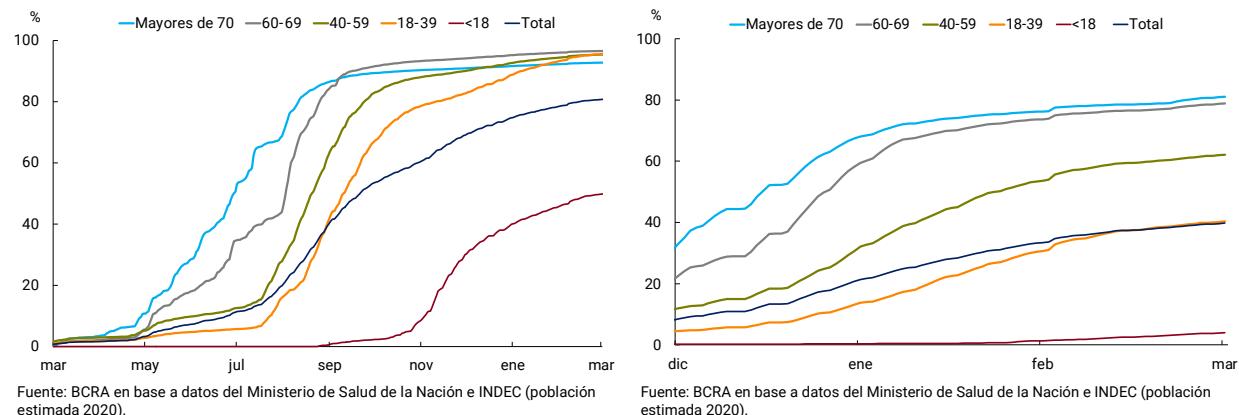
El aumento exponencial de los contagios por COVID-19 a fines de 2021 y comienzos de este año —cuando la cantidad de casos más que duplicó el pico de mayo pasado con fuerte prevalencia de la cepa denominada Ómicron— reavivó la incertidumbre respecto del impacto económico que podría causar esta tercera ola de la pandemia. Las estadísticas del Ministerio de Salud demuestran que la vacunación ha resultado muy efectiva para mitigar la gravedad de la enfermedad ante el desarrollo de nuevas variantes del coronavirus y, en línea con la experiencia internacional, el número de contagios evidenció un rápido descenso (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). La amplia cobertura de vacunación con esquemas completos de la población total y la de mayor riesgo con una dosis de refuerzo⁵, redundó en una menor tasa de hospitalización y de muertes

4 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE. A partir de ene-21 el ILA presentó oscilaciones, pero no volvió a reunir todos los criterios necesarios para señalar un punto de giro de la actividad económica que, entre las otras condiciones de difusión y profundidad, requiere de tres meses consecutivos de caída. Para más detalles metodológicos del ILA ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM correspondiente a enero de 2017.

5 El Ministerio de Salud estableció la aplicación de una dosis de refuerzo para la población mayor de 12 años que hayan cumplido un intervalo mínimo de 4 meses de haber completado su esquema inicial, priorizando a la población de mayor riesgo. También implementó a partir del 1/1/2022 el “Pase Sanitario” que permitió avanzar en la vacunación de rangos etarios inferiores y redujo el aislamiento por contacto estrecho en función del estado de vacunación y actividad, con el fin de acotar el impacto del ausentismo sobre las actividades productivas y esenciales. Además, anunció la aplicación de una segunda dosis de refuerzo para mayores de 3 años inmunocomprometidas y mayores de 50 años que hubieran recibido la vacuna Sinopharm para el mes de marzo 2022 y habilitó la aplicación de otras vacunas por motivo de viaje a quienes hayan recibido Sputnik V.

en comparación a los picos de contagios anteriores (de abril de 2020 e inicios de 2021; ver Gráfico 3.2). De acuerdo con lo informado por las autoridades sanitarias locales, las personas desprotegidas (no vacunados), los que contaban con una sola dosis y personas de mayor riesgo por presentar comorbilidades, han representado una importante proporción de las internaciones más recientes por COVID-19.

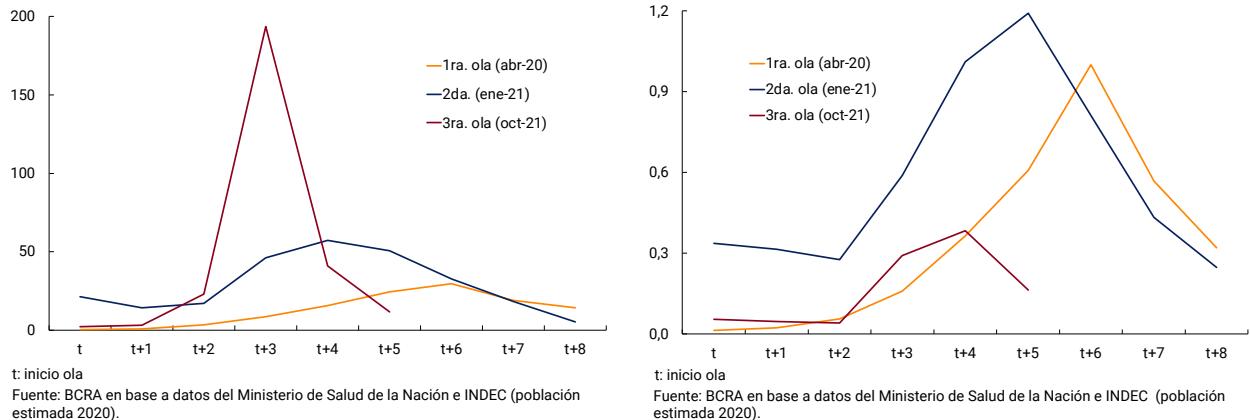
Gráfico 3.2 | Población vacunada con segunda (izquierda) y tercera dosis (refuerzo/adicional; derecha)



Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Salud de la Nación e INDEC (población estimada 2020).

Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Salud de la Nación e INDEC (población estimada 2020).

Nuevos contagios con COVID-19 (izquierda) y fallecidos (derecha) cada 100 mil habitantes



Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Salud de la Nación e INDEC (población estimada 2020).

Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Salud de la Nación e INDEC (población estimada 2020).

3.1.1. El consumo privado se habría recuperado significativamente hacia fines de 2021

En el tercer trimestre de 2021, el PIB se incrementó 4,1% trimestral s.e. (11,9% i.a.) y se ubicó 1,6% s.e. por encima de su nivel del último trimestre de 2019. La demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— superó en 3,1% s.e. su nivel prepandemia y se recuperó 2,1% trimestral s.e. básicamente por el desempeño del consumo: el consumo privado se recuperó 2,8% trimestral s.e. (12,1% i.a.) y el consumo público aumentó 3,4% s.e. (11,5% i.a.). La inversión⁶ fue el único componente de la demanda agregada que se retrajo en relación con el trimestre anterior (-1,2% s.e.; 21,2% i.a.). La demanda externa de bienes y servicios aumentó 7,3% trimestral s.e. (18,8% i.a.) y las importaciones, 1,7% trimestral s.e. (26,2% i.a.)⁷. Los

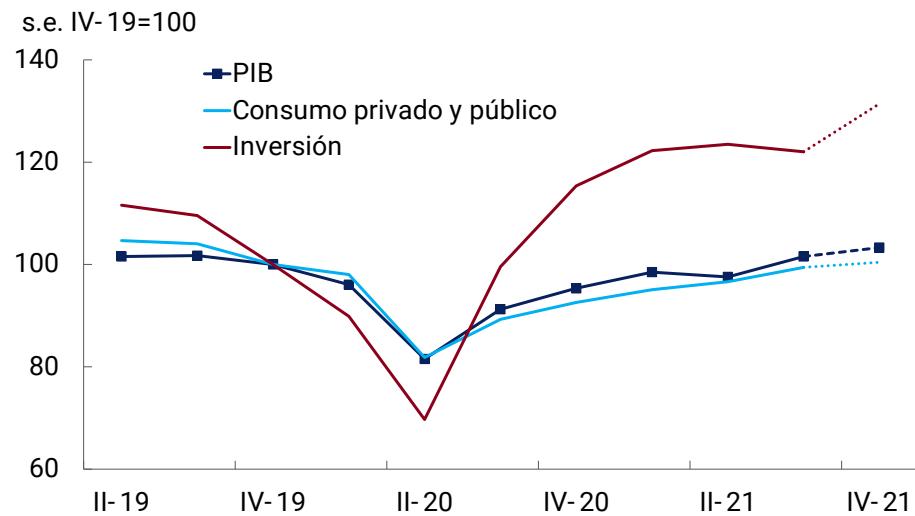
6 Formación bruta de capital fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, nacional e importado).

7 Cabe destacar que la interferencia de un shock de magnitud como fue la pandemia en el II-20 alteró fuertemente el análisis de las series ajustadas por estacionalidad, al dificultar el correcto aislamiento de los efectos puramente estacionales. Tanto el INDEC como

datos del EMAE del cuarto trimestre anticipan una nueva suba del PIB, con aumentos tanto en el consumo como en la inversión.

Para el cuarto trimestre, el Indicador del Consumo privado del BCRA⁸ anticipa una nueva de recuperación (ver Gráfico 3.3). La suba del consumo privado se explica por la evolución de la masa de ingresos de las familias. Ello contempla mejoras en los niveles de empleo, tanto formales como informales, en un contexto de normalización progresiva de actividades de servicios, principalmente de los asociados al turismo y al esparcimiento.

Gráfico 3.3 | PIB y principales componentes de la demanda



Los datos del IV-21 fueron estimados a partir de las variaciones trimestrales s.e. del EMAE para el PIB, Indicador del Consumo privado del BCRA para el Consumo privado y público, y el Indicador IBIF-BCRA para Inversión.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC e indicadores propios.

Cabe destacar que uno de los rasgos característicos de la crisis por COVID-19 en Argentina fue la recuperación asimétrica de la actividad con relación a los puestos de trabajo de calidad (formales y de tiempo completo), observándose una mayor precarización laboral en relación con la prepandemia (ver punto 3.1.3 sobre el Mercado laboral). Esta recuperación lenta del empleo asalariado privado registrado afectó fundamentalmente al conjunto de la población de los estratos de menores ingresos –con empleos menos calificados–, cuya propensión a consumir es relativamente más alta que la media. Los sectores que son mano de obra intensivos, como los servicios, fueron severamente afectados en 2020 y no pudieron recuperarse totalmente en 2021, existiendo todavía una elevada incertidumbre en cuanto al fin de la pandemia que ralentiza las decisiones de contratación de personal.

el BCRA incorporaron criterios internacionales en el proceso de desestacionalización, que consisten básicamente en la inclusión de observaciones atípicas (*outliers*) en los modelos de filtrado de las series temporales. En algunos casos, esas observaciones atípicas no fueron puntuales y concentradas en un período de tiempo, sino que perduran, afectando aun hoy los factores de estacionalidad. Es por este motivo que las variaciones desestacionalizadas resultan muy volátiles e inestables, por lo que deben ser interpretadas cautelosamente.

⁸ El Indicador Líder de Consumo privado es un índice propio, que incluye indicadores tradicionales y no tradicionales del consumo de bienes y servicios, entre ellos las cantidades vendidas en supermercados y shoppings, los consumos con tarjeta de crédito (deflactados por IPC), las unidades vendidas de automóviles, los volúmenes importados de bienes de consumo, la recaudación de IVA en términos reales y el Índice de Confianza del Consumidor. Para mayores detalles ver Apartado 1/ El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real, IPOM Julio de 2017.

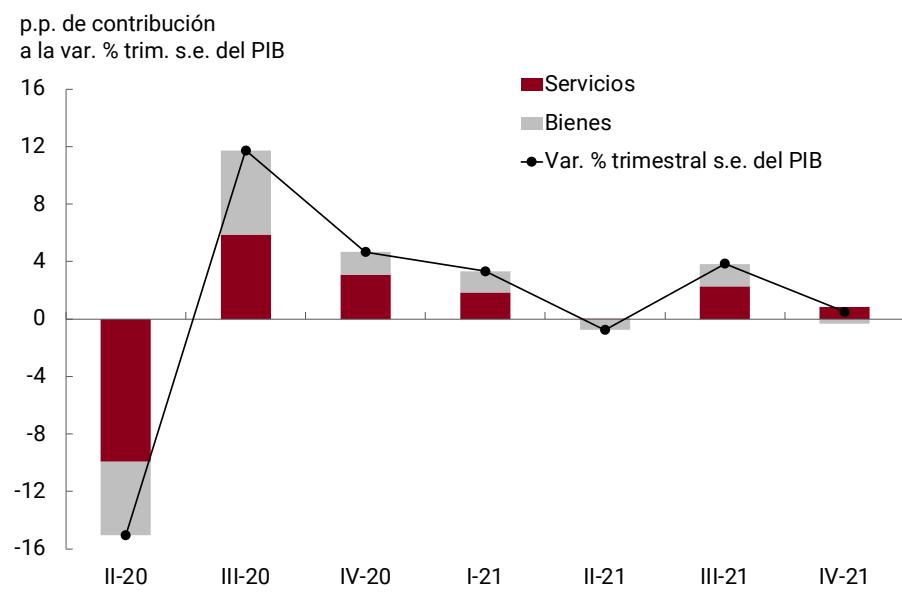
Por su parte, el indicador IBIF-BCRA⁹ se recuperó significativamente y presentó una mejora trimestral de 7,7% s.e. en el cuarto trimestre de 2021. Dicha suba respondió a un incremento de la inversión en equipamiento durable tanto de origen importado como nacional y, en menor medida, de la construcción.

Con respecto al sector externo y en línea con la información referida al Intercambio Comercial de Bienes del INDEC, en el cuarto trimestre el aporte de las Exportaciones netas de bienes y servicios a la variación trimestral del Producto habría sido negativa. Las cantidades exportadas de bienes registraron una caída trimestral (-9% s.e.), mientras que los volúmenes importados de bienes se incrementaron 9,7% en términos desestacionalizados (ver Capítulo 4. Sector Externo)

3.1.2. Entre los sectores productivos, los servicios fueron los de mayor aporte a la recuperación en 2021

En línea con lo anticipado en el IPOM anterior, durante el tercer trimestre de 2021 los servicios fueron los de mayor contribución a la variación trimestral del Producto de 4,1% s.e. con la que se logró recomponer el nivel de actividad económica observado antes de la irrupción de la pandemia en el país (ver Gráfico 3.4). Entre los servicios se destacan aquellos cuya actividad está estrechamente ligada al aumento de la movilidad social, como el Comercio y Otros servicios sociales y comunitarios, rubro en el que se contabilizan actividades sociales, culturales, deportivas, personales y recreativas. En el cuarto trimestre, los datos del EMAE indican que los servicios volvieron a contribuir en el crecimiento de la actividad, destacándose la recuperación del Transporte.

Gráfico 3.4 | Bienes y servicios. Contribuciones a la variación trimestral del PIB



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC (Cuentas Nacionales y EMAE).

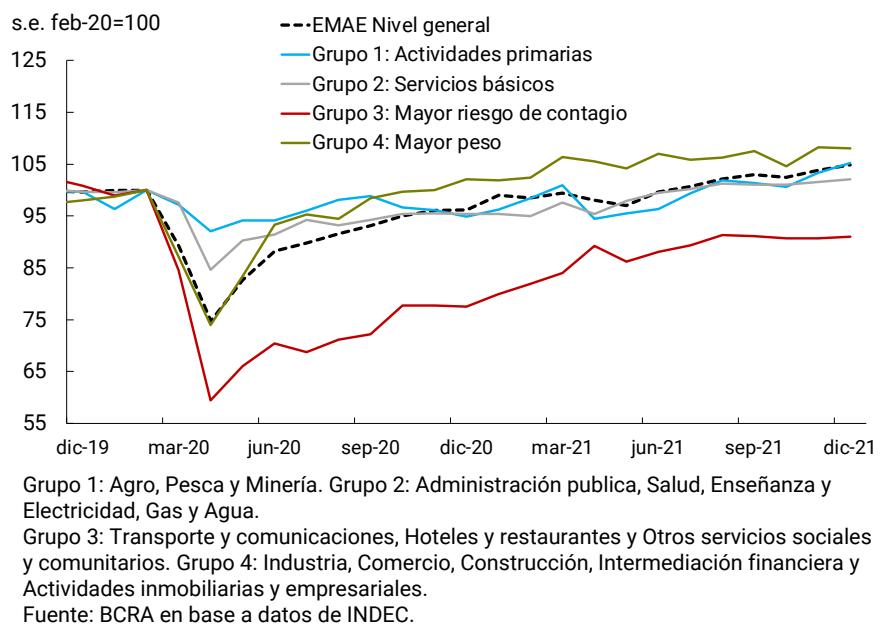
El control de la situación sanitaria permitió implementar nuevas flexibilizaciones y medidas de fomento al turismo en el último trimestre de 2021, con las habilitaciones de viajes grupales con fines turísticos, apertura de fronteras y del turismo extranjero sin cupo y eliminación de aforos para actividades recreativas y eventos

⁹ Con datos anticipados, la inversión en construcción habría crecido 1,9% trimestral s.e. durante el cuarto trimestre, la producción nacional de bienes de capital aumentó 3,4% trimestral s.e. según FIEL (desestacionalización propia) en tanto que las cantidades importadas de bienes de capital y equipo de transporte industrial subieron 20,4% trimestral s.e. luego de dos trimestres con caídas consecutivas.

sociales, entre otras. Estas medidas se reflejaron en los primeros indicadores disponibles de la actividad turística¹⁰ anticipándose un fuerte dinamismo durante el resto de la temporada estival.

Se espera que dicho desempeño se vea reflejado en el EMAE de los próximos meses, fundamentalmente en la actividad del grupo de servicios con “Mas riesgo de contagio” —compuesto por Hoteles y restaurantes, Transporte y comunicaciones y Otros servicios comunitarios— que continuaba rezagado en relación con el resto de los sectores que componen el EMAE. En diciembre, el valor agregado por este conjunto de servicios —que concentran el 13% del Producto— se ubicó aún un 9% s.e. por debajo de su nivel prepandemia. Una vez que estos sectores más afectados logren recomponerse totalmente de la crisis de COVID-19 habrán contribuido con más de 1 punto porcentual a la variación del Producto (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5 | Actividad económica por grupos de sectores

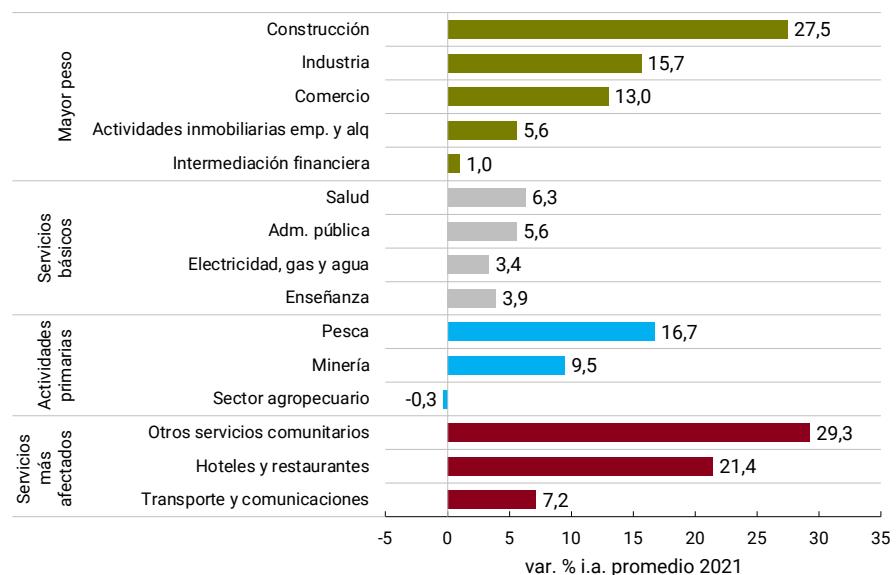


En el promedio de 2021, el EMAE se recuperó 10,3% con relación a un año atrás, con un desempeño muy heterogéneo en cuanto al dinamismo de los sectores productivos. Los servicios fueron los de mayor aporte a la recuperación anual del Producto a precios básicos (5,6 puntos porcentuales), destacándose el Comercio que aumentó en promedio 13% y contribuyó con 2 p.p., y los Servicios más afectados por la pandemia —liderados por Otros servicios comunitarios— que aportaron 1,6 p.p., al recuperarse en conjunto un 12,9%. Entre los sectores productores de bienes, la Construcción y la Industria fueron los más dinámicos, al aumentar 27,5% i.a. y 15,7% i.a. en dicho periodo, respectivamente, y contribuir en forma conjunta con 4,2 p.p. a la recuperación económica de 2021 (ver Gráfico 3.6)¹¹.

10 Favorecidos por el programa “PreViaje” más de 10 millones de personas se movilizaron por el país entre el 15 de diciembre de 2021 y el 15 de enero de 2022, alcanzándose cifras récord de ocupación en todas las regiones, según datos del Ministerio de Turismo.

11 De acuerdo con el IPI elaborado por el INDEC, la producción industrial registró una suba promedio de 15,8% en 2021 y en diciembre se ubicó en niveles desestacionalizados similares a los observados en marzo de 2018, un 11,6% s.e. por encima del nivel prepandemia. Por su parte, la demanda de insumos para la construcción medida por el ISAC (INDEC) creció en promedio un 30,8% en 2021 y superó ampliamente su nivel prepandemia (26,5% s.e.).

Gráfico 3.6 | Recuperación de la actividad sectorial en 2021

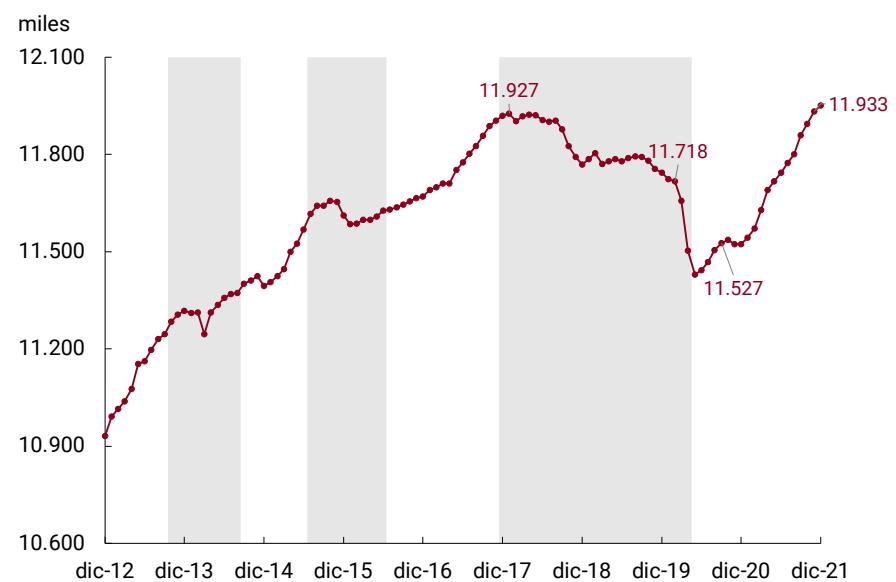


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3.1.3. El mercado de trabajo, en consonancia con la actividad económica, recuperó dinamismo sobre el final de 2021

Con datos a diciembre de 2021, según el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), el empleo registrado alcanzó niveles máximos históricos de ocupación en términos desestacionalizados superando el máximo anterior de enero de 2018 (ver Gráfico 3.7). El ritmo de expansión durante el cuarto trimestre mantuvo la dinámica evidenciada desde principios de 2021, creciendo al 0,3% mensual en promedio.

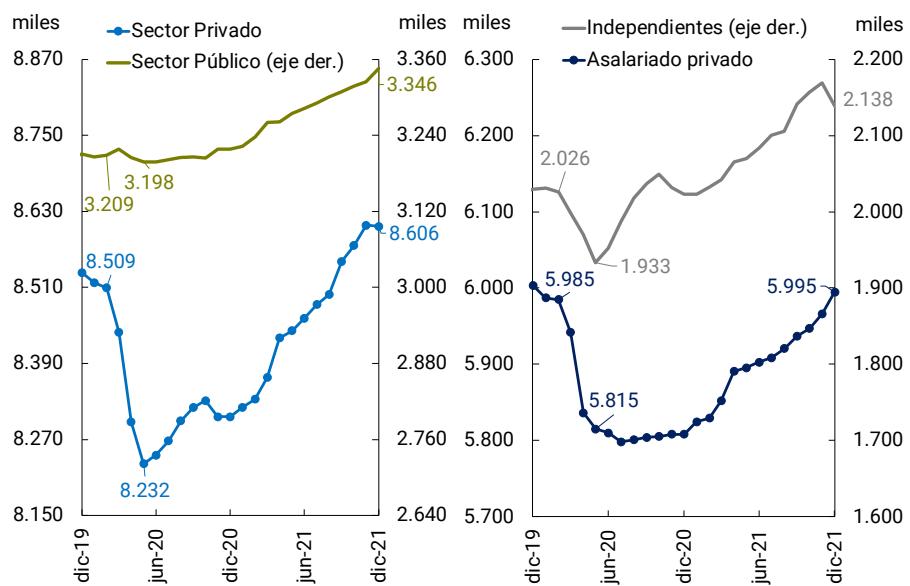
Gráfico 3.7 | Empleo registrado total



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Desde junio de 2020 la recuperación del empleo total registrado estuvo traccionada por una dinámica positiva del empleo independiente y de los y los asalariados registrados tanto del sector privado como del público. En los meses de septiembre a diciembre de 2021, se observó un aumento del trabajo independiente registrado (1,6% s.e.), del empleo público (1,3% s.e.) y del empleo asalariado privado (1,3% s.e.). Cabe destacar que esta última categoría de empleo tuvo una pronunciada aceleración (+0,3% en el período vs. +0,1% en el período anterior), que le permitió superar niveles previos a la pandemia (ver Gráfico 3.8).

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

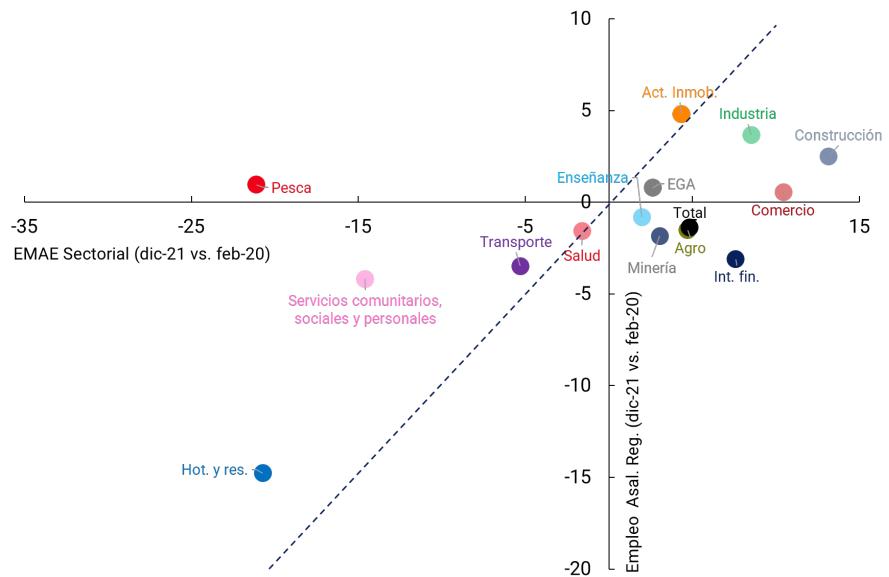


Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

El comportamiento del empleo asalariado privado entre septiembre y diciembre de 2021 permite distinguir a nivel sectorial un fuerte dinamismo en ramas tales como Hoteles y restaurantes (6,7% s.e.), Construcción (3,8% s.e.) y Minería (1,8% s.e.). No obstante, teniéndose en cuenta los niveles prepandemia, al sector Hoteles y restaurantes, así como también a Servicios comunitarios, sociales y personales y Transporte, les queda potencial de recuperación tanto en términos de actividad como de contratación (ver Gráfico 3.9). Por otro lado, se observa que en los sectores que experimentaron la mayor recuperación de la actividad, Comercio y Construcción, el crecimiento del empleo asalariado registrado se ha dado en menor proporción alejándose de la línea de 45°.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a enero de 2022 ratificó la tendencia positiva en las expectativas netas de contratación iniciada en febrero de 2021 encadenando 12 meses consecutivos de valores positivos. Por otro lado, las suspensiones continuaron reduciéndose, llegando a niveles dentro del promedio histórico y la tasa de despidos se mantiene en un rango acotado.

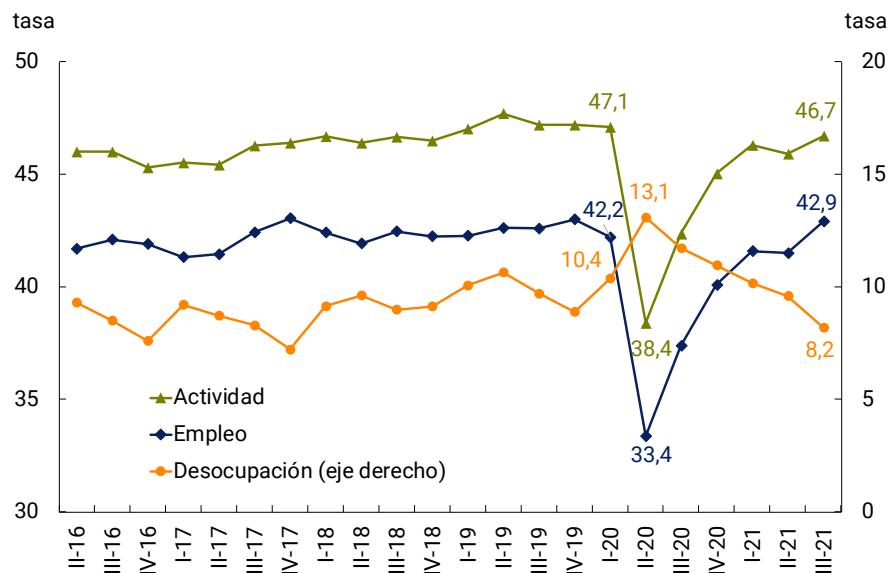
Gráfico 3.9 | Actividad y Empleo registrado. Variaciones porcentuales



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

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el tercer trimestre de 2021 el empleo retomó su crecimiento, registrando un aumento interanual de 5,5 p.p. en consonancia con la mejora de la actividad económica. La PEA¹² también mostró un alza respecto al trimestre anterior y se ubicó en 46,7% (+4,4 p.p. i.a.). Este efecto estuvo probablemente asociado a la normalización de las actividades económicas ante la merma de restricciones relacionadas con la segunda ola de la pandemia. De esta manera, fue la creación del empleo la que traccionó este aumento de la PEA generando una baja en la tasa de desempleo que se ubicó en 8,2% (-3,5 p.p. i.a.; ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Principales tasas del mercado de trabajo



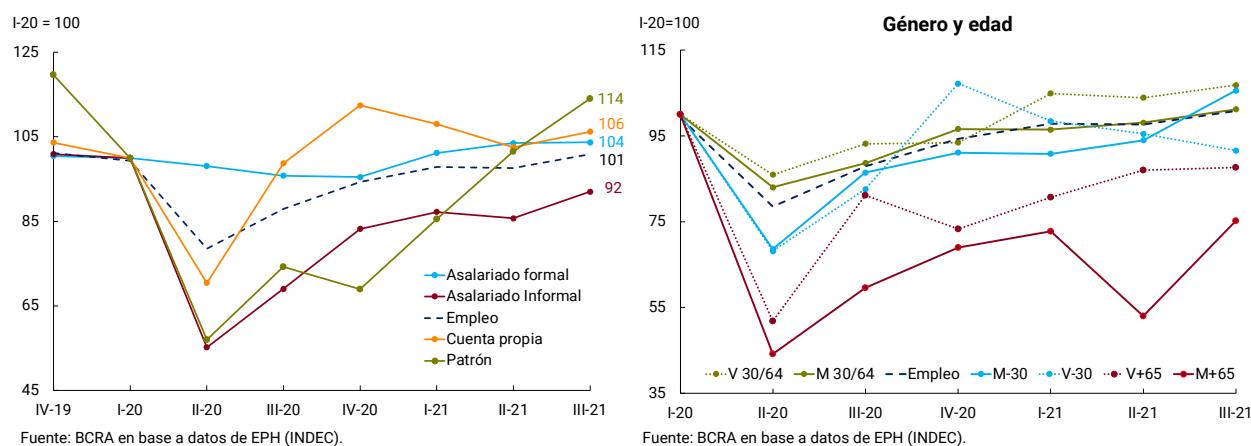
Fuente: BCRA en base a datos de EPH (INDEC).

12 Población económicamente activa.

En lo que respecta a la evolución de las distintas categorías ocupacionales, se observa que durante el tercer trimestre de 2021 el cuentapropismo presentó una leve alza respecto del trimestre anterior y las y los patrones mantuvieron un crecimiento sostenido desde el IV-20. Por otro lado, las y los asalariados informales se recuperaron, aunque continúan debajo de los niveles prepandemia. Por último, el crecimiento de las y los asalariados con descuento jubilatorio perdió dinamismo, pero, a diferencia de lo que reflejan los datos de registro, según la encuesta se encuentran por encima del nivel prepandemia.

Realizando un corte por rango etario y género cabe destacar la dinámica del empleo dentro de las mujeres menores de 30 años (ver Gráfico 3.11 y Apartado 2 / Asincronías en el Mercado Laboral) y de las mujeres mayores de 65 años. Ambos grupos, que por distintos motivos tuvieron una moderada recuperación luego del impacto inicial de la pandemia, mostraron un fuerte aumento en el tercer trimestre de 2021.

Gráfico 3.11 | Tasas de empleo por categoría, género y edad



3.2. Perspectivas

En un contexto de avance en la aplicación de refuerzos de las vacunas¹³ junto con la inmunización progresiva de los rangos etarios más bajos y en un entorno de fuerte adaptación de la economía a operar en pandemia, el BCRA espera que en los próximos meses la actividad continúe afianzando el proceso de crecimiento y recuperación económica. La amplia cobertura de vacunación alcanzada a principios de 2022 con esquemas completos de la población total y de la población de mayor riesgo con una dosis de refuerzo permitió transitar, a inicios del año en curso, una significativa tercera ola de COVID-19 asociada a la variante Ómicron —más transmisible, aunque menos letal— con efectos acotados y transitorios sobre el nivel de actividad.

El BCRA espera una recuperación adicional de los sectores que aún no han logrado operar en niveles prepandemia, mediante la extensión de las políticas focalizadas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional¹⁴ y el BCRA, y la continuidad del proceso de crecimiento del resto de los sectores en el marco de

13 A la fecha de publicación de este informe el 89% de la población total cuenta con al menos una dosis, mientras que el 81% cuenta con el esquema de vacunación completo. Asimismo, el 41% de la población recibió una dosis de refuerzo/adicional.

14 Entre otras medidas el Gobierno Nacional estableció la implementación del “Programa Registradas”, la eximición del pago de las contribuciones patronales a las empleadoras y los empleadores pertenecientes a los servicios, establecimientos e instituciones relacionadas con la salud y la prórroga del pago de doble indemnización para despidos sin justa causa mediante un esquema de reducciones progresivo. Asimismo, en el marco del Programa “Apoyo extraordinario Cultura Solidaria” otorgó asistencias financieras de \$15.000 a trabajadoras y trabajadores del sector cultural (Res. 1561/2021 del Ministerio de Cultura).

políticas orientadas a la recuperación del mercado interno y la transformación productiva necesaria para un crecimiento sostenible e inclusivo.

Este escenario base no está exento de riesgos. Entre las principales amenazas para la consolidación de la recuperación de la actividad se destacan el deterioro reciente del contexto financiero internacional ante la fuerte escalada del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (ver Capítulo 2. Contexto Internacional), las tensiones en el mercado energético internacional y la falta de humedad en los suelos en gran parte de las zonas productivas de nuestro país y su potencial impacto en los rendimientos de la cosecha gruesa. Además, todavía persiste la incertidumbre asociada a la circulación de nuevas variantes del Coronavirus que pudieran surgir y comprometeran la eficacia de las vacunas truncando los avances sanitarios logrados hasta el momento.

Las perspectivas de crecimiento mundial contemplan una desaceleración en los próximos meses, asociadas a la reducción de estímulos monetarios por parte de las economías avanzadas ante elevados y más persistentes niveles de inflación, a lo que se suma la continuidad y profundización de cuellos de botella en algunas cadenas de suministro ante los conflictos geopolíticos. Este escenario plantea una ralentización del crecimiento global incluyendo a nuestros principales socios comerciales y mayores costos de financiamiento externo para los países emergentes, con precios internacionales de las materias primas en niveles históricamente elevados.

La actividad económica de Argentina cerró el 2021 con una recuperación promedio del 10,3% anual. Los datos desestacionalizados del EMAE de diciembre dejaron un arrastre estadístico de 4,1 p.p. para el promedio de este año. 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 febrero de 2022 los analistas especializados esperan un crecimiento de 3,0% para la actividad económica durante el presente año. La previsión de crecimiento económico contemplada en el acuerdo con el FMI contempla un crecimiento de la actividad económica entre 3,5 y 4,5% para 2022.

En el mediano plazo, el cumplimiento de las metas pautadas en el acuerdo con el FMI, consistente con el proceso de crecimiento económico en curso, junto con una baja gradual pero permanente de la inflación y un incremento de las exportaciones y de las reservas internacionales, afianzará la estabilidad macroeconómica y mejorará la percepción de riesgo de la deuda pública y las expectativas económicas de los agentes domésticos y externos. Ello contribuirá a la recuperación gradual del acceso a financiamiento externo tanto para el sector público como el privado.

Apartado 2 / Asincronías en el mercado laboral

El mercado laboral en América Latina y el Caribe está todavía recuperándose respecto de los niveles previos a la pandemia. En particular, desde el segundo trimestre de 2020 se destaca el aumento del empleo femenino en la región a través de la creación de empleos informales. En el tercer trimestre de 2021, con tendencias disímiles y con asincronías respecto a las de la región, en Argentina se observa una mayor recuperación del empleo total, pero con características idiosincráticas particulares. De esta manera comenzarían a delinearse nuevas tendencias que esbozarían un reposicionamiento de la fuerza laboral en términos etarios y de género.

Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), en América Latina y el Caribe existe un proceso de recuperación del mercado laboral que no permitió alcanzar aún los niveles previos a la pandemia. En su publicación anual, el organismo puntualiza una asimetría entre la fase contractiva del empleo y la de recuperación: para regenerar el total de ocupaciones perdidas en la región durante los dos primeros trimestres de 2020, se requerirían más de 5 trimestres¹⁵. En su informe de 2021¹⁶ la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), muestra que los sectores con mayor composición de trabajadores informales fueron los más afectados en pandemia: "ramas de actividad con una mayor proporción de empleo informal, como el comercio, la construcción y restaurantes y hoteles, se contrajeron más. Esto supuso que en 2020 la mayoría de los países de la región registraran caídas de la tasa de informalidad laboral en comparación con 2019"¹⁷. Como contracara, la recuperación del mercado laboral ha dependido también en gran medida de las y los trabajadores informales, representando alrededor del 70% o más de la creación neta de trabajo. En términos etarios, fueron las y los jóvenes quienes más sufrieron pérdidas de empleo durante la pandemia, pero son también quienes regresaron al empleo de manera más rápida que las y los adultos. Ello se explica parcialmente por su fuerte inserción dentro del empleo informal.

Los impactos generados por la crisis sanitaria en la región han sido sustancialmente mayores para las mujeres. Este fenómeno se verificó, entre el IV-19 y II-20, en una caída más pronunciada para el empleo femenino (20%) respecto al empleo masculino (15,8%). Consecuentemente, durante 2021 fue más intensa la recuperación de la oferta laboral de las mujeres que la de los hombres. No obstante, al III-21 no se había logrado compensar la pérdida de empleo que registraron las mujeres durante el primer semestre de 2020. Según la OIT entre el II-20 y el III-21 se recuperaron alrededor de 25,5 millones de puestos de trabajo ocupados por hombres, cifra similar a la pérdida de empleo masculino registrada entre el IV-19 y el II-20. Sin embargo, de los 23,6 millones de ocupaciones femeninas perdidas se regeneraron alrededor de 19,3 millones en igual período. Es decir, resta un saldo de más de 4 millones de puestos de trabajo previamente ocupados por mujeres a recobrar.

Desde la CEPAL, se presentan diferentes razones que explican este fenómeno. En primer lugar, los sectores que perdieron más empleos durante la crisis fueron los sectores con mayor participación femenina (como por ejemplo el trabajo doméstico remunerado, el empleo en sectores de servicios en general y el comercio). En segundo lugar, las categorías más informales fueron las que sufrieron un mayor impacto, donde las mujeres suelen tener alto grado de participación. Por último, las tareas de cuidado durante la pandemia recayeron con más intensidad sobre las mujeres, dentro de un contexto en el cual algunos servicios (educativos y de cuidado) se vieron afectados por medidas como el distanciamiento social.

15 Panorama Laboral 2021. América Latina y el Caribe, OIT, Febrero 2022, p.13 (ver el siguiente [enlace](#)).

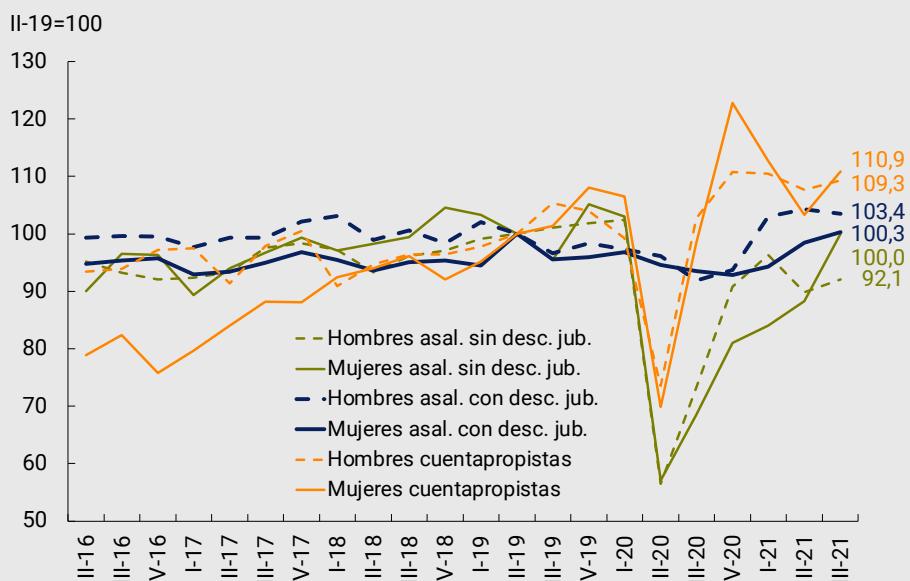
16 Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2021, CEPAL. (ver el siguiente [enlace](#)).

17 Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2021, CEPAL, p.83.

Respecto de la tendencia en Argentina, y con datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) de INDEC al III-21, la tasa de personas empleadas llegó a 42,9%, representando un crecimiento de 0,4 p.p. respecto al mismo trimestre de 2019, diferenciándose de las economías de América Latina y el Caribe que todavía no alcanzaron a recuperar aún valores similares a los prepandemia¹⁸. En particular, entre el IV-19 y el II-20 los hombres registraron una caída de 21,5% en la cantidad de ocupados y las mujeres un guarismo algo más elevado (-22,6%), mientras que en la recuperación (II-20 vs. III-21) se dio el fenómeno inverso: las mujeres crecieron 30,6%, levemente por encima de los hombres (+29,4%).

La composición de la tasa de ocupación desagregada por categoría de empleo muestra que las categorías que se han expandido en mayor medida respecto del III-19 han sido la de las y los asalariados con descuento jubilatorio (+0,8 p.p.) y las personas cuentapropistas (+0,4 p.p.), mientras que las y los patrones no registraron variaciones significativas y las y los asalariados sin descuento jubilatorio decrecieron (-1,7 p.p.), sin poder recuperar niveles similares a los de 2019. La ocupación ha vuelto a niveles prepandemia a pesar de que las y los asalariados informales no han podido recuperar el empleo perdido durante II-20. Sin embargo, cabe detenerse en la desagregación por género: las mujeres asalariadas, con y sin descuento jubilatorio ya están en niveles similares respecto a los previos a la pandemia. Observando las variaciones entre III-21 y III-19, las categorías más dinámicas para las mujeres, en contraposición a los hombres, se concentraron en los sectores de menor protección (ver Gráfico 1): las mujeres cuentapropistas aumentaron 9,4% (vs. +3,8% de los hombres), las asalariadas sin descuento crecieron 4,8% (frente a la merma de 8,9% de los hombres), mientras que las asalariadas con descuento jubilatorio¹⁹ se elevaron 4,9% (cuando los hombres lo hicieron en 6,8%).

Gráfico 1 | Empleo por género y categoría



Fuente: BCRA en base a datos de la EPH.

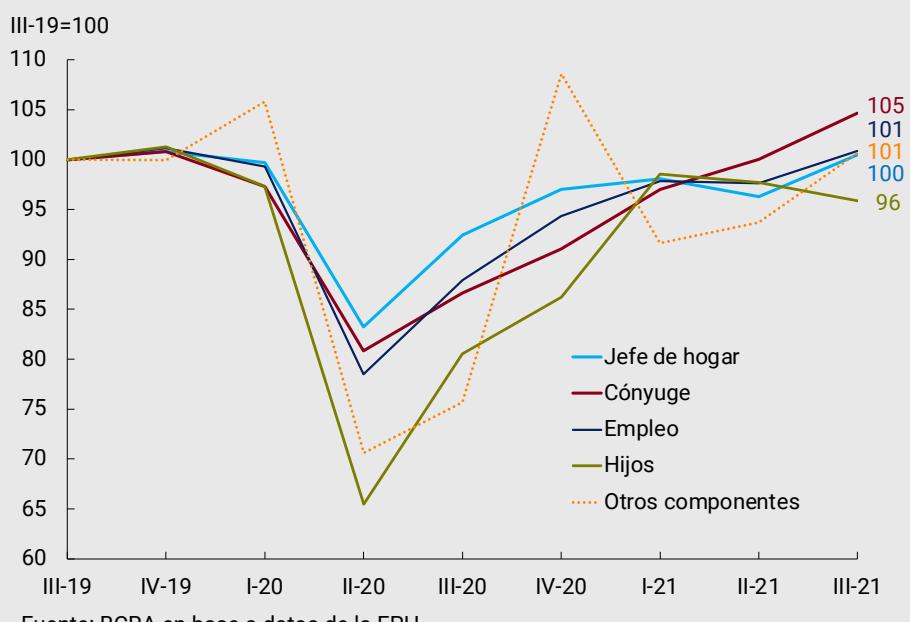
18 Panorama Laboral 2021. América Latina y el Caribe, OIT, Febrero 2022, p.44.

19 Es importante destacar en este sentido la puesta en marcha, desde el IV-21 a través de la Dirección Nacional de Economía, Igualdad y Género (DNElyG), de programas que buscan apuntalar al sector privado asalariado formal desde una perspectiva de género, tales como *Argentinas al mundo* (potencia las exportaciones de empresas lideradas por mujeres) o *Registradas* (impulsa el registro de las trabajadoras de casas particulares financiando entre el 30% y el 50% del salario por 6 meses) además de diversos programas en la infraestructura de cuidados (creación y mejora de centros de Desarrollo infantil y jardines de infantes).

Dos factores adicionales que permiten estudiar cambios respecto del período prepandemia tienen que ver con la diferenciación etaria y las relaciones de parentesco. Si bien se observa una normalización en la tasa de empleo, se advierte también un cambio de composición dentro de la misma. Al realizar una segmentación etaria, desde el III-19 se refleja un retroceso relativo del empleo en los hombres jóvenes menores de 29 años (-1,3 p.p.) y en los hombres (-0,8 p.p.) y las mujeres (-0,2 p.p.) mayores de 65 años. Esta caída de la tasa de empleo fue suplida por varones entre 30 y 64 años (+1,1 p.p. respecto al III-19); las mujeres menores de 30 años también han evidenciado una inserción significativa (+0,8 p.p. respecto a igual período) y en menor medida también lo han hecho las mujeres que tienen entre 30 y 64 años (+0,1 p.p.). Estos cambios respecto a dos años atrás sugieren una mayor presencia femenina en la fuerza laboral, sustituyendo la población de mayor edad, pero también ganando terreno sobre los hombres menores de 30 años. Las mujeres que ingresan al mercado laboral serían predominantemente jóvenes y con inserción en ocupaciones de mayor grado de informalidad.

En consonancia, desde la perspectiva de las relaciones de parentesco, se evidencia que la tasa de cónyuges que obtuvieron trabajo es mayor que en el período prepandemia (+0,9 p.p., ver Gráfico 2). Desagregado por género, la categoría de cónyuges tiene una composición mayoritariamente femenina (más del 72% de la muestra). El crecimiento de esta categoría suele abonar la hipótesis del trabajador adicional, entendida como la presión en la unidad doméstica de recomponer el ingreso del hogar por medio de la adición de un segundo trabajador (cónyuge en este caso) al mercado laboral. Así, la merma en los ingresos del hogar sería uno de los fundamentos para explicar la expansión del empleo femenino en el mercado de trabajo.

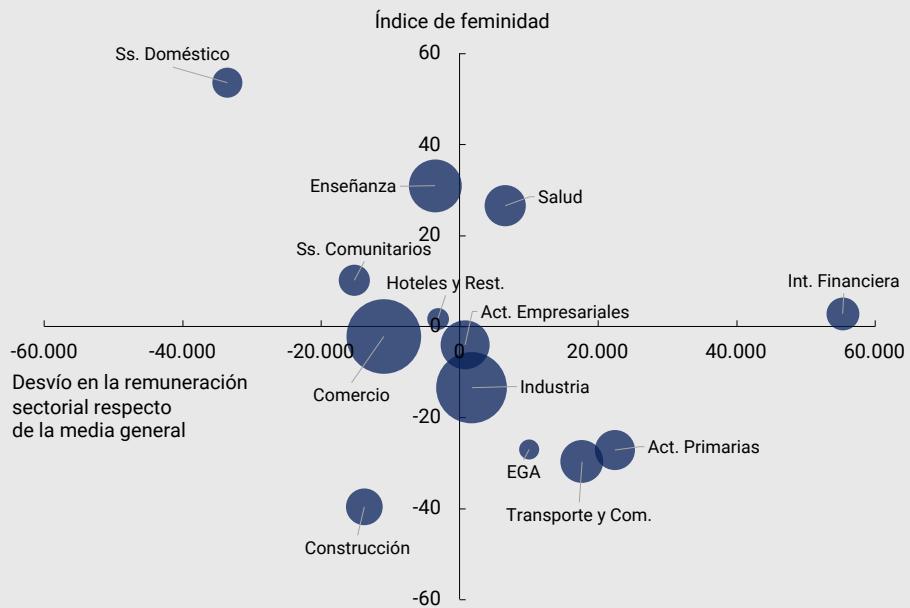
Gráfico 2 | Empleo por relación de parentesco



Fuente: BCRA en base a datos de la EPH.

Sin embargo, las mujeres participan en sectores menos dinámicos y peor remunerados de la economía, moderando la capacidad de recomponer los ingresos de los hogares. Si se analizan los ingresos por sector económico a través de un índice de feminidad²⁰, la mayoría de las categorías rezagadas involucran un mayor componente de trabajo femenino: Servicio doméstico, Hoteles y restaurantes y Servicios comunitarios. Parecería existir una relación entre el grado de feminización sectorial y la brecha salarial²¹ (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Índices sectoriales de feminidad y de desvío de ingresos



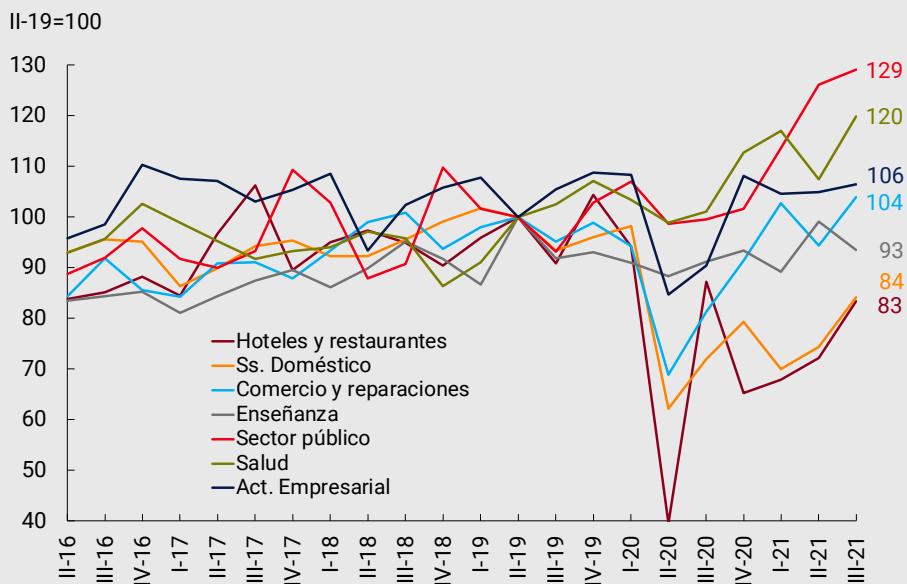
Fuente: BCRA en base a datos de la EPH.

Por otra parte, en línea con la región, el efecto más contundente en la pérdida de puestos de trabajo de mujeres puede explicarse por la presencia femenina en sectores económicos fuertemente afectados por la pandemia. Entre estos sectores se destacan Servicio doméstico, Hoteles y restaurantes, Enseñanza y Actividades Empresariales (ver Gráfico 4). En la posterior fase de recuperación (II-20 al III-21) pueden destacarse tres grandes grupos: los que superaron el nivel prepandemia (Salud y Sector Público); los que alcanzaron el nivel prepandemia (Comercio y Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler); y los que se encuentran debajo (Hoteles y restaurantes, Servicio doméstico y Enseñanza).

20 Proporción de mujeres respecto de una determinada población total.

21 Ver el siguiente [enlace](#).

Gráfico 4 | Empleo femenino. Sectores seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de la EPH.

En suma, en la región los mercados laborales registraron un impacto que recayó en gran medida sobre la ocupación informal y femenina. En Argentina se verificó una asincronía respecto del comportamiento regional, a partir del fuerte crecimiento de la ocupación de las mujeres, que permitió incluso superar las pérdidas que generó la pandemia de COVID-19. Sin embargo, al analizar las características de la inserción laboral femenina reciente, se observan heterogeneidades, incluyendo empleos informales, que contemplan una franja etaria joven, de menores remuneraciones relativas, y que han surgido como estrategias de recomposición de los ingresos de los hogares.

4. Sector Externo

En el cuarto trimestre de 2021 se redujo el superávit comercial de bienes, tanto por un aumento de los volúmenes importados (principalmente de combustibles, bienes de capital y sus piezas) como por una caída difundida de las cantidades exportadas. En este contexto se espera que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad haya evidenciado un leve déficit transitorio. En 2021 el superávit comercial anual se ubicó en torno a 1,2% del PIB.

En el mercado de cambios, la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes sumada a la dinámica de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto en el mercado de cambios por bienes de US\$2.318 millones en el último trimestre de 2021, manteniéndose prácticamente estable respecto al trimestre previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$4.028 millones, mientras que las entidades realizaron ventas por US\$426 millones. Por su parte, el BCRA efectuó ventas a través del Sistema de Monedas Locales (SML) por US\$227 millones y directamente en el mercado de cambios por US\$1.057 millones.

Estas ventas netas por parte del BCRA, junto con los egresos netos de deuda financiera del gobierno general y el BCRA por unos US\$900 millones, llevaron el nivel de reservas internacionales a US\$39.663 millones al cierre del año, levemente por encima de su valor a fines de 2020.

En el primer mes de 2022, los clientes realizaron compras en el mercado de cambios por US\$289 millones, mientras que el BCRA y las entidades vendieron US\$161 y US\$77 millones, respectivamente.

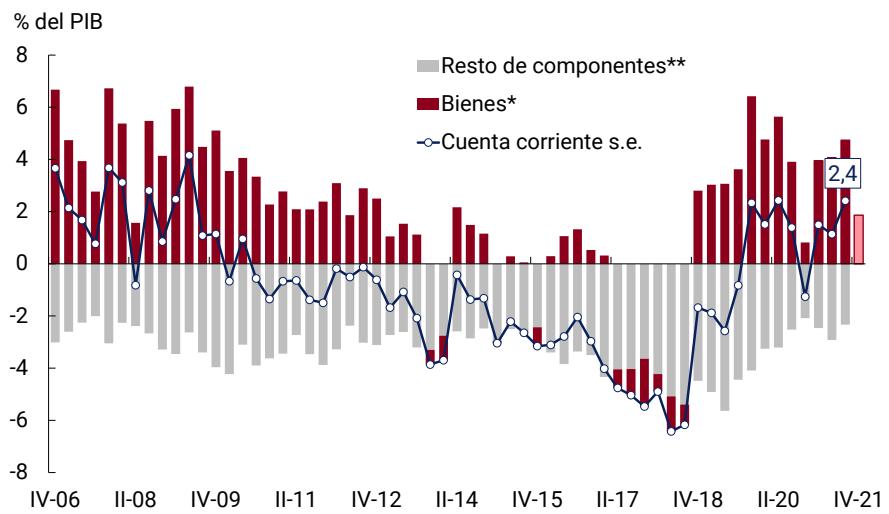
Para el año 2022 se espera que la economía registre un superávit comercial de bienes por cuarto año consecutivo, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio real en el marco de una política cambiaria de flotación administrada. La producción agrícola total, la actividad económica de nuestros socios comerciales y la evolución del precio internacional de los combustibles (en particular del gas licuado de petróleo) definirán la holgura del superávit comercial, mientras que el acuerdo alcanzado con el FMI para la reprogramación de los vencimientos heredados del acuerdo Stand-by firmado en 2018 impactará positivamente en la dinámica de los flujos financieros. El BCRA gestionará prudentemente las regulaciones cambiarias con el fin de adaptarlas a las necesidades de la coyuntura, favoreciendo la estabilidad monetaria y cambiaria.

4.1. En el cuarto trimestre de 2021 la economía habría operado con un déficit transitorio de cuenta corriente

En el tercer trimestre de 2021 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un superávit de cuenta corriente de US\$3.287 millones —equivalente a 2,4% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. El fuerte aumento de los volúmenes exportados de bienes fue el principal factor detrás de este resultado.

En el cuarto trimestre de 2021 se redujo el superávit comercial de bienes, tanto por un aumento de los volúmenes importados como por una caída de las cantidades exportadas. En este contexto se espera que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad exhiba un leve déficit transitorio (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



* IV-21: estimado.

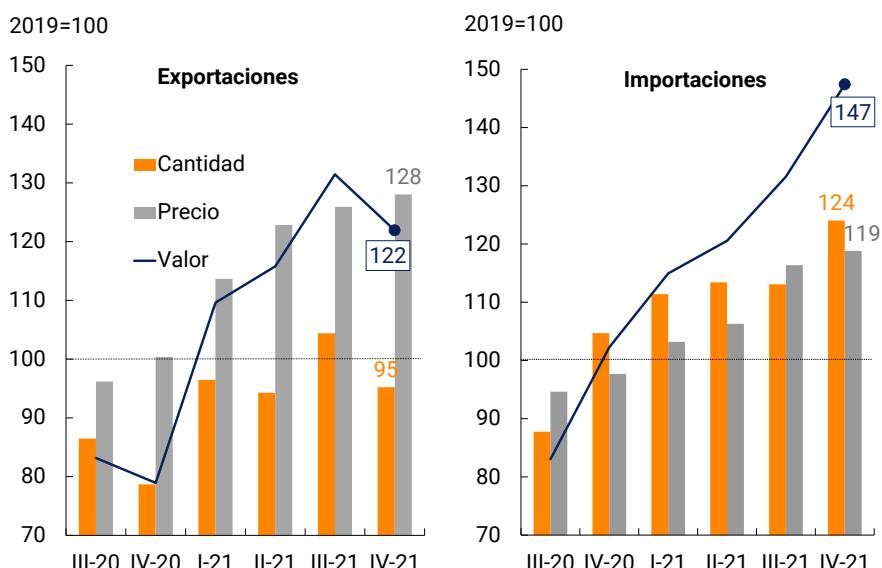
** incluye las cuentas: servicios, ingreso primario e ingreso secundario.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En ese lapso los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$19.846 millones (*Free on Board* –FOB–) a precios corrientes, lo que representó una caída de 7,2% respecto al elevado nivel registrado en el tercer trimestre de 2021. Esta evolución obedeció principalmente al desempeño de las cantidades exportadas, que disminuyeron 9% trimestral s.e. y retrocedieron a los niveles del primer semestre de 2021. Los precios de exportación crecieron por sexto trimestre consecutivo y mitigaron parcialmente el efecto de las cantidades.

Por su parte, entre octubre y diciembre de 2021 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$18.108 millones (CIF) a precios corrientes, casi un 50% por encima del promedio de 2019, ubicándose próximas a los niveles del primer trimestre de 2018. Este desempeño de los valores importados se explicó en mayor medida por la suba de los volúmenes, que crecieron 10% trim. s.e. (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



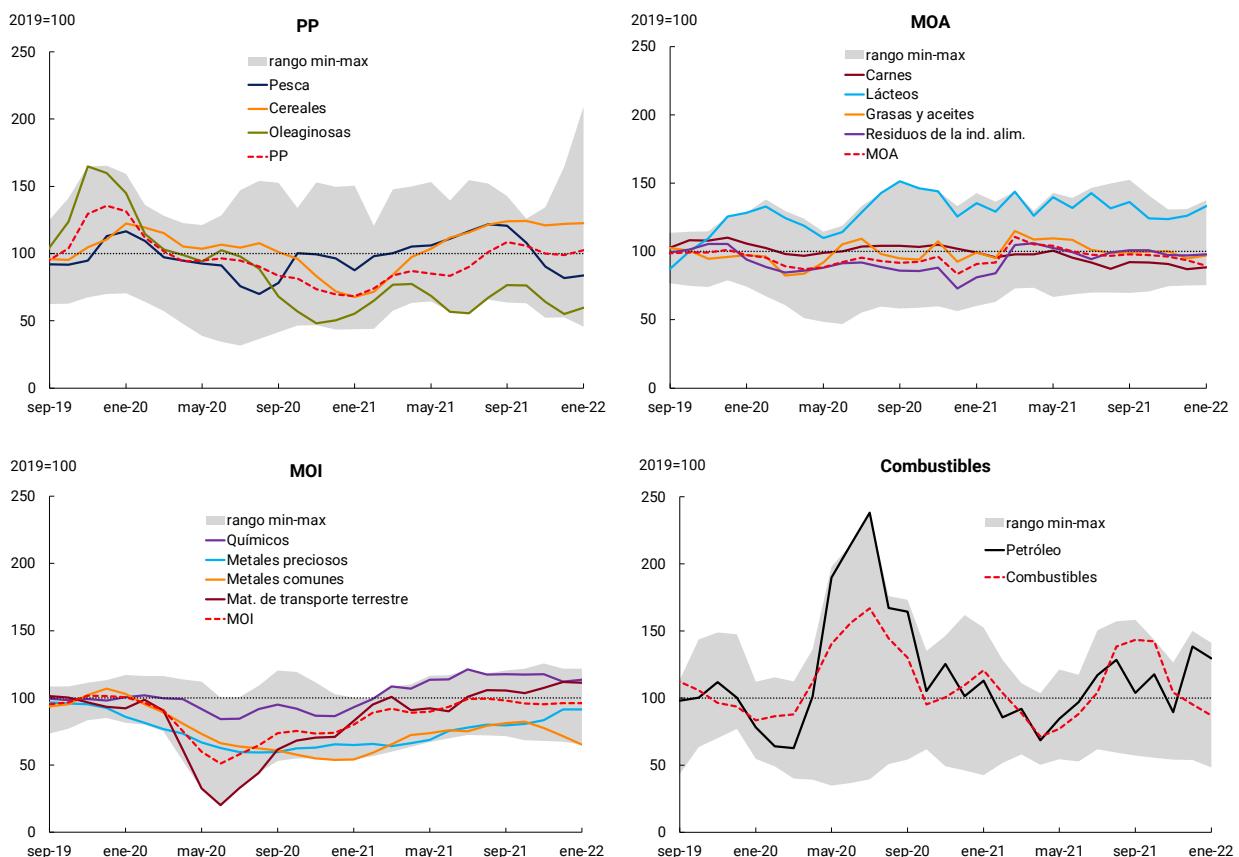
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los cuatro principales rubros de exportación tuvieron caídas de los volúmenes exportados en el último trimestre de 2021. En el caso de los Productos Primarios (PP, -9% trim. s.e.), si bien la baja fue difundida, se destacaron por su incidencia los menores envíos de oleaginosas y de productos de la pesca. La caída de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA, -5% trim. s.e.) estuvo concentrada en tres de sus principales categorías: carnes, grasas y aceites y residuos de la industria alimentaria²². También disminuyeron las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOI) aunque con comportamientos mixtos al interior del rubro. Los envíos de material de transporte terrestre continuaron con la tendencia alcista que exhiben desde el tercer trimestre de 2020 y alcanzaron niveles que no se registraban desde fines de 2018, fundamentalmente por las exportaciones de vehículos a Brasil. También contribuyó positivamente el desempeño de las ventas externas de metales preciosos²³ que paulatinamente se acerca a los niveles pre-pandemia. Por el contrario, se registraron bajas en las otras dos categorías con mayor incidencia del rubro, productos químicos y metales comunes. Por último, los volúmenes exportados de Combustibles y Energía (CyE) retrocedieron 34% s.e. respecto al tercer trimestre de 2021, principalmente por la elevada base de comparación que habían dejado los envíos de energía eléctrica a Brasil en ese período (ver Gráfico 4.3).

22 En grasas y aceites se registran las exportaciones de aceite de soja y en residuos de la industria alimenticia los pellets de soja.

23 En metales preciosos se registran las exportaciones de oro.

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 a nivel de categoría funcional predominaron las subas en el cuarto trimestre (12 alzas y 7 caídas). Se destacaron por su incidencia los incrementos de los volúmenes importados de combustibles elaborados (+69% trim. s.e.), de bienes de capital finales (+11% trim. s.e.), de piezas y accesorios para bienes de capital (+14% trim. s.e.) y de piezas y accesorios para equipo de transporte (+11% trim. s.e.). En conjunto, estas cuatro categorías explicaron más del 90% del aumento del nivel general.

En enero de 2022 se elevó el superávit comercial ajustado por estacionalidad respecto a diciembre debido a que los valores importados cayeron a una tasa mayor que las exportaciones (-13% mensual y -1% mensual respectivamente). Sendas bajas estuvieron asociadas a caídas difundidas de los volúmenes transados, destacándose, en el caso de las exportaciones, una pronunciada disminución de las MOA y, en el caso de las importaciones, un retroceso de los combustibles (que habían mostrado un gran dinamismo en el último trimestre de 2021).

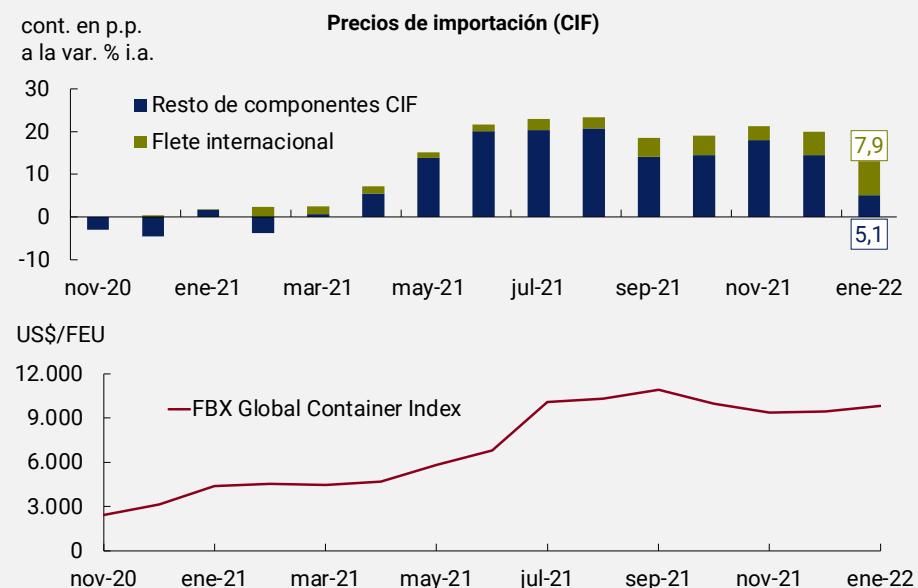
Recuadro. El aumento del costo de transporte de carga y los precios de importación

En el IPOM de noviembre de 2021 se había comentado que la suba de los precios globales de las manufacturas medidos en dólares estaba detrás del fuerte incremento que mostraron los precios de importación de Argentina desde principios de 2021. Otro de los factores que incidió en este desempeño fue el encarecimiento del transporte de carga a nivel mundial.

En el comunicado de Intercambio Comercial Argentino que elabora mensualmente INDEC los datos sobre las importaciones de bienes son reportados a valoración CIF (costo, flete y seguro, por sus siglas en inglés). Esto significa que el precio unitario reportado para cada bien importado incluye no solo el precio de "salida de fábrica" en origen, los costos de acarreo, manipulación y embarque hasta el puerto de salida, sino también el costo de flete internacional y el seguro hasta el puerto de destino final en Argentina. Por este motivo, el índice de precios de importación (que representa a la canasta móvil de bienes importados) está afectado necesariamente por la evolución del costo de flete internacional.

A partir de la segunda mitad de 2020, con la recuperación del comercio mundial, pero, sobre todo, durante 2021, la logística del comercio internacional de bienes a nivel global estuvo atravesada por la existencia de cuellos de botella que limitaron notoriamente la capacidad de carga. Esta incapacidad transitoria de la oferta de servicios logísticos de hacer frente a la demanda se reflejó en un fuerte aumento del costo de flete internacional, el cual llegó a más que quintuplicarse en términos nominales en julio de 2021 respecto a julio de 2020, medido por el índice de referencia mundial para el transporte en contenedores, el *Freightos Baltic Index* (FBX). Esta situación se reflejó en las estadísticas de comercio exterior de Argentina como una brecha cada vez mayor entre las importaciones valorizadas en términos CIF y valorizadas en términos (FOB²⁴), la cual llegó al 7,8% en diciembre de 2021, cuando durante casi toda la década anterior estuvo en torno al 4,5%. De acuerdo con un estudio reciente elaborado y publicado por INDEC²⁵ la incidencia del costo de flete en el índice de precios de importación fue aumentando a lo largo de 2021 y en lo que va de 2022. En enero de 2022, más de la mitad del aumento interanual de los precios de importación en dólares se debió exclusivamente al impacto directo del costo de transporte de carga²⁶ (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Costo de transporte de carga y precios de importación



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

24 Esta valoración no incluye el costo de flete y seguro internacional. Es la que se utiliza para compilar las estadísticas de importaciones de bienes en el balance de pagos. Por este motivo, los pagos por fletes se registran en la cuenta servicios de la cuenta corriente.

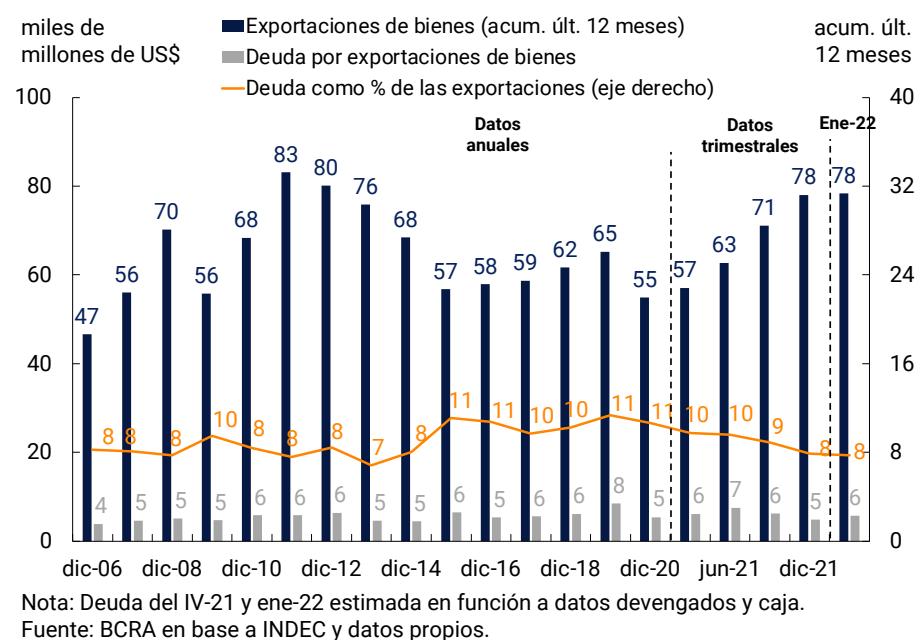
25 https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/1pcext_02_22A4BA5D901.pdf

26 Cabe destacar que sólo se está considerando el impacto directo del encarecimiento de los fletes (tramo internacional del bien transado entre el proveedor extranjero y el importador residente), siendo el impacto total probablemente mucho mayor (costo de flete embebido en la cadena de insumos intermedios que el proveedor extranjero utilizó).

4.2. En 2021 el BCRA registró las mayores compras netas de divisas en el mercado de cambios desde 2014

Durante el cuarto trimestre de 2021, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$18.292 millones. Dado que las exportaciones de bienes se ubicaron en unos US\$19.641 millones, se estima una reducción de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de unos US\$1.350 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se reduce a 8%. En enero de 2022, continuó verificándose la misma tendencia de este ratio, siendo que se estima una deuda de anticipos y prefinanciaciones por unos US\$5.685 millones. Este nivel del ratio representa el más bajo verificado desde diciembre de 2013 (ver Gráfico 4.5).

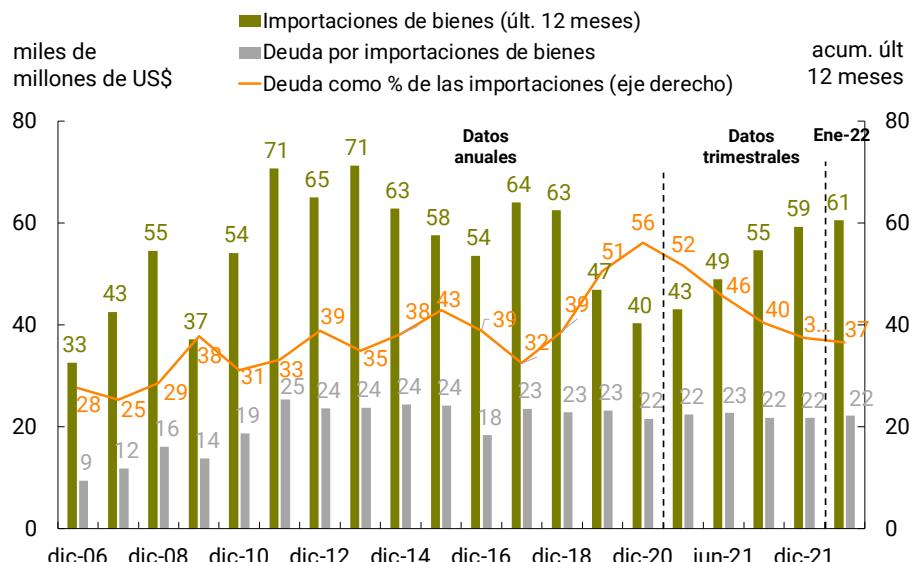
Gráfico 4.5 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



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 la evolución de la deuda privada comercial como financiera. Estas normas se mantuvieron a lo largo de 2021 y continúan vigentes para el año 2022²⁷. En este contexto, durante el cuarto trimestre de 2021, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios alcanzaron los US\$16.000 millones, valor similar al de las importaciones FOB del período, lo que implicaría que el stock de deuda con el exterior por este concepto se mantuvo durante el trimestre, tendencia que se estima continuó en enero de 2022. Además, por el aumento de los últimos meses de los despachos a plaza, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones registró una nueva caída, que implicaría casi 20 p.p. respecto del cierre de 2020 (ver Gráfico 4.6).

27 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.

Gráfico 4.6 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del IV-21 y ene-22 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por último, 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 30.06.22 y la Comunicación "A" 7466 lo hizo hasta 31.12.22.

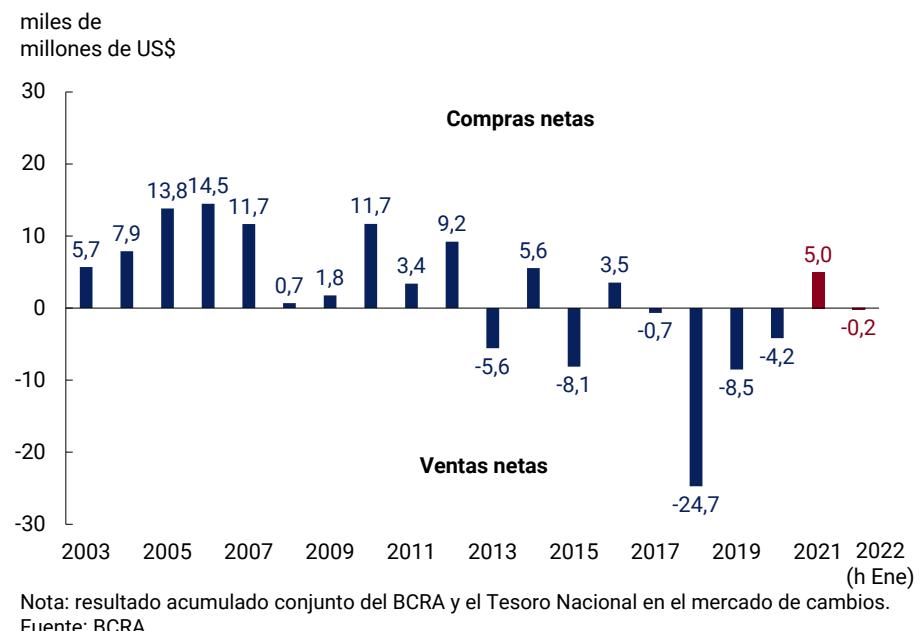
En este contexto, las renegociaciones registradas durante el cuarto trimestre de 2021 y enero de 2022 impactaron en menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$390 millones respecto de los vencimientos originales para ese mismo periodo, acumulando desde diciembre de 2020 menores pagos netos por unos US\$2.160 millones.

La mencionada recuperación de las exportaciones, sumada a la evolución de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$15.282 millones en el año, inferior en unos US\$3.300 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo período, y exhibiendo una fuerte mejora respecto al año previo (80% i.a.).

Este resultado permitió que el BCRA acumulara en el año compras netas en el mercado de cambios por US\$5.000 millones, récord desde el 2014 (ver Gráfico 4.7), mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$275 millones en el mismo periodo. Esta diferencia se explicó principalmente por las cancelaciones netas de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional con afectación directa a las reservas internacionales por unos US\$5.500 millones -de los cuales alrededor de US\$5.000 millones correspondieron a pagos de capital e intereses al Fondo Monetario Internacional-, por el incremento, los pagos por operaciones cursadas a través de los Sistemas de Monedas Locales con Brasil, Uruguay y Paraguay y ALADI por unos US\$800 millones y por el incremento de los saldos mantenidos por las entidades en cuentas

corrientes del BCRA por US\$1.200 millones y de los precios de los activos que componen las reservas internacionales en relación a la moneda de cuenta (dólar estadounidense), que redundó en un aumento de las mismas por unos US\$400 millones.

Gráfico 4.7 | Mercado de cambios. Resultado



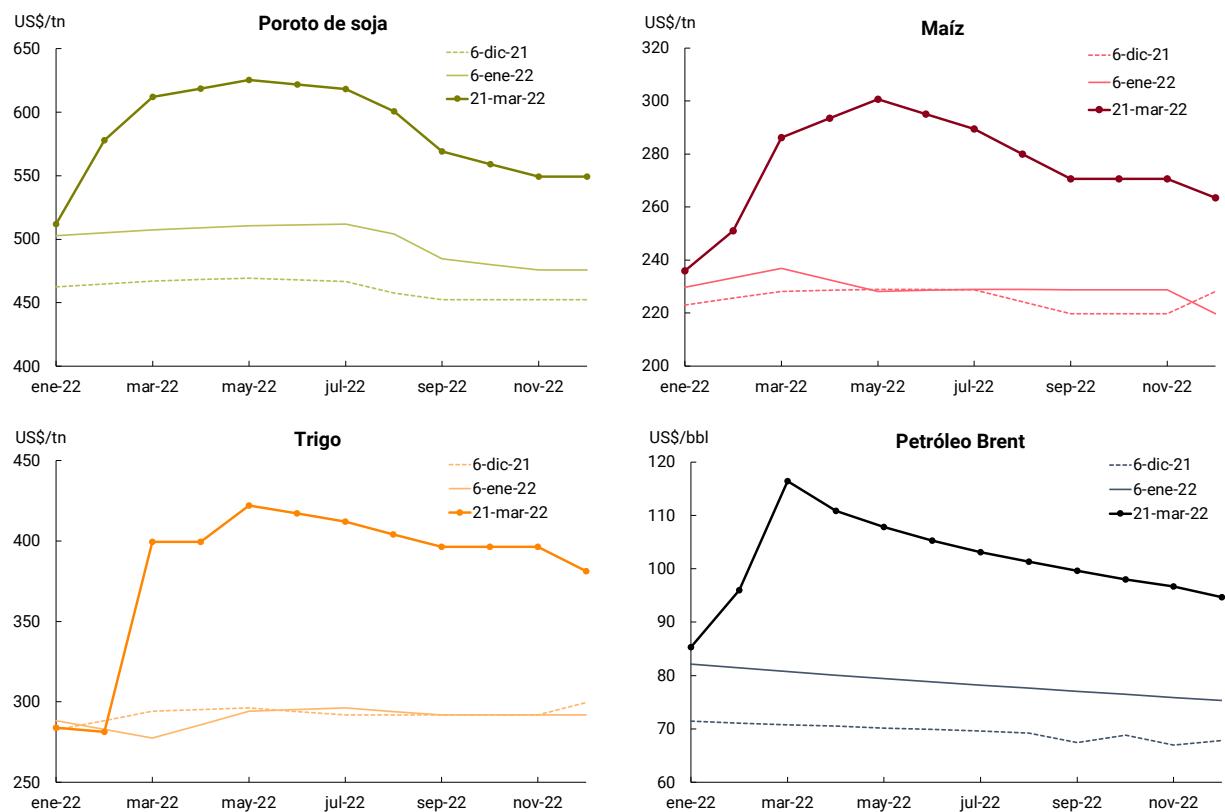
Por su parte, en el mes de enero el BCRA realizó ventas netas en el mercado de cambios por US\$161 millones, adicionales a los pagos netos a través de SML y ALADI por US\$73 millones. Las Reservas Internacionales disminuyeron US\$2.074 millones, fundamentalmente por los pagos netos de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional por unos US\$1.600 millones.

4.3. Perspectivas

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

La holgura del saldo comercial dependerá en buena medida de cuatro factores sobre los que hay un elevado nivel de incertidumbre. En primer lugar, la producción de los granos de la cosecha gruesa (soja y maíz) sobre la cual hay previsiones de recortes respecto a lo esperado a fines de 2021, producto de bajas precipitaciones en las principales zonas productoras (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). En segundo lugar, la evolución de la actividad económica de nuestros socios comerciales, en particular de Brasil, cuyas perspectivas de crecimiento se deterioraron desde la publicación del IPOM de Nov-21 y pueden verse afectadas por los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). Estos dos riesgos a la baja sobre las exportaciones se podrían ver compensados por la reciente suba de los precios internacionales de las materias primas que exporta Argentina (ver Gráfico 4.8). Por último, por el lado de las importaciones de bienes el principal foco de incertidumbre actualmente lo constituye el precio de importación de los combustibles que el país deberá adquirir durante el invierno, principalmente del gas natural licuado, que, en el contexto del conflicto entre Rusia y Ucrania, se elevó significativamente en los últimos meses.

Gráfico 4.8 | Curvas de futuros



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Por el lado de la cuenta financiera el factor determinante para 2022 y los años que le siguen será la reprogramación de los vencimientos contractuales de capital asumidos bajo el Acuerdo Stand-by firmado en 2018. El acuerdo alcanzado con el FMI permitirá fortalecer la posición externa de la economía argentina, al prever una acumulación significativa de reservas internacionales, lo que contribuirá a la estabilidad nominal de la economía. Se prevé una mejora en la percepción de riesgo de la deuda externa, contribuyendo a que la Argentina recupere gradualmente el acceso a financiamiento en los mercados financieros internacionales bajo condiciones más favorables (menores tasas de interés y mayores plazos), tanto para el sector público como para el privado.

El BCRA gestionará prudentemente las regulaciones cambiarias con el fin de adaptarlas a las necesidades de la coyuntura, favoreciendo 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.

Apartado 3 / Patrón de comercio exterior en Argentina: un análisis a nivel de empresa

El conocimiento de las relaciones insumo-producto del comercio exterior es fundamental para el diseño apropiado de las políticas económicas y la toma de decisiones por parte de la autoridad monetaria. En este sentido, contar con información de las exportaciones e importaciones a nivel empresa permite explorar heterogeneidades en las relaciones de la matriz de especialización productiva y los flujos comerciales de un país, que muchas veces pasan inadvertidas en los promedios de datos agregados.

Recientemente, el BCRA realizó un estudio²⁸ sobre las elasticidades del comercio exterior en Argentina para el período 2004-2019. Las conclusiones señalan que, a nivel agregado, la elasticidad ingreso de las importaciones es superior a la de las exportaciones y, además, que las elasticidades precio del comercio exterior son bajas, i.e. no cumplen con las condiciones estándar de Marshall-Lerner.

En tales circunstancias, las políticas comerciales que se basan exclusivamente en afectar al tipo de cambio real –una política “horizontal”– no serían las más efectivas para aumentar la competitividad y mejorar la balanza comercial por la vía de un impulso exportador. Pero ello no excluye que puedan existir heterogeneidades en el comportamiento a nivel sector o a nivel empresa. En consecuencia, el objetivo del presente apartado es indagar acerca del patrón de comercio en Argentina a nivel firma. El interés radica en entender las relaciones inter-industriales relevantes y, en particular, el rol de los insumos importados en aquellas empresas que exportan parte importante de su producción, clasificando los productos de acuerdo con los grandes rubros de exportaciones e importaciones.

Se dispone de una base de datos (provista por el INDEC, basada en información de Aduana) con información mensual a nivel empresa-país-producto (con 8 dígitos de apertura o a nivel de posición arancelaria del Nomenclador Común del Mercosur –NCM–) para el período 2016-2020.

Resultados

La Tabla 1 presenta la participación porcentual agregada de las exportaciones e importaciones por grandes rubros. Se observa que las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) representan el mayor porcentaje de exportaciones, seguidas muy de cerca por las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y los Productos Primarios (PP). Por su parte, las importaciones se concentran fuertemente en las MOI. Dada la clara división entre sectores exportadores e importadores, cuando se distingue por grandes sectores de actividad puede resultar útil indagar, desde un punto de vista micro si, efectivamente: i) las empresas que exportan son unidades distintas de aquéllas que importan; ii) las empresas se especializan en distintos rubros.

28 Ver [Apartado 3](#) del Informe de Política Monetaria publicado en febrero de 2021.

Tabla 1 | Participación porcentual de exportaciones e importaciones por grandes rubros

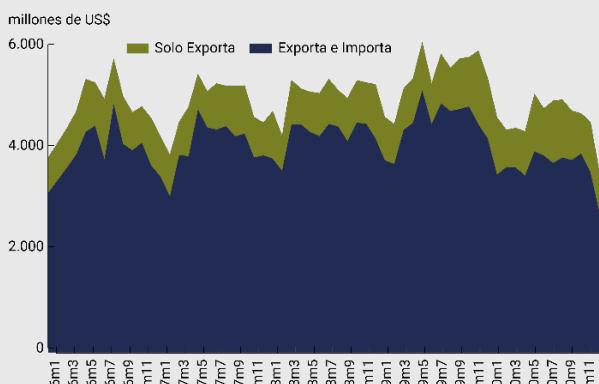
Exportaciones	2016	2017	2018	2019	2020
Combustibles y Energía	2,5	2,9	5,2	6,5	6,0
Manufacturas Origen Agropecuario	40,7	38,9	37,7	36,9	39,9
Manufacturas de Origen Industrial	29,3	32,5	34,0	29,6	24,3
Productos Primarios	27,4	25,7	23,1	27,0	29,7
Importaciones	2016	2017	2018	2019	2020
Combustibles y Energía	8,4	8,3	9,7	8,6	6,1
Manufacturas Origen Agropecuario	2,8	2,7	2,7	2,9	3,4
Manufacturas de Origen Industrial	86,1	85,6	81,2	82,6	82,8
Productos Primarios	2,8	3,4	6,3	5,9	7,6

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

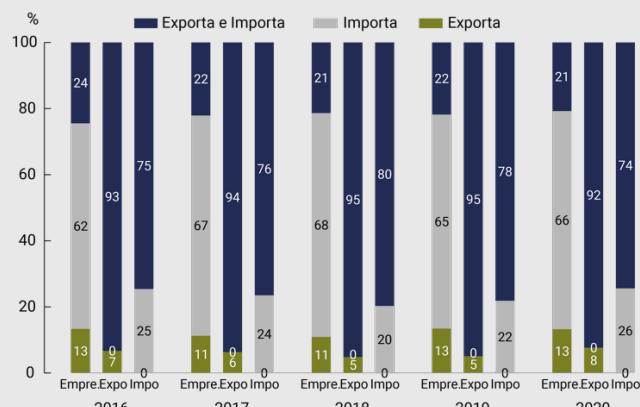
Para responder a la primera pregunta, el Gráfico 1 panel (a) exhibe la evolución temporal del valor exportado, diferenciando empresas que, en un determinado mes, exportaron e importaron simultáneamente, de aquéllas que sólo exportaron. Como puede apreciarse, existe un claro dominio de las primeras sobre las segundas. Por su parte, el panel (b) muestra, para cada uno de los años analizados, el porcentaje de empresas (primera barra), de exportaciones (segunda barra) y de importaciones (tercera barra), clasificadas de acuerdo con su actividad comercial. Puede observarse que entre el 21% y el 24% de las empresas exportan e importan, explicando en promedio el 94% de las exportaciones y el 77% de las importaciones, es decir, casi la totalidad del comercio. Luego, existe una elevada fracción de empresas (66% en promedio) que solamente se dedica a importar, pero con relativamente baja participación (23% de las importaciones en promedio). Finalmente, el 12% de las empresas sólo se dedica a exportar, representando un 6% del valor exportado total.

Gráfico 1 | Valor de exportaciones y participación en el comercio

(a) Valor de exportaciones



(b) Participación en el comercio



Fuente: BCRA en base a datos de la Dirección General de Aduanas.

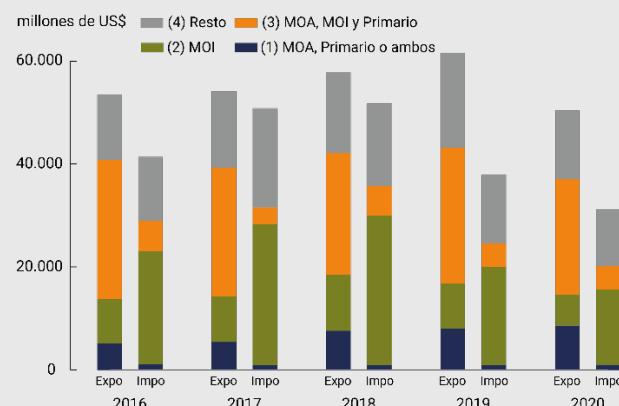
Para responder la segunda pregunta –si las empresas se especializan en distintos sectores de actividad–, el Gráfico 2 panel (a) agrupa a las firmas que exportan e importan por patrón exportador²⁹. Se observa una amplia participación en exportaciones de firmas que exportan MOA, MOI y PP (grupo 3), con resultado comercial superavitario. El valor exportado de las empresas dedicadas a MOA, PP o ambas (grupo 1), es similar al de las firmas que sólo exportan MOI (grupo 2), pero en el primer caso el resultado del comercio grupal es superavitario, mientras que en el segundo es deficitario. El panel (b) muestra el rubro de importaciones por grupo exportador (los 4

29 Si bien existen 125 combinaciones posibles de rubros para definir el patrón exportador, se eligieron aquéllas más representativas en términos de valores exportados.

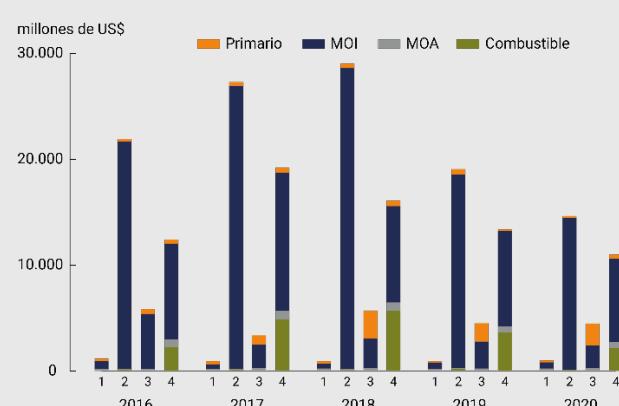
grupos del panel (a)). Independientemente del tipo de producto exportado, al desagregar las importaciones por rubro, se observa una importante participación de las MOI, aunque con diferencias entre grupos.

Gráfico 2 | Valor de exportaciones y participación en el comercio

(a) Comercio por patrón exportador



(b) Importaciones por grupo



Fuente: BCRA en base a datos de la Dirección General de Aduanas.

Conclusiones

En el presente apartado hemos utilizado datos de INDEC basados en información de Aduana para entender hasta qué punto las relaciones macro del comercio exterior en Argentina se reproducen a nivel firma. Analizando los datos agregados por grandes rubros, hemos visto que las exportaciones son mayoritariamente de tipo MOA, MOI y PP, mientras que las importaciones son principalmente manufacturas de origen industrial (MOI).

Sin embargo, esta visión agregada puede resultar un tanto engañosa, si se piensa a las distintas empresas como unidades especializadas, que no poseen vinculaciones entre sí. De hecho, dado que el análisis a nivel microeconómico reproduce el patrón anterior, una primera conclusión del análisis es que el comercio de nuestro país puede pensarse como el de una única gran empresa. Es decir, las conexiones inter-industriales en el comercio no sólo existen; los datos también sugieren que, en una gran parte del comercio internacional argentino, dicha conexión opera *directamente* a nivel firma.

Además —si bien la falta de disponibilidad de información referente a la producción de bienes destinada al mercado interno por parte de las firmas alcanzadas en esta base de datos impide profundizar en el análisis—, el déficit observado en aquellas que exportan MOI podría obedecer al hecho que se trate de empresas que destinan mayormente su producción al mercado interno. En este caso, entonces, tampoco podrían excluirse las conexiones inter-industriales *indirectas* como, por ejemplo, cuando la empresa “X” importa un insumo “a” para producir el bien “b”, que luego vende a otra empresa “Y”, la cual termina exportando el bien “c”.

Finalmente, el análisis realizado también puede echar luz sobre algunas de las razones que explican el efecto de las devaluaciones en las exportaciones domésticas. Una devaluación logra aumentar la competitividad internacional de las empresas locales, al reducir sus costos salariales —y de insumos íntegramente producidos localmente— en moneda extranjera. Sin embargo, dado que las empresas exportadoras dependen fuertemente del uso de insumos importados (58% de los casos analizados), el efecto sobre los costos domésticos se debilita considerablemente cuando se computa, también, el efecto positivo de las devaluaciones sobre el costo de este tipo de insumos.

5. Finanzas Públicas

Las finanzas públicas nacionales continuaron fortaleciéndose en el cuarto trimestre de 2021 fundamentalmente sobre la base de la mejora en los ingresos públicos. La recaudación tributaria nacional tuvo un avance de 66% durante 2021 con relación al año previo, lo que significó un crecimiento real de 11,9%. Este aumento se explicó tanto por la consolidación de la recuperación económica como por la baja base de comparación por el impacto de la pandemia durante 2020. Además, el mayor flujo de comercio exterior aportó positivamente a la recaudación a través de retenciones y aranceles. En términos reales la recaudación ajustada por estacionalidad creció 3% en el cuarto trimestre de 2021 y se ubicó 15,7% por encima del nivel prepandemia (primer trimestre de 2020).

Durante 2021 se mantuvo el nivel del gasto primario real. En particular, se dinamizó el gasto de capital orientado a fortalecer la recuperación de la actividad económica. En sentido opuesto se verificó una trayectoria más acotada de las erogaciones extraordinarias asociadas a la evolución de la pandemia. Con todo, excluyendo los gastos extraordinarios en 2020 y 2021 destinados a mitigar los efectos de la pandemia y acompañar a los sectores más afectados, el gasto primario real se expandió 15% i.a. en el cuarto trimestre de 2021.

En 2021 los gastos primarios crecieron por debajo del incremento de los ingresos, contribuyendo a reducir el déficit fiscal. El déficit primario en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló un saldo equivalente a aproximadamente 2,1% del PIB (el cual se eleva a 3% del Producto si no se contempla entre los ingresos a la transferencia por la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro —DEG— que el Fondo Monetario Internacional —FMI— distribuyó entre los países miembros para hacer frente al impacto de la crisis de COVID-19). Ese nivel de déficit resultó significativamente inferior al observado durante el año 2020 (6,4% del PIB).

El acuerdo del Gobierno Nacional con el FMI (Ver Apartado 4 / El Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI) contempla un sendero de reducción del déficit primario en términos del PIB para los próximos años: en 2022 se ubicaría en 2,5%, para luego reducirse hasta 1,9% en 2023 y a 0,9% en 2024. Asimismo, se prevé un menor financiamiento monetario de las necesidades del Tesoro Nacional (TN), con un tope de 1% del Producto en 2022, 0,6% en 2023 y nulo en 2024. Estos senderos son consistentes con los lineamientos que se habían propuesto a mediados de septiembre de 2021 con el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 (pese a que el mismo no contó con la aprobación del Congreso Nacional, debiéndose recurrir a lo que establece la legislación en dicho caso: una prórroga del Presupuesto 2021 para el 2022, con ciertas adaptaciones). En dicho proyecto se destacaba una reducción de una magnitud similar del Producto del déficit primario del SPNF para 2022 y un menor financiamiento monetario de las necesidades del Tesoro Nacional (TN).

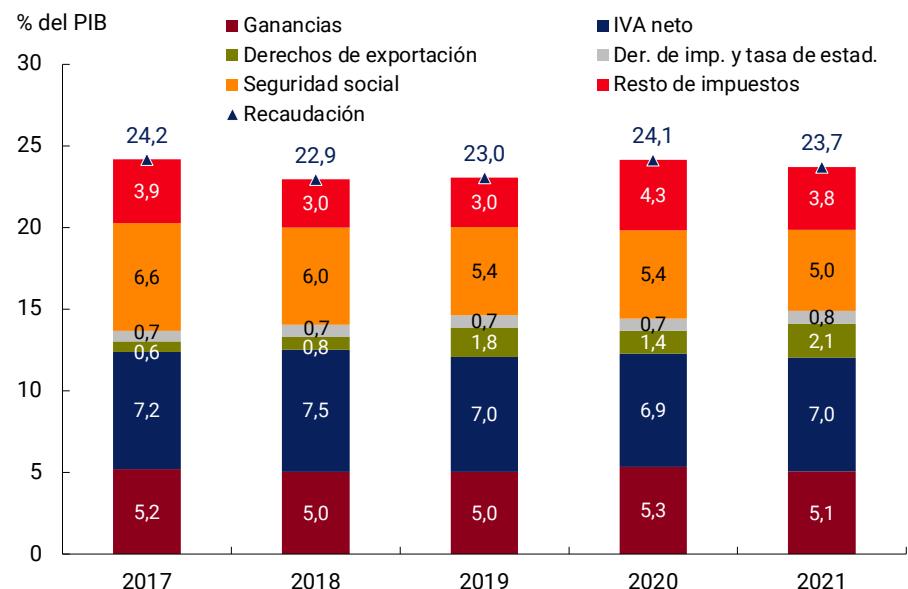
Finalmente, si bien se han registrado importantes avances, persisten los desafíos tendientes a profundizar el desarrollo del mercado local de deuda pública.

5.1. Los ingresos fiscales fortalecieron las cuentas públicas al crecer por encima de la inflación durante 2021

La recaudación tributaria nacional tuvo un avance de 66% durante 2021 con relación al año previo, lo que significó un crecimiento real de 11,9%. Este aumento se explicó tanto por la consolidación de la recuperación económica como por la baja base de comparación por el impacto de la pandemia durante el 2020. Además, mejoró la recaudación de los impuestos sobre el comercio exterior en el marco de la suba de los precios internacionales de las materias primas que exporta Argentina y de un mayor dinamismo de las importaciones. En el primer bimestre de 2022 la recaudación nacional creció 57% i.a. lo que implicó un aumento 3,6% i.a. real.

Durante 2021, la recaudación tributaria nacional representó un 23,7% del PIB, lo que implicó 0,4 puntos porcentuales (p.p.) menos que en 2020 (ver Gráfico 5.1). Entre los tributos que explicaron esa caída se destacan los recursos de la seguridad social (-0,4 p.p.), el impuesto PAIS (por menores transacciones gravadas; -0,3 p.p. del Producto), el impuesto a las Ganancias (-0,2 p.p.) y el impuesto a los bienes personales (-0,2 p.p.). En sentido opuesto, se verificó una suba significativa de los derechos sobre el comercio exterior.

Gráfico 5.1 | Recaudación tributaria nacional



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

En efecto, los Derechos de exportación crecieron 148,5% i.a. en 2021. La suba respondió tanto al contexto internacional favorable para los precios internacionales de los principales productos de exportación como a la recuperación de la demanda externa. De esta manera, los derechos de exportación pasaron a representar el 2,1% del PIB en 2021 (+0,7 p.p. con relación a 2020). Los Derechos de importación y la Tasa estadística también exhibieron un fuerte incremento durante el período, aunque un poco más moderado: +85,4%. Este comportamiento se explicó por mayores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo). Así, los ingresos por aranceles y tasas a la importación acumularon un monto equivalente a aproximadamente 0,8% del PIB (+0,1 p.p. vs. 2020).

Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, Ganancias, Combustibles, entre otros) tuvieron un buen desempeño a lo largo de 2021 debido a la recuperación de la actividad económica.

El IVA neto mantuvo un alto dinamismo a lo largo de todo el año pasado al crecer 70,2% explicado fundamentalmente por la recuperación de la actividad económica y del consumo de los hogares. El IVA neto dio cuenta de 7% del PIB (+0,1 p.p. vs. 2020), manteniéndose en un guarismo similar al previo a la pandemia.

El Impuesto a las Ganancias subió 59,9% i.a. en 2021. Sobre la performance de este impuesto impactaron diversos factores a lo largo del año. Afectó al alza el cambio normativo de septiembre de 2020 asociado a la retención sobre las compras de dólares y los gastos en moneda extranjera a través de tarjetas de crédito. En sentido opuesto, se vio impactado por el incremento de las deducciones personales sobre las rentas de trabajadores en relación de dependencia³⁰. Hacia los últimos meses del año, impactó al alza la modificación que incorpora nuevas alícuotas de manera escalonada para sociedades, fijando la alícuota máxima en el 35% y manteniendo el impuesto sobre los dividendos en el 7%³¹. Así, el impuesto a las Ganancias aportó 5,1% del PIB en 2021 (-0,2 p.p. vs. 2020).

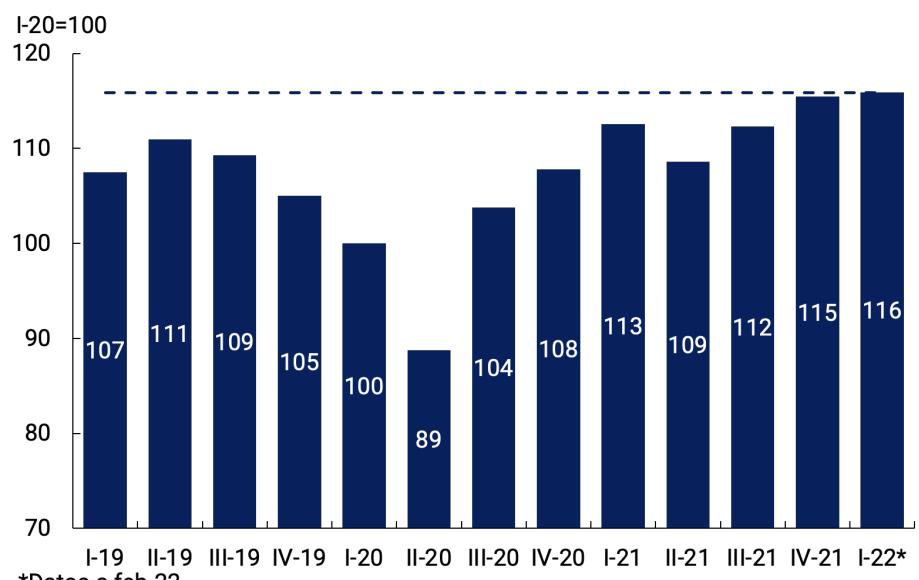
Los recursos de la seguridad social tuvieron un avance de 55,1% en 2021. Éstos se encontraron impactados negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional, con reducciones en las contribuciones patronales del sector de la salud, a los sectores críticos contemplados en el programa REPRO y a las empresas radicadas en las provincias del Norte Grande. Sin embargo, en el último trimestre del año 2021 mostraron un mejor desempeño: crecieron 67,5% i.a. vs. 63,2% i.a. en el tercero. Así, la seguridad social representó 5% del PIB durante 2021, lo que implicó una merma de 0,4 p.p. con relación al año previo. Hacia delante se espera que la recaudación vinculada con la seguridad social recupere su participación en línea con la previsión de incremento del empleo formal y del salario real.

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad creció 3% en el cuarto trimestre de 2021 y se ubicó 15,4% 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. Con datos parciales a febrero de 2022, la recaudación real habría crecido 0,4% s.e. en el primer trimestre del año en curso. Así, la recaudación real ajustada por estacionalidad aún se encontraría 16,1% por encima del nivel prepandemia (I-20).

30 La Ley 27617 aumentó el mínimo no imponible y la deducción especial para jubilados y empleados en relación de dependencia aliviando a los tramos de ingresos bajos y medios que estaban alcanzados por el impuesto <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/345000-349999/348965/norma.htm>.

31 La Ley 27630 realizó modificaciones en las alícuotas sobre el Impuesto a las Ganancias para Sociedades. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/350000-354999/350982/norma.htm>

Gráfico 5.2 | Recaudación tributaria nacional
Real desestacionalizada



*Datos a feb-22.

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

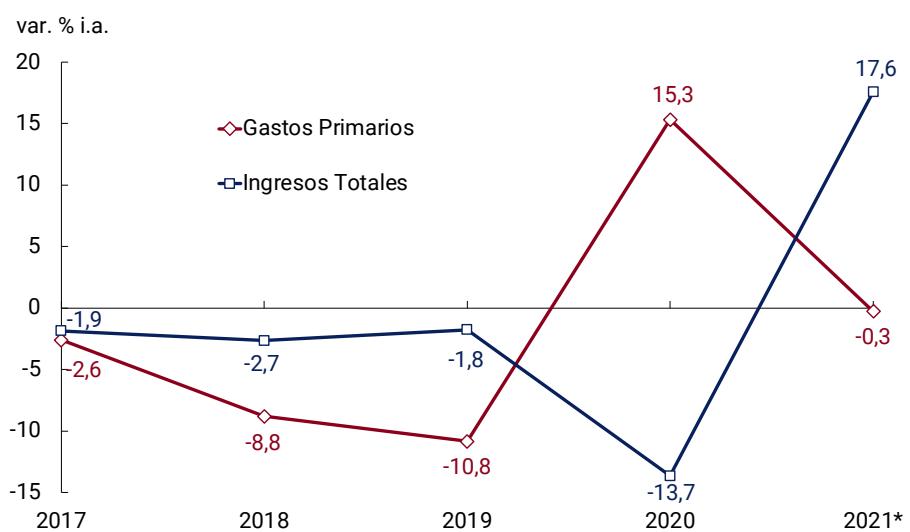
La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 83,4% en 2021 (+23% real). Sobre la comparación anual impactó el cómputo en transferencias corrientes de la asignación extraordinaria de los Derechos Especiales de Giro (DEGs) que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia de COVID-19. Neto de este efecto los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 74,6% en el año. Los ingresos no tributarios también se vieron afectados al alza durante 2021 por la imputación de los recursos asociados a la Ley 27605 de Aporte Solidario y Extraordinario para Ayudar a Morigerar el Impacto de la pandemia (entre mayo y diciembre de 2021 se registraron \$243.463 millones por este concepto; aproximadamente 0,5% del PIB). Las rentas de la propiedad avanzaron 118% en el año debido al cobro de intereses de los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) —que se había suspendido durante la mayor parte del año 2020—. Por otro lado, los recursos de capital disminuyeron a lo largo de 2021 afectados por lo dispuesto en la Ley 27574 de Defensa de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), que estipula la suspensión del financiamiento a la ANSES por parte del FGS para hacer frente a las erogaciones del programa de Reparación Histórica.

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 cuarto trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento cercano al 66% i.a., aún impactado por la baja base de comparación del mismo trimestre de 2020.

5.2. El gasto primario del SPNF finalizó el año en valores similares —en términos reales— al nivel mostrado durante 2020

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 49,6% i.a. en 2021, por debajo del avance nominal de los ingresos. Durante 2021, los gastos primarios reales prácticamente se mantuvieron constantes respecto a 2020 (ver Gráfico 5.3). Debe tenerse en cuenta que durante los últimos dos años las cuentas públicas se encontraron afectadas por gastos asociados a los efectos de la pandemia, cuyo mayor despliegue se concentró en el segundo y cuarto trimestre de 2020.

Gráfico 5.3 | Ingresos y gastos primarios reales del SPNF



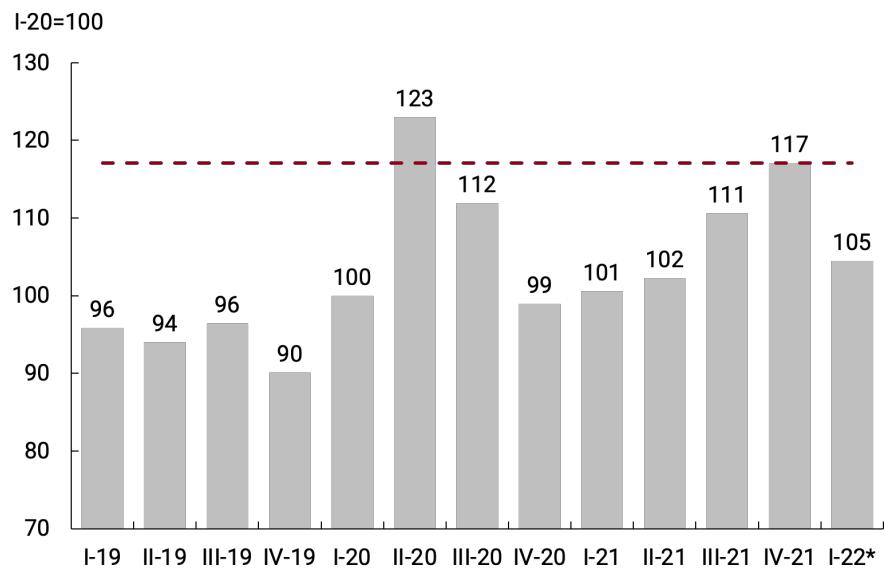
*No incluye Ingresos por Asignación de Derechos Especiales de Giro del FMI por \$427.400 millones en septiembre de 2021.

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

En efecto, excluyendo en 2020 y 2021 los gastos extraordinarios destinados a mitigar los efectos de la pandemia y acompañar a los sectores más afectados, desde marzo de 2020, el gasto primario se habría expandido a una tasa nominal aproximadamente 15 p.p. mayor a la del gasto primario sin deducciones por gasto COVID-19. Esto implica que neto del efecto por la mayor base de comparación de 2020, por el gasto COVID-19, las erogaciones primarias habrían exhibido un crecimiento en términos reales en 2021.

En tal sentido, si se observa el gasto primario real desestacionalizado, éste se ubicó en el cuarto trimestre de 2021 un 17,1% por encima del nivel prepandemia (I-20; ver Gráfico 5.4). Entre octubre y diciembre de 2021 el gasto creció 5,8% s.e. con relación al trimestre previo. Con datos parciales del primer trimestre (a enero), se observa que el gasto primario real desestacionalizado cayó 10,7% s.e. con relación al último trimestre de 2021.

Gráfico 5.4 | Gasto primario real desestacionalizado del SPNF



*Datos a ene-22.

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

Sin embargo, medido en relación con el Producto, el gasto primario redujo su participación, explicado por el crecimiento económico. El gasto primario del SPNF representó 21,3% del PIB en 2021 (-2,7 p.p. con relación al año previo). Los gastos en prestaciones previsionales (jubilaciones y pensiones) aumentaron 41,9% en 2021 de acuerdo con lo dispuesto por la Ley de movilidad previsional³². Así, dieron cuenta de un monto equivalente a aproximadamente 8% del PIB en 2021 (-1,5 p.p. en comparación al año previo). A partir del mes de marzo de 2022, incide la movilidad prevista de 12,28%, implicando una variación de 58,62% i.a. en los haberes. Esa mejora también incluirá 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.

En cuanto a las prestaciones sociales, estos gastos tuvieron una suba nominal de sólo 16,1% durante el 2021 debido a que este rubro había incorporado durante 2020 una gran parte de los programas para sostener el ingreso durante los meses más intensos de la pandemia (como por ejemplo el Ingreso Familiar de Emergencia –IFE– y el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción –ATP–). De esta manera disminuyeron su participación en términos del PIB en el gasto primario: durante 2021 representaron 3,7% del PIB, lo que implicó una merma de 1,7 p.p. con respecto al año previo. En 2021 se destacaron las erogaciones del programa de Políticas Alimentarias: desde febrero se incrementó la asignación en un 50% al tiempo que se amplió el universo de personas beneficiarias hasta 14 años. A su vez, los pagos del programa Acciones de Empleo –principalmente el REPRO II–, así como el Potenciar Trabajo, registraron un incremento significativo destinado a asistir a los sectores productivos afectados de forma crítica por la pandemia. Por su parte, el conjunto de las asignaciones familiares creció 49,4% en 2021.

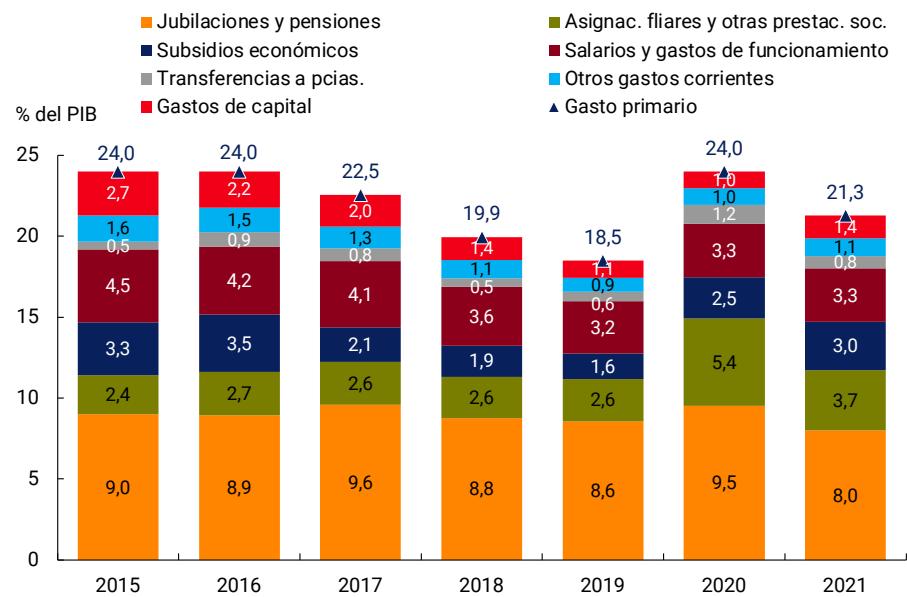
En un contexto en el cual el Gobierno Nacional impulsó una política de contención de las tarifas de los servicios públicos –electricidad, gas, agua y transporte público–, los subsidios económicos explicaron una porción creciente del gasto primario: crecieron 118,8% i.a. en el año y pasaron a representar 3% del PIB (+0,5

32 Los aumentos en el año fueron 8,07% en mar-21, 12,12% en jun-21, 12,39% en sep-21 y 12,11% en dic-21. 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.

p.p. del PIB, ver Gráfico 5.5). Este aumento de participación responde principalmente al avance del gasto asociado a subsidios a la energía en un marco en el cual también se registraron significativas subas en los precios internacionales de combustibles y energía y 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). Por su parte, los subsidios destinados al transporte público de pasajeros se mantuvieron prácticamente invariantes en relación con el Producto.

Las partidas asociadas a remuneraciones y gasto en funcionamiento crecieron 68,6% el año pasado con relación a 2020 y mantuvieron su participación en 3,3% del PIB. 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 acto eleccionario nacional). Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron significativamente (+15,2% i.a. nominal en 2021) respecto de 2020, cuando el Gobierno Nacional había asistido extraordinariamente a los distritos ante la abrupta merma de la recaudación subnacional. 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 Aires³³. De esta manera las transferencias a provincias redujeron su participación en el gasto con relación al PIB en 0,4 p.p., hasta ubicarse en 2021 en 0,8% del PIB (ver Gráfico 5.5.).

Gráfico 5.5 | Gasto primario del SPNF



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

El gasto de capital mostró un gran dinamismo a lo largo de todo el año pasado, en línea con la definición de prioridades expuestas en el Presupuesto Nacional 2021 para potenciar la recuperación de la actividad económica. En efecto, este rubro creció 132,8% siendo la Inversión Real Directa (IRD) el sub-rubro que mejor performance tuvo (+177,5%)³⁴. Así, el gasto de capital del SPNF se ubicó en 1,4% del PIB en 2021 (+0,4 p.p. vs. 2020).

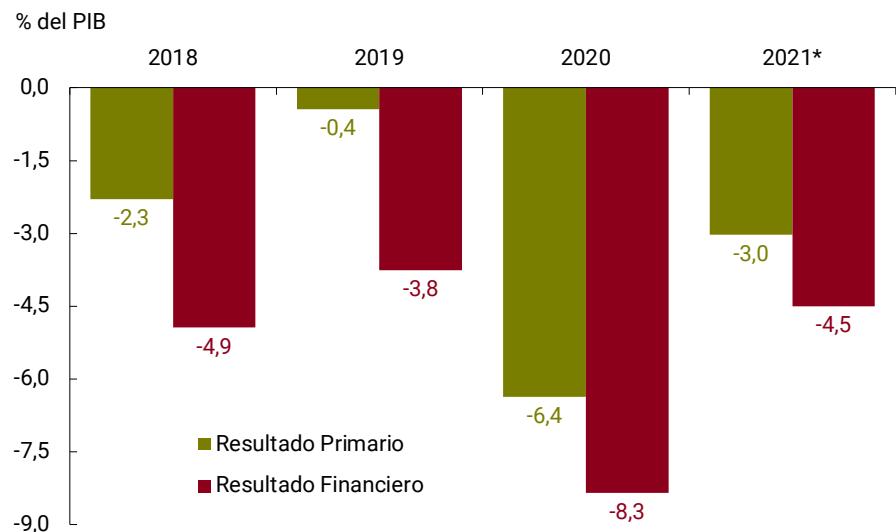
33 Decreto 735/2020.

34 Una parte de la suba de los gastos de capital se debe a una base de comparación baja por el impacto negativo del COVID-19 y, al mismo tiempo, a un bajo nivel de ejecución asociado al inicio de la gestión en 2020.

En el primer mes de 2022 los ingresos crecieron 47,8% i.a. (-1,9% i.a. real), en línea con el comportamiento observado en la recaudación tributaria nacional. Los gastos primarios avanzaron 56,8% i.a. (+4,1% i.a. real) en dicho período. Esta expansión del gasto se vio impulsada tanto por el gasto de capital (+83,2% i.a.) como por las prestaciones previsionales (+63,5% i.a.)³⁵.

El déficit primario del SPNF acumulado durante 2021 se redujo respecto del registrado durante 2020. Así, en el año 2021, representó aproximadamente 2,1% del PIB. Neto de los \$427.400 millones provenientes de la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia del COVID-19, el déficit primario representó aproximadamente 3% del PIB en 2021 (ver Gráfico 5.6). Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 3,6% del PIB (4,5% neto de ingresos por asignación del FMI).

Gráfico 5.6 | Resultado del SPNF
Acumulado 12 meses



*No incluye Ingresos por Asignación de Derechos Especiales de Giro del FMI por \$427.400 millones en septiembre de 2021.

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

5.3. En contraste con el año previo, durante 2021 el Gobierno Nacional afrontó sus necesidades con un menor financiamiento monetario

Durante el cuarto trimestre del 2021 el TN logró un refinanciamiento del 135,7% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$332.868 millones³⁶, acumulando un financiamiento neto en el año de unos \$746.470 millones (122% de tasa de refinanciamiento para las licitaciones de instrumentos de mercado efectuadas a lo largo de 2021). A su vez, en el acumulado de los dos primeros meses del 2022 el TN se obtuvo un refinanciamiento del 165,6% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$372.326 millones. Las emisiones de instrumentos de

35 A partir de marzo las jubilaciones, pensiones y asignaciones aumentarán 12,28%..

36 Cabe mencionar la modificación normativa del BCRA (Comunicación "A" 7290) que permitió a los bancos optar por integrar la fracción de encajes que, hasta mayo, era remunerada a través de LELIQ con instrumentos emitidos por el TN en pesos, cuyo plazo residual sea superior a los 180 días (excluyendo atados a la evolución del dólar).

deuda pública durante el trimestre se realizaron mayormente con títulos a tasa fija y ajustables por CER, y en menor medida con títulos ajustados a la evolución del dólar y a tasa variable.

La extensión de los plazos de los instrumentos emitidos se mantuvo relativamente estable durante el trimestre, en tanto que se verificó un aumento del costo nominal de financiamiento en pesos. Por su parte, durante los meses de octubre y noviembre de 2021 y durante febrero y marzo 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 2021 y en línea con las previsiones presupuestarias, se transfirieron \$787.700 millones en concepto de giro de utilidades del BCRA al TN. Asimismo, se verificó que en el año el otorgamiento neto de Adelantos Transitorios netos del BCRA al TN por \$912.599 millones. Cabe resaltar la decisión del Tesoro Nacional de cancelar Adelantos Transitorios con los \$427.400 millones recibidos como contrapartida de la venta al BCRA de los DEGs asignados por el FMI³⁷.

5.4. El nuevo acuerdo con el FMI brindará certidumbre, previsibilidad y sustentabilidad a las políticas públicas en un marco de crecimiento económico sostenido

El sendero de reducción del déficit del Sector Público Nacional no Financiero y del financiamiento monetario del BCRA al Tesoro Nacional, brindará certidumbre, previsibilidad y sustentabilidad a las políticas públicas en el marco de la recuperación del crecimiento económico, la estabilidad financiera y el equilibrio del mercado monetario. La mejora de las finanzas públicas se basará en un conjunto equilibrado de medidas de ingresos y gastos. Por un lado, se espera una mejora en los ingresos fiscales por una mayor eficiencia en la recaudación tributaria y mejoras en la progresividad de la tributación. Por otro lado, el acuerdo prevé un crecimiento real del gasto público primario al tiempo que contempla mejoras en su focalización, eficiencia y progresividad. En particular, se prevé una mejor focalización del gasto en las áreas de asistencia social y en los subsidios al consumo de energía, al tiempo que protegerá las partidas destinadas a ciencia y tecnología y a la inversión pública, buscando sostener la recuperación y potenciar el crecimiento futuro (ver Apartado 4 / El Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI).

El acuerdo permitirá financiar los cuantiosos vencimientos de capital comprometidos por el Estado Nacional con el FMI por más de US\$41.000 millones durante 2022, 2023 y 2024, recuperando el monto de financiamiento externo equivalente al valor de los servicios de capital de la deuda con el FMI cancelados durante 2021, por un monto cercano a los US\$3.800 millones y propiciará las condiciones necesarias para reestructurar con términos más favorables para la Argentina la deuda con los acreedores oficiales bilaterales nucleados en el denominado "Club de París". El acuerdo prevé, para 2022, un financiamiento neto con el FMI por 0,7% del PIB y financiamiento neto adicional de otros acreedores oficiales multilaterales y bilaterales por 0,4% del PIB. También contribuirá al desarrollo del mercado financiero doméstico, al brindar certidumbre sobre la solvencia del sector público y asegurar instrumentos de ahorro con rendimientos reales positivos en moneda local.

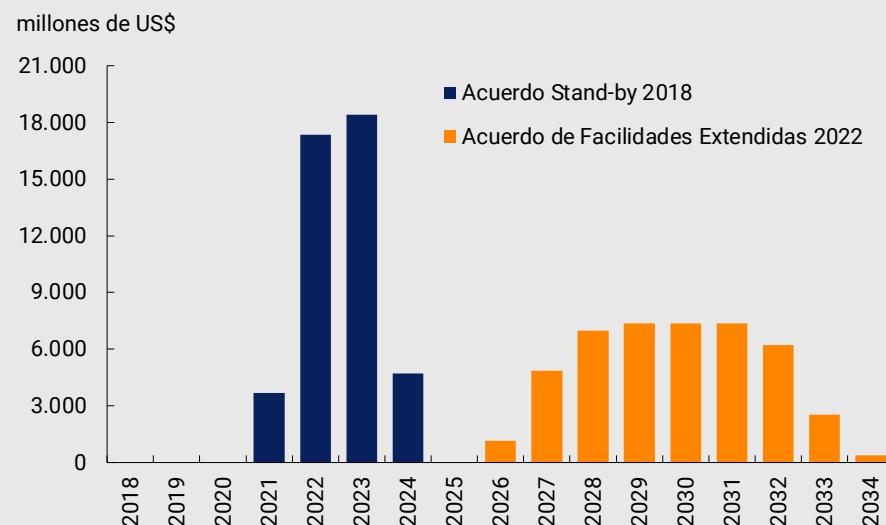
37 <https://www.argentina.gob.ar/noticias/comunicado-aclaratorio-sobre-la-planificacion-y-decisiones-presupuestarias>.

Apartado 4 / El Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI

El Congreso Nacional sancionó la Ley 27668, que autoriza el futuro acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el marco de un Programa de Facilidades Extendidas (PFE) a efectos de refinanciar la deuda asumida por la República Argentina en el acuerdo *Stand By* suscripto en junio de 2018, conforme la legislación vigente³⁸.

El acuerdo alcanzado entre el Gobierno Nacional y el FMI buscó refinanciar los vencimientos de capital asumidos en el programa anterior, los cuales se encontraban concentrados fundamentalmente en 2022 y 2023 implicando un potencial efecto desestabilizador sobre la balanza de pagos y la economía argentina. Bajo el nuevo programa de financiamiento, que tendrá una extensión de 30 meses e involucrará un monto idéntico al del Acuerdo *Stand By* de 2018, los vencimientos de capital se distribuirán de forma más uniforme en un total de 9 años (los vencimientos comenzarán a pagarse en 2026 y se extenderán hasta 2034; ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Perfil de vencimientos de capital con el FMI



Nota: Vencimientos originales en DEG. Se supone un valor proyectado de US\$1,38 por DEG constante en el tiempo.

Fuente: Programa de Facilidades Extendidas (Marzo 2022).

El programa de refinanciamiento alcanzado plantea una consolidación fiscal plurianual basada en un sendero de reducción gradual y sostenible del déficit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) sobre la base de una recuperación económica (ver Tabla 1).

38 El artículo 2 de la Ley 27612 de fortalecimiento de la sostenibilidad de la deuda pública dispone que “todo programa de financiamiento u operación de crédito público realizados con el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como también cualquier ampliación de los montos de esos programas u operaciones, requerirá de una ley del Honorable Congreso de la Nación que lo apruebe expresamente”

Tabla 1 | Proyecciones macroeconómicas en el marco del acuerdo técnico con el staff del FMI

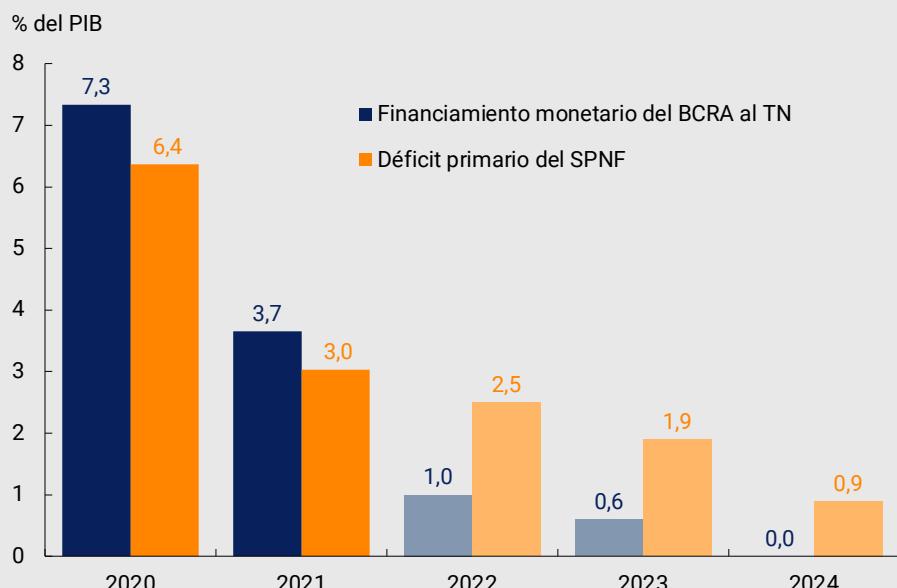
	Preliminar			
	2021	2022	2023	2024
Crecimiento del PIB (promedio, %)	10,2	[3,5 - 4,5]	[2,5 - 3,5]	[2,5 - 3,0]
Inflación (fin de período, %)	50,9	[38,0 - 48,0]	[34,0 - 42,0]	[29,0 - 37,0]
Saldo primario del gobierno (% del PIB)	-3,0	-2,5	-1,9	-0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	1,3	0,5	0,4	0,3
Cambio de reservas int. Netas (mill. de US\$)*	-1.500	5.800	4.000	5.200

*Las reservas internacionales netas son reservas brutas netas de líneas de swap, seguro de depósitos, encajes de depósitos en moneda extranjera y otros pasivos externos.

Fuente: Programa de Facilidades Extendidas (Marzo 2022).

Para 2022 se estipula como criterio de ejecución del programa alcanzar un déficit primario de 2,5% del PIB. Éste pasaría a representar 1,9% del PIB y 0,9% del PIB en 2023 y 2024, respectivamente³⁹. En consonancia con esa trayectoria fiscal se estipuló una reducción gradual del financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional hasta reducirse completamente en 2024 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Déficit primario del SPNF y financiamiento monetario al Tesoro Nacional



Fuente: Programa de Facilidades Extendidas (Marzo 2022).

La consolidación fiscal planteada en el marco del acuerdo con el organismo multilateral consta de un paquete equilibrado de medidas de gastos e ingresos para sostener el crecimiento, el empleo, la inversión en infraestructura y la protección social de los sectores más vulnerables.

39 El sendero fiscal fuera del horizonte del programa de 2,5 años de extensión prevé alcanzar el equilibrio fiscal primario para 2025 y un superávit primario en torno a 1,25% del PIB a mediano plazo.

Se espera una mayor recaudación tributaria, debido a una mayor eficiencia en la recaudación de impuestos y mejoras en la progresividad de la tributación (por ejemplo, al contemplar gradualmente valuaciones fiscales inmobiliarias más cercanas a los valores de mercado). Los ingresos se verán a su vez fortalecidos por la prevista recuperación del empleo y los salarios.

Por otra parte, el entendimiento prevé un crecimiento real del gasto público primario, contemplando mejoras en su focalización, eficiencia y progresividad, fortaleciendo el sistema presupuestario. Asimismo, se trabajará en la reducción de las brechas de género. Se espera una mejor focalización del gasto en las áreas de asistencia social y subsidios al consumo de energía. Se prevé mantener la aplicación de la fórmula de movilidad jubilatoria⁴⁰ y se priorizará el presupuesto destinado a ciencia y tecnología y a la inversión pública, salvaguardando la recuperación económica e impulsando el crecimiento futuro. En materia de subsidios, el programa plantea la búsqueda de un esquema más eficiente y progresivo, de modo que con el tiempo las tarifas energéticas reflejen mejor la cobertura de costos a la vez que mantengan asegurada la protección de los hogares de más bajos ingresos. Así, se plantean acciones en el corto y mediano plazo enfocadas en ese objetivo que permitan reducir el peso de los subsidios. En el marco del acuerdo, el Gobierno Nacional impulsará, a partir de audiencias públicas convocadas durante abril de 2022, una nueva propuesta tarifaria que incluya un programa de segmentación con vigencia para los años 2022 y 2023 y una fórmula de actualización para el 90% de los usuarios residenciales de menores ingresos a partir del avance del Coeficiente de Variación Salarial (CVS).

A su vez, como mecanismo para fortalecer la estabilidad cambiaria y financiera se buscará una acumulación de reservas internacionales netas de US\$5.800 millones en 2022, US\$4.000 millones para 2023 y US\$5.200 millones para el año 2024, preservando la competitividad externa asociada al tipo de cambio real. Este proceso se sustentará en exportaciones más dinámicas⁴¹, mayores niveles de Inversión Extranjera Directa y asistencia financiera de Organismos Internacionales. Por otro lado, el acuerdo con el FMI permitirá encarar las negociaciones para refinanciar el saldo adeudado a los acreedores bilaterales nucleados en el Club de París y facilitará un eventual regreso gradual al financiamiento voluntario en los mercados de crédito internacional a partir de 2025.

En relación con la esfera monetaria el acuerdo buscará que la inflación se vaya reduciendo de manera gradual mediante un enfoque integral que contempla la coordinación de las políticas monetaria, fiscal y de precios e ingresos.

El programa consensuado entre el Gobierno Nacional y el FMI contempla un set de seis variables que estarán sujetas a criterios de ejecución cuantitativo (condicionalidades):

- Evolución del resultado primario del Gobierno Nacional (ajustado por desembolsos de organismos internacionales destinados a financiación de proyectos).
- Acumulación de deuda flotante por parte del Gobierno Federal.
- No registrar atrasos en los pagos de la deuda externa por parte del Gobierno Federal.

40 Ley 27609 modificatoria del Artículo 32 de la Ley 24241

41 Se prevén reducciones adicionales de los impuestos sobre ciertas exportaciones de valor agregado. Adicionalmente, se prevén adecuaciones legislativas y normativas para alentar la inversión y la exportación en sectores estratégicos —como la economía basada en los conocimientos (ya aprobada en 2020), hidrocarburos, minería, agroindustria, e industria automotriz—. De acuerdo con el documento, las medidas podrían incrementar la exportación en más de US\$25.000 millones para 2030, aproximadamente.

- Acumulación de reservas internacionales netas del BCRA (ajustado por desembolsos de organismos internacionales multilaterales y acreedores bilaterales, excluyendo los destinados a financiación de proyectos y por los pagos previstos de servicios de deuda a los acreedores nucleados en el Club de París).
- Límite a la financiación monetaria del BCRA al Gobierno Federal.
- Criterios de ejecución continua: se evitará (i) imponer o intensificar restricciones cambiarias, (ii) introducir o modificar Prácticas de Múltiples Monedas (MCPs), (iii) concluir acuerdos de pago bilaterales que sean incompatibles con el Artículo VIII; y (iv) imponer o intensificar restricciones a la importación por razones de balanza de pagos.

Adicionalmente, se contemplaron tres metas indicativas cuantitativas:

- Se definió un piso de ingresos reales del gobierno federal.
- Se contempló un piso de gasto en programas sociales prioritarios.
- Se estableció un techo al aumento del saldo de contratos a término con subyacente en el dólar del BCRA en los mercados locales de futuros.

También se prevé que, en el marco del plan de las autoridades para reducir los subsidios a la energía, se implementen revisiones a las facturas de energía de los usuarios residenciales, y sobre los precios mayoristas de la energía. Finalmente, se identificaron otros requerimientos de información adicionales a los datos, que son necesarios para monitorear la condicionalidad del programa, para asegurar un adecuado seguimiento de las variables económicas, los cuales se encuentran detallados en el Memorándum Técnico de Entendimiento.

Por otro lado, el Gobierno Nacional se propuso estudiar algunos temas adicionales, para mejorar la performance de la economía argentina en el mediano-largo plazo, tales como:

- Fortalecer la administración tributaria, con el objetivo de reducir el incumplimiento tributario.
- Desarrollar, contando con el apoyo técnico y financiero de nuestros socios estratégicos un plan de mediano plazo para continuar con la reducción de los subsidios energéticos y mejorar la eficiencia de nuestra matriz energética, asegurando la calidad de los servicios energéticos y el acceso asequible de los hogares en situación de vulnerabilidad.
- Mejorar los aspectos vinculados a la gestión de la inversión pública.
- Identificar, junto a socios estratégicos, opciones para la mejora de las políticas de apoyo social (evaluación integral de programas y de estrategias).
- Formular políticas para afianzar la preparación y abordar mejor los retos del cambio climático.
- Analizar opciones y recomendaciones para consolidar la equidad y la sostenibilidad a largo plazo del sistema previsional, focalizado en determinados regímenes especiales de jubilaciones alcanzados por la Ley 27546 así como en los mecanismos para facilitar la continuidad voluntaria de la vida laboral de las personas.
- Formular una estrategia basada en las condiciones para relajar gradualmente las medidas de gestión de flujos de capitales.

- Diseñar y publicar un plan con plazos para simplificar el sistema de encaje legal y mejorar la transmisión de la política monetaria.
- Proponer un proyecto de Ley para modificar la Ley Penal Cambiaria vigente, con modificaciones sobre el marco de sanciones que contribuyan a una mayor eficiencia y cumplimiento de las regulaciones cambiarias.
- Formular y publicar una estrategia para fortalecer la hoja de balance del BCRA.

En síntesis, el acuerdo al que se está arribando con el FMI contempla un programa de fortalecimiento macroeconómico, excluye algunas de las condicionalidades que en el pasado demostraron ser disruptivas —e implicaron elevados costos sociales— y pretende afianzar un camino de crecimiento económico, desarrollo productivo e inclusión social sin ajuste recesivo. El mismo propicia una mayor estabilidad financiera y aborda los desafíos para el desarrollo económico sostenible, considerando la protección del medio ambiente y fortaleciendo la perspectiva de género sobre las políticas públicas.

6. Precios

Durante el primer bimestre del año la inflación volvió a acelerarse y registró un incremento de 4,3% promedio mensual, de manera difundida entre las categorías, por encima del 3,3% mensual promedio observado durante el cuarto trimestre de 2021. El mayor dinamismo de los precios desde la publicación anterior del IPOM se verificó en un contexto de reapertura de las paritarias salariales, de mayor demanda generada por la recuperación económica y de expectativas de inflación más elevadas bajo una mayor incertidumbre financiera y cambiaria en el marco de las negociaciones con el FMI. Asimismo, influyeron negativamente en el precio de las verduras y hortalizas las condiciones climáticas adversas en las regiones productoras, generando subas extraordinarias. Por último, a partir de febrero el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania impulsó nuevamente al alza los precios internacionales de las materias primas agrícolas y de la energía, los cuales ejercieron nuevamente presión sobre la inflación doméstica y plantea un escenario desafiantes, especialmente para el próximo bimestre.

La inflación núcleo aumentó hasta 3,9% mensual promedio en el primer bimestre de 2022, con una aceleración en los alimentos envasados y un elevado ritmo de suba de las carnes y sus derivados. Los precios de los productos regulados comenzaron a acelerarse creciendo 2,9% mensual promedio en los primeros dos meses de 2022, con mayores subas en combustibles y en telefonía e internet. Por otra parte, los precios de bienes y servicios estacionales promediaron mayores aumentos durante el inicio del año (5,2% promedio mensual en el primer bimestre), con extraordinarias subas de los precios de las verduras y de las frutas. Así, la inflación se ubicó en febrero en 52,3% interanual, tras finalizar el año 2021 con una inflación interanual de 50,9% (+14,8 p.p. respecto 2020 y -2,9 p.p. respecto de 2019).

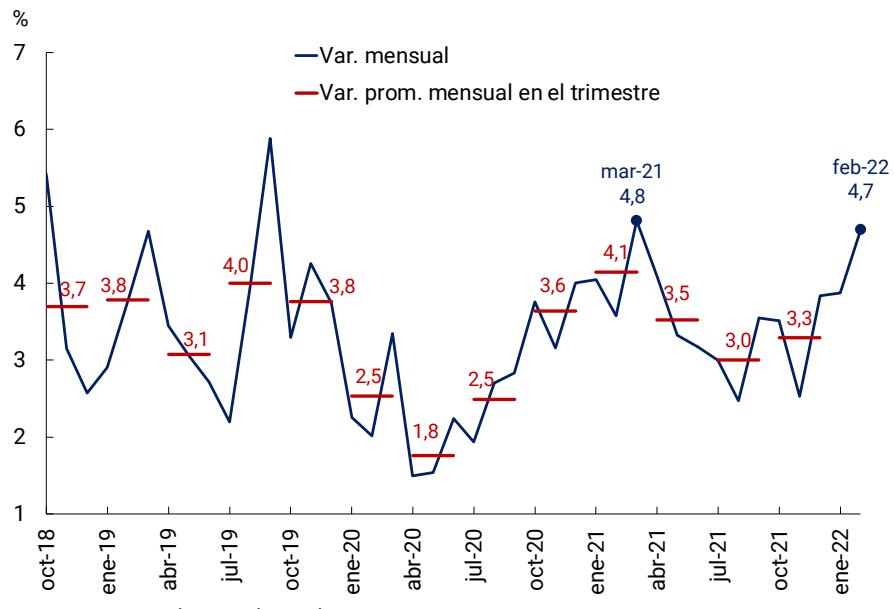
Hacia delante, la combinación de las políticas monetaria, fiscal y de precios e ingresos apuntará a reducir de manera gradual y persistente los altos niveles de inflación. En este sentido, el BCRA conducirá su política monetaria y cambiaria, administrando la liquidez, en un contexto de menor financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional, y conservando el nivel de competitividad externa, para no dañar la recuperación económica en marcha. En este sentido, la firma del acuerdo con el FMI permitirá reducir la incertidumbre cambiaria y anclar las expectativas de depreciación contribuyendo al descenso de la inflación durante lo que resta de 2022.

6.1. La inflación promedio mensual se aceleró en los últimos meses

En el primer bimestre de 2022 la inflación promedio mensual se ubicó en 4,3%, por encima del registro promedio mensual de 3,3% del cuarto trimestre de 2021 (ver Gráfico 6.1). Respecto a la evolución mensual, se había producido en noviembre de 2021 un descenso transitorio hasta 2,5% mensual como resultado de la implementación del programa de congelamiento “+Precios cuidados”⁴², en conjunto con una fuerte desaceleración de la categoría Estacionales. En el comienzo de 2022, sin embargo, se verificó un aumento difundido de la inflación entre las principales categorías del IPC (ver Gráfico 6.2).

42 Resolución 1050/2021 – Secretaría de Comercio Interior.

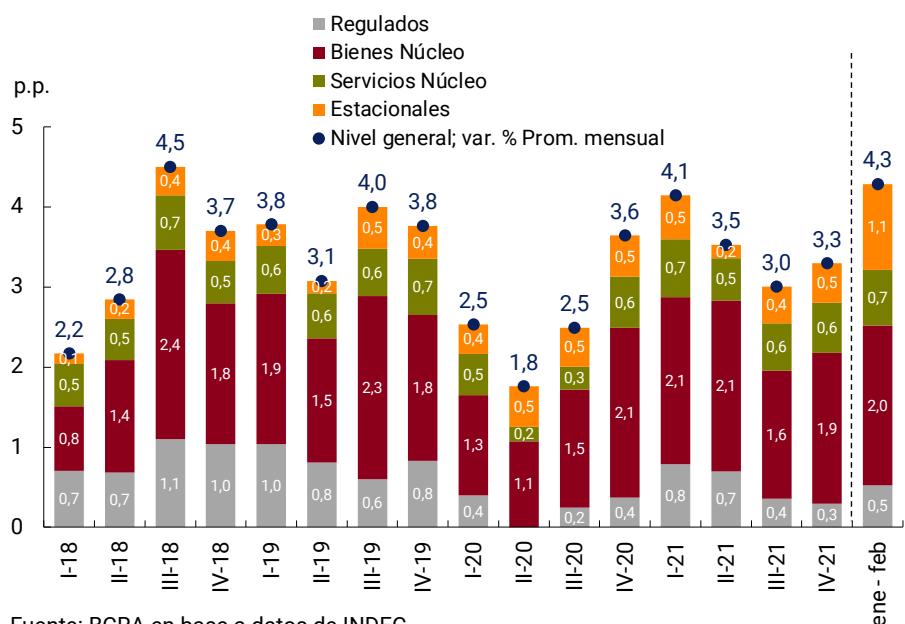
Gráfico 6.1 | IPC. Evolución mensual y trimestral del Nivel general



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La inflación núcleo evidenció una elevada volatilidad desde septiembre asociada a la evolución del precio de las Carnes y derivados. Los aumentos autorizados en los bienes de consumo masivo que formaban parte del programa de precios administrados también imprimieron cierta volatilidad en la evolución de esta categoría. El ritmo de la inflación núcleo excluyendo las carnes se mantuvo relativamente más estable, aunque en niveles elevados, y se aceleró en el margen (ver Gráfico 6.3).

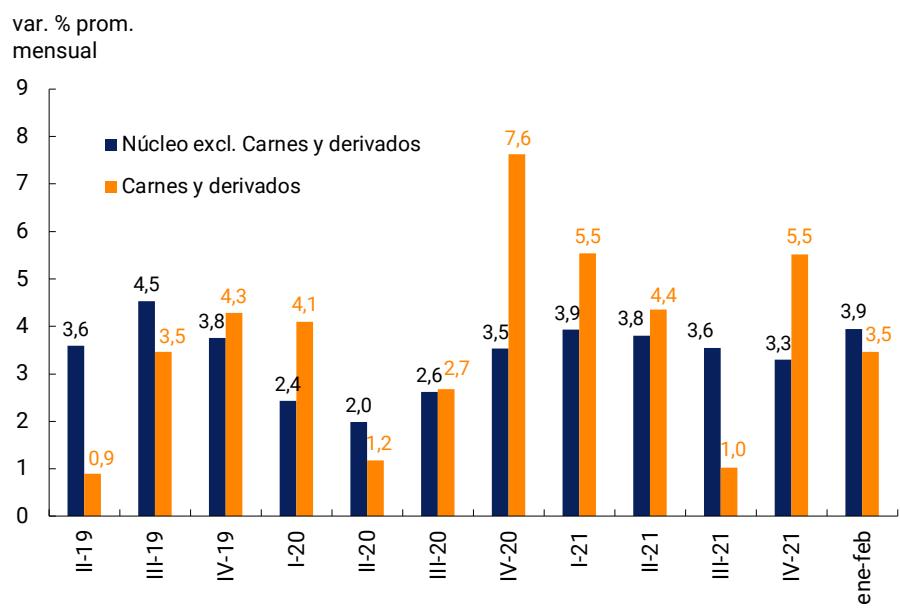
Gráfico 6.2 | IPC. Contribuciones de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios en el trimestre



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La aceleración del nivel general de precios del primer bimestre de 2022 fue resultado principalmente del mayor ritmo de suba de los bienes. Se destacó el mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas. Los precios de los productos regulados comenzaron a mostrar un mayor dinamismo y crecieron 2,9% mensual promedio en los primeros dos meses de 2022, con mayores subas en combustibles. Por otra parte, los precios de bienes estacionales se aceleraron durante el inicio del año, reflejando las extraordinarias subas de los precios de las verduras y de las frutas, tras meses de un entorno climático adverso.

Gráfico 6.3 | IPC Núcleo y carnes. Variación promedio mensual por trimestre

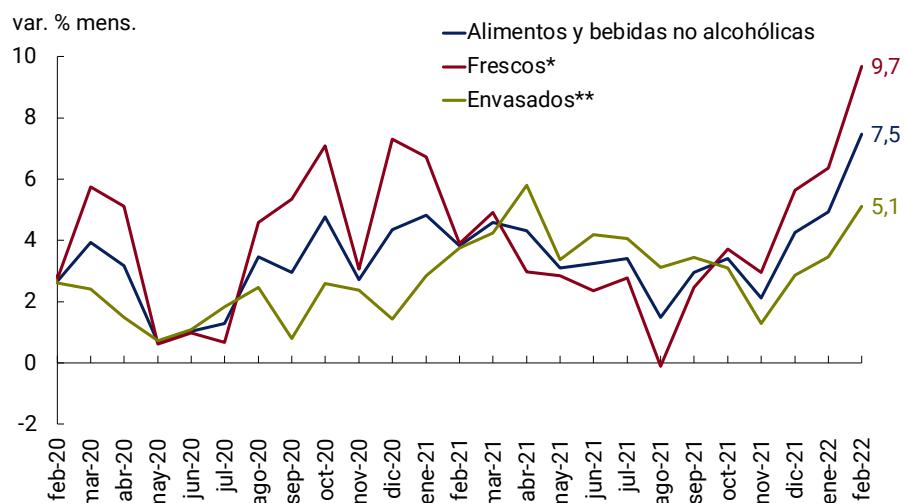


Fuente: INDEC.

El mayor ritmo de suba de los alimentos y bebidas no alcohólicas durante los primeros meses de 2022 se explicó principalmente por la evolución de las verduras y hortalizas que, luego de una caída promedio mensual de 1,4% en el IV-21, subieron a un ritmo 25,8% y 26,5% mensual en enero y febrero respectivamente, afectados por factores climáticos en las regiones productoras. Los alimentos envasados también se aceleraron (4,3% promedio mensual en el primer bimestre de 2022, +1,9 p.p. respecto al IV-21) tras la finalización del programa de congelamiento “+Precios Cuidados” que estuvo vigente durante el último trimestre de 2021, reemplazado a partir de enero por un esquema de acuerdos de precios voluntarios⁴³. El agrupado Carnes y derivados si bien se desaceleró en el primer bimestre de 2022 respecto al IV-21, mantuvo un ritmo de suba elevado, en especial en febrero con una suba de 5% (ver Gráfico 6.4).

43 Durante enero de 2022 el congelamiento fue reemplazado por un acuerdo voluntario con revisión trimestral de precios para un total de 1.321 productos (Precios Cuidados). La salida del programa de algunos artículos y la autorización de incrementos de precios en gran parte de los que continuaron incluidos contribuyeron a explicar la suba significativa de los alimentos envasados que se verificó en enero (3,5%) y febrero (5,1%; ver Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4 | Evolución mensual de los precios de alimentos frescos y envasados



* 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.

El ritmo de suba de los servicios se aceleró moderadamente en el primer bimestre de 2022 (hasta 3,4% promedio mensual con respecto al 3,1% verificado en el cuarto trimestre de 2021). La evolución al interior de los servicios fue heterogénea (ver Apartado 5 / de Evolución reciente de la estructura de precios relativos del IPC).

La aceleración de los servicios respondió principalmente al desempeño de los regulados, los cuales venían manteniendo ritmos de suba acotados de sus precios durante 2021, como resultado de la política de contención de las tarifas de los servicios públicos –electricidad, gas, agua y transporte– por parte del Gobierno Nacional. A inicios de 2022, se destacaron las subas en Comunicación, asociadas a telefonía e internet, y nuevas actualizaciones de los precios de la medicina prepaga. Cabe señalar que los aumentos autorizados en las tarifas de electricidad y gas impactarán principalmente en marzo.

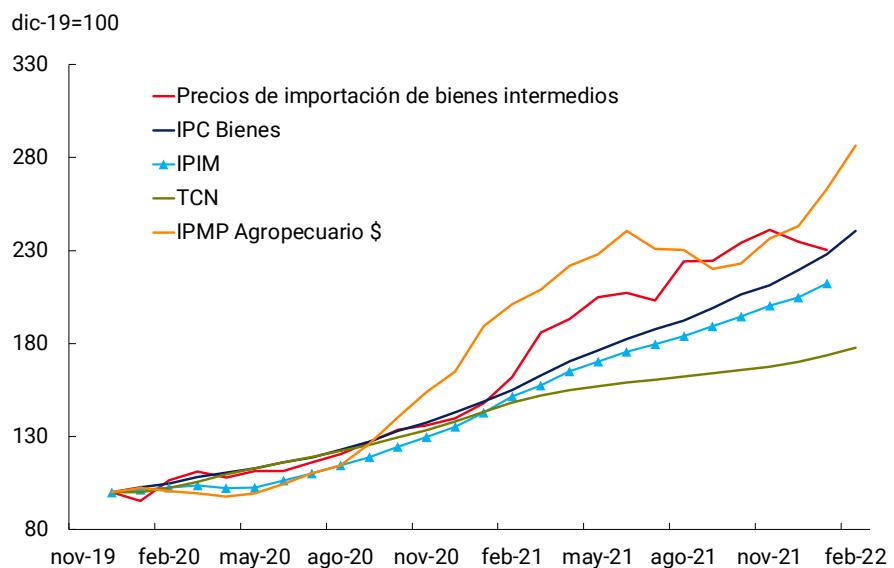
Los servicios privados no regulados mantuvieron en el inicio de 2022 un ritmo de aumento similar al verificado en el cuarto trimestre de 2021, traccionados por la recuperación de la demanda en un contexto de mejora de la situación epidemiológica. Los vinculados al turismo –alojamiento, transporte, paquetes y excursiones– continuaron registrando elevados incrementos, tanto por factores estacionales ante el comienzo de la temporada de verano, como por el aumento de la demanda potenciada por el programa de impulso al sector lanzado por el Gobierno Nacional (PreViaje). Por su parte, los alquileres de viviendas mostraron una significativa aceleración en el primer bimestre de 2022 (4,5% promedio mensual, +1,6 p.p. respecto al IV-21).

6.2. Los precios mayoristas sostuvieron un ritmo más moderado que los minoristas en el cuarto trimestre

En el inicio del año 2022, los precios mayoristas capturados por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) continuaron creciendo a una tasa mensual promedio menor a la de los bienes minoristas, aunque verificaron una leve aceleración respecto al cuarto trimestre, explicada por los mayores precios mayoristas

de las verduras y un ligero incremento en el ritmo de suba del tipo de cambio nominal. En tanto, la persistencia de elevados precios internacionales de materias primas ejerció presión alcista sobre este conjunto de bienes (ver Gráfico 6.5).

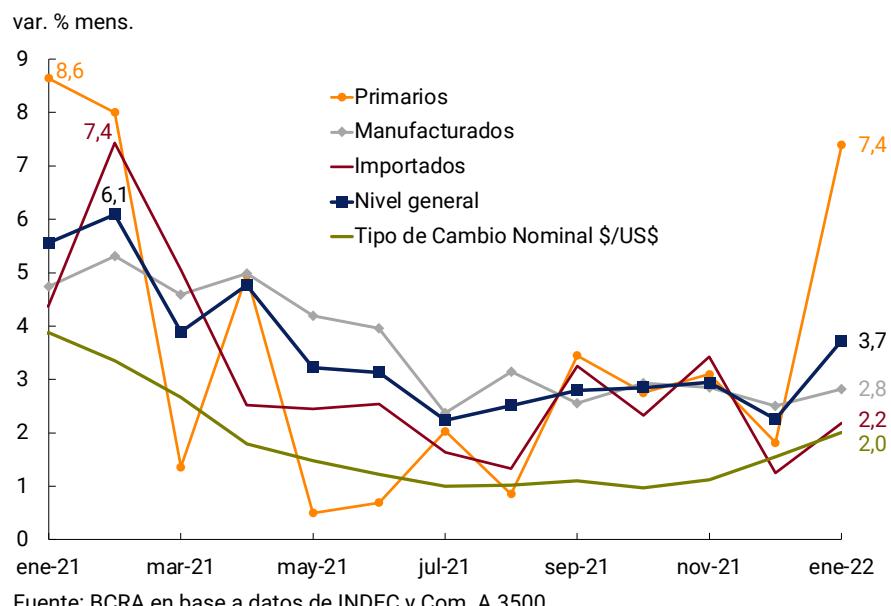
Gráfico 6.5 | IPIM, tipo de cambio nominal, precios de importación en pesos y precios internacionales de las materias primas (IPMP) en pesos



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

Al interior del IPIM, los Productos Manufacturados mantuvieron su ritmo de expansión respecto al último trimestre de 2021, mientras que los Productos primarios se aceleraron en enero de 2022 hasta 7,4%, donde influyó particularmente la suba de las verduras y hortalizas tras la ola de calor verificada a inicios de 2022.

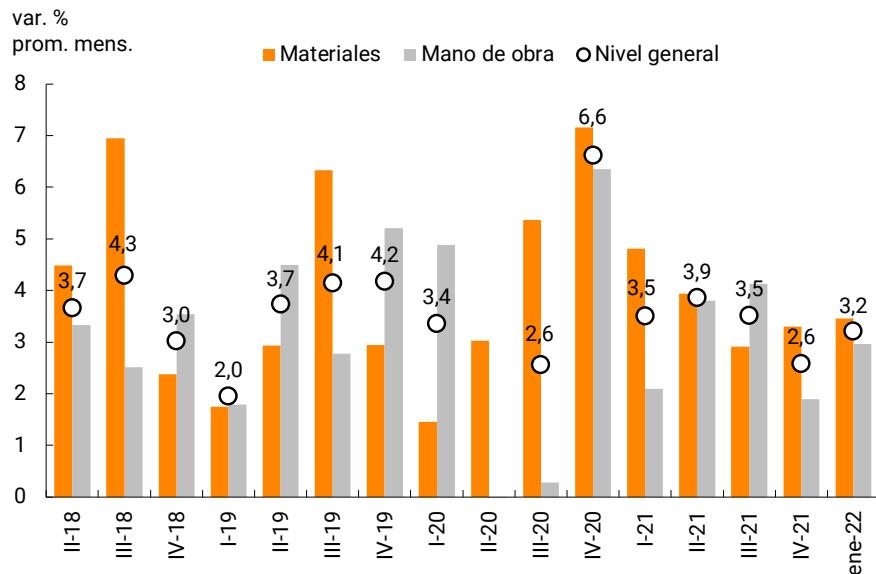
Gráfico 6.6 | Evolución de los principales componentes del IPIM y del tipo de cambio nominal



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

Por su parte, los costos de la Construcción (ICC) mantuvieron un ritmo de expansión algo superior al del último trimestre de 2021 durante el inicio del año 2022, verificándose una aceleración tanto en los materiales como en la mano de obra, la cual reflejó los tramos paritarios (ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7 | Costos de la construcción

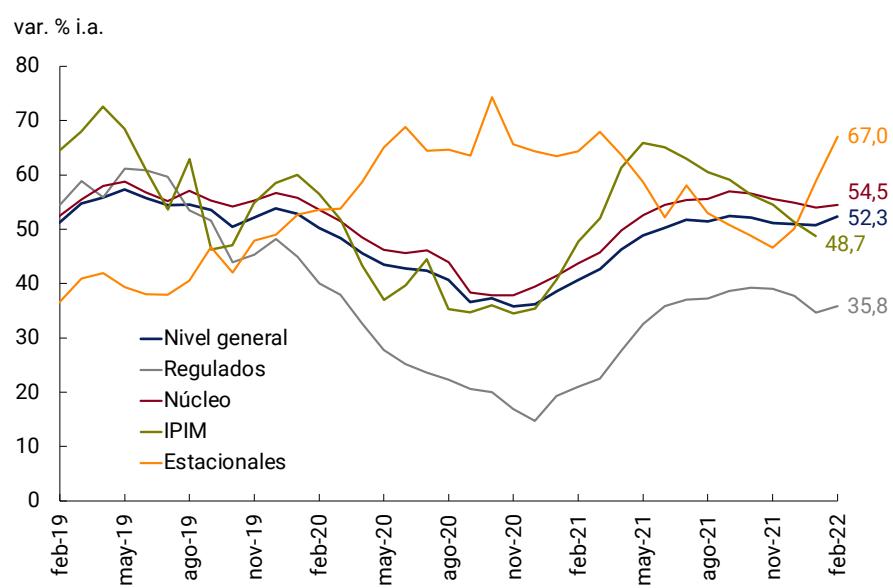


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

6.3. La inflación interanual se mantuvo relativamente estable y se redujo la heterogeneidad entre mayoristas y minoristas

El año 2021 finalizó con una inflación minorista de 50,9% i.a., 14,8 p.p. por encima del registro de diciembre de 2020, aunque inferior al de diciembre de 2019 (53,8%, -2,9 p.p.), mientras que se aceleró hasta 52,3% i.a. en febrero de 2022. Por su parte, la inflación mayorista interanual, que durante 2021 había crecido por encima de la inflación minorista, se redujo significativamente y se ubicó por debajo en enero de 2022 (ver Gráfico 6.8).

Gráfico 6.8 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)

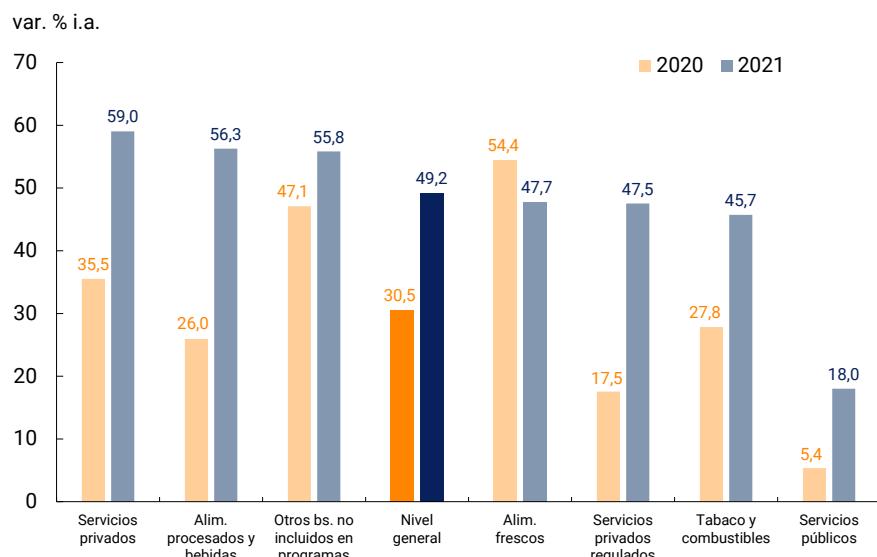


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Producto de la extraordinaria suba de las verduras y de las frutas, la categoría Estacionales del IPC exhibió una aceleración en los meses recientes y alcanzó en febrero un incremento interanual de 67,0%, superior al de la categoría Núcleo (54,5%). Los precios de los bienes y servicios regulados continuaron creciendo en promedio a tasas inferiores (35,8% en feb-22).

Durante 2021, a un nivel más desagregado, también se observó una reducción en la heterogeneidad de las variaciones interanuales respecto a 2020. Utilizando información del IPC de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, debido a su mayor nivel de apertura respecto al IPC Nacional, se observa que se redujo la dispersión de las tasas de incremento interanual de un conjunto de agrupados relevantes de bienes y servicios (ver Gráfico 6.9). Sin embargo, los niveles de precios relativos continuaron mostrando diferencias significativas respecto al período previo a la pandemia (ver Apartado 5 / Evolución reciente de la estructura de precios relativos del IPC).

Gráfico 6.9 | Dinámicas al interior del IPC BA



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

Pese a la reducción de la heterogeneidad en el ritmo de incremento interanual, pueden identificarse tres rangos de suba diferenciados entre los agrupados destacados previamente.

En primer lugar, sobresalen los Servicios privados no regulados, Alimentos procesados y bebidas y Otros bienes no incluidos en programas, cuyas subas promedio (entre 55% y 59% i.a. en CABA) superaron a la del Nivel general. Los servicios privados no regulados, dentro de los cuales se destacó el rubro Restaurantes y hoteles, fueron impulsados por la recomposición de la demanda permitida por la mejora de la situación epidemiológica y por el plan de estímulo al sector (PreViaje). Los alimentos procesados y las bebidas se aceleraron en 2021, luego de un año en el que habían sido contenidos por los Programas de precios de referencia como forma de apuntalar los ingresos reales de las familias durante la pandemia. Por último, el conjunto de bienes no regulados ni alcanzados por programas (excluyendo también alimentos frescos) fue nuevamente uno de los agrupados que más se incrementó en el año, destacándose los significativos aumentos de las prendas de vestir y calzado y de los automóviles, ambos afectados por restricciones de oferta.

En segundo lugar, se encuentran los Alimentos frescos, los Servicios privados regulados y el Tabaco y Combustibles (Bienes regulados), los cuales verificaron subas en promedio levemente inferiores a las del Nivel general (entre 45% y 48% i.a. en CABA).

En tercer lugar, los Servicios públicos registraron nuevamente en 2021 tasas de expansión muy por debajo a las del resto de las categorías (18% i.a. en CABA), en el marco de la política de contención tarifaria por parte del Gobierno Nacional durante la pandemia.

6.4. Perspectivas

El incremento de la inflación núcleo en los últimos meses se produjo en el contexto de recomposición de los márgenes de comercialización de ciertos sectores, reapertura de las paritarias salariales y de expectativas de inflación más elevadas como resultado de las mayores presiones cambiarias registradas en un marco de incertidumbre financiera, generada por entrar en una etapa de definición de la negociación con el FMI por un nuevo acuerdo sobre la deuda con el organismo. Al escenario de elevada inercia inflacionaria se sumaron las desfavorables condiciones climáticas domésticas y el significativo aumento de los precios internacionales de las materias primas agrícolas, la energía y las manufacturas globales, que presentaron una aceleración ante el conflicto entre Rusia y Ucrania. Se plantea así un escenario desafiante en materia de precios, especialmente para el próximo bimestre.

El BCRA espera que el acuerdo con el FMI, al despejar el horizonte de vencimientos en el corto plazo y al no contemplar una corrección cambiaria abrupta, contribuya a reducir las expectativas de inflación. El programa incluye una recomposición de las reservas internacionales y reducciones graduales del déficit fiscal y del financiamiento monetario del BCRA al Tesoro Nacional. Estas características del acuerdo permitirán reducir la incertidumbre financiera y cambiaria en los próximos meses, favoreciendo el proceso de desinflación en el mediano plazo y propiciando un escenario de continuidad de la recuperación económica en marcha.

En la inflación de marzo impactarán las actualizaciones en los precios de algunos bienes y servicios regulados como combustibles, gas y electricidad, entre otros, que ejercerán una presión alcista. Asimismo, a partir de junio se implementarán los aumentos de tarifas de gas y electricidad que se deriven de la audiencia pública respecto al tratamiento de tarifas que será convocada en abril. La suba prevista de los precios regulados permitirá recomponer gradualmente su precio relativo y contribuirá a asegurar una provisión sostenible de los mismos en el mediano y largo plazo. El esquema de actualización tarifaria se adaptará a la capacidad de pago de los usuarios, considerando las necesidades de los hogares en situación de mayor vulnerabilidad.

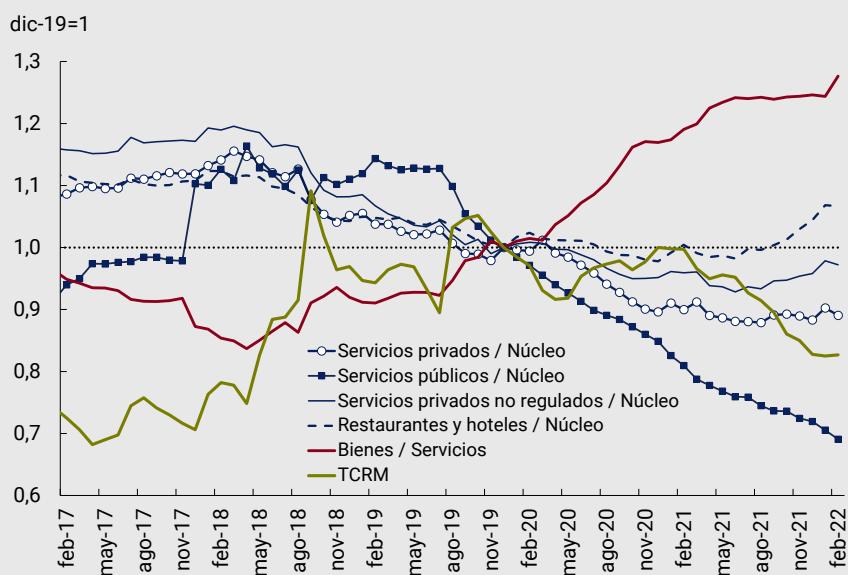
Hacia delante, el desafío consiste en contener la inflación núcleo, sin dañar la recuperación económica en marcha, con el fin de retomar un sendero de desinflación gradual que resulte consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas y del sector externo. Con ese objetivo el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente con el proceso de desinflación. La reducción del financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional prevista en el acuerdo con el FMI contribuirá en este sentido. La política cambiaria buscará preservar los niveles de competitividad externa, readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal a un ritmo acorde con la inflación doméstica. Asimismo, se propone fijar un sendero de tasas de interés que asegure la existencia de instrumentos de ahorro que generen retornos reales positivos en moneda local y profundice el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública. Con este fin, recientemente el BCRA incrementó las tasas de interés de sus instrumentos de política monetaria en reiteradas oportunidades (ver Capítulo 7. Política Monetaria). En el mismo sentido, la política de ingresos por parte del Gobierno Nacional y los programas de precios de referencia contribuirán a coordinar precios y salarios, favoreciendo la reducción de la inercia inflacionaria.

Apartado 5 / Evolución reciente de la estructura de precios relativos del IPC

Los precios de los bienes y servicios que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Argentina han tenido evoluciones heterogéneas desde que comenzó a utilizarse este indicador en diciembre de 2016, explicadas por diversos factores que los afectan de forma diferenciada. Como resultado, se han generado cambios relevantes en la estructura de precios relativos a lo largo de estos años. En 2020 el inicio de la pandemia de COVID-19 implicó un quiebre en muchas de las tendencias observadas hasta finales de 2019, acentuando o atenuando las divergencias en los precios según cada caso. En 2021, se disiparon muchos de los factores disruptivos que afectaron la evolución de los precios en el año previo, por lo cual, es un buen momento para analizar el estado de situación de los precios relativos más relevantes dentro del IPC.

Antes del inicio de la pandemia, el precio relativo de los bienes respecto a los servicios se había recuperado como resultado de los saltos cambiarios que se produjeron durante 2018 y 2019, que habían impactado en gran medida sobre el precio de los bienes debido a su mayor componente transable. De esa forma revirtieron una tendencia a la baja que había alcanzado su punto mínimo en marzo de 2018 (ver Gráfico 1). Ese deterioro previo se explicó en gran medida por las significativas actualizaciones en las tarifas de los servicios públicos en aquel período.

Gráfico 1 | Evolución de los precios relativos de los servicios



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El comienzo de la pandemia de COVID-19 configuró un escenario que profundizó la tendencia al incremento de los precios relativos de los bienes. Por un lado, la baja en la movilidad producto de los contagios y las restricciones sanitarias adoptadas durante 2020 limitaron la demanda y en algunos casos imposibilitaron el

funcionamiento de muchas actividades de servicios privados consideradas “no esenciales”, los cuales mantuvieron variaciones acotadas en sus precios⁴⁴. Por otra parte, las restricciones en la oferta de bienes a nivel global presionaron sus precios internacionales al alza, traccionando una mejora de sus precios relativos domésticos incluso en un período de apreciación real de la moneda doméstica.

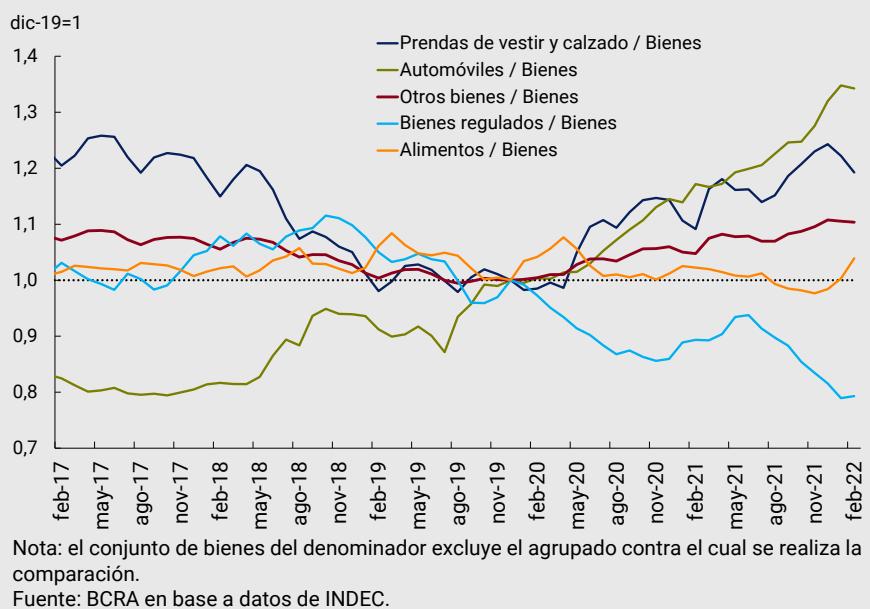
En 2021 la recuperación en la demanda de los servicios que habían sido los más afectados en 2020 contribuyó a que se interrumpiera el deterioro en el precio relativo de los servicios totales, particularmente impulsados por los incrementos de precios de la división Restaurantes y Hoteles. Por su parte, las tarifas de los servicios públicos mantuvieron subas nominales muy acotadas en 2020 y 2021 y profundizaron su deterioro frente a los demás precios del IPC. Esa evolución se dio en el marco de una política de contención tarifaria adoptada por el Gobierno Nacional para fortalecer los ingresos reales de las familias, afectados por la crisis generada por la pandemia. En resumen, los precios relativos de los servicios totales han profundizado su deterioro en los últimos dos años y, si bien se estabilizaron en el segundo semestre de 2021, se encuentran muy por debajo de los niveles prepandemia.

Respecto al aumento en el precio relativo de los bienes que se verificó en los últimos años, el mismo se dio de manera heterogénea entre distintos agrupados. Los Alimentos y bebidas no alcohólicas —que conforman la división que tiene la mayor ponderación dentro del IPC—, ganaron peso respecto a los demás bienes en los primeros meses de la pandemia y luego a partir de mayo de 2020 fueron desacelerándose, retornando a niveles relativos similares a los de años anteriores. Entre la evolución de los demás los bienes sobresalieron, por su ponderación, las subas verificadas en la división Prendas de vestir y calzado y en términos de magnitud, los incrementos en los valores de los automóviles. En estos dos casos, los aumentos estuvieron asociados, en parte, a una menor oferta en el mercado interno verificada desde fines de 2019 y en el caso de los automóviles también influyeron las restricciones en las cadenas globales de valor y la escasez de insumos específicos (semiconductores), que generaron presión sobre los precios internacionales. El conjunto de “Otros bienes”, que en su mayoría no son regulados ni se encuentran afectados por programas de precios de referencia⁴⁵, también ganó peso relativo al interior de los bienes durante los dos últimos años. Entre estos, se contempla a los precios de un conjunto de bienes durables que, además de los automóviles, recibieron impulso a su demanda como forma de resguardo de valor. Por su parte, los bienes regulados —combustibles y tabaco— perdieron peso a lo largo de 2020 mientras que en el primer semestre de 2021 revirtieron solo parcialmente este deterioro debido a los aumentos autorizados en los combustibles. Sin embargo, en la segunda mitad del año la estabilidad en el precio de los combustibles llevó a que los precios relativos de los bienes regulados retomaran la tendencia descendente finalizando 2021 en niveles muy inferiores a los verificados antes de la pandemia (ver Gráfico 2).

44 La imposibilidad de funcionamiento de algunas actividades de servicios hizo necesario, al momento de medir el IPC, imputar sus precios utilizando la evolución de los agrupados inmediatamente superiores.

45 En el conjunto de “Otros bienes” se incluyen bienes de consumo masivo como artículos de higiene y cuidado personal y productos de limpieza, los cuales forman parte de los programas de acuerdos de precios de referencia.

Gráfico 2 | Precios relativos de bienes seleccionados respecto a los demás bienes del IPC Nacional



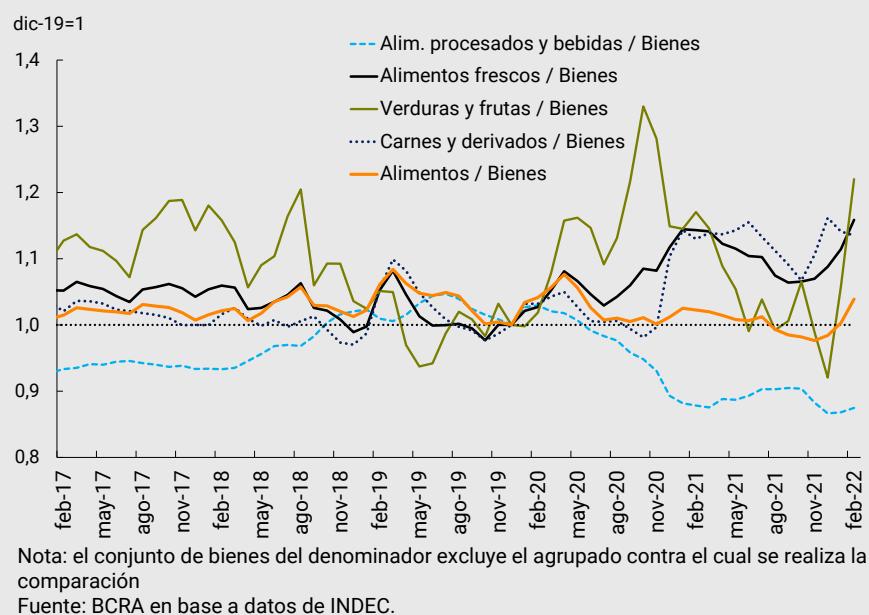
Analizando en mayor detalle la evolución de los alimentos se observa que, entre abril y julio de 2020 —período de mayores restricciones a la circulación durante la pandemia— tanto los Alimentos procesados y bebidas como los productos frescos evidenciaron una caída en sus precios relativos. A partir de entonces los procesados siguieron perdiendo peso relativo en tanto que los frescos registraron una mejora de sus precios relativos.

El significativo fortalecimiento relativo de los precios de los Alimentos frescos que alcanzó su máximo en el primer trimestre de 2021 fue impulsado inicialmente por fuertes incrementos en los precios de las frutas y verduras, afectados por dificultades en su transporte y producción, en un contexto de restricciones a la movilidad. Luego de un año con subas muy acotadas, las Carnes y derivados evidenciaron hacia fines de 2020 importantes incrementos que volvieron a impulsar el precio relativo de los Alimentos frescos, en el contexto de un proceso de alza de los precios internacionales de las materias primas. Desde el segundo trimestre de 2021 el peso de los Alimentos frescos inició una tendencia a la baja que se acentuó desde junio tras las regulaciones a las exportaciones de carne vacuna por parte del Gobierno Nacional⁴⁶. En noviembre y diciembre de 2021, como resultado del significativo incremento en la carne vacuna, el precio relativo de los alimentos frescos volvió a recuperarse y finalizó el año en niveles muy superiores a los de prepandemia (ver Gráfico 3).

Los Alimentos procesados mostraron una evolución opuesta a la de los frescos ya que desde mediados de 2020 comenzaron a perder peso relativo, con subas contenidas en el marco de los programas de precios de referencia que lanzó el Gobierno Nacional para apuntalar el ingreso real de las familias. Durante 2021 evidenciaron una leve tendencia a la recomposición de sus precios relativos, explicada en gran medida por las actualizaciones de las listas ante las renovaciones de los programas de precios vigentes. En noviembre y diciembre de 2021, el congelamiento de precios bajo el programa “+Precios Cuidados” interrumpió la recuperación de los Alimentos procesados cuyo peso relativo finalizó el año en un nivel muy inferior al verificado antes de la pandemia.

46 Decreto 408/2021.

Gráfico 3 | Precios relativos de los Alimentos respecto al resto de los bienes del IPC Nacional



En resumen, el inicio de la pandemia de COVID-19 tuvo un impacto significativo sobre varios sectores de la economía, generando restricciones de oferta de insumos, afectando la presencialidad en los puestos de trabajo y presionando sobre las cotizaciones internacionales de las materias primas. Para mitigar estos efectos y preservar los ingresos reales de las familias, el Gobierno Nacional impulsó programas de precios de referencia para bienes básicos de consumo y mantuvo prácticamente estables las tarifas de los servicios públicos en términos nominales. De esta forma, se acentuó el deterioro de precios relativos de los servicios en relación con los bienes, tendencia que se estabilizó durante el segundo semestre 2021 debido a la recuperación en los servicios privados, que habían sido más afectados durante el período de mayores restricciones a la circulación. Por otra parte, la evolución de los precios domésticos de los alimentos fue diferenciada, con una marcada recuperación de los precios relativos de los frescos y una caída de los procesados. En los últimos dos años también se observaron incrementos muy significativos en los precios relativos promedio de ciertos bienes que no fueron alcanzados por programas y sobre los cuales existieron restricciones de oferta en especial, en automóviles e indumentaria. En el mediano plazo, sería esperable que las actualizaciones en las tarifas de los servicios públicos y la recomposición de los márgenes de los sectores prestadores de servicios privados conduzcan a que las divergencias observadas durante los últimos años se atenúen y a que los servicios recuperen parte del peso relativo perdido. Por su parte, la suba de los precios de las materias primas, impulsada por el reciente conflicto entre Rusia y Ucrania, podría ejercer presión adicional sobre los precios de algunos bienes, ralentizando la recomposición de los precios relativos de los servicios. Además, este contexto también podría afectar la normalización de la oferta de bienes puntuales (como automóviles), demorando la reversión de las extraordinarias subas experimentadas en los últimos años. La evolución del resto de los precios relativos de la economía dependerá de un conjunto de variables domésticas e internacionales que resultan determinantes, entre los que se destacan el tipo de cambio real, la demanda interna y externa de cada producto, los precios internacionales, los cuellos de botella de oferta local y/o global, y los factores climáticos, entre otros.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó adecuando su política monetaria a las condiciones económicas prevalecientes. En un contexto sanitario más favorable, la rápida recuperación de la actividad económica le permitió al Gobierno Nacional y al BCRA mantener las medidas de asistencia focalizada en los sectores más afectados. Un nivel de gasto contenido y el mayor nivel de ingresos del sector público se tradujeron en una reducción del déficit fiscal. En paralelo, la reconstrucción del mercado de deuda doméstica permitió canalizar por esta vía una parte creciente de las necesidades del Tesoro. Con todo, se logró una reducción de la participación del financiamiento monetario.

Los medios de pago mostraron un crecimiento a precios constantes en el último trimestre del año, y en términos del Producto permanecieron por debajo del registro medio entre 2010 y 2019. Como contrapartida se verificó una menor demanda de instrumentos a plazo fijo en la última parte del año. No obstante, estos instrumentos finalizaron el 2021 con un saldo a precios constantes y ajustado por estacionalidad que se posicionó en torno a los niveles máximos de los últimos 15 años. Por su parte, los préstamos en pesos al sector privado consolidaron la recuperación que venían insinuando en el trimestre anterior, impulsados fundamentalmente por las líneas comerciales.

Alcanzados los niveles de actividad de la prepandemia y sin descuidar el proceso de crecimiento en marcha, el BCRA se propuso retomar los lineamientos de política enunciados a principios de 2020, que combinan la consolidación del crecimiento del mercado interno y las exportaciones con la estabilidad monetaria y macro financiera. En este escenario, el BCRA definió sus Objetivos y Planes para el año 2022. En línea con dichos objetivos, en la primera semana de enero, el BCRA reconfiguró sus instrumentos de política monetaria para acompañar el proceso de recuperación y reforzar la estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Es así como se readecuó el límite a las tenencias de LELIQ a 28 días, se focalizó la señal de tasa de interés de política en dicho instrumento, se elevó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, se crearon nuevos instrumentos con el fin de incrementar el plazo promedio de la esterilización monetaria y se elevaron las tasas mínimas de interés para los depósitos a plazo fijo y las tasas máximas sobre ciertas líneas de crédito.

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

La evolución de la situación sanitaria permitió que los sectores productivos continuaran afianzando el proceso de “normalización” de sus actividades. De esta manera, en los últimos meses se observó una continuidad en la recuperación de la actividad económica. No obstante, está siguió siendo heterogénea a nivel sectorial, aunque con una progresiva reducción de la dispersión en los últimos meses. En este contexto, el Gobierno Nacional mantuvo focalizadas las iniciativas de asistencia en los sectores más rezagados y en la población en situación más vulnerable.

En las siguientes secciones se analiza la evolución de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios durante el último trimestre de 2021. Sobre la base de este escenario, el BCRA recientemente definió sus Objetivos y Planes para el año 2022⁴⁷ y revisó el marco de su política monetaria retomando los

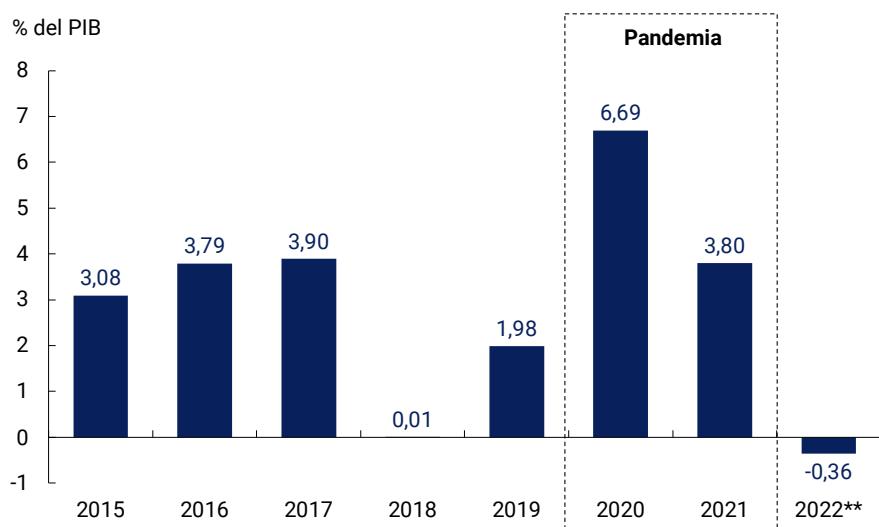
47 https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/ObjetivosBCRA_2022.pdf

lineamientos planteados a inicios del año 2020, previo al surgimiento de la pandemia. A partir de ellos también se analizan los principales cambios producidos en materia de política monetaria en pos del cumplimiento de los lineamientos planteados para el año y el desempeño posterior de las variables monetarias.

7.1.1. Gestión de la liquidez y reconfiguración de los instrumentos de política monetaria

A lo largo de 2021 el gasto del Gobierno Nacional se mantuvo relativamente estable en términos reales, con una focalización de las medidas de asistencia. Esto sumado a un mayor nivel de ingresos del sector público, fruto del dinamismo experimentado por la economía, le permitió al Gobierno Nacional finalizar el año con una reducción del déficit fiscal respecto al 2020 (cuando se registró el mayor impacto de la pandemia de COVID-19; ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

Gráfico 7.1 | Emisión primaria del sector público*
Acumulado en el año



* Incluye transferencia de utilidades, adelantos transitorios, compra neta de divisas y otras operaciones del sector público. **Datos al 15-Mar-22.

Fuente: BCRA.

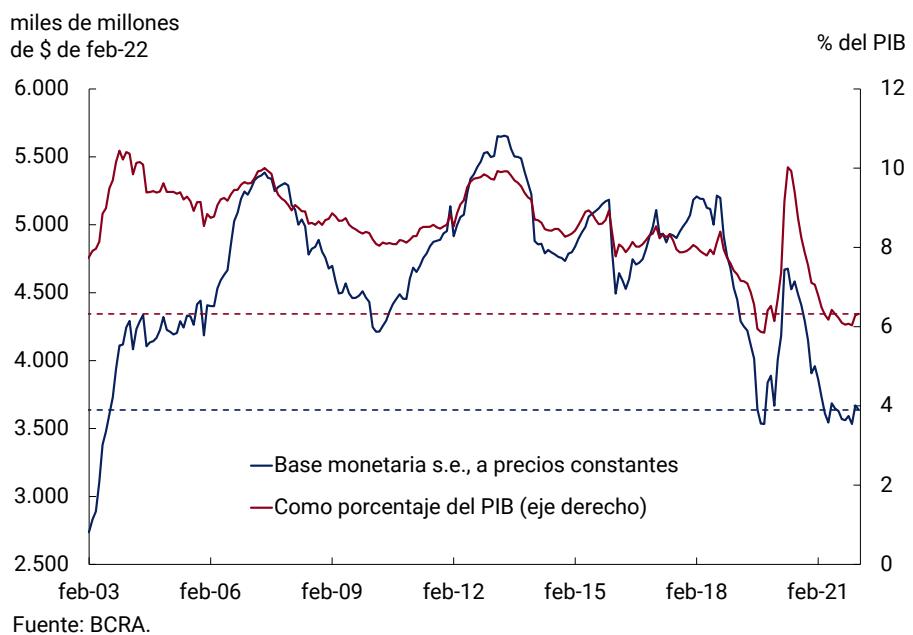
Paralelamente, el Gobierno Nacional continuó fortaleciendo el proceso de reconstrucción del mercado de deuda doméstica. En 2021 el Tesoro Nacional (TN) logró un financiamiento neto positivo de \$746.470 millones, de los cuales el 42% aproximadamente (\$332.868 millones) corresponde al monto acumulado en el último trimestre. De este modo, la tasa de *roll over* en 2021 fue de aproximadamente 122% de los vencimientos de capital e intereses, mecanismo que permitió financiar una mayor proporción de las necesidades de financiamiento de TN respecto de 2020. Estos avances dieron lugar a que 2021 finalizara con un nivel de asistencia financiera al TN significativamente inferior al del año previo y similar al del período 2015-2017 (ver Gráfico 7.1). En tanto, en lo que va de 2022 el sector público tuvo un efecto contractivo sobre la base monetaria.

Un factor relevante de la expansión de la base monetaria a lo largo 2021 fue la compra neta de divisas por parte del BCRA al sector privado. Sin embargo, su incidencia a lo largo del período no fue homogénea, observándose una marcada expansión en los primeros meses del año por este concepto y una contracción sobre el cierre del período. Así, en el último trimestre del año se observó una contribución negativa del sector externo, en un contexto de crecientes intervenciones del BCRA en un período típico de menores liquidaciones de exportaciones agrícolas y de creciente incertidumbre en torno al proceso electoral primero, y respecto de la marcha de las

negociaciones con el FMI después. En cambio, en lo que va del corriente año este componente no incidió prácticamente en la variación de la base monetaria.

En 2021 los factores expansivos de la base monetaria fueron parcialmente esterilizados a través de instrumentos de regulación monetaria (pases pasivos y LELIQ). De este modo, los pasivos remunerados finalizaron el año en 8,4% del PIB, un valor 1,7 p.p. menor al registrado al inicio de la pandemia y 2,6 p.p. inferior al máximo alcanzado durante 2018.

Gráfico 7.2 | Evolución histórica de la base monetaria



El BCRA continuará administrando la liquidez para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente con el proceso de desinflación. En este sentido, en la primera semana de enero de 2022, el BCRA reconfiguró los instrumentos de política monetaria⁴⁸. Asimismo, decidió elevar en dos oportunidades la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (2,0 p.p. y 2,5 p.p., respectivamente), que pasó a situarse en 42,5% n.a. (51,93% e.a.). Adicionalmente, amplió el límite máximo de tenencia de LELIQ a 28 días de plazo por hasta un monto equivalente al stock de depósitos a plazo del sector privado de cada entidad financiera, focalizando la señal de tasa de interés de política en dicho instrumento. También se crearon dos nuevos instrumentos, las LELIQ a 180 días de plazo, cuya tasa se fijó en 47% n.a. (52,6% e.a.) y las NOTALIQ a 190 días de plazo, estas últimas tendrán una tasa variable que se definirá como la tasa de política monetaria más un spread⁴⁹. Los nuevos instrumentos son subastados una vez por semana. Estas modificaciones contribuyen a incrementar el plazo promedio de la esterilización, así como también extender la curva de tasas de referencia del BCRA. Complementariamente, el BCRA continuará participando en el mercado secundario de títulos públicos a efectos de alinear la estructura temporal de tasas y garantizar la liquidez de estos instrumentos. Por último, se elevó la tasa de pases pasivos a 1 días de 32% n.a. a 33,5% n.a. (39,77% e.a.), y desde el 17 de enero se redujo de manera progresiva la tasa de interés de los pases pasivos a 7 días hasta 32% n.a. Estos cambios dieron lugar a una modificación en la

48 Comunicación "A" 7432.

49 La tasa de interés variable se computa como el promedio simple diario de la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde un día hábil previo a la emisión de la NOTALIQ hasta un día hábil antes de la fecha del vencimiento más un spread que se informa el día de la licitación.

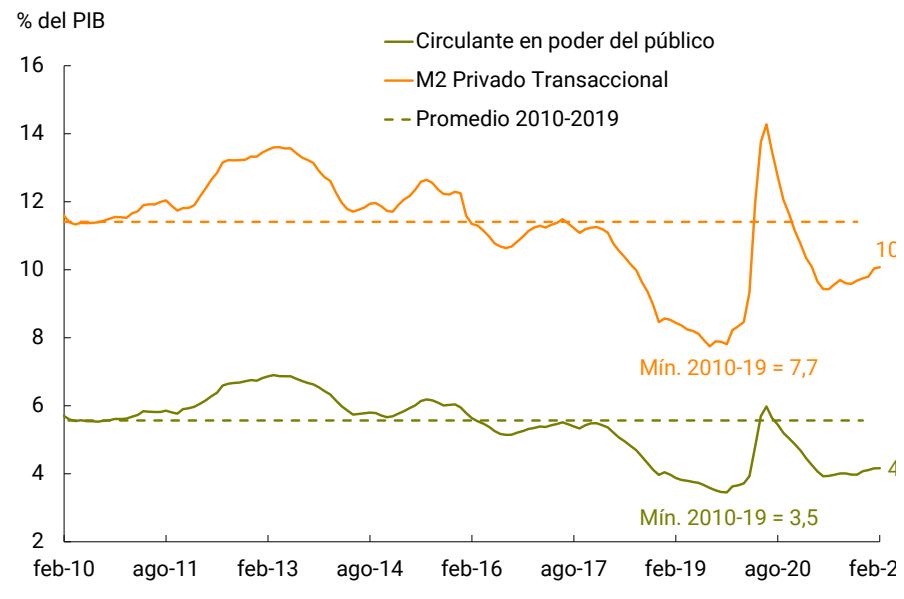
composición de los pasivos remunerados en los primeros meses del año (ver Apartado 6 / La reconfiguración de los instrumentos de política monetaria).

Con todo, la base monetaria finalizó el año con un saldo de \$3.394,5 miles de millones, lo que implicó una expansión de 15,6% (\$457.251 millones) en el último trimestre y de 40,0% (\$970.455 millones) en el año. En los primeros dos meses de 2022 la expansión fue de 10,5% (\$356.463 millones). No obstante, en términos interanuales y a precios constantes continuó evidenciando una contracción, registrando en febrero de 2022 una variación de -5,8% i.a. De esta manera, la base monetaria ajustada por la evolución de precios se ubicó en valores similares a los de mediados de 2003. En términos del PIB, se habría ubicado en 6,3%, 3,7 p.p. por debajo del registro máximo de 2020 y en torno al valor de fines de 2019 (ver Gráfico 7.2).

7.1.2. Los medios de pago se mantuvieron en torno a su media histórica como porcentaje del PIB

Los medios de pago, a precios constantes y ajustados por estacionalidad, presentaron un ligero crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado. En efecto, durante el último trimestre de 2021 el M2 Privado Transaccional registró una tasa de expansión promedio mensual a precios constantes de 0,8% s.e. En particular, la dinámica estuvo vinculada en parte al ingreso de tramos de ajustes salariales de varios gremios. A nivel de sus componentes, la evolución fue relativamente homogénea.

Gráfico 7.3 | Medios de pagos en términos del PIB



Fuente: BCRA.

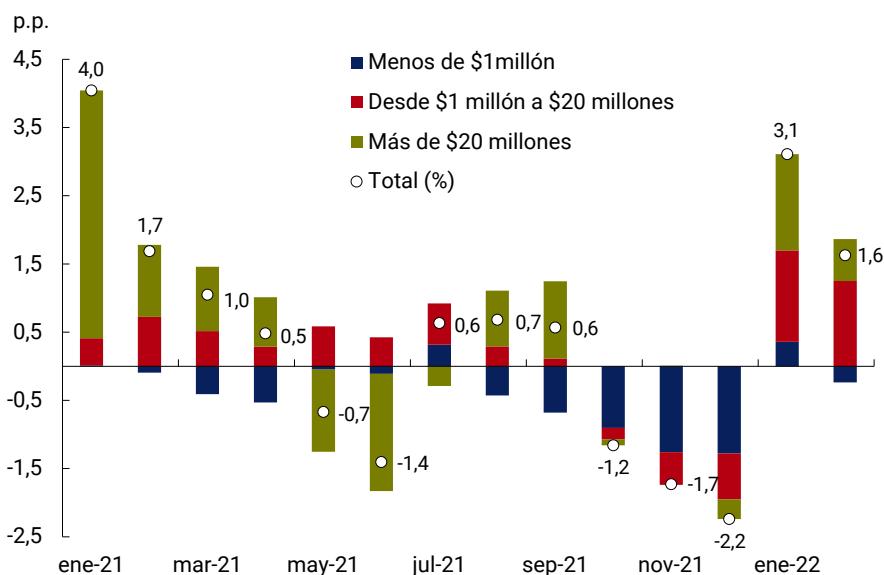
Los medios de pago finalizaron el año con una contracción a precios constantes de aproximadamente 3% respecto al año previo. En términos del Producto el M2 Privado Transaccional finalizó el 2021 por debajo del valor medio verificado durante la década previa (2010-2019). En efecto, dicho ratio se mantuvo durante la mayor parte del año en torno al 10%, es decir, 4,5 p.p. por debajo del máximo alcanzado durante el primer año de pandemia y -1,6 p.p. respecto a su media entre 2010 y 2019. En particular, el circulante en manos del público finalizó el año en 4,1% en términos del PIB, posicionándose 1,5 p.p. por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2019 y en un valor próximo a su mínimo de los últimos 15 años (ver Gráfico 7.3).

Los registros del primer bimestre de 2022 mostraron una relativa estabilidad en la demanda de medios de pago. En efecto, a precios constantes y sin estacionalidad, el M2 Privado Transaccional acumula en lo que va del año un crecimiento de 0,9%, persistiendo en un ratio a PIB cercano al 10%.

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

En el último trimestre de 2021, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado presentaron una variación promedio mensual negativa a precios constantes (-1,7% s.e.). La menor demanda de instrumentos a plazo se explicó, en parte, por el mayor dinamismo de los medios de pago.

Gráfico 7.4 | Variación mensual de los depósitos a plazo por estrato de monto
A precios constantes



Fuente: BCRA.

Las colocaciones de menor estrato de monto fueron las que concentraron la mayor parte de la caída (ver Gráfico 7.4). En efecto, los depósitos a plazo fijo minoristas (menos de \$1 millón) habrían continuado con la tendencia decreciente en términos reales iniciada en el trimestre anterior. Por su parte, las colocaciones de entre \$1 y \$20 millones a precios constantes también presentaron una contracción en el cuarto trimestre, aunque de menor magnitud, luego de un crecimiento ininterrumpido desde comienzos de año.

En el segmento mayorista (más de \$20 millones), las colocaciones a precios constantes se habrían mantenido relativamente estables durante el último trimestre del año, aunque con un comportamiento heterogéneo al interior del período. Dentro de este estrato de monto los principales actores son: las empresas y las Prestadoras de Servicios Financieros. En particular, dentro de estas últimas se destacan los Fondos Comunes de Inversión de Money Market (FCI MM), cuyas tenencias representan más del 90% del total. Si bien su patrimonio presentó un crecimiento en el trimestre, se observó una mayor preferencia por activos líquidos⁵⁰ entre octubre y noviembre, tendencia que se revirtió en el último mes del año.

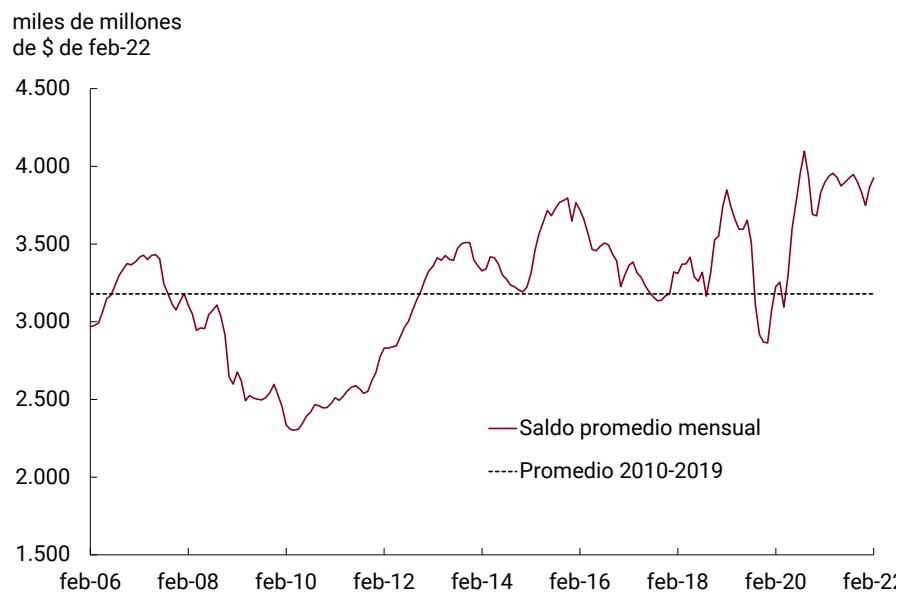
50 Depósitos a la vista remunerados e inversiones a plazo con opción de cancelación anticipada.

En términos de instrumentos, la dinámica del último trimestre de 2021 se explicó fundamentalmente por el menor dinamismo de las colocaciones tradicionales a plazo fijo denominadas en pesos. En tanto, los depósitos del segmento ajustable por CER, tras una marcada caída entre septiembre y octubre, se estabilizaron en el último bimestre del año. Finalmente, los instrumentos ajustables por la evolución del tipo de cambio (DIVA dólar) ganaron dinamismo en la última parte del año, aunque todavía representan una pequeña fracción del total de depósitos a plazo del sector privado (cabe recordar que estos últimos están disponibles únicamente para el sector agrícola).

Pese al menor dinamismo que presentaron las colocaciones a plazo fijo en la última parte del año, estos instrumentos finalizaron el 2021 con un saldo a precios constantes y ajustado por estacionalidad que se posicionó en niveles próximos a los máximos registrados desde 2003 (ver Gráfico 7.5). Como porcentaje del PIB, los depósitos a plazo del sector privado cerraron el año con un registro de 6,4%, ubicándose 0,9 p.p. por sobre el registro medio verificado entre 2010 y 2019.

Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado registró un incremento promedio mensual de 0,9% s.e. a precios constantes en el último trimestre del año. En términos del PIB, finalizó el año en 18,1%, 6 p.p. por debajo del registro máximo alcanzado en junio de 2020 y en línea con su registro medio entre 2010 y 2019.

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



Fuente: BCRA.

Con el objetivo de apuntalar la demanda de instrumentos de ahorro en moneda doméstica, y en línea con los objetivos planteados para el 2022, el BCRA buscará establecer un sendero de tasas que propenda hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, y preserve la estabilidad monetaria y cambiaria. En dicho sentido, en los primeros meses de 2022 el Directorio del BCRA decidió elevar en dos oportunidades (a comienzos de enero y a mediados de febrero) las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo⁵¹. Así, el nuevo piso para las imposiciones de personas humanas por hasta un monto

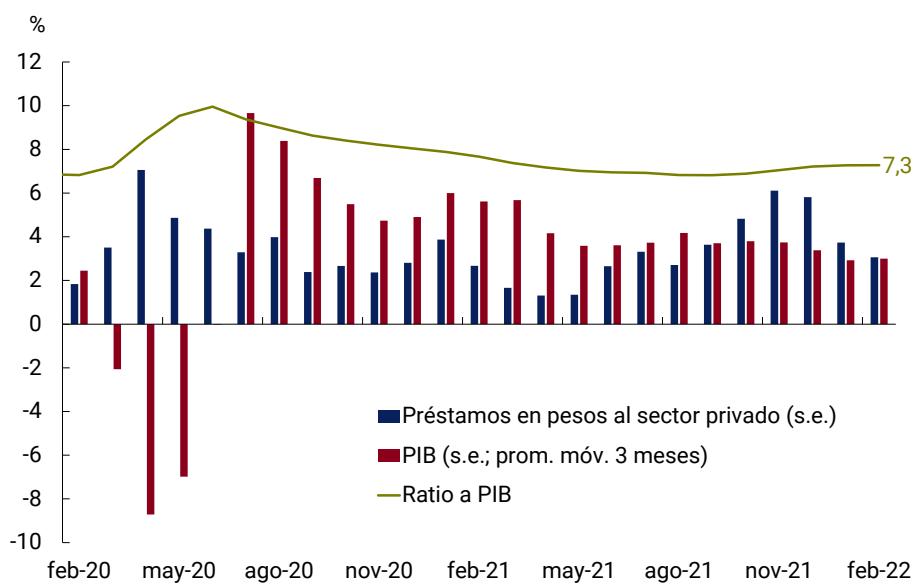
51 Comunicación "A" 7432.

de \$10 millones se incrementó en 4,5 p.p., situándose en 41,5% n.a (50,39% e.a.). Para el resto de los depositantes del sistema financiero la tasa de interés mínima garantizada se elevó 5,5 p.p. a 39,5% n.a. (47,51% e.a.). En este contexto, en los primeros dos meses de 2022 los depósitos a plazo fijo registraron una tasa de expansión promedio mensual de 2,3% a precios constantes, rompiendo con un período de tres meses de variaciones negativas (ver Gráfico 7.4).

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

La continuidad del proceso de “normalización” de las actividades de los sectores productivos le permitió al BCRA continuar con su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados y en el desarrollo productivo. Durante 2022 el Banco Central continuará estimulando la oferta de crédito al sector privado, dada su relevancia para impulsar el crecimiento económico sostenido y el cambio estructural. Los esfuerzos de asistencia financiera a los sectores más afectados por la pandemia se continuarán reduciendo en la medida que estos sectores consoliden su proceso de recuperación.

Gráfico 7.6 | Préstamos en pesos al sector privado en % del PIB



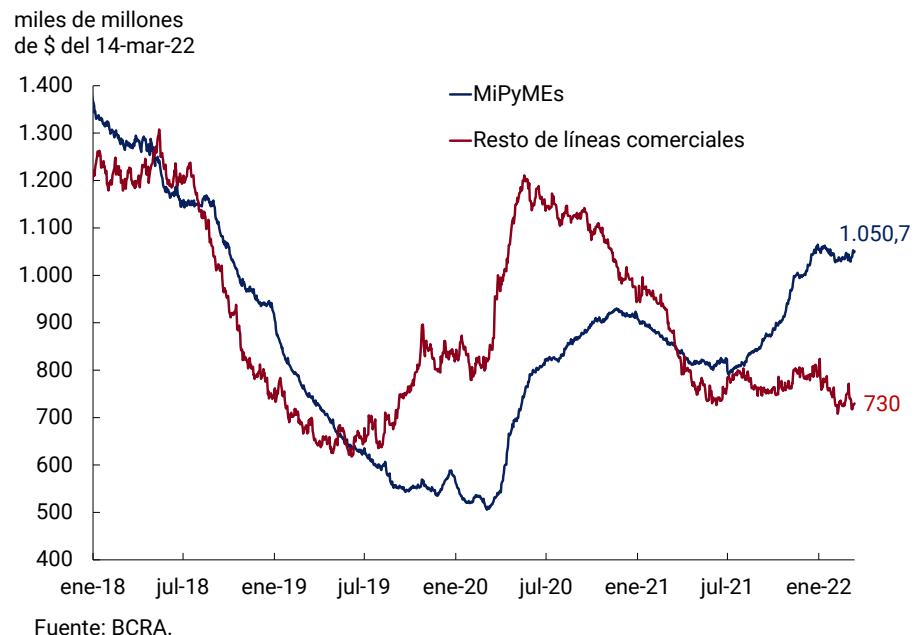
Fuente: BCRA.

De la mano de la recuperación de la actividad económica, los préstamos en pesos al sector privado volvieron a crecer en el último trimestre de 2021. Medidos en términos reales y ajustados por estacionalidad, exhibieron un aumento promedio mensual de 1,9% en el último trimestre, cerrando el año con una caída de 4,5% interanual en diciembre de 2021. A nivel de componentes, prácticamente todas las líneas de crédito (con la excepción del financiamiento a través de tarjetas de crédito) presentaron tasas de variación positivas a precios constantes en el último trimestre de 2021. En términos del PIB, el financiamiento bancario en pesos al sector privado ascendió en diciembre a 7,2%, 0,5 p.p. por encima del valor registrado en septiembre y 0,5 p.p. inferior al registro de un año atrás (ver gráfico 7.6). En enero y febrero de 2022, el saldo de préstamos en pesos al sector privado no financiero, ajustado por estacionalidad y a precios constantes se mantuvo relativamente estable, registrando una tasa de variación promedio mensual levemente negativa (-0,5% s.e.) y persistiendo en torno a 7,3% en términos del PIB.

El mayor impulso al crédito provino de las líneas comerciales, en sintonía con los mayores niveles de actividad económica. Los préstamos comerciales crecieron a precios constantes y sin estacionalidad a una tasa promedio mensual de 3,7% en el cuarto trimestre de 2021 y se ubicaron en diciembre 4,3% por debajo del registro de un año atrás. En el primer bimestre de 2022, la tasa de crecimiento promedio de estas líneas se redujo a 1,3% s.e. a precios constantes. Dentro de estas financiaciones, las líneas instrumentadas a través de documentos volvieron a ser las más dinámicas, destacándose en los últimos meses los documentos a sola firma (que tienen un mayor plazo promedio que los documentos descontados). En efecto, los primeros exhibieron un aumento promedio mensual a precios constantes de 4,9% s.e. en el trimestre y de 3,6% en el primer bimestre de 2022. En tanto, la tasa de expansión real promedio mensual de los documentos descontados fue de 2,7% s.e. sobre el final de 2021, mientras que en el primer bimestre del año mantuvieron su saldo estable. Por su parte, los adelantos en cuenta corriente también crecieron a buen ritmo, exhibiendo en el trimestre una tasa de crecimiento promedio mensual de 3,3% s.e. a precios constantes y cerraron el año 9,4% por debajo del registro de diciembre de 2020. Mientras que en los primeros dos meses de 2022 los adelantos se mantuvieron prácticamente sin cambios. Cuando analizamos la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor se aprecia que tanto el financiamiento a MiPyMEs como a las grandes empresas explican el crecimiento (ver Gráfico 7.7).

Gráfico 7.7 | Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor

A precios constantes

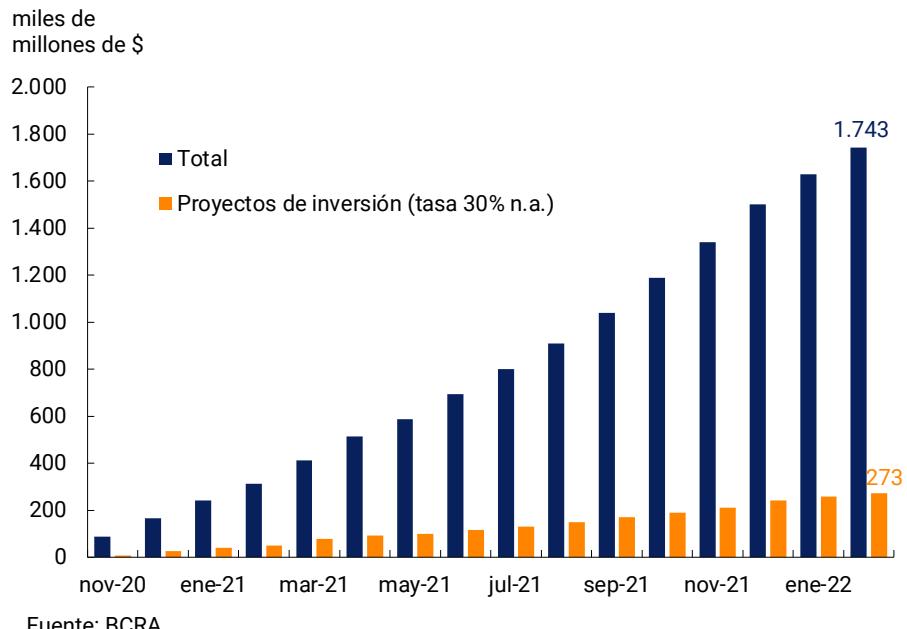


La demanda de crédito comercial se canalizó en gran parte a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) a MiPyMEs. Así, a fines de febrero, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$1.500 miles de millones desde su puesta en marcha (ver Gráfico 7.8). Esto implicó un aumento de 45% en comparación con el registro de fines de septiembre. Cabe mencionar que durante los primeros dos meses de 2022 se acumularon desembolsos por más de \$240 millones, ascendiendo el total a \$ 1.743 millones en febrero del año en curso. Al término de 2021, casi 210 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP y este número ascendió a 220 mil a fines de febrero. Respecto a los destinos de estos fondos, aproximadamente el 84% del total desembolsado

corresponde a la financiación de capital de trabajo y el resto a la línea que financia proyectos de inversión. Cabe señalar que, en línea con el aumento de las tasas de interés de referencia que se dispuso a comienzos de 2022, el BCRA decidió incrementar la tasa de interés máxima para las financiaciones de capital de trabajo desde 35% n.a. a 41% n.a., manteniéndose sin cambios en 30% n.a. la tasa de interés para el financiamiento de proyectos de inversión.

Gráfico 7.8 | Financiaciones otorgadas mediante la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP)

Montos acumulados



Fuente: BCRA.

Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mantuvieron su saldo estable en el cuarto trimestre. Sin embargo, su comportamiento no fue homogéneo a lo largo del período, exhibiendo un aumento en octubre y una contracción en noviembre y diciembre. Así, finalizaron 2021 con una contracción de 8,8% i.a. a precios constantes. En tanto, en lo que va de 2022 presentaron una contracción promedio mensual de 2% a precios constantes. En lo que refiere a la tasa de interés cobrada por las financiaciones en tarjetas de crédito el BCRA dispuso, junto con la suba del resto de las tasas de referencia, un incremento de esta hasta 49% n.a. (+7 p.p.). En cambio, los préstamos personales crecieron en el último trimestre a una tasa promedio mensual sin estacionalidad de 1,2% a precios contantes. De esta manera, continuaron con el proceso de recuperación que se inició en el tercer trimestre y luego de más de tres años de contracción. En consecuencia, el saldo de préstamos personales deflactado por la evolución de los precios minoristas cerró el año en un nivel 3% inferior al de fines de 2021. En tanto, en lo que va de 2022 se mantuvieron prácticamente sin cambios a precios constantes. Cabe señalar que la tasa de interés promedio correspondiente a los préstamos personales ascendió en diciembre a 53% n.a.

En cuanto a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios volvieron a mostrar el mayor crecimiento, exhibiendo desde mediados de 2020 una sostenida expansión en términos reales. En el último trimestre de 2021, la tasa de suba promedio mensual se ubicó en 4,3% s.e. a precios constantes y se moderó a 2,5% en los primeros dos meses de 2022. De esta manera, a febrero presentaron una tasa de expansión interanual de 45,7% a precios constantes. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios se mantuvo sin grandes

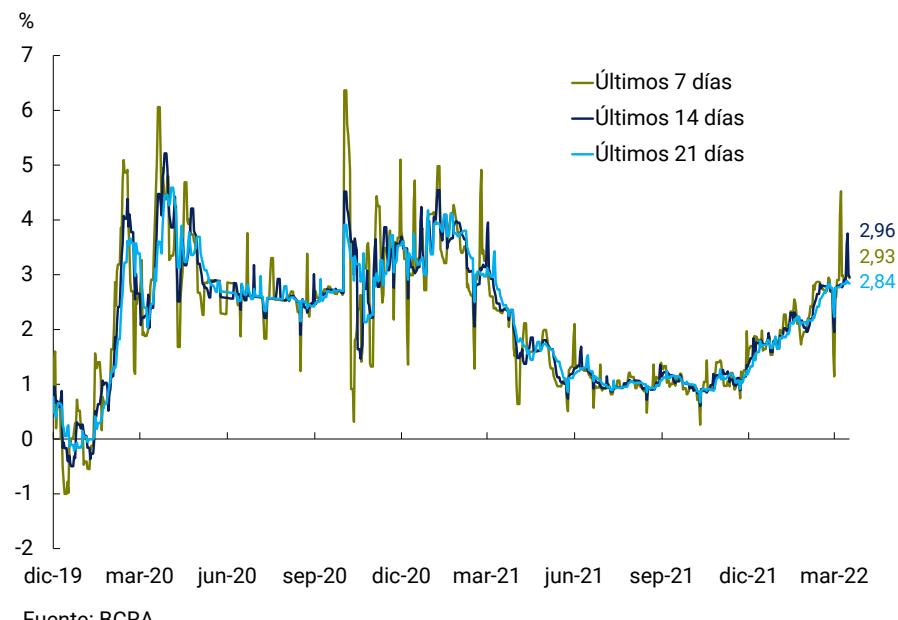
cambios en términos reales y sin estacionalidad en el último trimestre del año y con una ligera caída en lo que va del corriente año. En términos interanuales presentaron una contracción de 13,2% en febrero de 2022.

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

La política cambiaria llevada adelante por el BCRA en 2021 buscó promover una asignación eficiente de las divisas y adecuar el ritmo de depreciación de la moneda en función de las necesidades de la coyuntura.

Dentro de la estrategia de flotación administrada que sigue el BCRA, la velocidad de *crawl* del tipo de cambio nominal fue adaptándose a la estrategia antiinflacionaria. En el último trimestre de 2021 se experimentaron semanas de mayor volatilidad financiera asociada a la incertidumbre relacionada con el proceso electoral. En respuesta, la autoridad monetaria recalibró su intervención en los mercados de cambios spot y a término, y adaptó la regulación a los fines de preservar la estabilidad cambiaria y promover una asignación eficiente de las divisas. Concluido el proceso electoral, el BCRA ha retomado una dinámica cambiaria acorde con los lineamientos de mediano plazo planteados a comienzos de la gestión en 2020. En efecto, se aceleró gradualmente el ritmo de depreciación para llevarlo a niveles más compatibles con la tasa de inflación doméstica, sin perder de vista el efecto de la mayor inflación internacional sobre el tipo de cambio real (ver Gráfico 7.9).

Gráfico 7.9 | Variación mensualizada del tipo de cambio nominal



Fuente: BCRA.

El acotado dinamismo del tipo de cambio nominal, sumado a la evolución de las monedas emergentes respecto del dólar, contribuyó a una apreciación real del peso. A pesar de ello, el Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) permaneció a lo largo del año en niveles competitivos, compatibles con el promedio de los últimos 24 años, y en un contexto de superávit del sector externo.

Entre las modificaciones regulatorias que tuvieron lugar en el último trimestre del año, se dispuso que las entidades financieras mantuvieran hasta fin de noviembre una posición global neta en moneda extranjera que no supere al mínimo entre la posición de contado del 4 de noviembre y el promedio mensual de saldos diarios registrado en octubre del 2021, sin considerar los títulos valores emitidos por residentes que se hubiesen allí imputado⁵². A partir de diciembre se dispuso que las entidades deberán tener una posición cambiaria neutra de contado en moneda extranjera⁵³. Cabe destacar que estas normativas no tienen ningún impacto sobre los depósitos en dólares en el sistema financiero ni con los activos que los respaldan.

Adicionalmente, se eliminó la posibilidad a las entidades emisoras de tarjetas de crédito de financiar mediante cuotas las compras de pasajes al exterior y demás servicios turísticos en el exterior⁵⁴. Además, con el objetivo de incrementar la producción y eficiencia de diversas MiPyMEs, se flexibilizaron las condiciones de acceso automático al mercado cambiario para las importaciones de bienes de capital⁵⁵. En el mismo sentido, tomando en consideración las características particulares de las grandes inversiones, que necesitan contar con un período de maduración y financiamiento que posibilite su efectiva puesta en marcha, se reglamentó el decreto 836/2021 que dispuso mejores condiciones para el acceso al mercado de cambios a las empresas que realicen inversiones con destino a ampliar la capacidad exportadora del país⁵⁶.

En diciembre se prorrogaron por seis meses las disposiciones que vencían a fin de año en materia de pago de importaciones de bienes y refinanciación de títulos de deuda en moneda extranjera y otros pasivos financieros. Asimismo, se mantuvo el mecanismo de disponibilidad de divisas previsto para los exportadores que registren aumentos en sus exportaciones en 2022 respecto al año previo. Por último, se amplió el monto límite y los usos admitidos respecto a la cancelación de deudas comerciales con nuevo endeudamiento financiero con el exterior para facilitar al sector privado la renegociación de sus pasivos⁵⁷.

A comienzos del 2022, tuvieron lugar nuevas modificaciones normativas en materia cambiaria. Por un lado, se eximió de requerir la conformidad previa del BCRA para acceder al mercado de cambios para pagos a la vista o de deudas comerciales sin registro de ingreso aduanero destinados a la importación de insumos que se utilicen para la elaboración de bienes en el país⁵⁸. Asimismo, 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 externos. Por otro lado, se dispuso una clasificación de los importadores de acuerdo con ciertos parámetros de demanda de divisas, para determinar si tendrán un rápido acceso al mercado de cambios o deberán contar con una financiación del exterior. Estas medidas buscan continuar priorizando el uso de las divisas con el fin de maximizar su impacto social y económico, buscando acumular reservas internacionales para fortalecer la política monetaria y cambiaria⁵⁹.

Las reservas internacionales finalizaron 2021 con un saldo de US\$39.662 millones, lo que implicó un incremento de US\$275 millones respecto al 31 de diciembre de 2020. Sin embargo, la relativa estabilidad que se observa al comparar entre puntas el año esconde una dinámica a lo largo del año que reflejó los patrones estacionales del proceso de acumulación de reservas internacionales. A nivel de componentes en 2021 se

52 Comunicación "A" 7395.

53 Comunicación "A" 7405.

54 Comunicación "A" 7407.

55 Comunicación "A" 7408.

56 Comunicación "A" 7420.

57 Comunicación "A" 7416.

58 Comunicación "A" 7433.

59 Comunicaciones "A" 7466 y "A" 7469.

destacó la compra neta de divisas en el mercado de cambios por un total de US\$5.049 millones, un valor similar al de 2014 y entre los mayores desde 2012. En lo que va de 2022, las reservas internacionales acumulan una caída de US\$2.623 millones, que se explicó principalmente por pagos al Fondo Monetario Internacional (FMI) por US\$1.081 millones y otros pagos de deuda (ver Gráfico 7.10).

Gráfico 7.10 | Compra neta de divisas del BCRA
Acumuladas en el año



*con datos hasta el 17 de marzo del 2022.

Fuente: BCRA.

7.2. Perspectivas de política monetaria para 2022

A lo largo de 2022 se estima que la actividad continuará fortaleciéndose, respaldada por una mayor cobertura de vacunación con esquemas completos de la población, y por las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. Con el objetivo de seguir apoyando la recuperación de la actividad económica el BCRA continuará estimulando la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo, que sigue encontrándose en niveles relativos muy bajos. Los esfuerzos de asistencia financiera a los sectores más afectados por la pandemia continuarán reduciéndose en la medida que estos sectores consoliden su proceso de recuperación.

A su vez, se espera que cedan los factores transitorios que presionaron sobre el nivel general de precios y que la inflación retome un sendero de desaceleración gradual y sostenida. La estabilización del tipo de cambio real en su nivel actual, el cual preserva la competitividad externa de la economía, y la calibración de las tasas de interés para reflejar las novedades en materia inflacionaria, de manera de garantizar un retorno positivo sobre las inversiones en moneda local, contribuirán a estabilizar las expectativas, favoreciendo al proceso de desinflación. Ello se suma a los esfuerzos del Gobierno Nacional por coordinar precios y salarios a través de la política de ingresos, con el fin de morigerar la elevada inercia inflacionaria.

A su vez, el BCRA continuará calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes, para contribuir a preservar el equilibrio monetario. Cabe señalar que 2021 cerró con una expansión de la Base Monetaria de 40,0% i.a., lo que implicó una contracción en términos reales, y con un nivel de pasivos remunerados en torno a 9,7% del PIB. Si bien la suba de tasas de interés impactará sobre el costo de esterilización,

se estima que este sea relativamente acotado. Aun contemplando este efecto, en un contexto de menores necesidades de esterilización, durante 2022 los pasivos remunerados se reducirán en términos el PIB.

En lo que respecta al mercado cambiario, el BCRA continuará con 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. Asimismo, se adecuará el ritmo de depreciación de la moneda doméstica de manera de estabilizar el tipo de cambio real, con el objetivo de mantener la competitividad externa de la economía y propiciar la acumulación de reservas internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.

Recientemente el Gobierno Nacional anunció un acuerdo con el FMI a nivel técnico. Este contempla un préstamo por US\$44.500 millones para cubrir los pagos del *Stand-By Agreement* (SBA) firmado en 2018 con el FMI (ver Apartado 4 / El Acuerdo de Facilidades Extendidas). El actual programa se pautó como un *Extended Fund Facility* (EFF) que contempla que los pagos se comiencen a realizar a partir de la mitad del cuarto año posterior a la firma del convenio y se extiendan hasta el décimo año. Los desembolsos de los fondos se realizarán bajo el siguiente cronograma: un desembolso inicial con la firma del acuerdo y desembolsos trimestrales con las diversas revisiones. El esquema de políticas macroeconómicas pautado estipula una reducción gradual en el déficit primario⁶⁰. A pesar de esto último, se acordó que el gasto público mantenga un crecimiento en términos reales, con el objetivo de no afectar negativamente el proceso de recuperación del PIB en marcha. La asistencia monetaria al Tesoro seguirá una trayectoria descendente en términos del PIB, previéndose un valor nulo para 2024. En lo que refiere a las tasas de interés se pautó que el BCRA, en línea con los Objetivos y Planes que se presentaron para el año, buscará mantener la tasa de interés de referencia en un nivel que permita resguardar el valor real del ahorro de las y los argentinos. En el frente externo se convino mantener el ritmo de depreciación de la moneda doméstica en un nivel que permita preservar el valor del tipo de cambio real y avanzar en el proceso de acumulación de Reservas Internacionales. Las políticas antes mencionadas, junto con las medidas de coordinación de precios y salarios, permitirían gradualmente ir reduciendo la tasa de inflación doméstica. Por otro lado, tras el acuerdo sería esperable verificar cierta mejora en las expectativas de aquellos actores que condicionaban su visión acerca de la sostenibilidad del sector externo al resultado de dicha negociación, contribuyendo a contener las presiones cambiarias y las expectativas de inflación.

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.

60 Déficit primario: 2,5% del PIB en 2022, 1,9% del PIB en 2023 y 0,9% del PIB en 2024.

Apartado 6 / La reconfiguración de los instrumentos de política monetaria

En los últimos dos meses el Directorio del BCRA ha tomado un conjunto de decisiones que reconfigura los instrumentos de la política monetaria con el objetivo de continuar acompañando el sendero de recuperación económica y reforzar las condiciones de estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Estas decisiones procuran un reordenamiento del esquema de tasas de interés y una simplificación de la organización de la liquidez sistémica.

Bajo el nuevo esquema de gestión de la liquidez se reordenaron los instrumentos de regulación monetaria, que quedaron configurados de la siguiente manera:

Pases pasivos a 1 día: La tasa de interés pagada por estos instrumentos se elevó a 33,5% n.a. y se utilizarán para gestionar la liquidez de corto plazo de las entidades financieras.

Pases pasivos a 7 días: La tasa de interés de los pases a 7 días se redujo en dos oportunidades hasta situarla en 32% n.a., tasa inferior a la de pases pasivos a 1 día, buscándose de este modo eliminar los incentivos de las entidades financieras a la utilización de dicho instrumento. Previo a la modificación, este instrumento buscaba absorber los excedentes de liquidez que no podían ser colocados en LELIQ a 28 días de plazo.

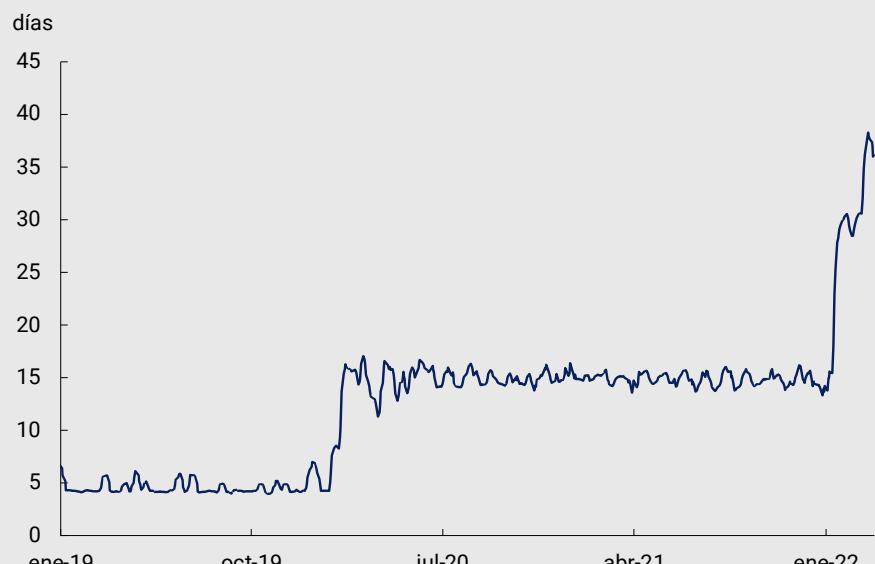
LELIQ a 28 días: Con el cambio normativo se amplió el acceso de las entidades financieras a las LELIQ a 28 días que podrán acceder a dicho instrumento por hasta un monto equivalente al promedio mensual de los saldos diarios de depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado no financiero del mes previo. Asimismo, se elevó la tasa de interés pagada por estos instrumentos en dos oportunidades pasando de 38% n.a. a 42,5% n.a.

LELIQ a 180 días: Se creó una nueva letra de liquidez (LELIQ) con un plazo de 180 días, para que las entidades puedan volcar la liquidez que no puede ser canalizada a través de la LELIQ a 28 días. La tasa de interés que se fijó para este nuevo instrumento es de 44% n.a. Para poder acceder a este instrumento las entidades financieras deberán contar con un porcentaje de depósitos a plazo fijo en pesos constituidos por el sector privado no financiero respecto del total de depósitos en pesos de ese sector igual o superior al 20%.

NOTALIQ a 183 días: Para complementar las LELIQ a 180 días de plazo, el 17 de febrero el BCRA lanzó las Notas de Liquidez (NOTALIQ), con iguales condiciones de acceso. Sin embargo, este instrumento posee una tasa de interés variable que se determina en función de la Tasa de Política Monetaria (TPM; LELIQ 28 días) más un spread. Este nuevo instrumento les permitirá a las entidades financieras beneficiarse de una suba en la tasa de interés de referencia, en caso de que estén anticipando un sendero alcista. De lo contrario, si la previsión fuera de una trayectoria a la baja de la tasa de política monetaria, la demanda se desplazaría a las LELIQ a 180 días que mantienen la tasa pactada en la suscripción.

Los cambios introducidos en los instrumentos de regulación monetaria del BCRA buscaron alcanzar dos objetivos simultáneos: volver a focalizar la señal de tasa de interés de política en la tasa de LELIQ a 28 días de plazo y crear un instrumento de mayor plazo (LELIQ a 180 días/NOTALIQ a 183 días). La creación de estos nuevos instrumentos continúa una política iniciada al principio de la gestión con el cambio de plazo de las LELIQ más cortas de 7 a 28 días en febrero de 2020. De esta manera, el plazo residual promedio del stock total de LELIQ prácticamente que se duplicó, al pasar de 15 a 35 días aproximadamente (ver Gráfico 7.1).

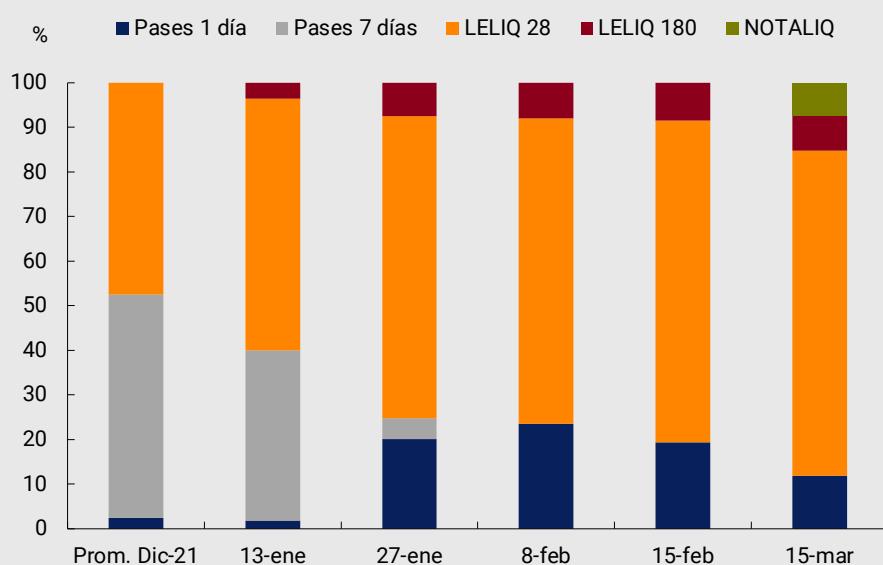
Gráfico 1 | Plazo promedio de las Letras y Notas de Liquidez
Promedio móvil 7 días



Fuente: BCRA.

La emisión de letras a plazos más largos tiene una serie de ventajas sobre la política monetaria que lleva a cabo el Banco Central. En primer lugar, dota de una mayor previsibilidad a la evolución de los agregados monetarios, al estirar los vencimientos de letras que sirven para cubrir la liquidez estructural de las entidades, y por ende, moderar movimientos abruptos de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA (como contrapartida de las decisiones de renovación de dichas letras). En segundo lugar, permite una mejor administración de la liquidez por parte de las entidades financieras, que ahora cuentan con nuevos instrumentos acordes para colocar su liquidez estructural. En tercer lugar, habilita al BCRA a dar señales de tasa de interés en plazos mayores a un mes, permitiendo comunicar de manera más completa el sesgo de la política monetaria y la visión de la autoridad monetaria.

Gráfico 2 | Pasivos remunerados en pesos del BCRA



Fuente: BCRA.

A su vez, históricamente el BCRA ha mantenido una combinación de pasivos remunerados de corto y mediano plazo. Entre 2003 y 2014 la entidad emitía NOBAC de hasta 3 años de plazo. Posteriormente, entre fines de 2015 y fines de 2018, la entidad mantuvo LEBAC con plazos que iban de los 30 a los 180 días. De esta manera, se está retomando una práctica habitual de las últimas décadas.

Los cambios en la estructura y el funcionamiento de los instrumentos de regulación monetaria dieron lugar a un cambio en la composición de estos. En primer lugar, se observó un desarme completo de los pases a 7 días a lo largo de enero. Cabe señalar que en diciembre estos representaban prácticamente el 50% del total de los pasivos remunerados. La liquidez que estaba colocada en pases pasivos a 7 días se distribuyó de la siguiente manera a mediados de marzo: 25 p.p. se colocaron en LELIQ a 28 días y 8 p.p. en la especie a 180 días, 9 p.p. se concertaron a pases a 1 día y los 7 p.p. restantes se canalizaron a NOTALIQ.

Los cambios en la estructura de instrumentos de esterilización fueron acompañados por una suba en la tasa de interés de referencia de los instrumentos de esterilización. Con todo, la tasa promedio ponderada de los pasivos remunerados del BCRA se ubicó en 41,3% n.a. (50,0% e.a.). La suba está en línea con los Objetivos y Planes presentados para el año en curso y busca propender a un nivel que permita resguardar el valor real del ahorro de las y los argentinos. Para lograr que el incremento en la tasa de política monetaria se traslade a las tasas que enfrentan los ahorristas, el BCRA incrementó, también en dos oportunidades, las tasas pagadas por las colocaciones a plazo fijo. Las mayores tasas de interés contribuirán a apuntalar la demanda de instrumentos de ahorro en pesos, lo que contribuirá a preservar la estabilidad monetaria y cambiaria.

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 encuestados 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