

Informe de Política Monetaria

Abril de 2023



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Abril de 2023

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, 4 de abril de 2023.

Contenidos

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

Pág. 6 | 2. Contexto Internacional

Pág. 18 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 29 | Apartado 1 / Empleo asalariado privado registrado: caracterización según los Convenios Colectivos de Trabajo

Pág. 33 | 4. Sector Externo

Pág. 44 | Apartado 2 / Litio, una oportunidad de diversificar la canasta exportadora

Pág. 49 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 58 | 6. Precios

Pág. 66 | Apartado 3 / La evolución reciente de los precios de la carne

Pág. 69 | 7. Política Monetaria

Pág. 81 | Apartado 4 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva: renovación y cumplimiento del cupo 2022/2023

Pág. 84 | 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 complejizado recientemente a partir de la quiebra del *Silicon Valley Bank* en Estados Unidos y del rescate del *Credit Suisse* en Europa. Las respectivas autoridades monetarias reaccionaron rápidamente inyectando liquidez para evitar un contagio que derive en problemas sistémicos. Si bien los pronósticos de crecimiento mundial, disponibles al cierre de esta edición, todavía no contemplaban el potencial impacto negativo de estos últimos sucesos, continuaron prevaleciendo las perspectivas de menor actividad económica. Asimismo, aumentó la incertidumbre respecto al grado en que la política monetaria de la Fed seguirá priorizando el objetivo antiinflacionario, mediante subas adicionales de la tasa de interés de política y reducción del tamaño de su hoja de balance, o bien revisará su estrategia en vistas de los riesgos para la estabilidad financiera. Si bien el impacto sobre la Argentina sería reducido a través del canal financiero, se sentiría en el caso de que afecte el crecimiento de nuestros principales socios comerciales, las valuaciones de los activos financieros y las monedas emergentes y los precios de materias primas.

En Argentina la actividad económica interrumpió su tendencia expansiva a fines de 2022. La caída de 1,5% s.e. que se observó durante el cuarto trimestre fue difundida al interior de la demanda interna, pero parcialmente compensada por un aumento en las exportaciones de bienes y servicios. Al arrastre estadístico negativo que dejó el último trimestre de 2022 para el año en curso (-0,3 puntos porcentuales) y las señales mixtas que brindaron los datos anticipados de los primeros meses del año se sumó en febrero y marzo el predominio de condiciones climáticas muy adversas —sequía y heladas tempranas— en las principales zonas productivas del país, que implicaron una marcada corrección en las estimaciones de la producción nacional de soja y maíz. Estas tendencias, en un contexto de aumento de la incertidumbre financiera tanto a nivel global como local condicionarán la actividad económica en los próximos meses.

En materia de precios, tras un período de desaceleración en el cual la inflación mensual pasó del 7,4% en julio al 5,0% promedio en el último bimestre de 2022, la tasa de inflación se incrementó en los primeros dos meses del año, promediando 6,3% mensual (+0,8 p.p. respecto al IV-22). Las categorías Estacionales y Regulados del IPC y el altamente volátil agrupado de Carnes y derivados, de elevada ponderación en la categoría Núcleo, mostraron la mayor aceleración a comienzos de 2023. La inflación núcleo excluyendo a las Carnes y derivados, que podría considerarse una medida más estructural de la inflación subyacente, promedió 5,8% en el primer bimestre registrando una aceleración más moderada respecto al cuarto trimestre de 2022 (5,6%). La tasa de inflación interanual continuó elevándose, alcanzando el 102,5% en febrero, luego de acumular 94,8% en 2022.

En este contexto, a mediados de enero, el BCRA elevó la tasa de interés con la que remunera sus instrumentos de menor plazo y los pases pasivos a entidades financieras y Fondos Comunes de Inversión, buscando reforzar la estabilidad financiera y cambiaria. Asimismo, en marzo, ante los mayores registros de inflación de febrero, la autoridad monetaria decidió incrementar en 300 puntos básicos la tasa con la que se remuneran las Letras de Liquidez (LELIQ) a 28 días de plazo, que quedó así fijada en 78% nominal anual -n.a.- (113,3% efectiva anual -e.a.-). En línea con este incremento de la tasa de política monetaria, también se ajustaron las tasas mínimas con la que se remuneran los depósitos a plazo fijo del sector privado, tanto para personas humanas hasta \$10 millones como para el resto de los depositantes.

De este modo, las tasas de interés continúan en terreno positivo en términos reales, lo cual garantiza la protección del ahorro en pesos y contribuye a mantener ancladas las expectativas cambiarias e inflacionarias. El BCRA continuará monitoreando la evolución del nivel general de precios, la dinámica del mercado de cambios y de los agregados monetarios a los efectos de calibrar su política de tasas de interés y de gestión de la liquidez.

Al finalizar el mes de marzo de 2023, las reservas internacionales del BCRA se posicionaron en US\$39.060 millones, mostrando una caída de US\$5.538 millones respecto a diciembre. Dicho resultado se explica principalmente por los pagos de títulos públicos del Tesoro Nacional por unos US\$1.600 millones, y por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por unos US\$3.000 millones. Cabe destacar que detrás de estas últimas se encuentran los menores ingresos netos del sector “Oleaginosas y Cereales” durante el primer trimestre del año (que resultaron 74% inferiores a los ingresos netos de los primeros tres meses del 2022) producto del impacto de la fuerte sequía y heladas tempranas sobre la producción y exportaciones de productos agrícolas y sus derivados (trigo, maíz y pellets de soja), la cancelación parcial del endeudamiento comercial que el sector tuvo a fines del año pasado en el marco del “Programa de Incremento Exportador”, y del cambio en la estacionalidad de los pagos de importaciones de energía para aprovechar los precios vigentes en el mercado internacional y asegurar la provisión de gas para el invierno.

El acuerdo a nivel técnico entre el FMI y las autoridades argentinas sobre la cuarta revisión del Programa de Facilidades Extendidas, y su reciente aprobación por parte del directorio ejecutivo del organismo multilateral de crédito, consolida el marco de política monetaria que viene implementando el BCRA desde la salida de la pandemia. En esta oportunidad se reconoce el contexto económico más desafiante en el que deben desarrollarse las políticas económicas y se mantienen inalteradas las metas, que conllevan un mayor esfuerzo de consolidación, con excepción del objetivo de reservas para 2023, que se flexibiliza a los efectos de dar cuenta parcialmente del impacto de la sequía sobre las exportaciones primarias.

En los próximos meses el BCRA continuará calibrando sus políticas con el objetivo de reducir la inflación. En este sentido, se continuará ajustando la tasa de política monetaria en la medida en que las condiciones financieras, cambiarias y la dinámica de precios lo requieran. También buscará preservar la estabilidad financiera utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana. Por otro lado, en materia cambiaria, el Banco Central continuará adaptando el ritmo de depreciación de la moneda doméstica con el objetivo de preservar los niveles de competitividad externa, readecuando gradualmente la tasa de crawl en el marco del régimen vigente de flotación administrada a un nivel acorde con el ritmo de la inflación. Ello se complementará con otras medidas que fomenten el incremento de exportaciones con el objetivo de fortalecer las reservas internacionales. Asimismo, se continuará gestionando prudentemente las regulaciones cambiarias con el fin de adaptarlas a las necesidades de la coyuntura. En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando gradualmente 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. Finalmente, el BCRA continuará con una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez con sus instrumentos de regulación monetaria, de manera de preservar el equilibrio monetario.

2. Contexto Internacional

La economía global continuó acusando el impacto del inédito ciclo de política monetaria contractiva, mientras la inflación se ha moderado sólo gradualmente, con persistencia de su medida subyacente en varios países. Los indicadores prospectivos apuntaban a cierta recuperación en el primer trimestre del año, cuando se materializó uno de los riesgos señalados en el IPOM anterior: que la contracción monetaria en curso interactuara con las vulnerabilidades financieras globales, “deramando” sobre las economías avanzadas y no sólo desde aquellas hacia los países en desarrollo.

La quiebra del *Silicon Valley Bank* (SVB) en EE.UU. y sus repercusiones en Europa y otras regiones han dado lugar a una rápida respuesta de política monetaria y financiera. La Reserva Federal lanzó nuevas líneas de liquidez, interrumpiendo en los hechos la contracción cuantitativa en curso desde el año pasado; también amplió la oferta de liquidez global a través de líneas de *swaps* con varios bancos centrales de países avanzados. Los mercados parecen descontar que las subas de tasas de interés se detendrán (e incluso comenzarían a revertirse) en lo que resta del año. Pero ello no ha sido validado por las últimas decisiones de los bancos centrales de países avanzados, que continuaron subiendo las tasas de interés de referencia.

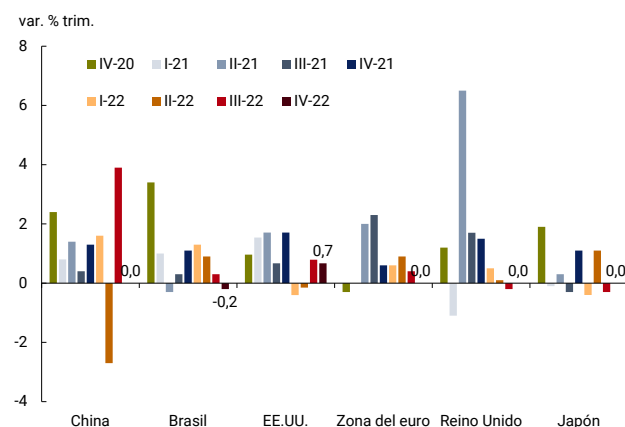
Las turbulencias financieras recientes aumentan la incertidumbre y reafirman la perspectiva de menor crecimiento global. Si bien el impacto directo sobre la Argentina sería reducido a través de los mercados financieros, se sentiría en el caso de que afecte el crecimiento de nuestros principales socios comerciales y los precios de materias primas.

2.1. Menor crecimiento global en un contexto más incierto

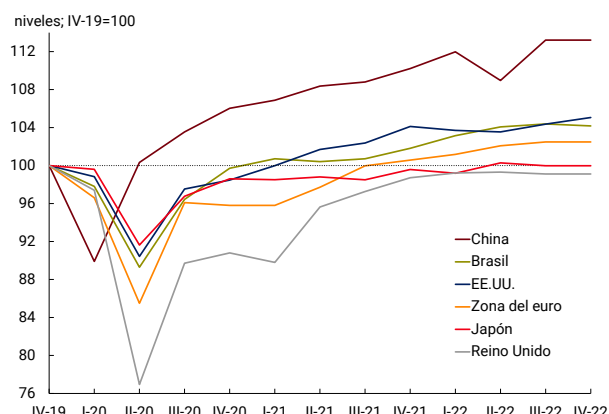
La economía global registró un débil crecimiento sobre el final del año pasado, afectado por el alza de las tasas de interés para contener la inflación, particularmente en las economías avanzadas (ver Gráfico 2.1). Por un lado, las economías del Reino Unido, la zona del euro, Japón y China se estancaron en el último trimestre del año pasado (en términos de la variación trimestral sin estacionalidad —s.e.—). El gigante asiático se vio afectado por las fuertes restricciones a la movilidad generadas por la política de COVID Cero que finalizó a principios de diciembre. Por otro lado, la actividad se contrajo en Brasil (-0,2% trimestral s.e.), mientras que solamente Estados Unidos mantuvo cierto dinamismo con un crecimiento de 0,7% (trimestral s.e.), similar al del trimestre previo. A pesar del menor crecimiento global, las tasas de desempleo continúan cerca de mínimos históricos en muchos países.

Gráfico 2.1 | Evolución del PIB de países seleccionados (PIB real sin estacionalidad)

a. Variación % trimestral



b. En niveles, 4to. trimestre de 2019=100

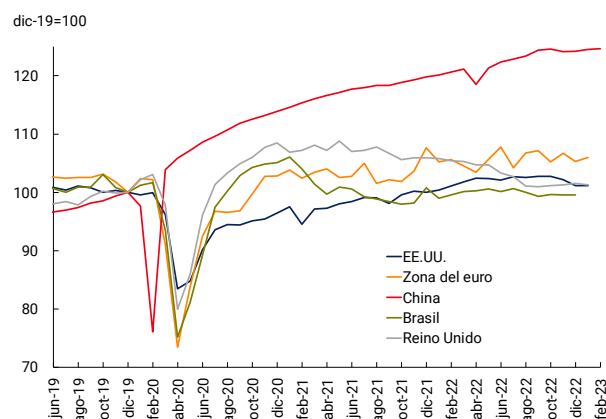


Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas nacionales.

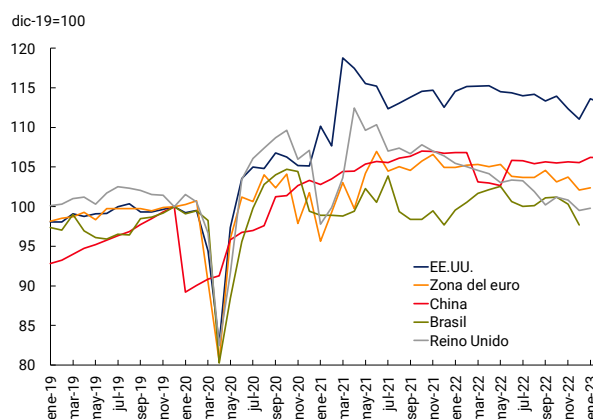
En los primeros meses del año, los indicadores de actividad de alta frecuencia muestran, en general, señales positivas, con un aumento de la producción industrial en la zona del euro y China y de las ventas minoristas en la zona del euro, Reino Unido, Estados Unidos y China en enero (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores de actividad

a. Producción industrial



b. Ventas minoristas

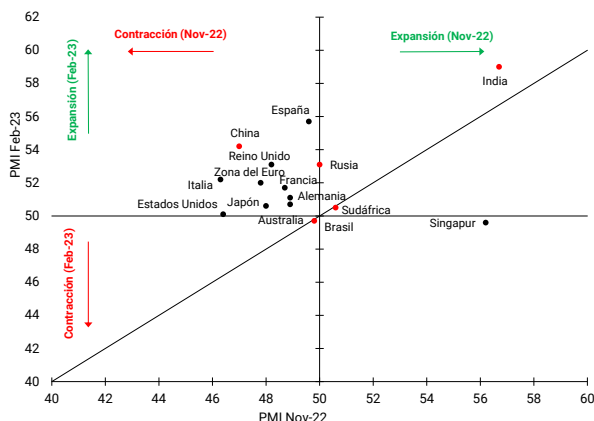


Fuente: BCRA en base a datos las oficinas nacionales de estadísticas y Trading Economics.

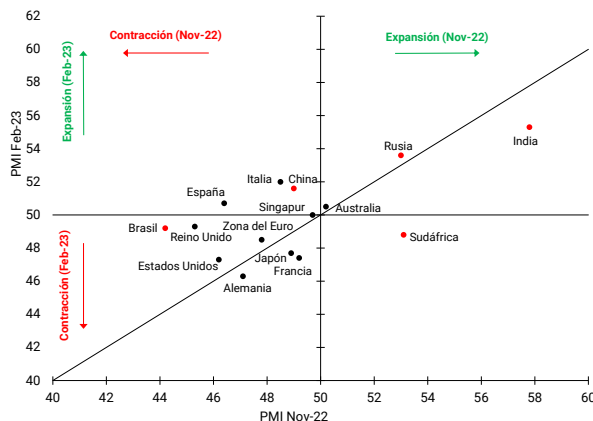
Los indicadores prospectivos también sugieren una mejora para el primer trimestre, explicada fundamentalmente por la recuperación del sector servicios. Las encuestas realizadas a los gerentes de compras (PMI) del sector servicios muestran que, con la excepción de Brasil, todos los países mejoraron (puntos arriba de la diagonal) y se ubicaron en la región de crecimiento (valores superiores a 50) (ver Gráfico 2.3 c). Para la industria, las mediciones son mixtas (ver Gráfico 2.3 b). Si bien la mayoría mejoró (10 de 15), en sólo 6 economías los valores registrados en febrero sugieren un aumento de la actividad (respecto a 4 casos en noviembre). Por su parte, la confianza del consumidor se recuperó en febrero en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido, pero permaneciendo por debajo del promedio de largo plazo (ver Gráfico 2.3 d). En Brasil se mantuvo prácticamente estable, en valores próximos a la media. El último dato disponible para China corresponde a diciembre e indica una estabilización tras las fuertes caídas de los meses previos.

Gráfico 2.3 | Indicadores de actividad prospectivos

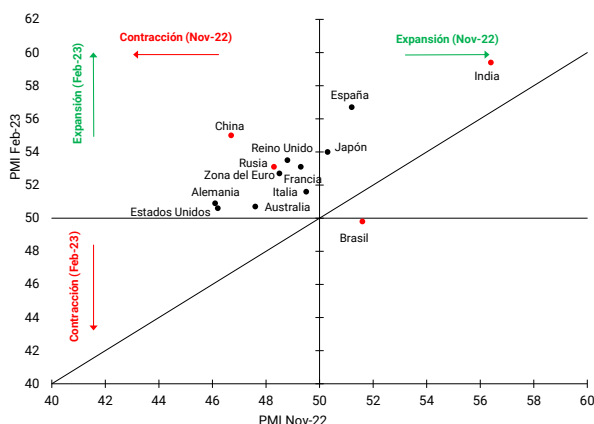
a. PMI compuesto



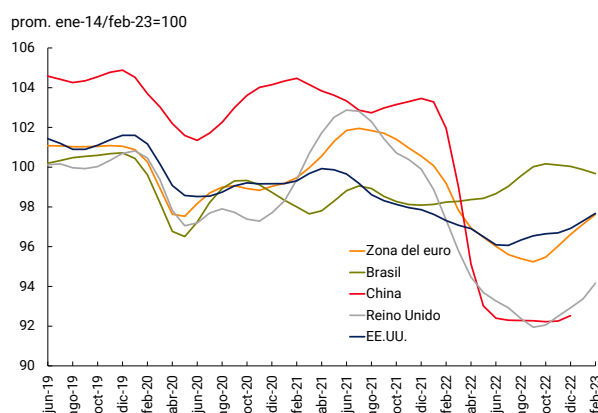
b. PMI del sector industrial



c. PMI del sector servicios



d. Confianza del consumidor



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

Los pronósticos previos al episodio de volatilidad financiera generado por la quiebra del SVB señalaban una desaceleración de la economía global para 2023 y un mayor crecimiento en 2024 (ver Cuadro 2.1). Aunque no se esperaba una recesión global, el crecimiento estaría por debajo del promedio del período 2000-2019 (+3,8%). Los factores detrás de este escenario eran la suba de tasas de interés y el impacto de la guerra en Ucrania. Para las economías avanzadas se esperaba una desaceleración más pronunciada, mientras que el pronóstico para las emergentes y en desarrollo era que mantuviesen su tasa de crecimiento, con China e India explicando la mitad de la expansión global. Por otra parte, los pronósticos de inflación preveían que los precios minoristas a nivel global, luego de alcanzar una variación interanual de 8,8% en 2022, pasarían a 6,6% en 2023 y a 4,3% en 2024, superando todavía el nivel de prepandemia de 3,5% (2017-2019, según el FMI).

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

	FMI (estimaciones)		FMI				Banco Mundial				Consenso de mercado			
	2021	2022	Proyecciones		Dif. Con proy.		Proyecciones		Dif. con proy.		Proyecciones		Dif. con proy.	
			enero 2023	octubre 2022	enero 2023	octubre 2022	enero 2023	junio 2022	enero 2023	junio 2022	febrero 2023	diciembre 2022	enero 2023	diciembre 2022
PIB Mundial	6,2	3,4	2,9	3,1	0,2	-0,1	1,7	2,7	-1,3	-0,3	2,1	2,8 ⁽¹⁾	-0,2	-0,2
Economías avanzadas	5,4	2,7	1,2	1,4	0,1	-0,2	0,5	1,6	-1,7	-0,3				
Estados Unidos	5,9	2,0	1,4	1,0	0,4	-0,2	0,5	1,6	-1,9	-0,4	0,7	1,2	0,4	-0,1
Zona del euro	5,3	3,5	0,7	1,6	0,2	-0,2	0,0	1,6	-1,9	-0,3	0,4	1,2	0,5	-0,1
Economías emergentes y en desarrollo	6,7	3,9	4,0	4,2	0,3	-0,1	3,4	4,1	-0,8	-0,3				
China	8,4	3,0	5,2	4,5	0,8	0,0	4,3	5,0	-0,9	-0,1	4,9	5,0	-0,1	0,2
América Latina y el Caribe	7,0	3,9	1,8	2,1	0,1	-0,3	1,3	2,4	-0,6	0,0				
Brasil	5,0	3,1	1,2	1,5	0,2	-0,4	0,8	2,0	0,0	0,0	0,8	1,9	0,0	0,0
Europa Emergente y en desarrollo	6,9	0,7	1,5	2,6	0,9	0,1	0,1	2,8	-1,4	-0,5				
Rusia	4,7	-2,2	0,3	2,1	2,6	0,6	-3,3	1,6	-1,3	-0,6	-1,9	1,5	0,0	0,0

1. Pronóstico de enero de 2023 y comparación con octubre de 2022.

Fuente: FMI, Banco Mundial, Reuters (consenso de mercado), OCDE (mundo y China), BCE (zona del euro), Fed (Estados Unidos), BCB - Encuesta Focus (Brasil).

La volatilidad financiera generada por los problemas en grandes bancos abre un nuevo frente de incertidumbre global, aunque todavía es muy pronto para evaluar su impacto final. Este episodio representa la materialización del riesgo sobre la estabilidad financiera y, eventualmente, la actividad que podría generar la contracción monetaria global en curso, inédita en términos históricos, tanto por la intensidad de las subas de tasas como por su grado de sincronía entre países (ver la sección de política monetaria, más adelante). Otros riesgos a la baja sobre el escenario económico mundial se concentran en un recrudecimiento de la guerra en Ucrania, nuevos eventos de inestabilidad financiera generados por problemas de endeudamiento elevado o por algún episodio de estrés por parte de entidades financieras no bancarias, y que una inflación más persistente de lo previsto lleve a políticas monetarias más restrictivas (ver el Recuadro. La inflación global muestra cierta persistencia, aunque las expectativas se mantienen relativamente ancladas).

En tanto, retrocede el factor de riesgo pandémico y su impacto a través de las medidas de contención en China. Desde mediados de diciembre pasado, la curva de contagios mundiales de COVID-19 acumulados en siete días, excluyendo China, inició un descenso sostenido, pasando de 4,04 millones a 720 mil durante la segunda semana de marzo de 2023, valores mínimos desde el comienzo de la pandemia. En tanto, a principios de diciembre de 2022, las autoridades de China levantaron aceleradamente las restricciones sanitarias de su política de COVID Cero. Ello provocó una expansión exponencial de la enfermedad hasta principios de febrero. La OMS estableció que durante este brote se rompió el récord de casos registrados en una semana desde el inicio de la pandemia (44 millones de contagios semanales en diciembre de 2022, casi duplicando el récord de enero de ese año). Sin embargo, no habrían aparecido nuevas cepas. Finalmente, la tasa de mortalidad mundial subió hasta 0,84% a principios de febrero de 2023, influida por lo acontecido en China; pero en marzo ya ha descendido a 0,42%, ubicándose en valores muy inferiores a los registrados durante 2021.

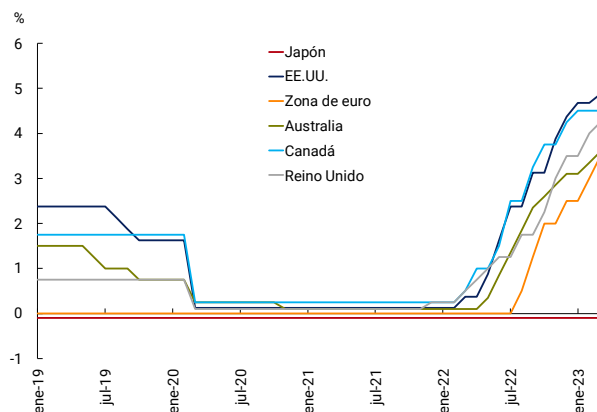
2.2. El ciclo de política monetaria contractiva continúa, pero los episodios de inestabilidad financiera abren un interrogante a futuro

Los bancos centrales de los países desarrollados continuaron subiendo las tasas de interés o contrayendo la liquidez a alta velocidad (ver Gráfico 2.4 a). Sin embargo, algunos de ellos, como la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) habían empezado a desacelerar el ritmo del ajuste: los recientes eventos financieros han acentuado esta perspectiva (ver Recuadro. La quiebra del SVB y las turbulencias financieras). Así, los mercados esperan una reducción de la tasa de interés de política monetaria de la Fed de hasta 0,65p.p, en 2023, mientras que antes

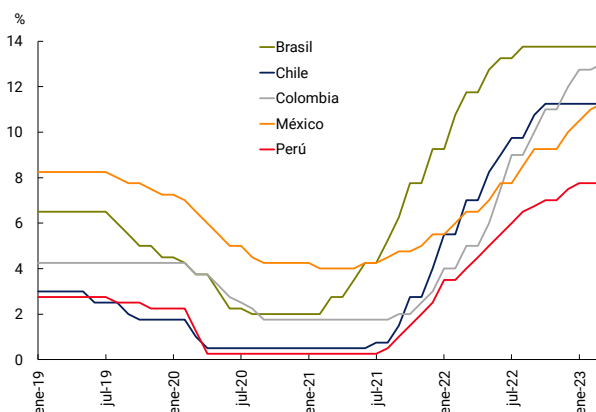
del estrés no esperaban ninguna. Además, en una acción coordinada los bancos centrales de EE.UU., Inglaterra, la zona del euro, Suiza, Canadá, y Japón incrementaron la oferta de liquidez en dólares a través de *swaps*. En tanto, los bancos centrales de países en desarrollo tuvieron un comportamiento heterogéneo (ver el Gráfico 2.4 b) según el desempeño de la inflación (ver Recuadro. La inflación global muestra cierta persistencia, aunque las expectativas se mantienen relativamente ancladas).

Gráfico 2.4 | Tasas de Política Monetaria

a. Economías avanzadas



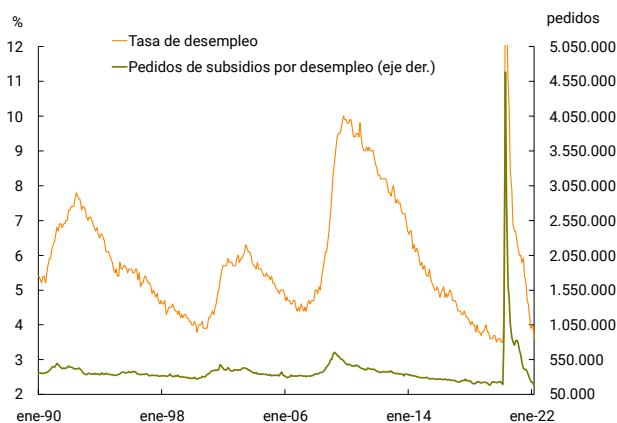
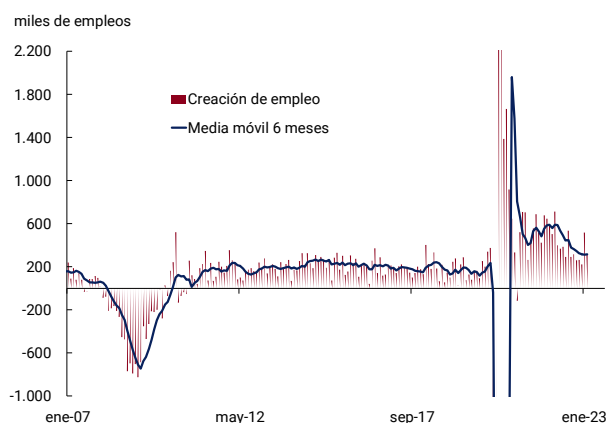
b. Países de la región



Fuente: BCRA en base a datos de *Trading Economics*.

La Fed incrementó su tasa de interés de política monetaria en 0,25 p.p., tanto en la reunión de enero como en la de marzo de 2023, alcanzando su mayor nivel desde 2007. Datos muy sólidos del mercado de trabajo (ver Gráfico 2.5), y una inflación disminuyendo muy lentamente (ver Gráfico 2.7 a) llevaban a la Fed a esperar aumentos adicionales de casi 0,75 p.p. Sin embargo, la quiebra del banco SVB en EE.UU., y los eventos posteriores, hicieron que el mercado espere que la tasa máxima sólo sería 0,25 p.p. más que el nivel actual. Este evento está en línea con lo que se viene señalando en ediciones anteriores de este informe respecto de que la rapidez de la política monetaria contractiva podía traer problemas de liquidez (ver el Apartado 1 del IPOM de diciembre de 2022).

Gráfico 2.5 | Indicadores del mercado de trabajo de EE.UU.



Fuente: BCRA en base a datos de *Trading Economics*.

Las últimas decisiones de otros bancos centrales de países avanzados revelan que el ciclo monetario contractivo continúa a buen ritmo. El Banco Central Europeo (ECB) aumentó su TPM en 0,5 p.p., en febrero y luego en marzo, incluso después de lo sucedido con el SVB. Prefirió así mantener lo anticipado sobre su sesgo contractivo, a la vez que comenzó con su programa de contracción cuantitativa. La tasa de política monetaria se ubica en su mayor nivel desde 2008. El Banco de Inglaterra incrementó su TPM en 0,5 p.p. en su reunión de febrero, y en 0,25 p.p. en marzo, en ambos casos en línea con lo esperado por el mercado (acumulando más de 4,25 p.p. de subas desde marzo del año pasado). Por su parte, el Banco de Canadá mantuvo sin cambios la TPM en la reunión de marzo. Por último, el Banco de Japón (BoJ) no realizó modificaciones ni a la TPM y ni al programa de expansión cuantitativa.

Entre las economías emergentes de la región, el Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo sin cambios su TPM por octavo mes consecutivo, al igual que la de Chile, por quinto mes consecutivo. En ambos casos, ello ocurrió luego de ciclos de fuertes alzas, y de que la inflación se fuera desacelerando (por caso, en Brasil la inflación interanual ha venido bajando en forma consistente desde hace ocho meses). En cambio, los bancos centrales de Colombia, México y Perú continuaron tomando medidas contractivas, pero a un ritmo más lento. La gran mayoría de las autoridades monetarias del resto de los países emergentes siguieron tomando medidas contractivas con la excepción de Turquía.

Recuadro. La quiebra del SVB y las turbulencias financieras

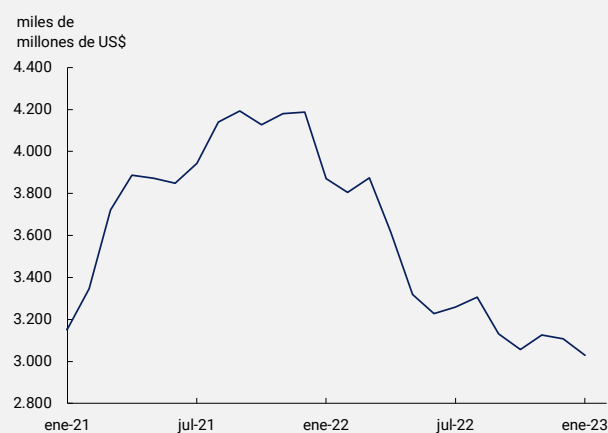
A mediados de marzo de 2023, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) decidió tomar el control del *Silicon Valley Bank* (SVB, número dieciséis en importancia según activos entre los bancos de EE.UU.) tras una corrida bancaria que en tan sólo un día hizo que sus depósitos cayeran 20%. Como el 94% de los depósitos del SVB no estaban cubiertos por el seguro de depósitos de la FDIC (eran mayoristas), el temor era que la corrida se contagiara al resto de los depositantes de otros bancos. El cierre del SVB es la segunda quiebra más importante en la historia del sistema financiero de los EE.UU., tras la del *Washington Mutual*, durante la crisis de 2008.

El SVB presentaba un balance con depósitos inusualmente sensibles a las tasas de interés (depósitos mayoristas, inversores sofisticados) y activos no del todo sensibles a esos cambios (bonos de largo plazo del gobierno valuados a valor técnico). Había recibido muchos depósitos de empresas tecnológicas en el auge de ese sector durante la pandemia, que invirtió en bonos del gobierno a largo plazo. A medida que subían las tasas de interés, el SVB tuvo que empezar a pagar más por sus depósitos. Además, a muchas de las empresas que inicialmente tenían exceso de liquidez les cambió la situación y redujeron sus depósitos en el SVB. Mientras tanto, la caída en los precios de los bonos (contrapartida de la suba de tasas) tuvo un impacto en el valor de sus activos. La rentabilidad del banco iba a reducirse. Para compensarlo, planeaba vender bonos de largo plazo y reinvertirlo en títulos más cortos y rendimientos más altos, “cubriendo” la diferencia entre ambos emitiendo acciones. Pero inversores y depositantes no esperaron a ver si el plan funcionaba y “corrieron” contra sus depósitos. Otro factor relevante fue que, tras la reforma a la ley Dodd-Frank en 2018, sólo los bancos con un activo mayor a US\$250 mil millones tenían la obligación de informar el valor de mercado de los títulos en su poder y someterse a pruebas de estrés. Anteriormente, el límite para definir a los bancos sistémicamente importantes (con mayores exigencias regulatorias) alcanzaba a bancos con un activo mayor a US\$50 mil millones; con la mencionada reforma, el SVB había quedado por debajo de ese “radar” regulatorio. Aún así, varios analistas señalan que los escenarios de las pruebas de estrés de la Fed no contemplaban un aumento tan fuerte de tasas de interés de política.

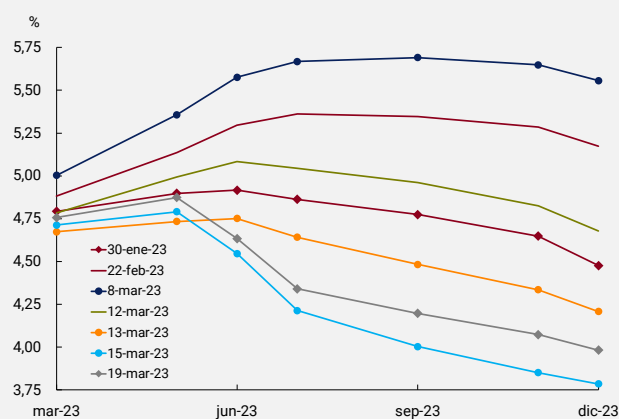
La quiebra del SVB llevó a la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) a tomar medidas de emergencia para evitar un contagio masivo en los depósitos mayoristas apenas abriera el mercado, generando problemas de liquidez en los bancos de EE.UU.. Las reservas bancarias se han reducido en el último año y medio (ver Gráfico 2.6 a), coincidiendo con el programa de reducción cuantitativa. Además de la toma del control del SVB por parte de la FDIC, también se decidieron medidas similares sobre otras dos entidades de tamaño medio, una de ellas el *Signature Bank* (la tercera quiebra en importancia histórica).

Gráfico 2.6 | Reservas bancarias del sistema financiero de los EE.UU. y futuros de tasas de interés

a. Reservas bancarias



b. Tasa Fed Funds implícitas en futuros



Fuente: BCRA en base a datos de Refinitiv.

Así, la Fed anunció, con el aval del Tesoro de EE.UU., el lanzamiento del *Bank Term Funding Program* (BTFP), ofreciendo préstamos de hasta un año de duración a bancos, asociaciones de ahorro, uniones de crédito y otras instituciones de depósito elegibles que tengan como garantía: bonos del Tesoro de EE.UU., valores respaldados por hipotecas (MBS) y otros activos. Estos activos se valorarán a la par. El BTFP será una fuente adicional de liquidez, eliminando la necesidad de “mal vender” esas garantías en tiempos de estrés. El monto del BTFP es lo suficientemente grande como para cubrir a todos los depositantes mayoristas no protegidos por el seguro de la FDIC de todo el sistema financiero de los EE.UU.

Los bancos tomaron US\$88 mil millones de la línea tradicional de prestamista de última instancia de la Fed hasta el 29 de marzo (*discount window*), mientras que también solicitaron US\$64 mil millones en préstamos del recién creado programa de préstamos (BTFP). Además, incluyendo más de US\$180 mil millones en otros fondos proporcionados a los nuevos bancos “puente” para *Silicon Valley Bank* y *Signature Bank* establecidos por la FDIC, y US\$55 mil millones mediante la línea de fondeo internacional —FIMA—, llevó a que el balance total de la Fed se incrementase en casi US\$323 mil millones entre el 8 y el 29 de marzo pasados (incluyendo la reducción por contracción cuantitativa que continuó). Eso revierte casi tres cuartas partes de la reducción del balance lograda desde el tercer trimestre del año pasado por el programa de contracción cuantitativa.

El evento aumentó la incertidumbre: generó expectativas por parte del mercado de que la Fed hiciera una pausa en su política monetaria contractiva; sin embargo en su reunión de marzo el Comité de Mercado Abierto (FMO) de la Fed subió su TPM en 0,25 p.p. (al rango 4,75-5,00%) alcanzando su mayor nivel desde 2007. Adicionalmente, las tasas implícitas en instrumentos de mercado proyectan que la Fed reduciría su tasa de política monetaria en junio (antes de este evento no se esperaban reducciones en 2023, ver Gráfico 2.6 b).

Tras la quiebra del SVB y del *Signature Bank*, la crisis "derramó" en el Reino Unido y Suiza. En una atmósfera de nerviosismo en los mercados, el banco *Credit Suisse* vio caer el precio de sus acciones en una cuarta parte cuando su mayor inversor, el Banco Nacional Saudita, dijo que no aumentaría su participación en el negocio. El banco suizo (que mostraba problemas hace varios años) tuvo que recurrir al banco central de su país en busca de apoyo para reforzar su liquidez y recomprar parte de su deuda; y terminó siendo adquirido por su competidor, el UBS. El nerviosismo del mercado se evidenció también en la caída de acciones de bancos europeos como el Deutsche Bank. Asimismo, otro banco de los EE.UU., el *First Republic Bank FRC* de San Francisco, fue rescatado por un grupo de entidades financieras de gran tamaño de ese país, que inyectaron US\$30 mil millones. Las cotizaciones de activos de mercados emergentes también se vieron afectadas.

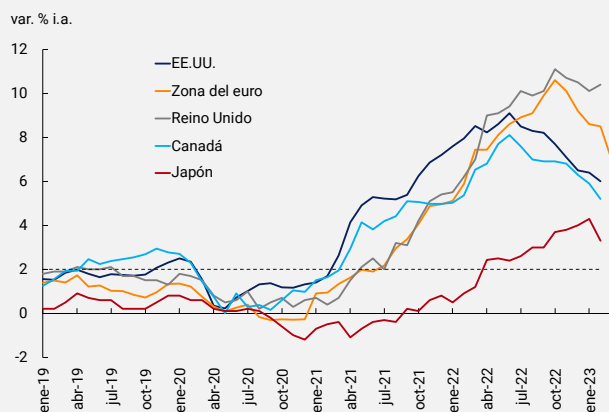
Ante el contagio internacional, y para evitar mayores repercusiones, los bancos centrales de EE.UU., Canadá, Inglaterra, Japón, la zona de euro y Suiza decidieron incrementar las opciones de fondeo en dólares a través de sus líneas de *swaps*.

Recuadro. La inflación global muestra cierta persistencia, aunque las expectativas se mantienen relativamente ancladas

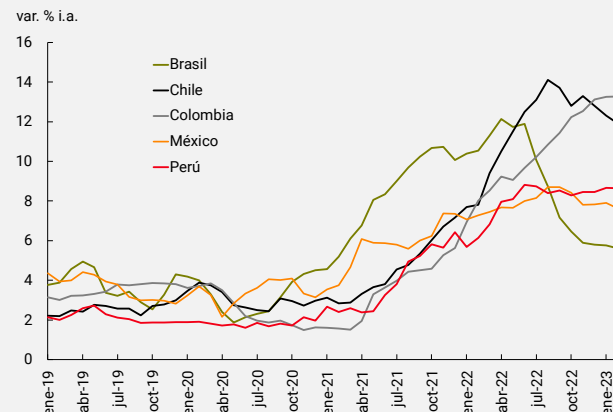
La inflación se mantiene elevada y bien por encima de las metas de los bancos centrales, tanto en países avanzados como emergentes. Dentro de los países avanzados, la inflación general, tras tocar un máximo de varias décadas, ha empezado a caer para todos los países de la muestra que tomaron medidas contractivas (ver Gráfico 2.7 a). La excepción es Japón, que mantiene una política monetaria expansiva y cuya inflación registra los valores máximos desde mediados de la década de 1970. En cuanto a la inflación en los principales países de América Latina, sólo en Brasil, Chile y, en menor medida, en México, empezó a reducirse, siendo estos países, sobre todo los dos primeros, los que empezaron antes y de manera más agresiva con políticas monetarias contractivas. En el caso de Colombia y Perú, pareciera que la inflación alcanzó sus máximos y podría empezar a reducirse en los meses venideros (ver Gráfico 2.7 b).

Gráfico 2.7 | Inflación Nivel general

a. Economías avanzadas



b. Países de la América Latina

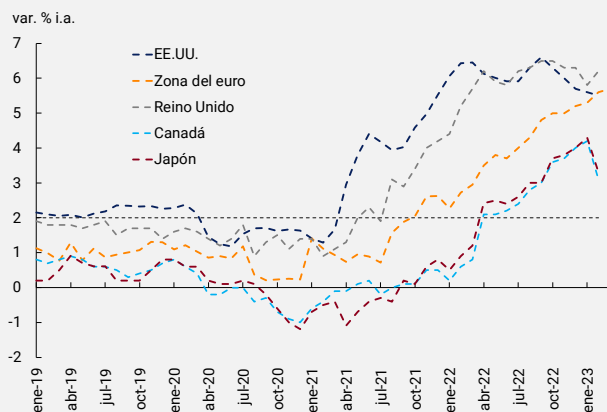


Fuente: BCRA en base a datos a *Trading Economics*.

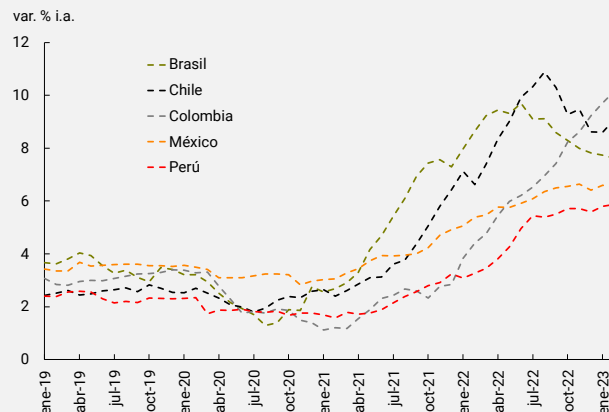
Por su parte, la inflación subyacente está mostrando mayor resistencia a la baja tanto en las economías desarrolladas como en los países latinoamericanos. Sólo empezó a reducirse levemente en los EE.UU., en Canadá y en el margen en Japón. En el caso de los países de la región, sólo aquellos donde los bancos centrales reaccionaron de manera más agresiva con su política monetaria consiguieron una reducción de la inflación subyacente (ver Gráfico 2.8).

Gráfico 2.8 | Inflación subyacente

a. Economías avanzadas



b. Países de América Latina

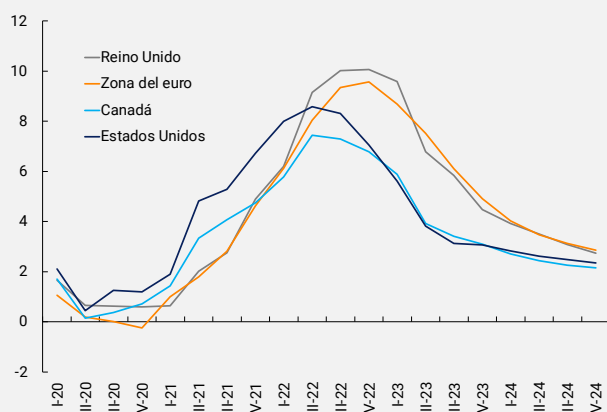


Fuente: BCRA en base a datos a Trading Economics.

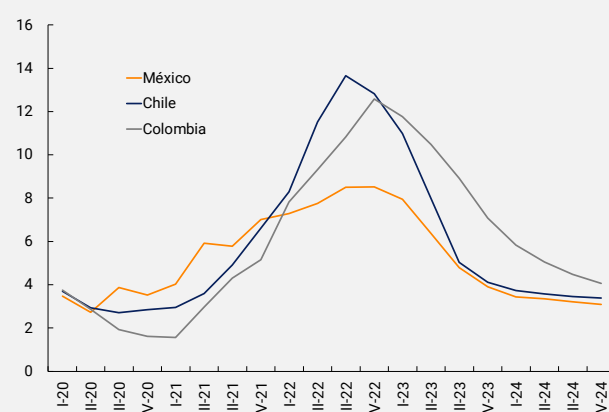
En este contexto, las expectativas de inflación se mantienen relativamente ancladas. Según los pronósticos de inflación relevados por la OCDE, se espera en casi todos los casos que la variación del nivel general de precios esté dentro de la meta a más tardar a fines de 2024 (ver Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9 | Pronósticos de inflación

a. Economías avanzadas



b. Países de América Latina



Fuente: BCRA en base a datos de la OCDE.

2.3. Las condiciones financieras globales muestran un aumento del riesgo de recesión

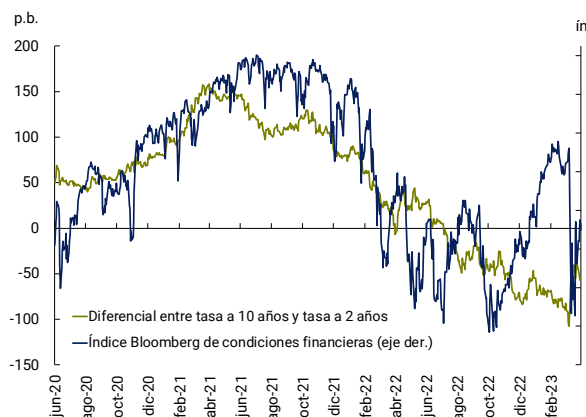
Las turbulencias financieras generaron volatilidad mientras los agentes recalibraban sus expectativas sobre los próximos movimientos de los principales bancos centrales y la probabilidad de una recesión. Al cierre del

IPOM anterior, el consenso de mercado era que las subas de las tasas de política monetaria finalizarían este año, y hasta se preveían algunas bajas para los últimos meses. A medida que los inversores se convencían de que los ajustes monetarios serían más fuertes y por más tiempo, las tasas de los bonos volvieron a subir, pero sufrieron fuertes caídas cuando los inversores corrieron a refugiarse en activos seguros tras la quiebra de SVB (ver Gráfico 2.10 b). Así, la tasa a 10 años bajó 21 p.b. desde el cierre del IPOM anterior. El diferencial entre las tasas de 2 y 10 años, que continuaba con su tendencia a hacerse más negativo (y por ende invirtiéndose la curva de rendimientos, ver Gráfico 2.10 a), llegó a valores negativos que no se veían desde 1981, indicando una elevada probabilidad de recesión. Esta tendencia se revirtió de forma abrupta tras la quiebra de SVB, explicado por la fuerte caída de la tasa a 2 años, que indicaría menores expectativas de subas de tasas por parte de la Fed. La evidencia histórica muestra que antes de que comience una recesión, la curva de rendimientos revierte parte de su inversión, debido a la baja de las tasas más cortas.

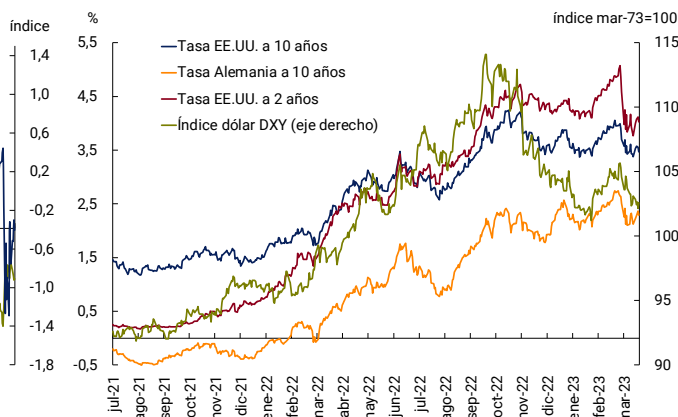
Las condiciones financieras en los Estados Unidos, que venían haciéndose más laxas desde fines de octubre, se endurecieron fuertemente como consecuencia de la crisis bancaria. El dólar estadounidense medido por el índice DXY, que venía depreciándose, tocó un mínimo a principios de febrero y desde entonces se apreció 1,4% (ver gráfico 2.10 b).

Gráfico 2.10

a. Diferencial de tasas en Estados Unidos e índice de condiciones financieras



b. Tasas de interés e índice dólar

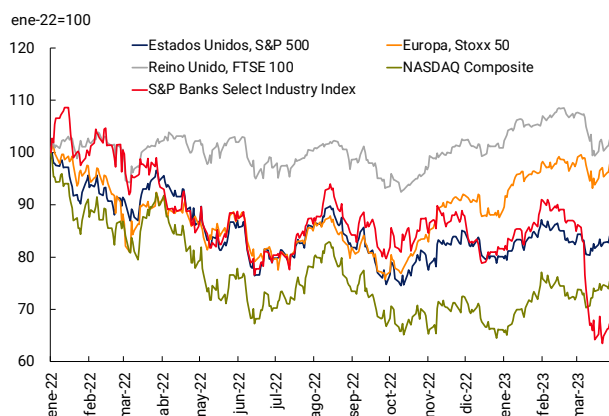


Fuente: Bloomberg.

Las bolsas globales subieron entre el cierre del IPOM anterior y fines de marzo de 2023: 7,5% el S&P 500 y 12,86% el Stoxx 50 europeo. Sin embargo, a partir del evento del SVB las acciones de los bancos fueron muy golpeadas, y el subíndice del sector bancario del S&P cayó 17,7% en el mismo período (ver Gráfico 2.11 a). Estas subas pueden diferenciarse en dos períodos: fueron más importantes cuando los mercados vislumbraban bajas de tasas por parte de la Fed hacia fines de año; y con la nueva expectativa de tasas más altas y por más tiempo, y luego con las quiebras bancarias, revirtieron parte de estas subas. Algo similar pudo verse en los flujos de capitales hacia los países emergentes (ver Gráfico 2.11 b), si bien se hicieron positivos desde comienzos de año, con el cambio de expectativas con respecto a las tasas de los países avanzados, y más aún con la crisis bancaria, las entradas se fueron reduciendo.

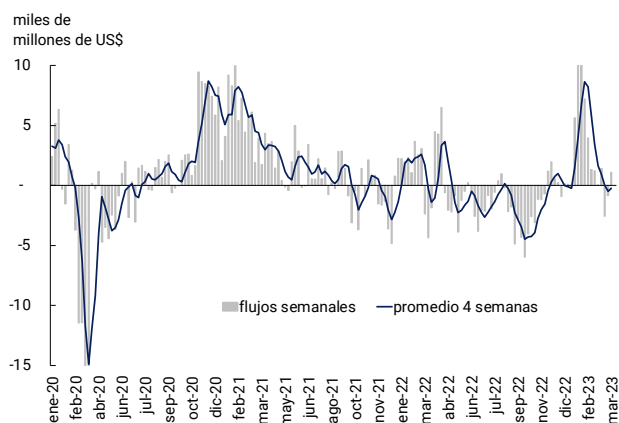
Gráfico 2.11

a. Índices accionarios



Fuente: Bloomberg.

b. Flujos de capitales a países emergentes



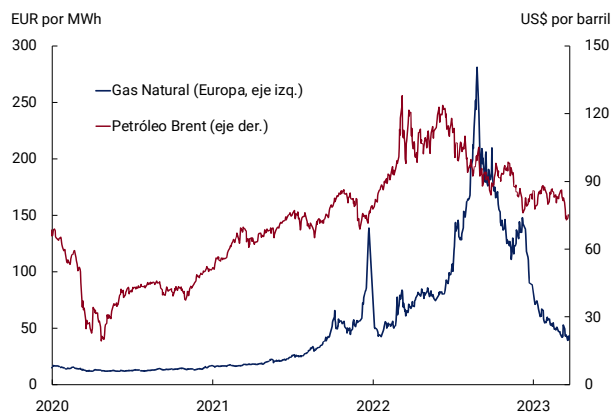
En el primer trimestre de 2023, los precios de las principales materias primas (soja, trigo, maíz, crudo y gas) alcanzaron valores previos a la invasión a Ucrania. La suba de tasas de interés globales y el mayor riesgo de recesión es el factor dominante que impactó a la baja en estos precios.

El precio del gas natural en Europa bajó casi 40% este trimestre debido a un invierno menos frío que lo habitual y a los depósitos de gas en el viejo continente que se mantuvieron por encima del promedio de cinco años. El petróleo Brent se mantuvo casi constante durante 2023, cotizando alrededor de US\$80, luego de haber alcanzado los US\$122 por barril a mediados de 2022. La caída en el precio debido al temor de una desaceleración económica se vio parcialmente compensada por el incremento de la demanda por parte de China luego del levantamiento de las restricciones derivadas del COVID-19 en diciembre del año pasado (ver Gráfico 2.12 a). Durante 2023, el precio del petróleo dependerá de varios factores, entre los que podemos citar la reapertura de China tras el desmantelamiento de las rígidas restricciones del COVID-19 (impacto positivo del lado de la demanda), las perspectivas macroeconómicas (impacto negativo frente al temor de recesión) y los recortes de producción de la OPEP+ (impacto positivo en el precio debido a restricciones por el lado de la oferta).

El trigo y la soja, que alcanzaron US\$523 y US\$649 por tonelada respectivamente durante 2022, a fines de marzo cotizaban en US\$254 y US\$551 por tonelada, retro trayendo los precios de ambos cereales hasta valores previos al comienzo del conflicto (25% y 10% menor, respectivamente). Si bien los envíos desde Ucrania a través de los puertos del Mar Negro continuaron durante 2023 (mediante un corredor comercial para los buques que transportan grano) el factor determinante para la caída en el precio del trigo fue el anuncio de la cosecha récord por parte de Rusia. Ello llevó a una venta masiva del cereal acopiado en los silos para dejar lugar al cereal que se cosechará en la presente campaña comercial. Por otra parte, el precio de la soja fue afectado por problemas climáticos en varios países productores (entre ellos la Argentina) que hicieron que se mantuviese firme durante el primer trimestre de 2023. El maíz, que alcanzó US\$321 por tonelada durante 2022, cotizó alrededor de US\$252 a fines del primer trimestre por tonelada registrando un mínimo de seis meses debido a que una posible recesión impacte sobre la futura demanda de energía, lo que limitó los pedidos de maíz como materia prima para biocombustibles. (ver Gráfico 2.12 b).

Gráfico 2.12 | Precios de materias primas seleccionadas

a. Gas natural y crudo Brent



b. Maíz, trigo y soja



Fuente: Bloomberg.

2.4. En resumen

Se ha materializado uno de los riesgos señalados en el IPOM anterior: que la contracción monetaria en curso interactúe con las vulnerabilidades financieras globales, “derramando” sobre las economías avanzadas y no sólo desde aquellas a los países en desarrollo. La respuesta hasta ahora ha sido efectiva; la continuidad de las políticas de los bancos centrales de EE.UU. y Europa frente a una inflación que muestra cierta persistencia — sobre todo en sus medidas subyacentes— condicionará la provisión de liquidez global. Ello impactará sobre las condiciones financieras y la economía real. Así, tras la desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales de la Argentina en el último trimestre del año pasado, resta ver si la incipiente recuperación se consolida o no. Un evento financiero contenido rápidamente podría contribuir a lo primero, pero ello no está garantizado al cierre de este informe. Por una parte, una eventual reducción en el ritmo de suba de tasas internacionales puede favorecer un escenario de “aterrizaje suave”, mejorando las condiciones financieras globales. Por otra, la mayor incertidumbre incrementa los riesgos a la baja para la actividad global.

3. Actividad Económica y Empleo

La economía creció a un ritmo promedio de 5,2% anual en 2022 y recuperó los niveles de 2017, superando las expectativas de los analistas del mercado a comienzos de ese año y también la previsión oficial incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023.

A partir de septiembre la gran mayoría de los sectores productivos perdió impulso y en el último trimestre de 2022 el PIB registró una caída de 1,5% trimestral desestacionalizado (s.e.), que en términos interanuales (i.a.) significó un crecimiento de 1,9%. Este desempeño se vio influido por la reducida cosecha de trigo comparada con el extraordinario resultado de la campaña anterior (-41,6% i.a.) y por la retracción de la construcción, el comercio y algunas ramas industriales, en un contexto de aumento de la incertidumbre financiera tanto en el plano local como internacional. Desde la perspectiva de la demanda, la continuidad en la implementación de medidas de consolidación fiscal en el marco del acuerdo con el FMI, la suba de la tasa real de interés y la dinámica estimada de los ingresos reales afectaron el consumo al tiempo que las exportaciones netas aportaron positivamente al crecimiento, con mayores volúmenes exportados y una evolución contenida de las importaciones, reflejo de la contracción de la inversión.

Los datos anticipados de los primeros meses del año presentaron señales mixtas. Se espera que se atenúe la caída de la actividad observada el trimestre anterior. Al arrastre estadístico negativo que dejó el Producto en el último trimestre de 2022 para 2023 (-0,3 puntos porcentuales —p.p.—) se sumaron en febrero y marzo una serie de eventos negativos con consecuencias sobre la actividad económica. Entre éstos se cuenta la reciente aceleración inflacionaria, el predominio de condiciones climáticas muy adversas —sequía y heladas tempranas— en las principales zonas productivas del país que empeoraron aceleradamente las estimaciones de producción de soja y maíz y las mayores tensiones financieras globales ante la crisis bancaria en los Estados Unidos y Europa.

En virtud de la materialización de esos riesgos que, con excepción de lo ocurrido en la banca estadounidense y europea, habían sido previstos en el IPOM anterior, las perspectivas de expansión económica para el resto de 2023 se deterioraron respecto del trimestre previo. Durante el segundo y tercer trimestre se reflejará el impacto negativo de la sequía y las heladas tempranas sobre el PIB del sector agropecuario y también sus efectos indirectos sobre el comercio, el transporte, la recaudación tributaria y el mercado de cambios. Ello, en el marco de la incertidumbre financiera típicamente asociada a los períodos electorales, podría motivar reacciones de cobertura de los agentes económicos y aumentar la volatilidad de las cotizaciones de los activos financieros domésticos. En este contexto, el BCRA intensificará sus acciones para preservar la estabilidad cambiaria y financiera y facilitar el financiamiento de los sectores productivos.

3.1. La actividad económica perdió impulso desde fines de 2022

Tal como se anticipó en el IPOM anterior, durante 2022 el PIB exhibió un crecimiento promedio de 5,2% i.a., por encima de lo previsto por la mediana del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM-BCRA) a comienzos del año (3% i.a. en enero de 2022) e incluso de la proyección oficial incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023 para dicho año (4% i.a.).

A partir de septiembre de 2022, luego de acercarse a los máximos alcanzados a fines de 2017, el nivel de actividad comenzó a retraerse y registró una caída trimestral de 1,5% desestacionalizado (s.e.) en el cuarto trimestre, volviendo a los registros de comienzos de año. El cambio de tendencia de la actividad en los últimos meses de 2022 había sido anticipado por el Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA), que en julio reunió todos los criterios requeridos para anticipar el punto de giro que se observaría después¹.

El desempeño de la actividad habría mejorado al inicio del primer trimestre de 2023, según evidencian los datos parciales disponibles al día de la fecha. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por estacionalidad (s.e.) registró en enero una suba de 0,3% mensual desestacionalizada, dejando un arrastre estadístico de -0,8 puntos porcentuales para el promedio del año (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Estimador Mensual de Actividad Económica



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

¹ La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, desde una fase de recuperación o expansión a una recesión o viceversa, cuando se reúnen ciertos requisitos de difusión, duración y profundidad de los ciclos económicos. En julio de 2022 el ILA-BCRA cumplió con esos tres criterios: retrocedió por tercer mes consecutivo, la difusión del crecimiento de los componentes del ILA se ubicó por debajo del nivel crítico de 52,5% y la profundidad de la caída acumulada en los últimos 6 meses cambió de signo hacia terreno negativo y se situó por debajo del umbral requerido de -4,8%. Para más detalles metodológicos sobre este indicador ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM correspondiente a enero de 2017.

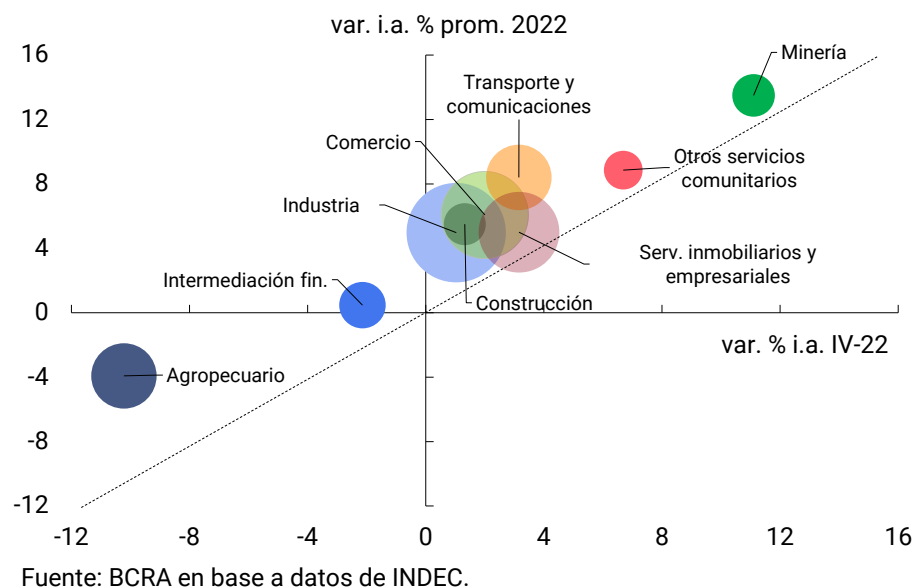
El indicador de frecuencia semanal elaborado por la OCDE² —cuya correlación con el EMAE demostró ser elevada— exhibió una recomposición de los niveles en la última semana de diciembre y luego ciertas mejoras hasta mediados de marzo. Por su parte, el Nowcast-BCRA arrojó una leve suba de 0,1% mensual para febrero.

3.1.1. Durante el cuarto trimestre de 2022 la actividad económica evidenció un deterioro generalizado

En el promedio de 2022 los sectores productores de bienes registraron un crecimiento de 3,7% i.a. en tanto que los servicios aumentaron a un ritmo superior, tal como estaba previsto, de 6,2% i.a. En el cuarto trimestre se desaceleró el ritmo de crecimiento principalmente de los bienes (0,5% i.a.) aunque también el de los servicios (3% i.a.).

A nivel sectorial se observó una gran dispersión en el dinamismo de la actividad durante 2022 y un deterioro generalizado en el último trimestre del año (ver Gráfico 3.2). El Sector Agropecuario presentó la mayor caída (-4,1% promedio anual y -10,3% i.a. en el IV-22) en el marco de condiciones climáticas desfavorables. En contraste, la actividad minera exhibió el mejor desempeño (13,5% y 11,1%, respectivamente), impulsada por los desarrollos en Vaca Muerta y por la minería del litio (ver Apartado 2 / Litio, una oportunidad de diversificar la canasta exportadora). Tal como se esperaba, los segmentos más rezagados durante la pandemia, que se habían recuperado débilmente en 2021, se reactivaron en 2022: Hoteles y restaurantes (35% y 20%); las actividades deportivas, culturales, de cuidado personal, belleza y esparcimiento contabilizadas como Otros servicios comunitarios (8,7% y 6,1%) y Transporte y comunicaciones (8,5% y 3,5%). También se destacó el crecimiento de los servicios inmobiliarios y empresariales, en los que se registra la actividad de los servicios basados en el conocimiento (5% y 3,2%).

Gráfico 3.2 | Crecimiento del PIB de sectores productivos seleccionados



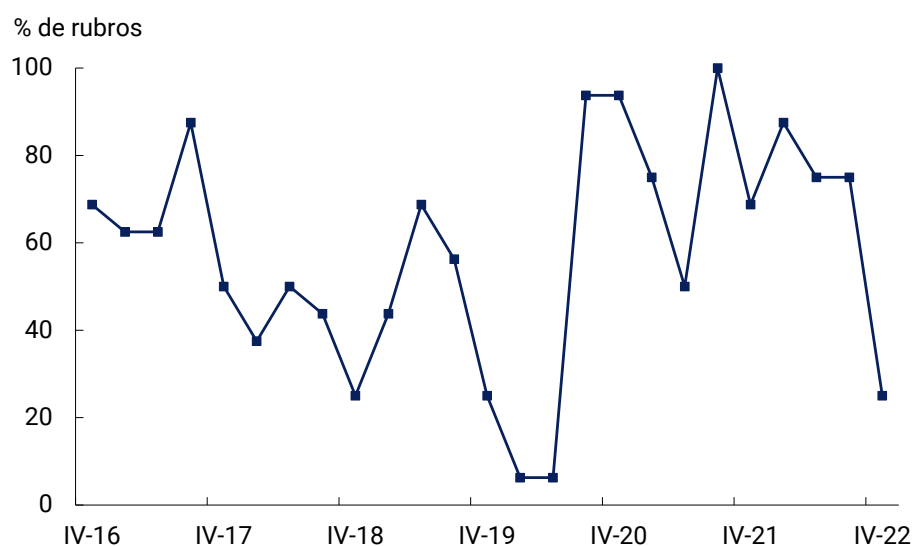
2 Basado en las búsquedas a través de Google Trends con datos al 26 de febrero. Para más información ver el siguiente [enlace](#).

El Producto logró recuperar en 2022 el máximo nivel alcanzado en 2017 traccionado por 8 de los 15 sectores que lo componen: Minería, servicios inmobiliarios y empresariales, Administración pública, Enseñanza, Electricidad, gas y agua, Comercio, Industria y Construcción. Esos sectores considerados en forma conjunta se ubicaron en el promedio de 2022 un 3,1% por encima del promedio de 2017. En particular, se destaca el desempeño de la Minería que exhibió un crecimiento promedio de 14,6% en 2022 en comparación con 2017 y los servicios inmobiliarios y empresariales, de 7,9% en el mismo lapso.

El valor agregado bruto (VAB) medido a precios básicos del resto de los sectores representa el 22% del PIB y su nivel de actividad se ubicó en el promedio de 2022 un 9,1% por debajo del pico de 2017. En este grupo, con mayor potencial de crecimiento en el corto plazo, se encuentran entre otros el Sector Agropecuario, la Pesca y los servicios que habían estado prácticamente paralizados durante el confinamiento social por la pandemia.

En el cuarto trimestre de 2022, la mayoría de los sectores productivos perdieron impulso. El porcentaje de actividades que registraron aumentos trimestrales desestacionalizados se redujo al mínimo desde la pandemia, igualando al registrado durante el cuarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Difusión del crecimiento trimestral de los sectores productivos

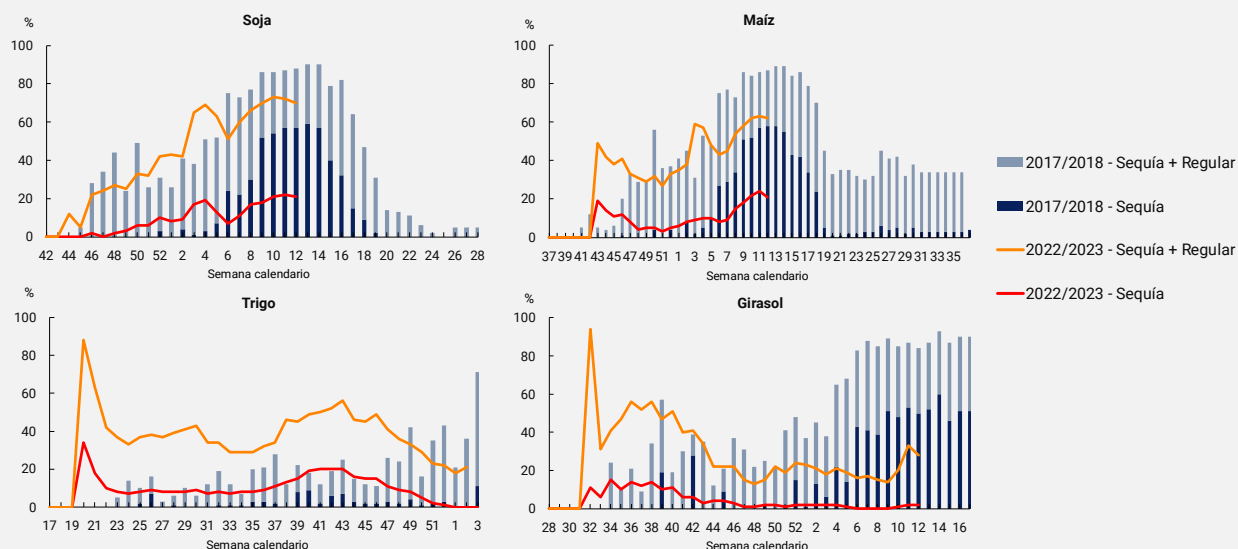


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Recuadro. Actualización del panorama agropecuario ante la sequía

Respecto del IPOM de diciembre de 2022, la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca empeoró sus pronósticos para algunos cultivos, ya sea en superficie implantada como en producción. Según la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (BCBA), la situación de los cultivos de soja que se encuentran con niveles hídricos que los sitúan en condición de sequía o en situación hídrica regular son similares a los de la campaña de 2017/2018. Por su parte, los cultivos de maíz en estas situaciones hídricas más extremas son inferiores a los de la campaña 2017/18. Por otra parte, el trigo evidenció niveles de estrés superiores mientras que el cultivo de Girasol no se vio tan afectado por la sequía como en aquella campaña (ver Gráfico 3.4 a).

Gráfico 3.4 a | Situación hídrica de los cultivos



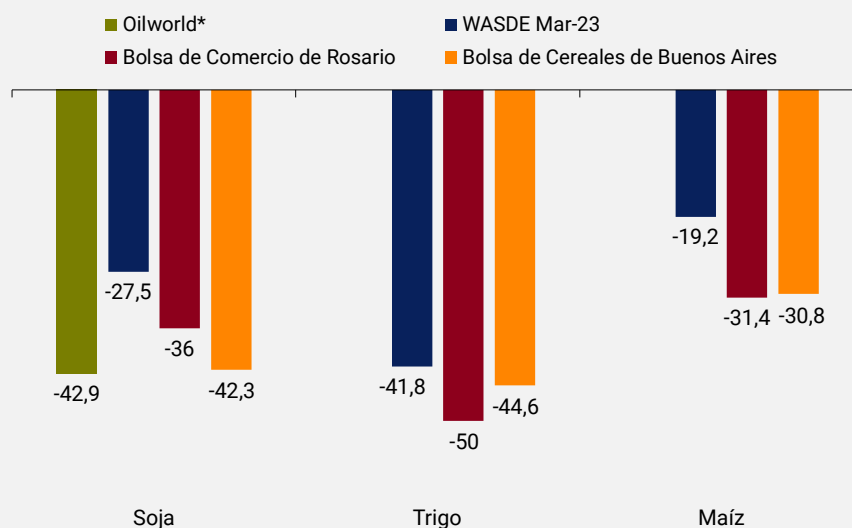
Fuente: BCRA en base a datos de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

Cabe destacar que, en cuanto a situación de “sequía” propiamente dicha, la campaña actual parece presentar, en forma integral, menores niveles que la de 2017/2018 en los principales cultivos de granos “gruesos”.

Con todo, las fuentes de información públicas disponibles muestran fuertes caídas de la producción agrícola para los principales cultivos en la campaña 2022/2023 (ver Gráfico 3.4 b)

Gráfico 3.4 b | Variación % interanual estimada de cosechas agrícolas

En millones de toneladas; campaña agrícola 2022/23

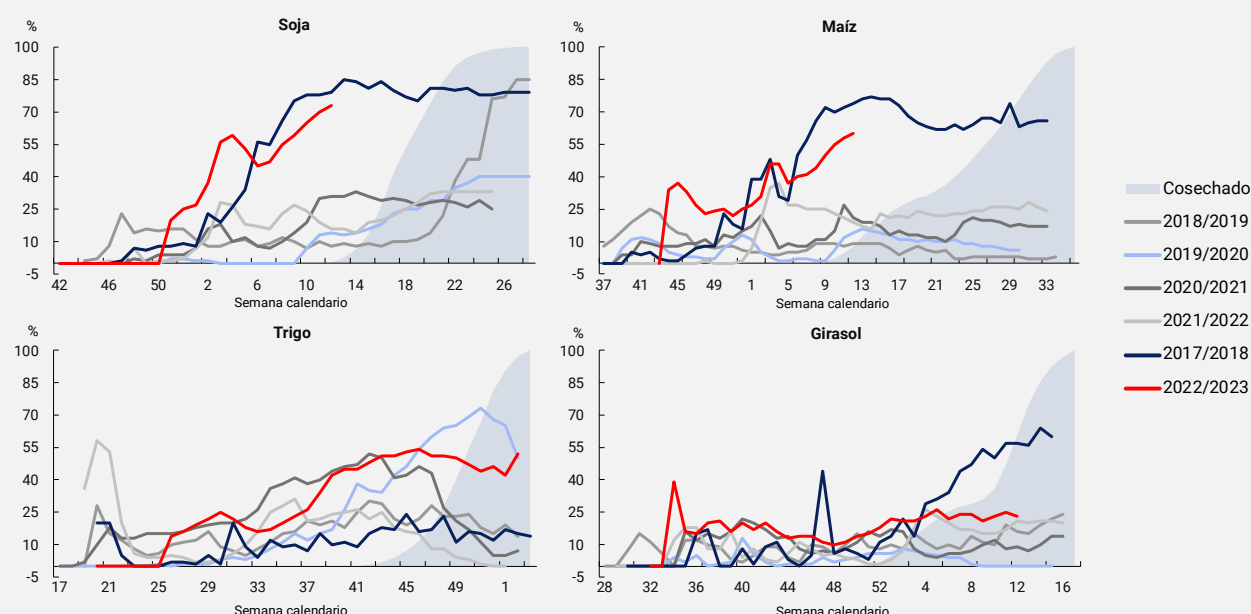


*Oilworld no presenta estimaciones de Trigo y Maíz.

Fuente: BCRA en base a datos de USDA, Oilworld y Bolsas de Cereales.

La campaña 2022/2023 muestra similitudes con la campaña 2017/2018. Los datos del BCBA, muestran que los cultivos de soja en estado malo o regular, para la campaña 2022/2023, se encuentran en niveles similares a los de dicha campaña, mientras que a los cultivos de maíz les fue algo mejor, a los de trigo les fue peor y al girasol mejor (ver Gráfico 3.4 c). A las condiciones hídricas mencionadas, se sumaron también las heladas tempranas que se dieron sobre la segunda quincena de febrero, y que pueden haber contribuido a empeorar las condiciones generales de los cultivos. Por último, la propagación de plagas asociada a períodos de sequía puede haber implicado peores rendimientos de la cosecha por hectárea.

Gráfico 3.4 c | Porcentaje de cultivos en estado malo o regular



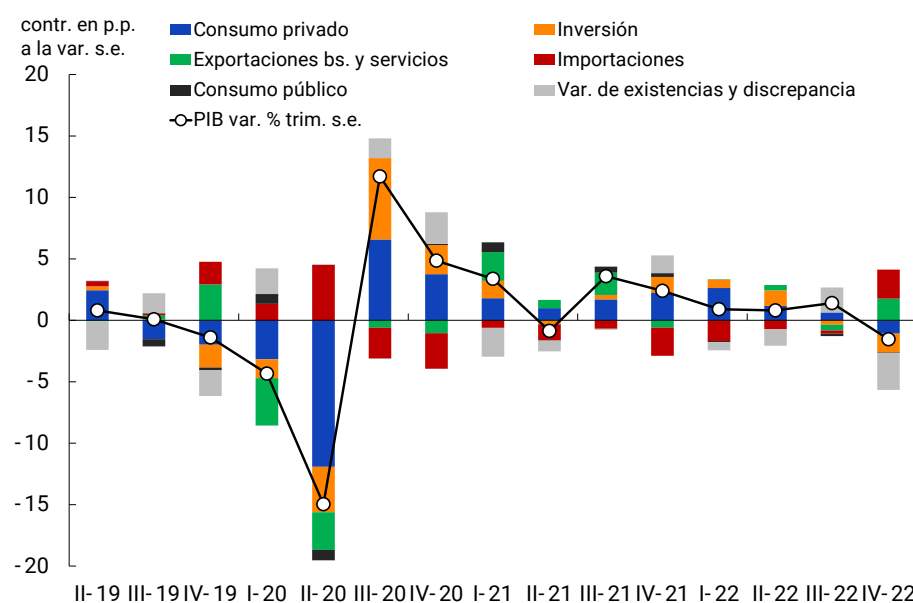
Fuente: BCRA en base a datos de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires

3.1.2. Se observó una retracción de la inversión y del consumo, parcialmente compensada por la contribución positiva de las exportaciones netas en el cuarto trimestre de 2022

Desde el punto de vista de la demanda, la caída del PIB de 1,5% trimestral s.e. durante el cuarto trimestre de 2022 se explicó fundamentalmente por el desempeño de la inversión³ que registró una retracción de 7,2% trimestral s.e. (0,1% i.a.) y sustrajo 1,5 p.p. a la variación trimestral del PIB. El Consumo privado se redujo respecto del trimestre anterior (1,5% trimestral s.e.) en línea con la evolución de la masa de ingresos de las familias y el Consumo público cayó 0,3% trimestral s.e. (-2,1% i.a.). Así, la demanda externa de bienes y servicios presentó un aumento de 8,7% trimestral s.e. (8,6% i.a.) mientras que las Importaciones de bienes y servicios medidas a precios constantes de 2004 retrocedieron fuertemente, hasta 8,6% trimestral s.e. (1% i.a.). De esta manera, el sector externo tuvo un fuerte aporte positivo a la variación trimestral del PIB, de 4,1 p.p. (ver Gráfico 3.6)

3 Formación bruta de capital fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye a su vez a las categorías de Maquinaria y Equipo y Equipos de Transporte, tanto de origen nacional como importado).

Gráfico 3.5 | Variaciones trimestrales del PIB y contribuciones de la demanda



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La inversión evidenció el desempeño señalado en un contexto de caída en la actividad, tasas de interés reales positivas y aceleración de costos. De todas maneras, la tasa de inversión medida a precios constantes y calculada sobre las series ajustadas por estacionalidad, se ubicó en el último trimestre de 2022 en 20,2%, cerca de los máximos históricos, comparable a la observada en el cuarto trimestre de 2021 y en el segundo trimestre de 2017.

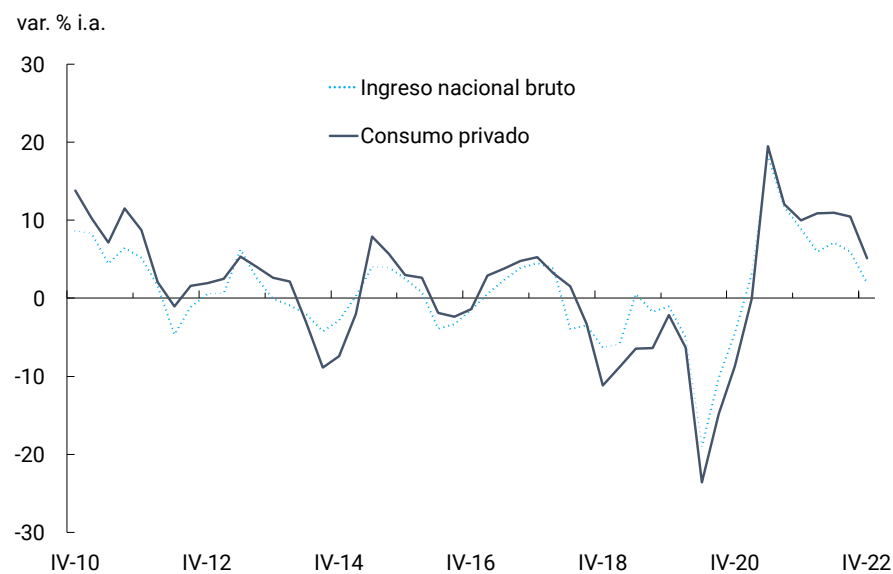
Los datos más recientes permiten anticipar una retracción de la inversión de menor magnitud en el primer trimestre de 2023 en relación con el trimestre anterior. Entre enero y febrero, las cantidades importadas de Bienes de capital cayeron 6,5% s.e. en relación con el trimestre anterior en tanto que la producción nacional de ese tipo de bienes subió 2,9% mensual s.e. en enero según FIEL y 3,1% mensual s.e. según el INDEC⁴. La actividad de la construcción aumentó en enero 3,9% según el EMAE.

El sector externo volvería a revertir su incidencia positiva en la variación del PIB durante el primer trimestre de 2023. Con datos a febrero, las cantidades exportadas de bienes registraron una caída bimestral (-12% s.e.), mientras que los volúmenes importados se recuperaron un 1% en términos desestacionalizados con respecto al bajo nivel del cuarto trimestre de 2022 (ver Capítulo 4. Sector Externo)

En cuanto al Consumo privado, su desempeño reciente responde a la caída de la masa de ingresos reales tanto de trabajo formal como informal, amortiguada por un marco en que las políticas de protección social son históricamente amplias, en el que se viene observando un proceso de menores tasas de ahorro. Desde fines de 2018 y hasta principios de 2021, el ingreso nacional crecía a una tasa superior a la del consumo privado. Durante la pandemia, las familias incrementaron su ahorro preventivamente a máximos históricos y luego, desde comienzos de 2022 lo disminuyeron fuertemente en el contexto de la reactivación económica y tras el período de consumos postergados (ver Gráfico 3.6).

4 Corresponde a la clasificación de Bienes de Capital de FIEL y al IPI Maquinaria y equipo del INDEC, en ambos casos la desestacionalización es propia.

Gráfico 3.6 | Ingreso Nacional y Consumo privado

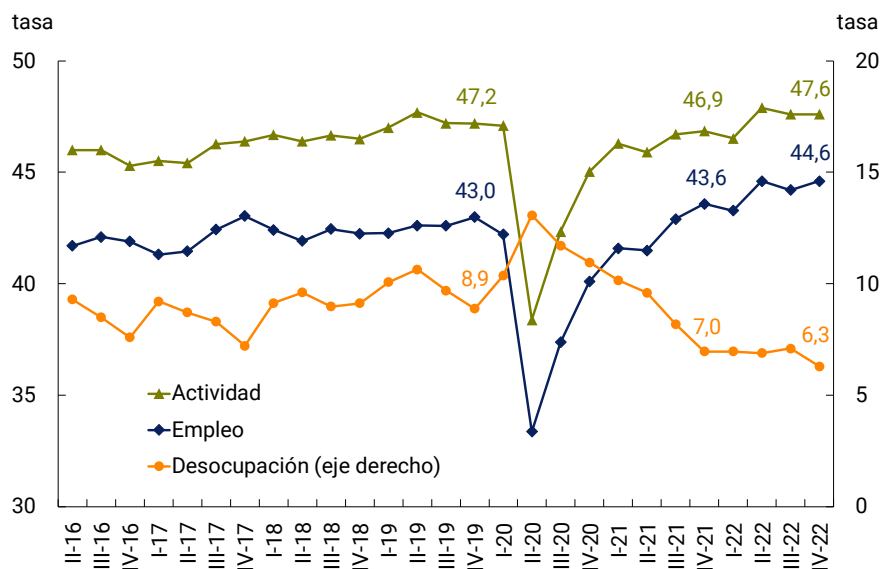


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3.1.3. Pese a la merma de la actividad económica el mercado de trabajo continúa creciendo

Durante el cuarto trimestre de 2022, la tasa de empleo se ubicó en 44,6% expandiéndose 1,0 p.p. en términos interanuales y alcanzando, al igual que en el segundo trimestre del mismo año, el máximo histórico de la nueva serie de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). En el mismo sentido, la PEA presentó un alza de 0,7 p.p. en términos interanuales, manteniéndose constante respecto el nivel del trimestre anterior (47,6%). Estas dinámicas condujeron a una caída de la tasa de desocupación abierta que se posicionó en 6,3% (-0,7 p.p. i.a.; ver Gráfico 3.7) y se encuentra en el nivel más bajo desde el inicio de la nueva serie en el segundo trimestre de 2016.

Gráfico 3.7 | Principales tasas del mercado de trabajo



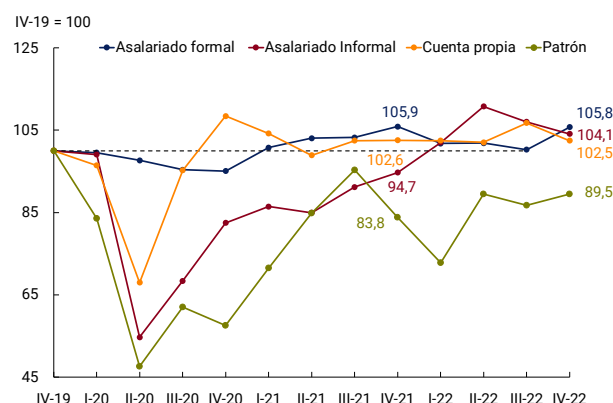
Fuente: BCRA en base a datos de EPH (INDEC).

El crecimiento interanual de la tasa de empleo (1,0 p.p.), se explicó principalmente, por el aumento de las y los asalariados informales⁵ (10,0%) y las y los patrones (3,8%) ya que las y los asalariados con descuento y el empleo por cuenta propia presentaron leves caídas (-0,2% y -0,4% respectivamente; ver Gráfico 3.8 a.). Esta evolución condujo a una estructura del empleo donde, comparando con el IV-21, el peso de las y los asalariados formales se contrajo 1,3 p.p., mientras que el del empleo por cuenta propia lo hizo en 0,6 p.p. En contraposición, los informales incrementaron su participación fuertemente (1,8 p.p.), mientras que las y los patrones lo hicieron marginalmente (0,1 p.p.; ver Gráfico 3.8 b.).

Dentro del marco de un mercado laboral dinámico contrastó el aumento de la pobreza en el segundo semestre de 2022 (que llegó a un nivel de 39,2%⁶). El porcentaje de personas que se encontraban debajo de la línea de pobreza aumentó 1,9 p.p. en términos interanuales pese a que la tasa desocupación se redujo 0,9 p.p. Este fenómeno se explicó por la caída de los ingresos reales de los hogares.

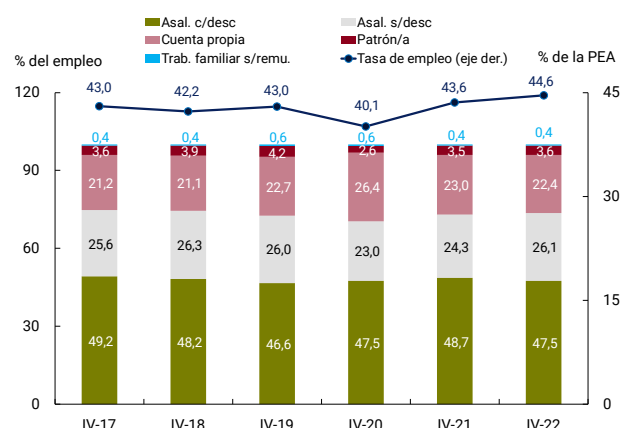
Gráfico 3.8 | Empleo según categorías laborales

a. Evolución



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

b. Composición

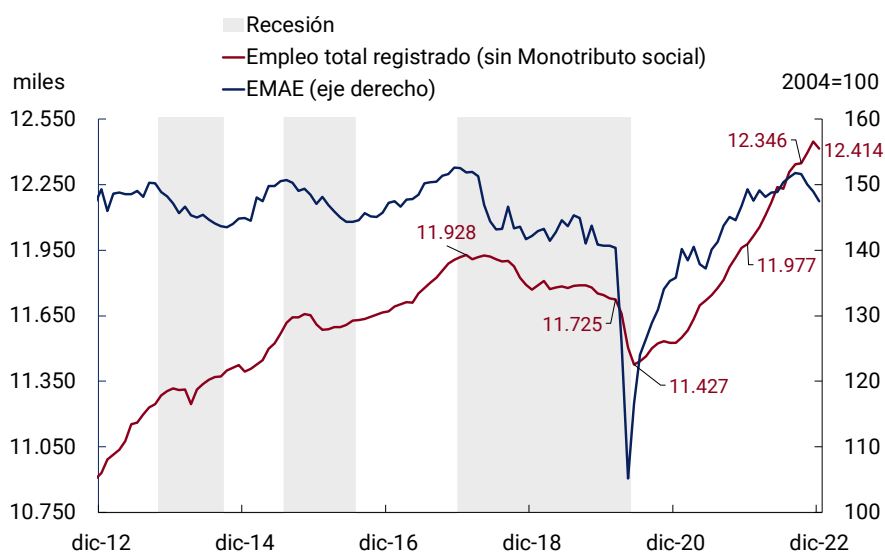


Con datos a diciembre de 2022 del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), se observó que el empleo registrado continuó expandiéndose durante el cuarto trimestre de 2022, aunque a una tasa menor respecto del trimestre pasado. El ritmo de expansión entre octubre y diciembre fue de 0,7% prom. trim. s.e. (-0,3 p.p. respecto del alza de 1,0% prom. trim. s.e. del tercer trimestre de 2022; ver Gráfico 3.9).

5 A pesar de las caídas parciales en el tercer y cuarto trimestre de 2022.

6 Porcentaje de personas que se encuentran por debajo de la línea de pobreza.

Gráfico 3.9 | Empleo registrado total y EMAE



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

Durante el cuarto trimestre de 2022 el crecimiento del empleo registrado total fue explicado principalmente por el empleo asalariado formal (ver Apartado 1 / Empleo asalariado privado registrado: caracterización según los Convenios Colectivos de Trabajo) que, sin embargo, mostró un alza más acotada en relación con el período anterior (0,8% prom. trim. s.e.; -0,5 p.p. respecto del tercer trimestre de 2022). Por su parte, el empleo de las y los trabajadores independientes se incrementó 1,3% prom. trim. s.e., expandiendo en el margen su ritmo de crecimiento respecto del trimestre anterior. Esta dinámica se explicó por el aporte de las y los monotributistas (1,6% s.e.) y en menor medida de las y los trabajadores autónomos (0,1% prom. trim. s.e.). El empleo público desaceleró el ritmo de crecimiento por segundo trimestre consecutivo (0,3% prom. trim. s.e.), implicando una baja de 0,2 p.p. respecto del trimestre de julio-septiembre, mientras que las y los empleados de casas particulares se retrajeron por cuarto trimestre consecutivo (-0,1% prom. trim. s.e.). Realizando una comparación entre el nivel actual y el de enero de 2018, se puede observar que este fenómeno estuvo fuertemente traccionado por el crecimiento de las y los monotributistas y el empleo público.

El crecimiento del empleo asalariado privado a diciembre de 2022 ha mostrado, en términos tanto geográficos como sectoriales, una estabilidad en su difusión en valores altos para ambas series. Adicionalmente, es posible distinguir, a pesar de la disminución del crecimiento respecto al trimestre anterior, un mayor dinamismo en ramas tales como Construcción (2,7% prom. trim. s.e.; -0,5 p.p. vs. III-22), Minas y canteras (2,5% s.e. acum.; -0,1 p.p. vs. III-22), Hoteles y restaurantes (1,7% s.e. acum.; -3,9 p.p. vs. III-22) y Comercio (1,4% s.e. acum.; -0,2 p.p. vs. III-22).

3.2. Perspectivas

La economía recuperó los máximos niveles de actividad en 2022 con mucha disparidad en el desempeño de los sectores productivos, con la Minería y los servicios basados en el conocimiento que se destacaron como los segmentos más dinámicos. En contraste, otro grupo de actividades —que representa cerca del 20% del Producto— todavía no ha logrado recuperar el nivel de actividad observado en 2017.

Entre los sectores todavía rezagados se encuentra el Sector agropecuario, cuyas perspectivas en el primer semestre del año son desalentadoras. Las escasas lluvias de enero y febrero causaron un fuerte daño en las áreas sembradas con soja y maíz, con un elevado porcentaje de los cultivos que presentan un daño irreparable, anticipándose una caída en la oferta agrícola cercana al 30%. Hacia delante, el informe del *Climate Prediction Center* del 9 marzo de 2023⁷ presentó una alta probabilidad de que el efecto climático de La Niña esté entrando en una fase neutra hasta mediados de año y aumentó las chances de ocurrencia de un fenómeno del Niño. Este cambio climático esperado para mediados de 2023, asociado con mayores niveles de humedad, favorecerá las tareas de siembra para la próxima campaña agrícola implicando mejores perspectivas para el sector agropecuario en el segundo semestre de este año.

La contenida evolución de las importaciones en un contexto de menor oferta exportable agrícola condicionará la trayectoria de la actividad. Adicionalmente, considerando el deterioro reciente del contexto internacional y dado que 2023 es un año electoral, podría observarse un incremento de la volatilidad en las cotizaciones de los activos en los mercados financieros domésticos ante entornos de mayor incertidumbre para los negocios.

El sector público continúa planteando un escenario de mayor austeridad por parte de la política fiscal y deberá adoptar medidas ante el deterioro de la recaudación asociada al episodio de sequías y heladas tempranas. Por su parte, la política de financiamiento del sector público continúa enfrentando significativos desafíos para profundizar el mercado de deuda local.

La reciente aceleración inflacionaria, el sendero de consolidación fiscal y las tasas de interés reales positivas sugieren que el consumo mostrará una evolución contenida en lo que queda de 2023. No obstante, las perspectivas para el empleo son positivas: la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a enero de 2023 ratificó las expectativas netas de contratación iniciada en febrero de 2021 encadenando 24 meses consecutivos de valores positivos.

Según las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de fines de febrero de 2023 la mediana de analistas especializados anticipó una variación nula para la actividad económica durante el presente año, por debajo de la previsión de crecimiento económico contemplada en la cuarta revisión del programa con el FMI y en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023.

En un contexto interno y externo más desafiante para el resto de 2023, el BCRA intensificará sus acciones para preservar la estabilidad monetaria, cambiaria y financiera.

7 Ver https://www.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/enso_advisory/ensodisc.pdf.

Apartado 1 / Empleo asalariado privado registrado: caracterización según los Convenios Colectivos de Trabajo

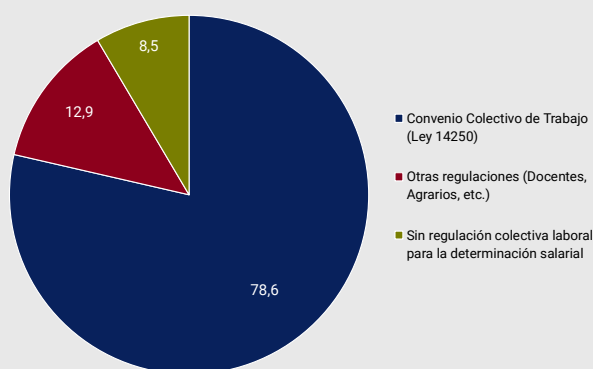
Los convenios colectivos de trabajo constituyen una de las principales modalidades de negociación de condiciones laborales. La reciente publicación de información oficial pormenorizada sobre los mismos, por parte del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), ofrece la posibilidad de caracterizar este tipo de contratación que involucra a la mayoría de las personas asalariadas registradas. Esta información permite dar cuenta de evoluciones estilizadas del empleo bajo esta modalidad, considerando tanto a quienes emplean como a quienes trabajan, como así también reconocer ciertos avances y plantear desafíos pendientes.

El empleo asalariado privado registrado puede definirse como aquel en el cual una trabajadora o trabajador, contratado por una empresa o entidad privada, recibe como contraprestación de su labor un salario y a su vez quien emplea cumple con las obligaciones vigentes en el marco de la seguridad social. En Argentina, este tipo de trabajo es la principal modalidad de empleo⁸. De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH)⁹, esta categoría representa el 31,2% total de las personas con empleo y, a su vez, en términos de ingresos laborales su peso es aún más significativo (representando aproximadamente 40% del total de los ingresos laborales atribuidos a la principal ocupación).

Según el set de datos¹⁰ publicado por el MTEySS, en base a estadísticas del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), del Sistema de Simplificación Registral (SSR) y del Registro de Convenios Colectivos de Trabajo (CCT) homologados, el empleo asalariado privado registrado ascendió en septiembre de 2022 a 6.554.146 trabajadores/as. Más de 91% se encuentran bajo algún régimen de negociación salarial colectivo (ver Gráfico 1 a.), estando la gran mayoría (78,6% del total) enmarcada dentro de los CCT sujetos a la Ley 14250. Así, la mayoría del personal asalariado registrado empleado en el sector privado, se encuentra bajo el amparo de convenios que no solamente establecen la modalidad de negociación colectiva de salarios, sino que también regulan “los derechos y responsabilidades de las partes en la relación de empleo, lo que permite asegurar que en las industrias y lugares de trabajo imperen condiciones armoniosas y productivas”¹¹.

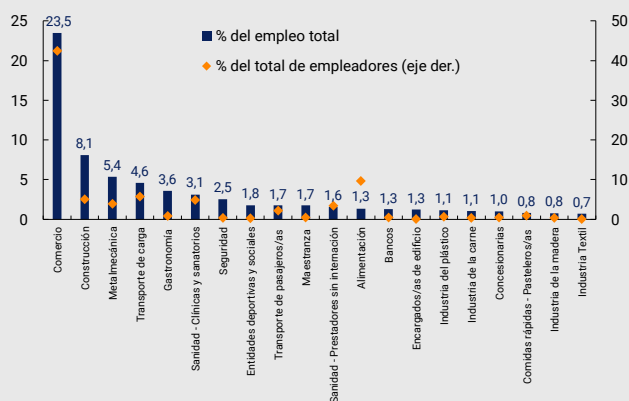
Gráfico 1 | Cobertura de los CCT

a. Porcentaje del empleo por regulación laboral



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

b. Porcentaje del empleo y empleadores por CCT



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

8 Tomando en cuenta la usual categorización laboral que divide al empleo en cuatro tipos: 1) asalariado/a registrado privado, 2) asalariado/a público, 3) patrón/a y 4) cuentapropista.

9 Promedio de los últimos cuatro trimestres publicados a la fecha.

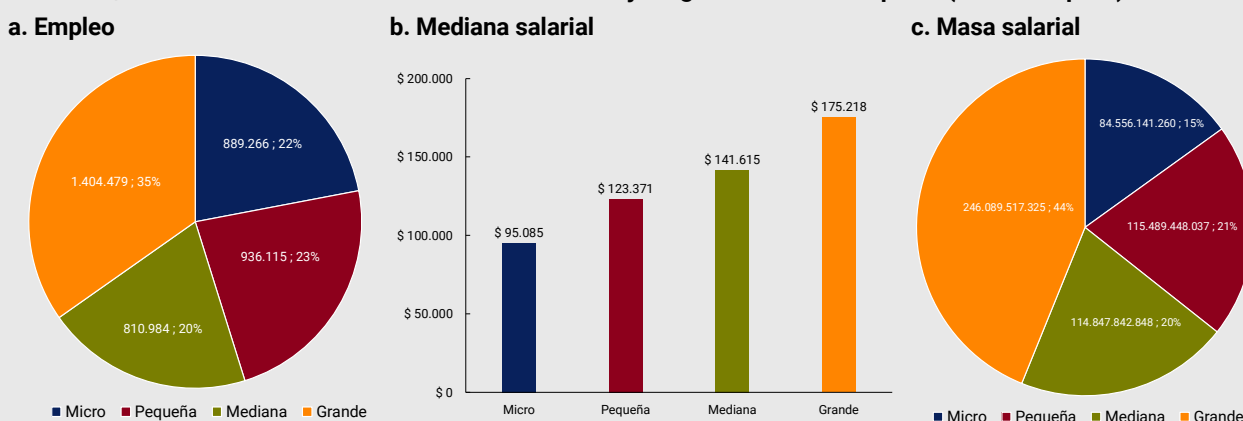
10 https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/mteyss-sss-cobertura_incidencia_convenios_colectivos_202209.xlsx

11 Definición de CCT de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

De los 1.320 CCT homologados vigentes en septiembre de 2022, los 20 más importantes comprenden a casi 67% de los y las trabajadoras y al 82% de las y los empleadores, siendo el de la actividad del comercio (CCT 130/75) el más preponderante en ambos términos (23,5% y 42,4% respectivamente; Ver Gráfico 1 b.).

Analizando la distribución del empleo de acuerdo con el tamaño de las empresas¹², se puede observar que dentro de los principales 50 CCT, a septiembre de 2022, las grandes empresas emplearon alrededor del 35% de los y las trabajadoras y que las MiPymes se distribuyen casi proporcionalmente el 65% restante (ver Gráfico 2 a.). Teniendo en cuenta que a su vez la mediana salarial es creciente en relación con el tamaño de la empresa (ver Gráfico 2 b.), el peso de las empresas grandes se acentúa cuando se considera la masa salarial bajo CCT, llegando a un 44% del total (ver Gráfico 2 c.).

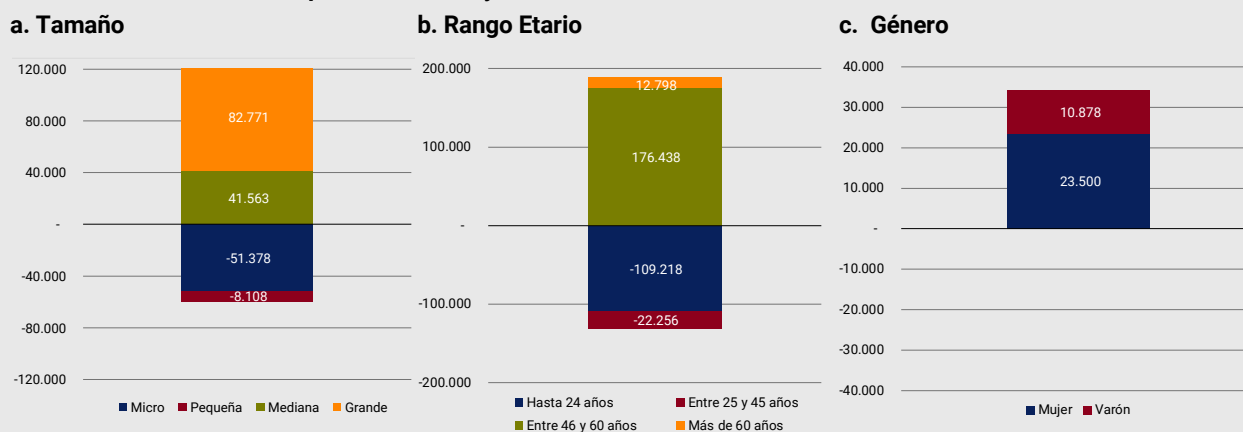
Gráfico 2 | Información de Convenios Colectivos de Trabajo según tamaño de empresa (datos a sep-22)



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

En cuanto a su evolución en el tiempo se observa que en la post-pandemia el empleo en empresas grandes y en las medianas se ha recuperado incluso acercándose a los niveles máximos de inicios de 2018. Por el contrario, y si bien ha crecido en los últimos años, el empleo sujeto a CCT en pequeñas y microempresas aún se encuentra rezagado. En términos generales, entre 2014 y 2022¹³ el empleo se expandió en las empresas medianas y grandes y se retrajo en las micro y pequeñas (ver Gráfico 3 a).

Gráfico 3 | Variación del empleo entre 2014 y 2022



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

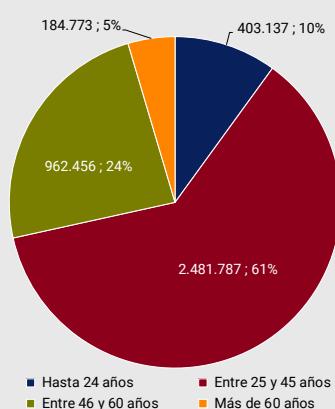
12 Se define como Microempresa a la que está integrada por 10 o menos asalariados/as, Pequeña por más de 10 y 50 o menos, Mediana más de 50 y menor o igual a 200 y Grande más de 200.

13 Se escogieron estos años por ser los extremos de los datos publicados.

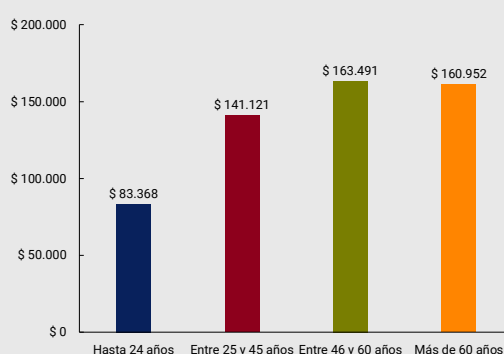
Haciendo un análisis similar utilizando el rango etario de los y las trabajadoras como variable de corte se observa que la mayor proporción del empleo bajo CCT (61%) se concentra en el rango que va desde 25 hasta 45 años y que mantiene su peso a la hora de explicar la masa salarial (ver gráficos 4 a. y c.). Debido al mayor salario (ver gráfico 4 b.) el rango etario que va desde los 46 y 60 años gana peso en la estructura de la masa salarial respecto a la del empleo. Lo contrario sucede con el grupo de jóvenes (menores de 24 años) cuyos ingresos medianos son menores, por lo que su peso dentro de la masa es menor (-4 p.p.). Desde una perspectiva temporal, se observa que entre 2014 y 2022 creció fuertemente el empleo formal privado registrado dentro de los rangos etarios más altos (de 40 a 60 y mayores de 60 años). Por el contrario, el empleo joven se redujo drásticamente, especialmente dentro del rango de menores de 24 años (ver Gráfico 3 b.).

Gráfico 4 | Rango etario

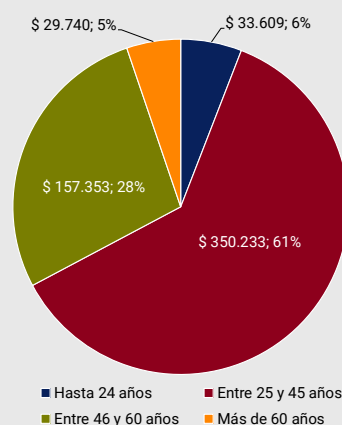
a. Empleo



b. Mediana salarial



c. Masa salarial



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Desde una perspectiva de género, los datos publicados confirman una menor participación femenina dentro del empleo privado registrado¹⁴ (32%) y una brecha salarial de aproximadamente 11,4% durante septiembre de 2022¹⁵. A su vez, se observa una fuerte dispersión en el índice de feminidad¹⁶ a lo largo de los CCT, siendo la Construcción (CCT 076/75) el más masculino, con un índice de feminidad de 3%, y el de Sanidad (CCT 108/75) el más femenino, con un índice de 77% (ver Gráfico 5).

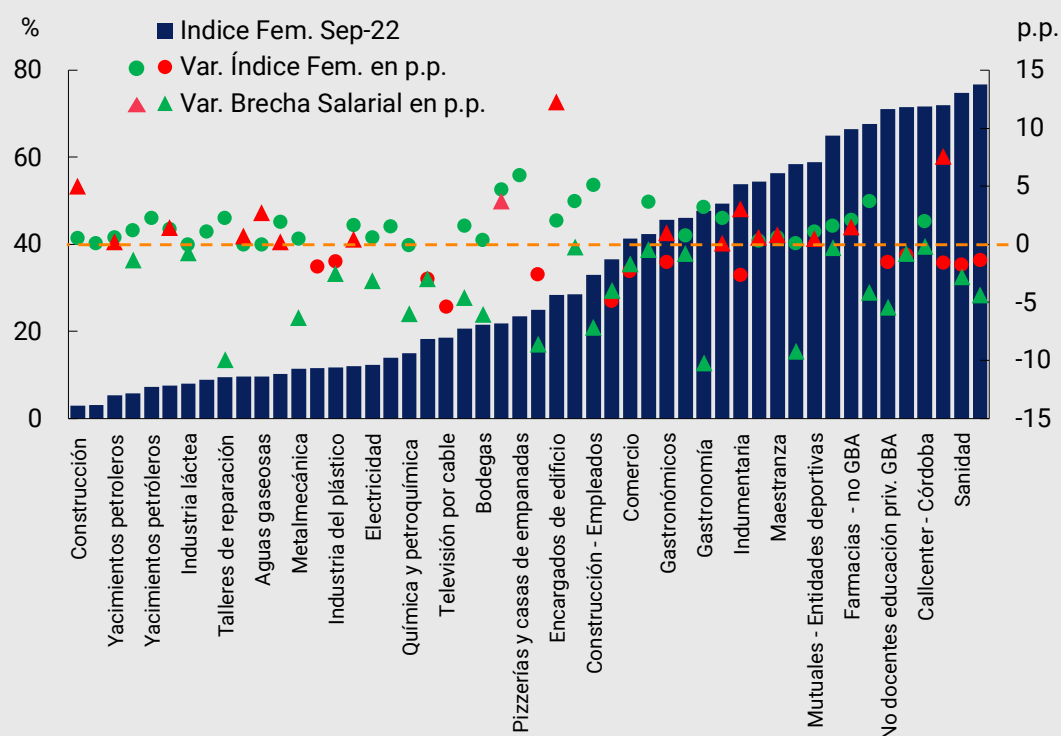
En lo que respecta a la evolución desde septiembre de 2014, si bien el empleo creció tanto entre mujeres como hombres, el trabajo femenino lo hizo en mayor proporción (Ver Gráfico 3 c.) generando una mejora en el índice total de feminidad. En este sentido, se observan aumentos de dicho indicador en 33 de los 50 CCT bajo análisis (ver círculos verdes en el Gráfico 5). Cabe destacar dichos aumentos se concentran en los CCT cuyos niveles de índices de feminidad son más bajos. Por otro lado, se destaca que la brecha salarial se redujo en 32 CCT en los últimos ocho años (ver triángulos verdes del Gráfico 5). Esto significó una reducción de 6% de la brecha salarial total.

¹⁴ El set de datos analizados no incluye al régimen simplificado de personal doméstico que a septiembre de 2022 contaba con 475 mil trabajadoras y trabajadores de los cuales la gran mayoría es femenina.

¹⁵ Cabe señalar que se trata de un cálculo amplio de la brecha, que no contempla controles por otras variables, como nivel educativo o edad.

¹⁶ Se toma como índice de feminidad el porcentaje de participación femenina dentro del total del empleo de cada CCT.

Gráfico 5 | Índice de Feminidad y Brecha Salarial (Sep-14 vs Sep-22)



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Finalmente, y a modo de breve resumen de la información analizada, podemos aseverar que la gran mayoría de los y las asalariadas privadas registradas se encuentran encuadrados dentro de CCT. Si bien existen más de mil CCT, el grueso del empleo y los empleadores se concentran en los 50 más importantes, siendo el de Comercio el que más aglomera en ambos términos. Las grandes empresas agrupan la mayor cantidad de empleo sujeto a CCT y esto se acentúa al considerar la masa salarial ya que éstas pagan salarios más elevados. En comparación con datos de 2014 la tendencia es a una mayor concentración del empleo bajo CCT en empresas grandes y medianas. En términos etarios, la mayor parte del empleo bajo estos convenios se encuentra en el rango de 25 a 40 años a pesar de que desde 2014 se ha observado una merma en esta categoría. Desde una perspectiva de género, si bien desde 2014 hasta la actualidad se han observado avances en términos de equidad, tanto en el índice de feminidad como en la brecha salarial, queda aún un importante espacio de mejora.

La información divulgada interpela a los actores que tienen responsabilidades sobre el funcionamiento del mercado de trabajo: asociaciones empresarias, sindicatos y gobierno. Si bien se registran ciertos avances en materia de las condiciones de trabajo bajo CCT (como es el caso de las mejoras en términos de equidad de género), se plantean también desafíos estructurales. Entre estos últimos se cuenta la necesidad de generar condiciones adecuadas para la generación de empleo de mayor productividad bajo este tipo de modalidades por parte de las pequeñas y medianas empresas, al tiempo que resulta imperioso abordar de manera eficaz las dificultades de inserción de las y los más jóvenes, sin omitir los avances restantes para lograr la plena equidad de género.

4. Sector Externo

En el cuarto trimestre de 2022 la economía retornó al superávit de cuenta corriente, producto de un comportamiento contracíclico de las exportaciones netas reflejado en un aumento del saldo positivo de la cuenta bienes. El superávit comercial permitió que las Reservas Internacionales Brutas del BCRA se posicionaran en US\$44.598 millones al cierre de diciembre de 2022, lo que significó una variación positiva a precios corrientes de US\$4.936 millones respecto al final del 2021. En el marco del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el FMI, la acumulación de Reservas Internacionales Netas valuadas a los precios del programa estuvo por encima de la meta anual establecida de US\$5.000 millones, cerrando el 2022 con una variación de US\$5.426 millones.

En el primer bimestre de 2023, el superávit de bienes se vio afectado fundamentalmente por una merma difundida de las exportaciones, en la que se destacaron por su peso los menores envíos de granos y sus derivados. Este desempeño se dio en el contexto de cultivos que se vieron afectados por la sequía y por heladas inusualmente tempranas, al tiempo que los cambios normativos sobre los productos del complejo sojero pudieron haber afectado la estacionalidad típica de la comercialización del poroto de soja.

La evolución de las exportaciones e importaciones de bienes, sumada a la dinámica de la deuda comercial por esos conceptos, derivaron en un resultado neto positivo por bienes en el mercado de cambios de US\$986 millones en los primeros dos meses de 2023, un 51% menos que lo observado en el mismo periodo del año previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$3.873 millones, mientras que las entidades realizaron ventas netas por US\$737 millones.

Al finalizar el mes de febrero del 2023, las Reservas Internacionales Brutas del BCRA se posicionaron en US\$38.709 millones, mostrando una caída de US\$5.889 millones respecto a diciembre. Dicho resultado se explica principalmente por los pagos netos de capital e intereses al FMI por US\$3.342 millones (2.507 millones de DEG), pagos a otros organismos internacionales y de títulos públicos del Tesoro Nacional por unos US\$1.500 millones, las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por unos US\$1.167 millones y los egresos netos por operaciones a través del Sistema de Monedas Locales (SML) por US\$114 millones.

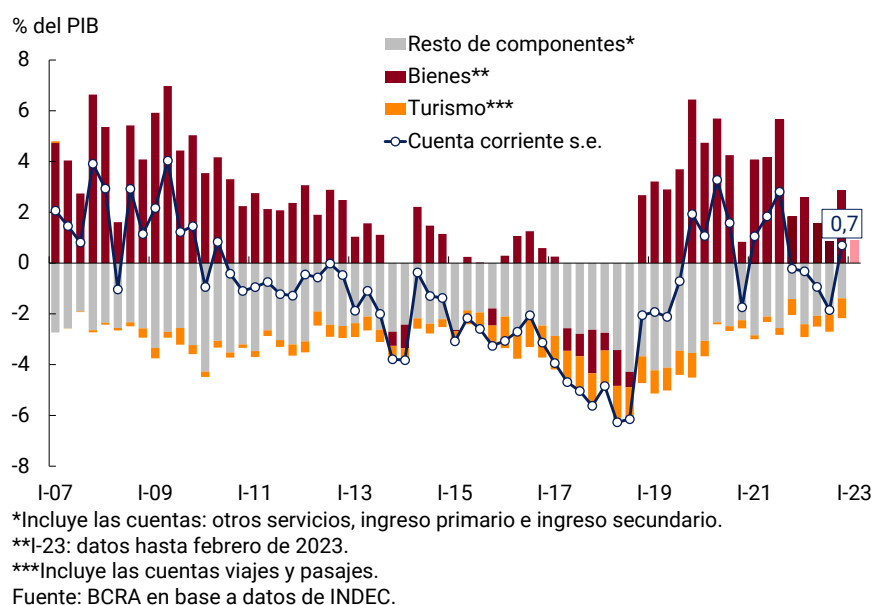
En los próximos meses, el desempeño del sector externo dependerá de la severidad con que la sequía y las heladas tempranas hayan afectado a los principales cultivos de granos exportables. Asimismo, se prevé la puesta en funcionamiento del primer tramo del Gasoducto Néstor Kirchner que permitirá un sustancial ahorro de divisas en el sector energético a partir de julio de 2023.

En este contexto, en la cuarta revisión del PFE con el FMI, las autoridades argentinas solicitaron una modificación en la meta de acumulación de reservas netas con el objetivo de adaptarla parcialmente a las pérdidas de producción provocadas por la fuerte sequía que azota al país. De esta forma, la meta para el período 2022-2023 pasó a ser US\$8.000 desde US\$9.800 millones.

4.1. En el primer trimestre de 2023 la economía habría operado con déficit de cuenta corriente

En el cuarto trimestre de 2022 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un superávit de cuenta corriente de US\$1.732 millones —equivalente a 0,7% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. Este resultado se dio en el contexto de una suba de las exportaciones netas respecto al trimestre anterior (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). El superávit por el intercambio de bienes (2,9 p.p. del PIB) fue suficiente para contrarrestar los déficits originados por el turismo internacional (0,8 p.p. del PIB) y el resto de los conceptos de la cuenta corriente (1,4 p.p. del PIB). El balance comercial de bienes (FOB) se redujo casi 70% en el primer bimestre de 2023. Se destacó una fuerte caída de los valores exportados afectados principalmente por los menores envíos de granos y sus derivados, mientras que los valores importados subieron levemente respecto a los niveles alcanzados durante el cuarto trimestre de 2022. Por otra parte, las rentas comenzaron a reflejar la suba de tasas internacionales, impactando fundamentalmente sobre los pasivos externos por préstamos del gobierno general con organismos internacionales, pero también sobre los activos externos del sector privado. De esta manera, se espera que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad arroje un resultado negativo en el primer trimestre de 2023 (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados

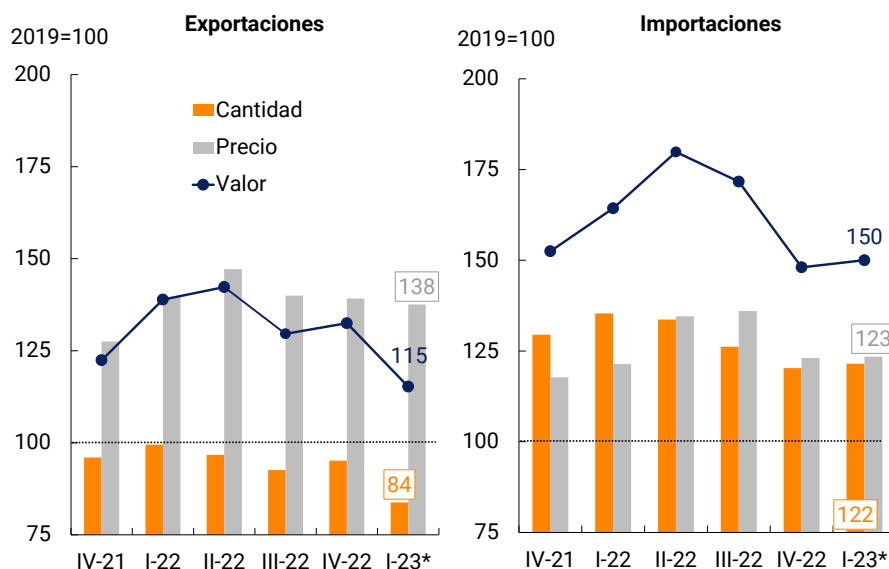


Entre septiembre y diciembre de 2022 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$21.569 millones (*Free on Board* —FOB—) a precios corrientes, lo que representó una suba de 2,2% respecto al nivel registrado en el tercer trimestre de 2022. La transitoria recuperación de las cantidades explicó esta evolución de las exportaciones en el cuarto trimestre de 2022, influida por el programa de incremento exportador destinado a estimular la comercialización de soja. En el bimestre enero-febrero de 2023, los volúmenes exportados retomaron la tendencia bajista y se ubicaron cerca del piso del cuarto trimestre de 2020.

Por otro lado, en el cuarto trimestre de 2022 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$18.181 millones (*Cost, insurance and freight* —CIF—) a precios corrientes, un 13,7% inferior al registro del tercer trimestre del año. Este desempeño de los valores importados se explicó por la caída de las cantidades (4,7% trim. s.e.) en el marco de la implementación del nuevo Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA) y de

la contracción de la actividad económica, al tiempo que se verificó una caída de los precios de importación (ver Gráfico 4.2). En el bimestre enero-febrero se dio un parcial repunte de los volúmenes adquiridos.

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad

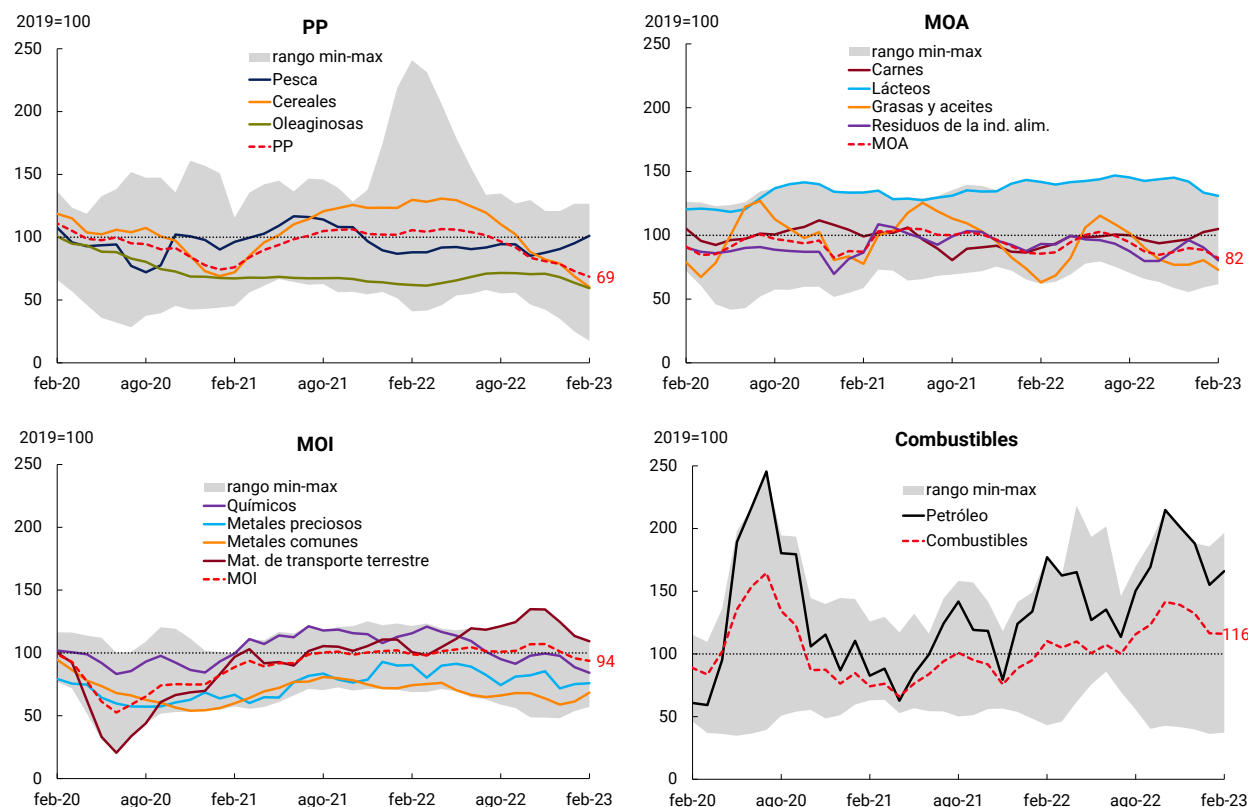


*Datos hasta feb-23.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Dos de los cuatro principales rubros de exportación tuvieron aumentos de los volúmenes exportados en el cuarto trimestre de 2022. En el caso de los Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA, +3% trim. s.e.), el crecimiento estuvo concentrado en mayores exportaciones de *pellets* de soja —posiblemente influidos por los regímenes de incentivo a la comercialización de soja—, las cuales rebotaron luego de la caída del tercer trimestre; mientras que el rubro Combustibles y Energía (CyE, +7% trim. s.e.), estuvo apuntalado por una nueva suba de los envíos de petróleo. Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se mantuvieron prácticamente constantes en ese periodo con compensaciones entre aumentos en químicos y caídas en metales comunes. Por último, los envíos de Productos Primarios (PP) cayeron 4% trim. s.e., con una fuerte incidencia negativa de los cereales, afectados por la merma en la producción de trigo. En el bimestre enero-febrero se observaron caídas en todos los rubros de exportación, destacándose por su incidencia los menores envíos de productos agrícolas y sus derivados (trigo, maíz y *pellets* de soja) en el marco de la fuerte sequía y heladas tempranas, al tiempo que los cambios normativos sobre los productos del complejo sojero pudieron haber afectado la estacionalidad típica de la comercialización del poroto de soja (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Cantidades exportadas. Series ajustadas por estacionalidad
Promedio móvil de 3 meses

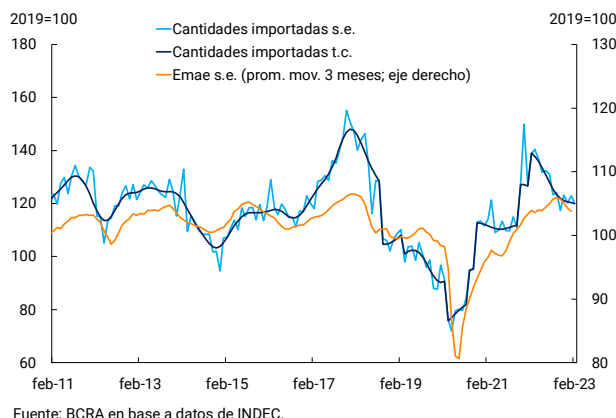


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, las cantidades importadas de bienes profundizaron su tendencia bajista en el cuarto trimestre de 2022 luego de la implementación del Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA), pero parecen mayormente haberse estabilizado desde entonces. La aparente disociación que hubo entre las trayectorias de los volúmenes importados de bienes y la actividad económica en los primeros tres trimestres de 2022, quizás con el manejo de inventarios de las firmas detrás de este proceso, se interrumpió a partir de septiembre, con cuatro caídas consecutivas del EMAE (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Al interior de las importaciones se siguen observando comportamientos heterogéneos. Las cantidades asociadas al consumo continuaron cayendo y ya se ubican en torno al promedio de 2019. Por su parte, las compras externas de bienes vinculados más estrechamente al proceso productivo (y que representan la mayor parte de las importaciones totales del país), se mantuvieron prácticamente constantes en el primer bimestre de 2023 y están un 20% por encima del período prepandemia. Por último, las compras externas de combustibles siguen su propia dinámica asociada a los requerimientos energéticos que no pueden ser cubiertos con la oferta doméstica, habiéndose registrado un incremento a inicios de 2023 (ver Gráfico 4.4).

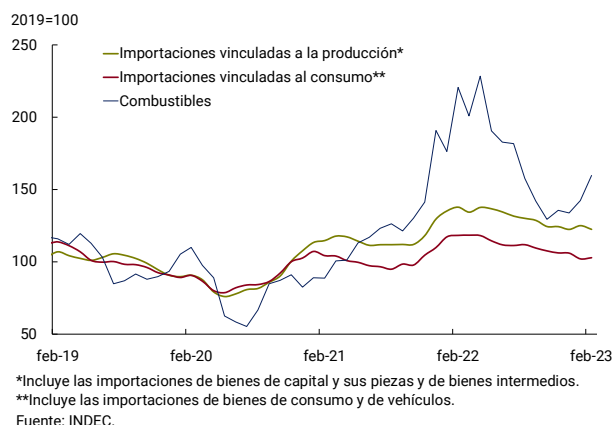
Gráfico 4.4 | Cantidades importadas

a. Cantidades importadas y actividad económica



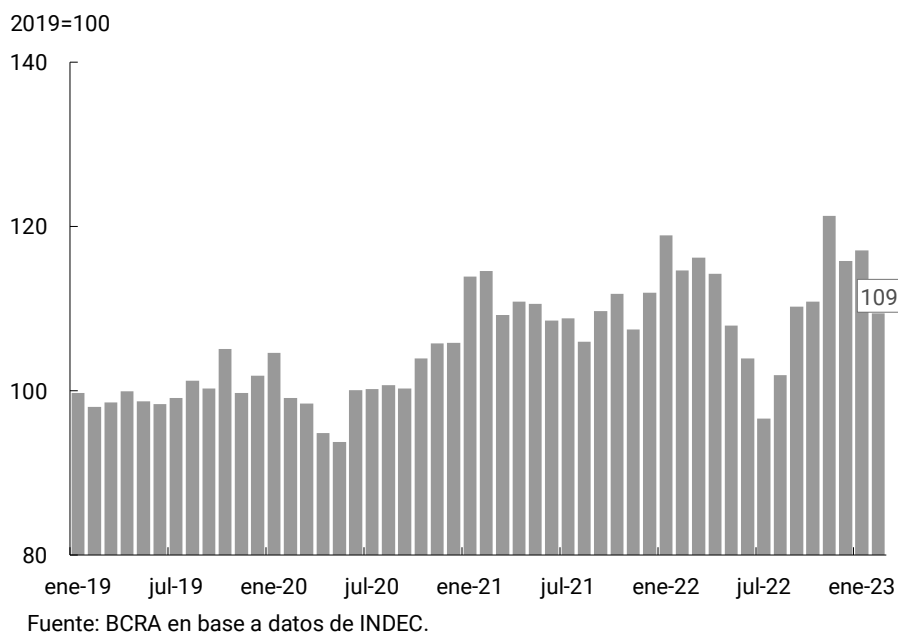
b. Cantidades importadas por categoría

Prom. mov. 3 meses



Cabe señalar que los términos de intercambio continúan siendo favorables para Argentina (ver Gráfico 4.5). En efecto, si bien los precios de las exportaciones de bienes consolidaron su tendencia bajista —respecto al pico de may-22 acumularon a feb-23 una baja de 11,5%, reflejando lo acontecido con los precios globales de los alimentos—, los precios de las importaciones se retrotrajeron a niveles de marzo de 2022.

Gráfico 4.5 | Términos de intercambio

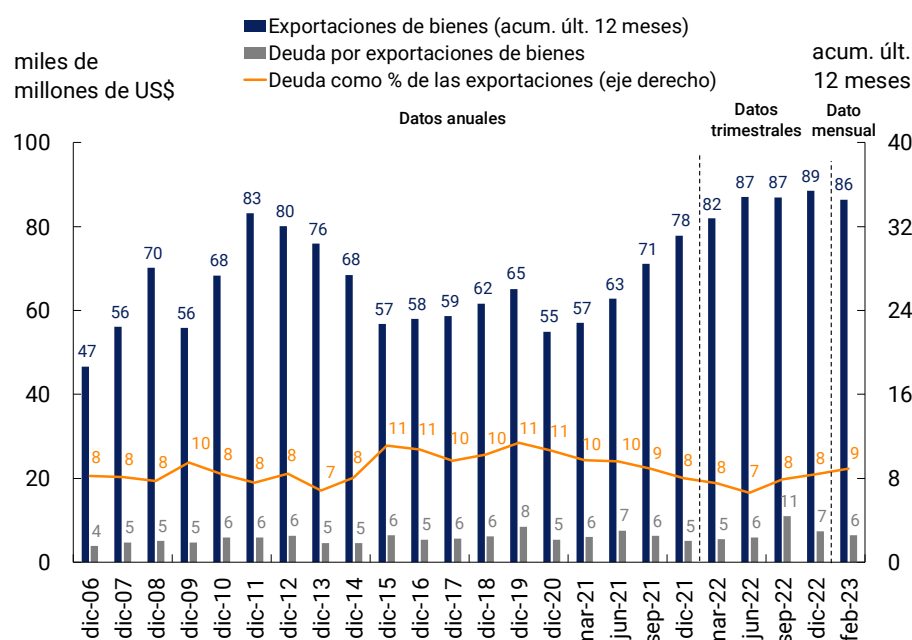


4.2. En el primer bimestre de 2023 las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios acumularon US\$1.167 millones

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 en la evolución de la deuda privada comercial como financiera. Estas normas se mantuvieron a lo largo de 2021, continuaron perfeccionándose durante 2022 y aún siguen vigentes.

En este contexto, durante 2022, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$90.500 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$88.400 millones, dando como resultado un aumento de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de unos US\$2.100 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se ubicó en torno al 8,4%, nivel históricamente bajo. En el primer bimestre de 2023, se verificó una reducción de la deuda externa por anticipos y prefinanciaciones por unos US\$1.000 millones, mientras que el ratio mostró una suba de aproximadamente 0,5 p.p. (ver Gráfico 4.6)¹⁷.

Gráfico 4.6 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



Nota: Deuda de ene-23 y feb-23 estimada en función a datos devengados y caja.
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

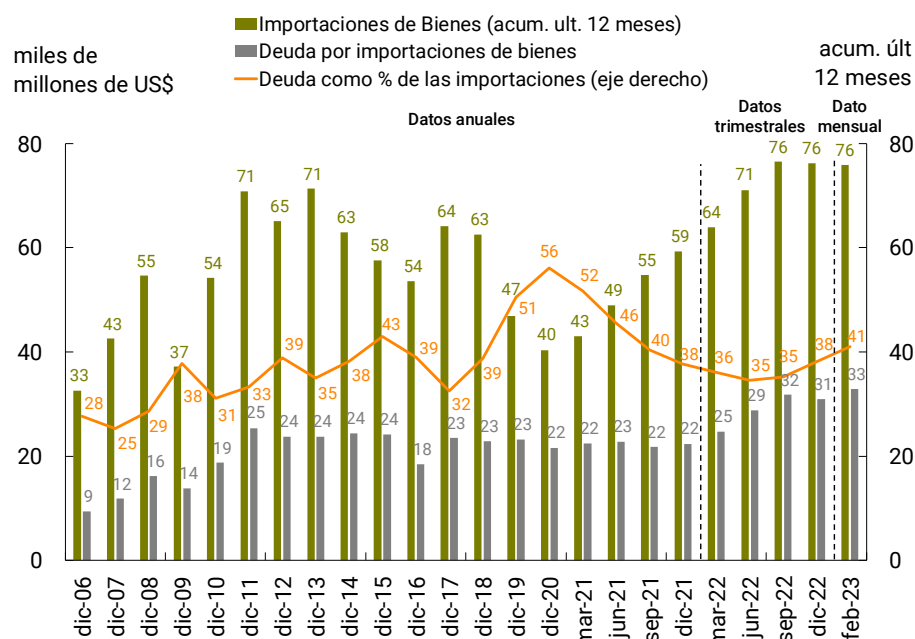
Por su parte, durante 2022 la deuda por importaciones de bienes registró un aumento de US\$8.600 millones. Así, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones subió, hasta alcanzar el 38,2%. En el primer bimestre de 2023, se estima una suba de la deuda externa por importaciones de bienes por unos US\$1.900 millones¹⁸ que implicaría un crecimiento del ratio de financiamiento de aproximadamente 2,8 p.p. respecto al año 2022 (ver Gráfico 4.7).

La mencionada evolución del comercio de bienes y de la deuda comercial por exportaciones e importaciones, derivó en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$986 millones en el acumulado durante los primeros dos meses del año. Este monto resultó superior en unos US\$900 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo período.

¹⁷ Dato estimado en base al stock de deuda al IV-22 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de exportaciones de bienes de enero y febrero estimada a partir de la diferencia entre los cobros por el mercado de cambios y las exportaciones FOB.

¹⁸ Dato estimado en base al stock de deuda al IV-22 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de importaciones de bienes de enero y febrero estimada a partir de la diferencia entre las importaciones y los pagos de importaciones por el mercado de cambios.

Gráfico 4.7 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda de ene-23 y feb-23 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

En lo que respecta a la deuda financiera, y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020, mediante la Comunicación "A" 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios. Esta comunicación, que alcanzaba determinados vencimientos de capital entre el 15-ene-20 y el 31-mar-21, fue prorrogada por la Comunicación "A" 7230, abarcando los vencimientos desde entonces hasta el final de 2021. Asimismo, la Comunicación "A" 7422 extendió el plazo de los vencimientos hasta el 30-jun-22 y la Comunicación "A" 7466 lo hizo hasta el 31-dic-22. En octubre del año pasado, la Comunicación "A" 7621 prorrogó los vencimientos de capital hasta el 31-dic-23.

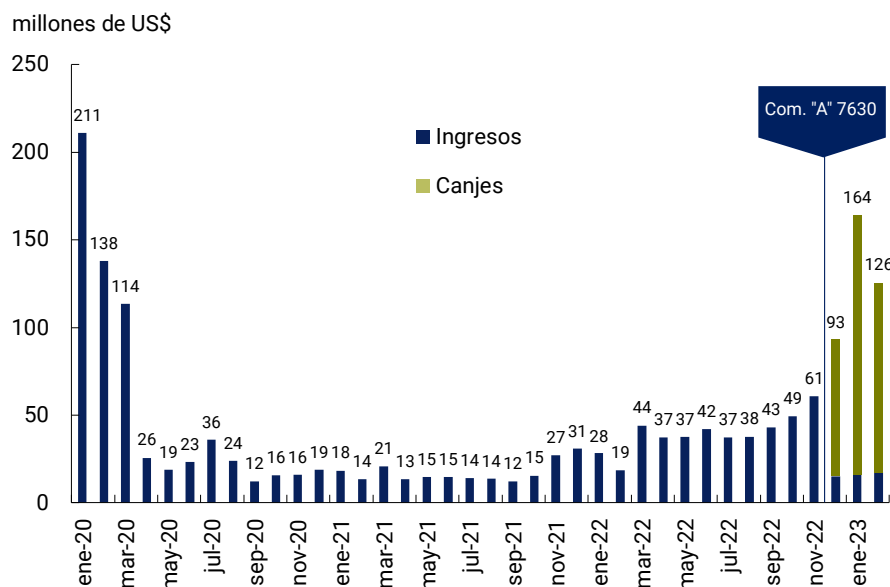
En este contexto, a partir de las renegociaciones registradas durante el año 2022, los pagos netos efectuados a través del mercado de cambios representaron el 39% de los vencimientos originales, impactando en menores compras netas por unos US\$2.300 millones. Cabe destacar que las renegociaciones del año 2022 abarcaron también vencimientos del 2023, generando no sólo menor demanda en el mercado de cambios que la originalmente pactada para el 2022, sino también reduciendo los pagos comprometidos para el 2023. En lo transcurrido en los primeros dos meses del año, se refinanciaron el 69% de los vencimientos originales alcanzados por la normativa. De esta forma, desde el inicio de la norma, los pagos netos efectuados a través del mercado de cambios representaron menores compras netas por unos US\$4.800 millones.

Por su parte, los egresos netos por viajes, pasajes y otros pagos con tarjetas en el exterior acumularon unos US\$961 millones en los primeros dos meses del año, monto un 12% superior a los egresos netos acumulados del mismo período en 2022¹⁹.

En cuanto a los ingresos brutos por viajes y pasajes, los mismos totalizaron US\$290 millones en el primer bimestre del año, lo que lo posiciona como el mejor arranque desde 2020. Dicho incremento se produjo a partir la publicación de la comunicación "A" 7630 del 3 de noviembre de 2022, con la que, con el fin de impulsar los ingresos de divisas del turismo receptivo, se resolvió excluir del requisito de liquidación en el mercado de cambios a los ingresos de fondos con tarjetas de no residentes y a los cobros por servicios turísticos y de transporte de pasajeros contratados por no residentes. Esto les permite a los receptores aplicar un tipo de cambio más elevado a los consumos con tarjeta en el país de turistas no residentes.

Estos fondos en moneda extranjera recibidos por las empresas emisoras de tarjetas y de servicios turísticos o transportes de pasajeros que no son liquidados en el mercado de cambios (operaciones de "canje")²⁰, son posteriormente canalizados al mercado secundario de títulos valores, por lo que la puesta en marcha de este mecanismo redundó en un incremento en la oferta de divisas en estos mercados (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Mercado de cambios. Ingresos y canjes por viajes, otros gastos con tarjeta y pasajes



Fuente: BCRA.

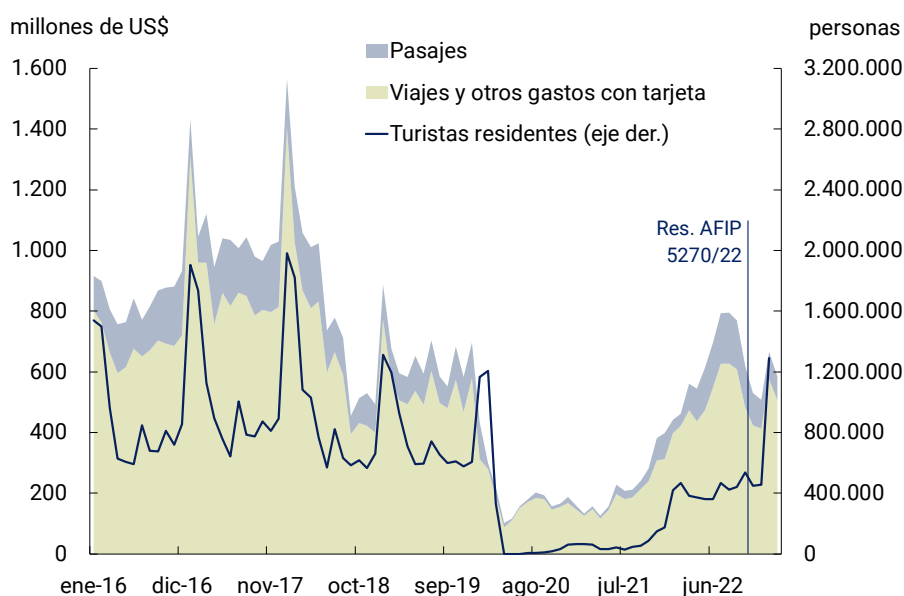
Con relación a los egresos brutos por viajes y pasajes, a partir de octubre del año previo comenzó a aplicarse un recargo del 25% extra sobre la cotización oficial del dólar, a cuenta del impuesto a los Bienes Personales, a

19 Se debe recordar que, en los giros que se hacen al exterior para cancelar los saldos con las empresas emisoras de tarjetas internacionales, se incluyen tanto los consumos que se realizan por viajes al exterior como las compras no presenciales a proveedores del exterior. De forma recíproca, en los ingresos también se incluyen las compras no presenciales que hacen con el uso de tarjetas, a proveedores de nuestro país, quienes califican como "no residentes".

20 La operación de canje no tiene efecto neto en el mercado de cambios ya que los fondos ingresan al país y no se liquidan mediante una operación de cambio, sino que quedan depositados en cuentas locales denominadas en moneda extranjera.

todos los consumos mensuales a proveedores del exterior con tarjetas que superen los US\$300²¹. Esta medida tuvo un impacto inmediato en los flujos al exterior en el mercado de cambios, los cuales pasaron de alrededor de US\$770 millones mensuales a un promedio de unos US\$580 millones entre octubre 2022 y febrero 2023. Durante el primer bimestre de 2023, mientras que la salida de turistas se incrementó un 180% en términos interanuales, los egresos por viajes, otros gastos con tarjeta y pasajes crecieron un 38% (ver Gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | Mercado de cambios y turismo internacional. Egresos por viajes, otros gastos con tarjeta y pasajes y turistas residentes



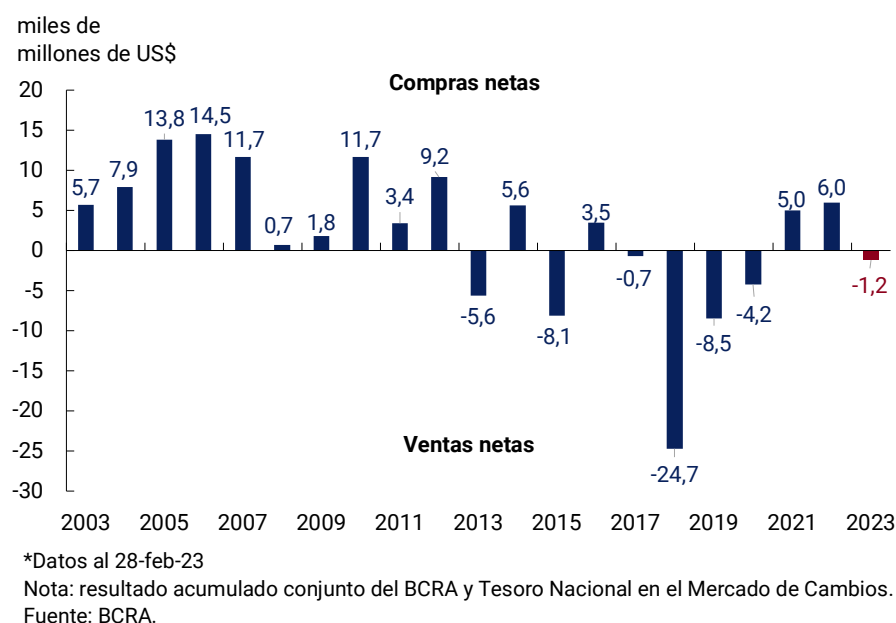
Fuente: BCRA e INDEC.

En cuanto al resultado del BCRA en el mercado de cambios, en el acumulado de los primeros dos meses del año se registraron ventas netas por US\$1.167 millones²² y transferencias a través del SML por US\$114 millones (ver Gráfico 4.10). Estas ventas fueron explicadas por compras de clientes por US\$1.646 millones, parcialmente compensadas por ventas de entidades por US\$365 millones. El resultado de clientes se explicó por las compras de los sectores “Sector Real excluyendo Oleaginosas y Cereales”, “Personas Humanas” e “Inversores Institucionales y otros” por US\$1.626 millones, US\$1.054 millones y US\$246 millones respectivamente, parcialmente compensadas por las ventas del sector “Oleaginosas y Cereales” por US\$1.574 millones. Cabe destacar que los menores ingresos netos del sector “Oleaginosas y Cereales” durante enero y febrero (que resultaron un 69% inferiores a los ingresos netos de los primeros dos meses del 2022), respondieron a la cancelación parcial del endeudamiento comercial que el sector tuvo en el mes de diciembre en el marco del “Programa de Incremento Exportador” (Decreto 576/2022). Se resalta que la cancelación de este tipo de endeudamiento no implica salida de divisas, sino que se produce al materializarse la exportación de los bienes previamente financiados.

21 Para acceder a la Resolución General 5270/2022 hacer clic [aquí](#). Cabe destacar que se porcentaje adicional se suma a otros dos recargos ya vigentes: el 30% del impuesto PAIS y el 45% a cuenta del impuesto a las Ganancias.

22 Este es el resultado de las compras netas anuales acumuladas del BCRA en el mercado de cambios contabilizando los movimientos en el momento en que se produce la concertación.

Gráfico 4.10 | Mercado de cambios. Resultado



Al finalizar el mes de febrero del 2023, las reservas internacionales del BCRA se posicionaron en US\$38.709 millones, mostrando una caída de US\$5.889 millones respecto a diciembre. Dicho resultado se explica principalmente por los pagos netos de capital e intereses al FMI por US\$3.342 millones (2.507 millones de DEG), pagos a otros organismos internacionales y de títulos públicos del Tesoro Nacional por unos US\$1.500 millones, y a las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por unos US\$1.100 millones²³.

Cabe mencionar que a partir de enero del 2023 se activó el acuerdo de *swap* de monedas vigente entre el BCRA y el Banco de la República Popular China. El *swap* comprende el intercambio de monedas como refuerzo de reservas internacionales por 130 mil millones de yuanes renminbi (equivalentes a US\$19.000 millones) y una activación especial por 35 mil millones de yuanes renminbi (equivalentes a US\$5.000 millones) para compensar operaciones del mercado cambiario.

4.3. Perspectivas

Para 2023 se espera que la economía registre un superávit comercial de bienes por quinto año consecutivo, en el marco de una política cambiaria de flotación administrada. La magnitud de ese superávit estará condicionada principalmente por dos factores que operan en sentido opuesto.

Por un lado, la menor producción agrícola esperada para la próxima cosecha gruesa (que se suma a una muy baja producción de trigo ya realizada) implicaría una merma en el ingreso neto de divisas por exportaciones de granos y derivados respecto a 2022. Por otro lado, en materia de energía, la puesta en marcha prevista de obras de infraestructura crítica como el gasoducto Néstor Kirchner (que permitiría sustituir importaciones de combustibles) y nuevos oleoductos (que impulsarían las exportaciones de petróleo excedente), sumado a la mayor generación hidráulica esperada para este año y la ya observada caída de los

²³ Este es el resultado de las compras netas anuales acumuladas del BCRA contabilizando los movimientos en el momento en que se produce la liquidación de las divisas.

precios internacionales de los combustibles contribuirían, en su conjunto, a una mejora del balance comercial energético para 2023. Se espera que durante el invierno el ahorro de divisas en base caja esté también apuntalado por el adelantamiento de pagos de gas licuado que se hizo en el primer trimestre del año.

El contexto internacional continuará teniendo un rol protagónico sobre la matriz de riesgos del sector externo de la economía argentina. Los recientes desarrollos en el sector bancario de Estados Unidos podrían generar mayor volatilidad en los mercados de activos y de materias primas, como así también generar derivaciones en la economía real. Ante este panorama no pueden descartarse cambios en el sesgo de la política monetaria de Estados Unidos, la cual había demostrado foco principalmente en la búsqueda de bajar la inflación. (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

En este contexto, el BCRA continuará perfeccionando la regulación cambiaria con el fin de promover una asignación de divisas más eficiente. Solo cuando las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones cambiarias, 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 2 / Litio, una oportunidad de diversificar la canasta exportadora

En el marco de la transición energética, el sector de la minería del litio ofrece una ventana de oportunidad para la economía argentina. El desarrollo del sector, con los compromisos ambientales correspondientes, ofrece perspectivas que generan gran entusiasmo social, político y económico. Las experiencias de los países vecinos y su evolución reciente contribuyen con diversos elementos al esperado desempeño exitoso del sector.

Las exportaciones argentinas de litio crecieron significativamente en los últimos años, llegando a totalizar US\$783 millones en los últimos 12 meses a febrero de 2023. Ya representan el segundo puesto en términos de las exportaciones mineras, siguiendo al oro que tiene ventas externas acumuladas a febrero por \$2.134 millones. Comprenden uno de los productos de exportación con mayor perspectiva de crecimiento por su pujante demanda a partir de las ventajas relativas que ofrece el mineral para su utilización dentro de las baterías de diversos dispositivos —desde celulares hasta vehículos de transporte de gran tamaño—.

Integrando el llamado “Triángulo del litio” junto a Chile y Bolivia, Argentina se ubica en el segundo puesto en términos de recursos de este mineral y habiendo explorado sólo el 10% de aquellos, ya se ubica en el cuarto lugar en términos de reservas²⁴.

Gráfico 1 | Exportaciones de litio de Argentina y recursos por país

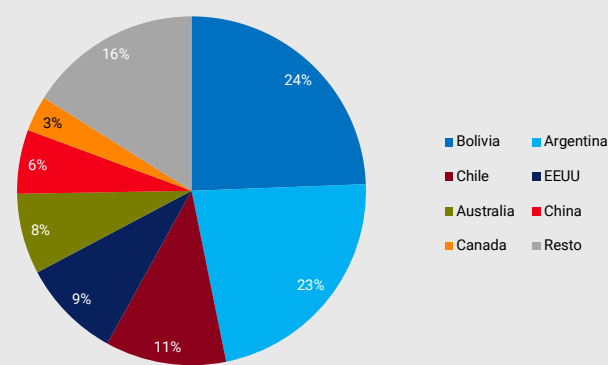
a. Argentina. Exportaciones de litio



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

* 2023 y 2024 estimados

b. Recursos confirmados de mineral de litio



Fuente: Secretaría de Industria y Desarrollo Productivo.

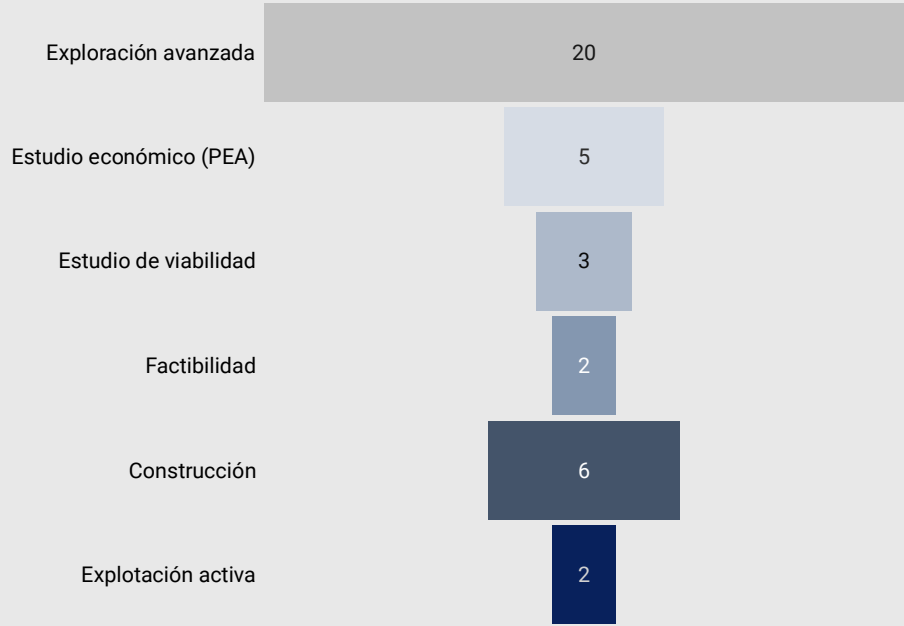
Cabe destacar que en el país se produce carbonato y cloruro de litio, siendo el carbonato el más importante en millones de dólares, en los últimos años. Los antecedentes de la industria del litio en Argentina se remontan a la década de 1930, con explotaciones en las zonas pegmatitas, producción a partir de minería tradicional (San Luis y Córdoba). A partir de la década de 1980 el sector comenzó a explorar los salares, modo de extracción que tuvo un gran impulso en la década de 1990 a partir de la puesta en marcha del Proyecto Fénix en el Salar del Hombre Muerto que permitió producir y exportar derivados de litio desde Argentina. En 2008, nuestro país alcanzó una participación de 12,5% de las exportaciones mundiales y en 2015, con la puesta en marcha del proyecto Olaroz, Argentina se consolidó como cuarto exportador mundial. La extracción del litio a partir de salares, como es el caso del llamado “Triángulo del Litio” tiene sus ventajas y desventajas respecto

24 Se utiliza el concepto “reservas” para recursos que pueden ser explotados.

a la explotación de pegmatitas, como lo es, por ejemplo, el caso de Australia, China y Estados Unidos. Por un lado, los costos unitarios de la explotación de los salares es aproximadamente un 25% menor y el impacto ambiental es inferior a la explotación a través de rocas. Por otro lado, se necesitan mayores inversiones de capital, mayor tiempo para la puesta en marcha de los proyectos (aproximadamente 10 años) y de producción (entre 12 y 24 meses) y por último una mayor dependencia de las condiciones climáticas, todo lo cual hace a la actividad menos elástica a cambios repentinos de los precios. En este marco, cabe mencionar que actualmente la oferta doméstica se compromete de antemano con el comprador interesado en contratos de largo plazo, lo que le quita incertidumbre al productor ante emprendimientos que involucran volúmenes muy importantes de inversiones, con riesgos elevados y plazos extensos de recuperación.

De los 38 proyectos vigentes en diferentes etapas, sólo 2 están en etapa de explotación activa (producción), mientras que unos 6 (que actualmente se encuentran en etapa de construcción) podrían estarlo en el mediano plazo (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Proyectos de litio. Modos de producción de litio y oferta del recurso en la argentina



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

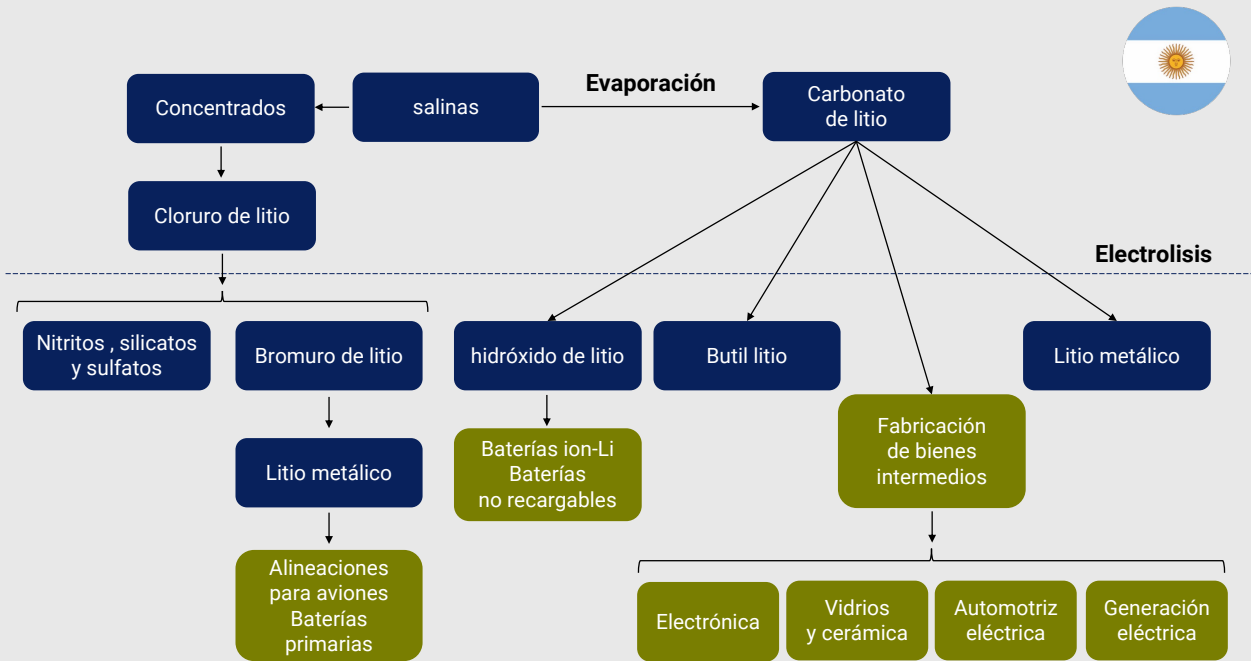
La demanda del litio se debe principalmente a dos grupos de productos, el de usos tradicionales como el vidrio o cerámica que representa el 30% de su utilización, grasas y lubricantes en un 8% y su uso dentro de la industria farmacéutica, y el otro grupo constituido por baterías recargables, representando el 39% de la utilización, principalmente destinadas a los vehículos eléctricos o a dispositivos electrónicos. Argentina se especializa en la exportación de carbonato de litio, el cual es demandado principalmente por Corea del Sur, China, Japón, Estados Unidos, Bélgica y Países Bajos. El uso con mayor proyección de crecimiento es el de baterías recargables, en particular para el sector de transporte.

La producción de litio por lo general se localiza en zonas geográficamente aisladas y con una estructura productiva poco sofisticada, por lo cual se trata de una actividad que enfrenta limitaciones para generar

empleo de manera directa.²⁵ No obstante, es una actividad que genera empleo de forma indirecta debido a que demanda distintos tipos de servicios entre los que se encuentran el transporte y la logística, el mantenimiento de plantas, la infraestructura, la alimentación, los servicios de lavandería y limpieza, por lo que tiene el potencial de contribuir al desarrollo local del territorio.

A medida en que se va escalando en los eslabonamientos de las cadenas productivas del litio se genera mayor empleo directo y un elevado valor agregado. Un ejemplo de ello se observa en los procesos de transformación del carbonato de litio al hidróxido de litio, el cual se realiza a partir de una separación química de componentes supervisada por especialistas (ver Cuadro 2). Otro aspecto para destacar es la relativamente mayor participación femenina que se registra dentro de esta industria, la cual llega al 25% del total, que contrasta con un 10% de participación femenina en el empleo total del sector minero.

Cuadro 2 | Cadena de valor agregado del litio



El plan de negocios de las empresas que actualmente operan en la Argentina —y, por lo tanto, las técnicas utilizadas en la explotación— se ha focalizado, principalmente, en la extracción de litio de las salmueras y la comercialización del carbonato de litio. Sin embargo, las salmueras contienen otros recursos con potencial interés económico —entre los que se encuentran sodio, potasio, magnesio, calcio, estroncio, bario, rubidio y cesi—, cuya explotación no ha sido considerada hasta el momento, donde el modelo de negocio podría incluir la producción y la comercialización de otros productos.

Casos cercanos y el desarrollo actual

Los otros dos países que cuentan con reservas de litio en forma de salares son los vecinos Chile y Bolivia. El caso del desarrollo chileno podría decirse que fue relativamente exitoso, ya que hoy es uno de los principales

²⁵ Esto no solo sucede en Argentina sino que también se replica en Chile con características geográficas similares.

productores de litio del mundo y se trató del primer país en procesar litio a partir de salares a gran escala. En 1970 se iniciaron exploraciones en el Salar de Atacama, a partir de un programa de prospección del CORFO (Corporación de Fomento de la Producción —una agencia del gobierno—) para la explotación no solo de litio sino también de otros recursos con potencial interés económico, entre los que se encuentran el sodio, potasio, magnesio, calcio, estroncio, bario, rubidio y cesio, lo que permite comercializar otros productos, tales como el cloruro y sulfato de potasio, el ácido bórico y el cloruro de magnésico. El estado chileno renegoció en 2018 las concesiones mineras con empresas privadas (SQM y Albemarle), acordando con las mismas el objetivo de avanzar algunos eslabones dentro de las cadenas de valor agregado del litio, exigiendo que deban vender “hasta un 25% del total de su capacidad de producción teórica de productos de litio a un precio preferencial, a productores especializados, públicos o privados, situados o que se establezcan en Chile y a fin de que éstos elaboren productos con valor agregado, entre otros cátodos de litio o componentes de éstos, componentes de baterías de litio y/o sales de litio”. Además, la actividad se encuentra gravada con un impuesto variable dependiendo del precio del mineral y se requiere que las empresas realicen aportes obligatorios a los municipios en los cuales se desarrolla la producción y a instituciones de investigación.

En el caso de Bolivia, la estrategia fue diferente, ya que, si bien es el país con mayores reservas potenciales de litio en el mundo, recién en el año 2020 comenzó a exportar litio. En 2010, había adoptado un plan denominado Estrategia Nacional de Industrialización de los Recursos Evaporíticos de Bolivia, que contemplaba desarrollar actividades de investigación, pilotaje y producción industrial de litio, potasio, materiales catódicos y baterías eléctricas de ion-litio, bajo la órbita únicamente del sector público. La planificación del desarrollo contempló 3 fases: Creación de una planta piloto que permitiera producir 40 toneladas de litio mensuales y 1.000 toneladas de cloruro de potasio en 2011; Diseño y construcción estatal de las plantas industriales para estos mismos productos (involucrando inversiones estimadas en US\$485 millones), a través de créditos otorgados por el Banco Central de Bolivia (BCB); y producción de materiales catódicos y baterías de litio (considerando un presupuesto de inversión de unos US\$400 millones) y la participación de empresas extranjeras que aportaran tecnología. Sin embargo, los resultados fueron menos auspiciosos que lo esperado y Bolivia recién empezó a exportar carbonato de litio en 2020, mientras que la última fase del plan sigue siendo una prueba piloto a más de 10 años del diseño del plan, planteando importantes desafíos en materia de financiamiento y gestión pública de grandes proyectos de contenido tecnológico. Por tal motivo el gobierno decidió la contratación de diversas empresas chinas privadas para la construcción llave en mano de las plantas, tanto piloto como de escala industrial.

Retomando el caso argentino, se observa que la estrategia de desarrollo del litio contempla mayores similitudes con el caso chileno, con varios proyectos próximos a estar activos para la explotación de carbonato de litio y cloruro de litio, e incluso con algunos de estos que contemplan la posibilidad de escalar en la cadena de valor y poder comenzar a exportar hidróxido de litio. Argentina cuenta con un marco normativo que ordena al sector de la minería, destacándose la Ley 24196 de Actividad Minera sancionada en 1993, que ofrece garantía de estabilidad tributaria durante 30 años desde que se inicia cada proyecto, además de algunas devoluciones impositivas si estos montos se reinvierten en el proyecto o se abocan a acotar el impacto ambiental. Otra normativa que influye y busca darles viabilidad a los proyectos, es el Régimen de Fomento de Inversión para las Exportaciones (Decreto 836/2021), el cual asegura el repago parcial a través del mercado de cambios de las inversiones en el país a partir de las exportaciones.

Entre los principales desafíos vinculados al desarrollo exitoso del litio en Argentina se destaca la necesidad de obras de infraestructura que permitan redirigir el flujo de exportaciones que actualmente se canaliza por el Océano Atlántico, hacia el Pacífico (considerando que el foco de la demanda mundial es Asia), con el fin de reducir los costos de logística tanto del litio y sus derivados como de los insumos importados. Asimismo,

también se plantea la necesidad de continuar abordando el impacto ambiental de la explotación del mineral —que contempla centralmente el dilema de la utilización de agua en sus procesos de evaporación, siendo el agua un recurso escaso en las regiones donde se dan las explotaciones—. Sin embargo, cabe señalar que los temas ambientales se encuentran abordados a partir de los compromisos que dispone actualmente la legislación competente tanto a nivel provincial como a nivel nacional —a diferencia de otras actividades económicas—. En resumen, la actividad de la minería del litio ofrece un gran potencial para diversificar la canasta exportadora del país, aportando no solo divisas, sino también empleo y valor agregado, contribuyendo al desarrollo productivo del noroeste del país.

Bibliografía

- López, A., Obaya, M., Pascuini, P., & Ramos, A. (2019). Litio en Argentina: Oportunidades y desafíos para el desarrollo de la Cadena de Valor. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Schteingart, D., & Rajzman, N. (2021). Del litio a la batería: análisis del posicionamiento argentino. Documentos de Trabajo del CCE, 16.
- Informe mensual de exportaciones mineras: <https://www.argentina.gob.ar/economia/mineria/informes-y-estudios-sobre-mineria/informes-mensuales>
- Informe de litio: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_litio_-_octubre_2021.pdf
- Litio y su potencial: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/litio_y_su_potencial_para_el_desarrollo_minero_argentino_vf_2021.pdf
- Avance de proyectos: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/portfolio_lithium_secmin_1.5.22.pdf
- Proyectos mineros: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/portfolio_of_mining_projects_2022.pdf

5. Finanzas Públicas

En 2022 el Gobierno Nacional avanzó en su objetivo de reducir el déficit fiscal gracias al sostenimiento de los ingresos, al reordenamiento de los gastos y al crecimiento económico. La recaudación tributaria nacional tuvo un avance de 81,6% durante 2022 con relación al año previo, lo que significó un crecimiento real de 5,3%. Este aumento se explicó tanto por el crecimiento económico como por la mayor recaudación asociada al creciente flujo de comercio exterior. Al inicio de 2023 la recaudación ajustada por estacionalidad cayó alrededor de 5,4% en términos reales, afectada por la merma de la recaudación de Derechos de Exportación asociada al adelantamiento de declaraciones juradas de ventas externas durante la vigencia del programa de incentivo exportador a fines de 2022 y a la sequía. De todas formas, la recaudación se sostuvo 1,2% por encima del nivel de 2019.

Durante 2022 se mantuvo el nivel del gasto primario real, aunque se verificaron cambios de composición. En particular, se dinamizó el gasto de capital orientado a fortalecer la recuperación de la actividad económica y obras de infraestructura estratégica. En sentido opuesto se verificó una trayectoria más acotada de las erogaciones corrientes. Así, durante el año pasado 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 2,4% del PIB, ligeramente por debajo de la meta contemplada en el Programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) (2,5%). Ese nivel de déficit resultó inferior al observado durante el año 2021 (3,0% del PIB, sin considerar los ingresos extraordinarios por la asignación extraordinaria de DEG a los países miembros del FMI en septiembre de 2021).

En el marco del acuerdo con el FMI, el Gobierno Nacional sostuvo, a pesar de la merma esperada de recaudación asociada a las consecuencias de la sequía, las metas anuales de déficit primario en términos del PIB en 1,9% para 2023 y en 0,9% durante 2024, para lo cual se adoptarán las medidas fiscales compensatorias que resulten necesarias. Asimismo, se continúa contemplando el financiamiento monetario de las necesidades del Tesoro Nacional (TN) a través de Adelantos Transitorios del BCRA con un tope de 0,6% del Producto en 2023 y nulo en 2024. Estos senderos son consistentes con los lineamientos que se aprobaron en la Ley de Presupuesto Nacional 2023.

Finalmente, se avanzó con el ordenamiento del perfil de los vencimientos de servicios de la deuda en pesos, buscando generar una mayor certidumbre y contribuyendo al fortalecimiento de la estabilidad financiera. A su vez, a fines de marzo, el Poder Ejecutivo dispuso un reordenamiento de los vencimientos en moneda extranjera intra-sector público, que permitirá, mediante licitaciones en el mercado de los instrumentos bajo legislación local, obtener financiamiento adicional para el Tesoro Nacional.

5.1. La recaudación creció en 2022, si bien a inicios de 2023 impactó la merma de los derechos de exportación tras el adelantamiento observado a fines de 2022 y por efecto de la sequía

La recaudación tributaria nacional tuvo un avance de 81,6% durante 2022 con relación al año previo, lo que significó un crecimiento real de 5,3%. Este aumento se explicó por los tributos vinculados con la actividad doméstica como por aquellos vinculados al comercio exterior.

Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado —IVA—, Ganancias, Combustibles, entre otros) tuvieron buenos desempeños a lo largo del año, en línea con el crecimiento de la actividad real, el consumo de los hogares y la nominalidad de la economía. Los recursos de la seguridad social aumentaron 80,1% en 2022 (+5,2% i.a. real), respondiendo a mejoras en el mercado laboral (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Por su parte, los tributos asociados a las ventas externas se vieron impactados positivamente por los programas de incremento exportador²⁶ hacia fin de año, en septiembre y diciembre de 2022 —que implicaron un adelantamiento en la declaración jurada de ventas externas—.

Sobre la performance particular del Impuesto a las Ganancias impactaron diversos factores a lo largo del año. En primer lugar, tuvo un efecto positivo el incremento de la alícuota aplicada a la percepción por pagos realizados en moneda extranjera (pasó del 35% al 45%)²⁷ así como la aplicación aditiva de 25% sobre viajes al exterior o gastos en el exterior para determinados sujetos²⁸. Influyó positivamente además el impuesto determinado como base de cálculo de los anticipos del período fiscal 2022 de las Sociedades con ejercicio iniciado desde enero 2021, producto de la aplicación de una mayor tasa efectiva por la incorporación del esquema de alícuotas progresivas. Además, hacia los últimos meses del año, impactó el pago a cuenta extraordinario realizado por las sociedades, con cierre de ejercicio de agosto a diciembre, cuando el monto del impuesto determinado de la declaración jurada del período fiscal 2021 o 2022, según corresponda, fuera igual o superior a \$100 millones²⁹. En sentido contrario operó la actualización automática del mínimo no imponible y de la escala del impuesto para personas físicas.

En cuanto a los tributos vinculados al comercio exterior, cabe señalar que los Derechos de exportación crecieron 71,3% i.a. en 2022. En tanto, los Derechos de importación y la Tasa estadística exhibieron un incremento similar durante el período: +73,3%. Este comportamiento se explicó por mayores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

Tras el favorable desempeño de la recaudación observado durante 2022, a inicios de 2023 comenzaron a registrarse desempeños puntuales que implicaron que en el primer bimestre de 2023 la recaudación nacional creciera nominalmente 87,8% i.a., una disminución real de 6% i.a. En efecto, sobre el pobre desempeño de la recaudación en el margen incidieron particularmente los tributos vinculados al comercio exterior. Los derechos de exportación se retrajeron 36,2% i.a. afectados por las menores declaraciones juradas de ventas externas de granos como resultado del anticipo verificado hacia fines de 2022 en el marco de los programas de incremento exportador, junto con la sequía y heladas tempranas registradas durante los últimos meses. A su vez, la evolución contenida de las importaciones en el inicio de 2023 se reflejó en una dinámica acotada de los tributos ligados a las mismas.

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad cayó 3,5% en el cuarto trimestre de 2022 debido a retracciones de los tributos vinculados al comercio exterior y, en menor medida, del conjunto de impuestos internos. Sin embargo, en promedio en 2022 la recaudación real fue 5,3% más alta que durante el año previo y se ubicó 9,5% por encima del nivel de 2019 (ver Gráfico 5.1). Con datos a marzo de 2023, la recaudación real habría profundizado la caída, registrando una merma de 5,4% s.e. en el primer trimestre del año en curso, explicado en gran medida por los menores tributos vinculados al comercio exterior. De todas formas, cabe señalar que la recaudación real ajustada por estacionalidad aún se encontraba 1,2% por encima del nivel de 2019.

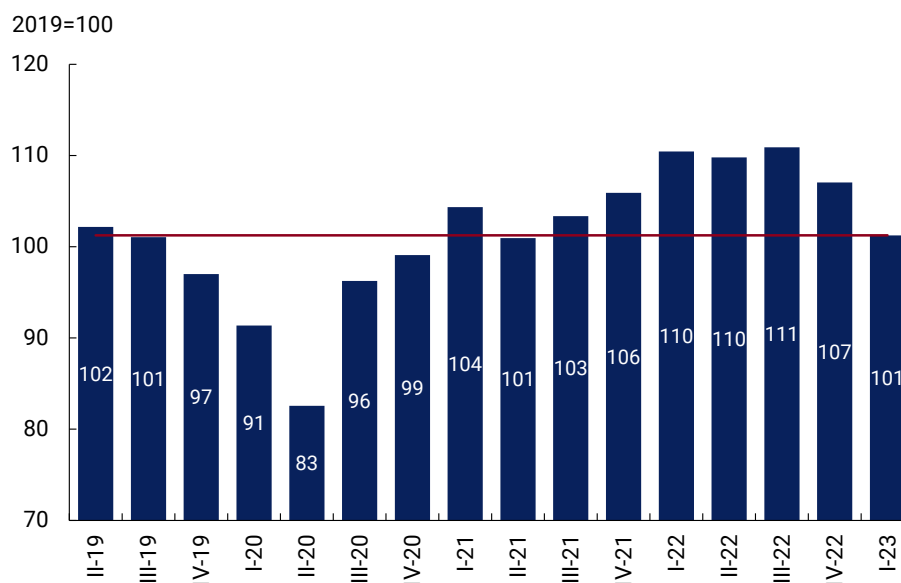
26 Decreto 576/2022 para el programa de incremento exportador de septiembre 2022 y Decreto 787/2022 para el programa correspondiente a diciembre 2022.

27 [Resolución General 5232/2022 de la Administración Federal de Ingresos Públicos.](#)

28 [Resolución General 5272/2022 de la Administración Federal de Ingresos Públicos.](#)

29 [Resolución General 5248/2022 de la Administración Federal de Ingresos Públicos.](#)

Gráfico 5.1 | Recaudación tributaria nacional
Real desestacionalizada



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 70,6% en 2022 y prácticamente se mantuvieron en términos reales (-0,4% real). Sobre la comparación anual impactó el cómputo en transferencias corrientes de la asignación extraordinaria de los Derechos Especiales de Giro (DEG) que el FMI efectuó a la Argentina en el contexto de la crisis global por la pandemia de COVID-19 por \$427.400 millones. Neto de este efecto, los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 79,2% en el año y un crecimiento real de 4,3% i.a. Los ingresos no tributarios también se habían visto 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 habían registrado \$243.463 millones por este concepto; aproximadamente 0,5% del PIB). A su vez, las rentas avanzaron 178% en el año 2022 debido al registro de rentas de la propiedad relacionadas con emisiones primarias, las cuales totalizaron \$525.393 millones en el año y que, a los fines del cómputo de la meta de resultado primario contenida en el acuerdo con el FMI, se estableció contemplar este tipo de ingresos con un límite anual equivalente al 0,3% del PIB —un monto semejante al registrado por el mismo concepto durante 2021—.

En tanto, en el inicio de 2023 impactó el comportamiento desfavorable de la recaudación tributaria nacional (en particular por los derechos de exportación), por lo que los ingresos crecieron 89,1% i.a. en el primer bimestre (-5,7% i.a. real).

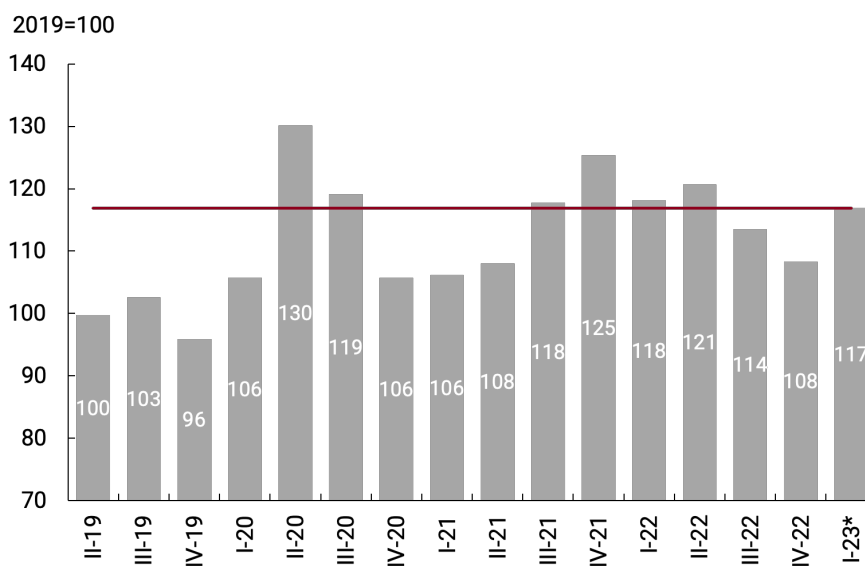
Por su parte, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en 2022 el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento cercano al 80% i.a. Con datos parciales a febrero la recaudación provincial habría exhibido un aumento de aproximadamente 99% i.a., 11 p.p. por encima del comportamiento observado en los tributos nacionales.

5.2. El gasto primario del SPNF prácticamente se mantuvo en términos reales por segundo año consecutivo, habiéndose sobre cumplido la meta de déficit acordada con el FMI

El ordenamiento fiscal se reflejó en el hecho de que el gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 70,5% i.a. en 2022, por debajo del avance nominal de los ingresos. Asimismo, durante 2022, los gastos primarios reales prácticamente se mantuvieron constantes por segundo año consecutivo. El nivel de gasto primario retornó a registros similares a los del año 2018 (ver Recuadro: Las cuentas públicas de 2022 en perspectiva).

Con datos parciales del primer trimestre de 2023 (a febrero), el gasto primario real desestacionalizado quebró la tendencia mostrada durante la segunda mitad del año pasado y creció 8,6 p.p. s.e. con relación al último trimestre de 2022, acercándose a niveles similares a los observados en igual trimestre del año previo (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Gastos reales
Ajustados por estacionalidad



*Datos a feb-23.

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

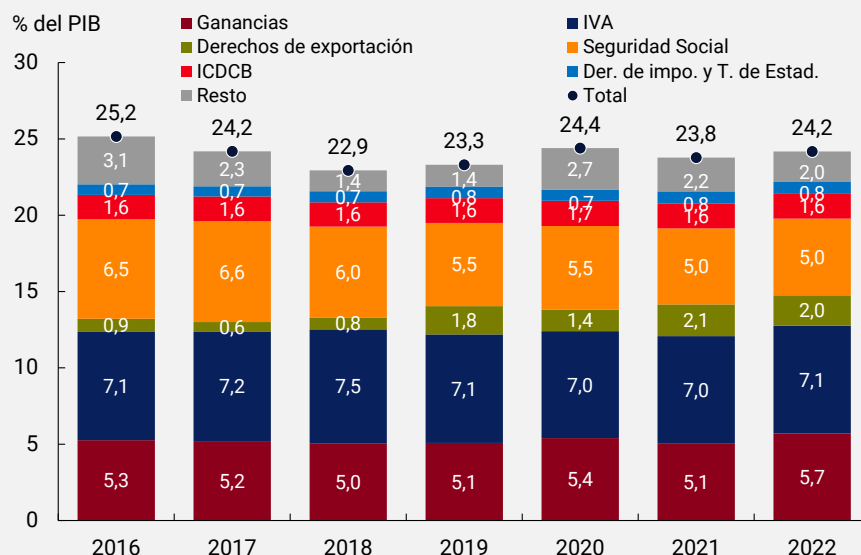
En el primer bimestre de 2023, los gastos primarios avanzaron 103,1% i.a. (+1,4% i.a. real). Esta expansión del gasto se vio impulsada tanto por el gasto de capital (+194,5% i.a.) producto de la inversión asociada a obras de infraestructura energética, vivienda y transporte, como por los gastos de funcionamiento y salarios (+103,7% i.a.) y las prestaciones sociales (+98,2% i.a.). Entre el gasto de capital se destaca principalmente la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner, que permitirá reducir el costo de la energía en la segunda mitad del año y así fortalecer la consolidación fiscal en el mediano plazo.

Recuadro. Las cuentas públicas de 2022 en perspectiva

Durante 2022, la recaudación tributaria nacional representó un 24,2% del PIB, lo que implicó 0,4 p.p. del Producto más que en 2021, mismo valor que en 2017 (ver Gráfico 5.3). Entre los tributos que explicaron el aumento de 2022 se destacó la recaudación del impuesto a las Ganancias (+0,6 p.p.) debido fundamentalmente al anticipo extraordinario aportado por las grandes empresas y el IVA (+0,1 p.p.). En sentido opuesto incidieron los

Derechos de exportación (-0,1 p.p.) y el resto de los tributos (-0,2 p.p. explicado por el comportamiento de combustibles, internos, etc.). Con respecto a 2017 la recaudación contempla, además del efecto transitorio señalado sobre el impuesto a las ganancias, mayores derechos de exportación, menor recaudación por Seguridad Social y la mayor incidencia de Bienes Personales y la creación del impuesto PAIS (en el “resto”) que compensa en parte la menor carga de Combustibles, Internos y Monotributo.

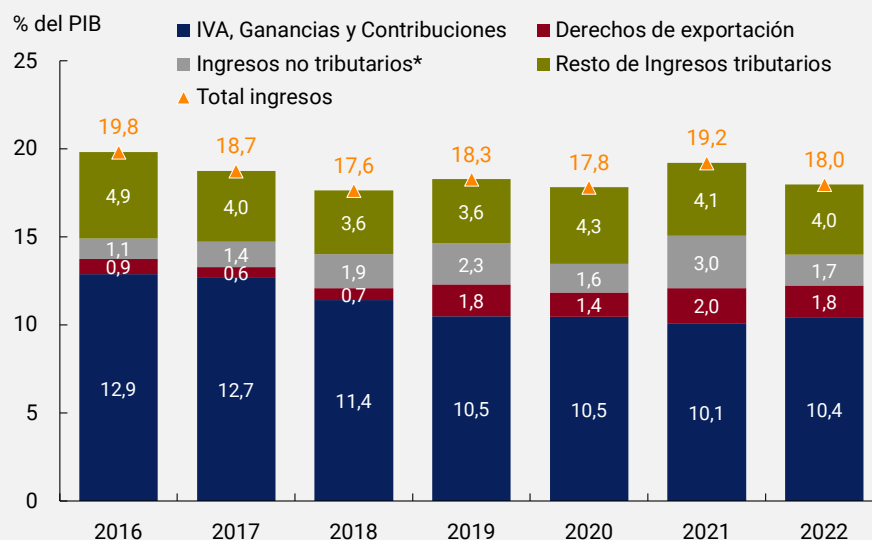
Gráfico 5.3 | Recaudación tributaria nacional



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

Analizando la evolución de ingresos y gastos primarios del SPNF en perspectiva anual, se verifica que los niveles alcanzados en 2022 se asemejan a los registros previos a la pandemia. Con respecto a los ingresos del SPNF, el nivel de 18% del PIB alcanzado en 2022 se encuentra entre los tres menores de la serie (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 | Ingresos del SPNF

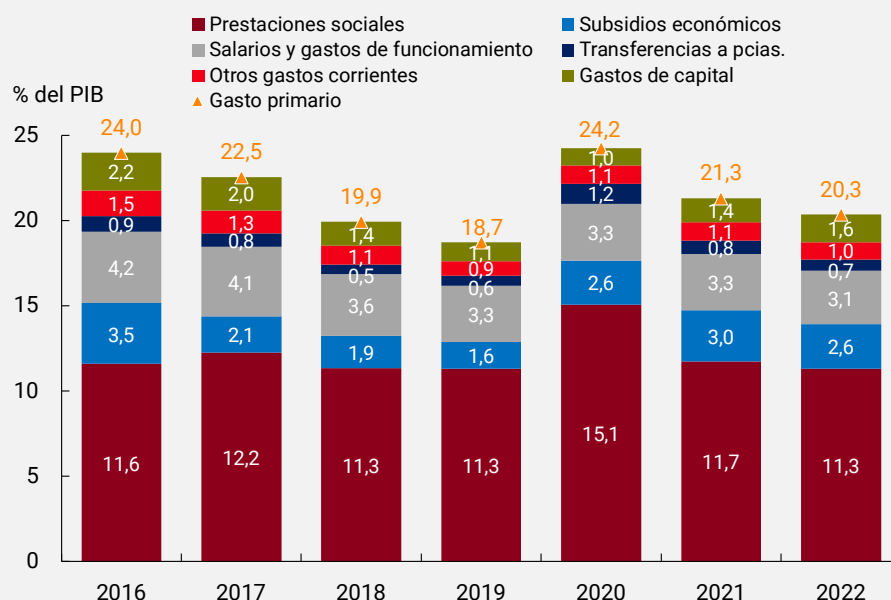


*Excluye transferencia de DEG en sep-21 e ingresos por rentas de colocaciones excedentes en 2022

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

En tanto, el gasto primario de 2022 se ubicó aproximadamente 1 p.p. por debajo del nivel del gasto primario de 2021, alcanzando un nivel levemente superior al del año 2018 (ver Gráfico 5.5). Los gastos en prestaciones sociales aumentaron 72,1% i.a. en 2022 (+0,6% en términos reales) y sin embargo disminuyeron 0,4 p.p. en relación con el PIB, retornando a niveles próximos a los prepandemia. Con excepción del gasto de capital, todos los rubros principales de gasto primario redujeron su participación en el Producto respecto a 2021. En efecto, este rubro creció 104,7% y representó 1,6% del PIB en 2022 (+0,2 p.p. vs. 2021), el valor más elevado desde 2017.

Gráfico 5.5 | Gasto primario del SPNF



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

Durante 2022, el gasto en subsidios se vio particularmente impactado por las significativas subas en los precios internacionales de combustibles y energía en un contexto en el que también influyeron los mayores costos domésticos de generación térmica de electricidad ante el menor aporte de las fuentes hidroeléctricas por la sequía.

Las partidas asociadas a remuneraciones y gasto en funcionamiento crecieron 69,6% (-1,1% i.a. real) el año pasado y redujeron su participación a 3,1% del PIB, el nivel más bajo de los últimos 7 años. 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 al Censo Nacional de Población y Vivienda, que se realizó en 2022). Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron significativamente (+54,1% i.a. nominal en 2022) respecto de años previos, cuando el Gobierno Nacional había asistido a los distritos ante la abrupta merma de la recaudación subnacional por efecto de la pandemia. 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 Aires³⁰. De esta manera las transferencias a provincias redujeron su participación en el gasto con relación al PIB hasta ubicarse en 2022 en 0,7% del PIB, aproximándose a los registros de 2018 y 2019.

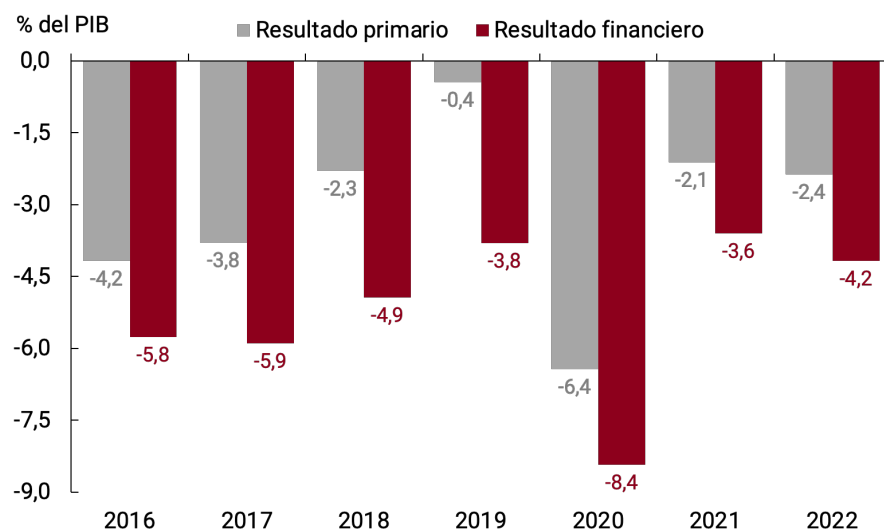
30 Decreto 735/2020.

A partir de la segunda mitad de 2022, la prudencia fiscal ayudó a sobre cumplir la meta fiscal de 2022 del programa con el FMI, sentando las bases para continuar con el sendero de consolidación fiscal durante 2023. En este sentido se destacaron las medidas adoptadas vinculadas al ordenamiento de los subsidios, a través de un proceso de actualización de tarifas de los servicios de gas, agua, electricidad y transporte público, y que contempló medidas de segmentación de usuarios según su capacidad contributiva, con efectos fiscales mayormente esperados durante 2023.

El déficit primario del SPNF acumulado durante 2022 continuó reduciéndose respecto de los años previos, retornando a un valor similar al registrado en 2018, por debajo también de 2016 y 2017. Así, en el año 2022, representó aproximadamente 2,4% del PIB. Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 4,2% del PIB, siendo el tercer valor más acotado de la serie que publica actualmente el Ministerio de Economía, que comienza en 2016 (ver Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6 | Resultado del SPNF

Acumulado 12 meses



*Excluye transferencia de DEG en sep-21 e ingresos por rentas de colocaciones excedentes en 2022.

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

En adelante, y en un contexto económico más desafiante, particularmente por los efectos de la sequía cada vez más severa que permite prever menores ingresos fiscales, se llegó reforzó el compromiso fiscal en las negociaciones con el FMI que contempla sostener la meta de déficit primario del SPNF en base caja hasta 1,9% del Producto en 2023, tal como está previsto en el Presupuesto Nacional 2023. Adicionalmente, a fines de febrero el Congreso Nacional aprobó una Ley de moratoria previsional. Esta Ley prevé un plan de pago de deuda previsional que permitiría a aproximadamente 800.000 personas que no cuentan con aportes suficientes poder acceder a la jubilación. Para lograr alcanzar la meta fiscal, se adoptarán las medidas adicionales que resulten necesarias. Mientras estas medidas se aplican efectivamente, la dinámica fiscal podría requerir temporalmente mayor financiamiento que el originalmente previsto.

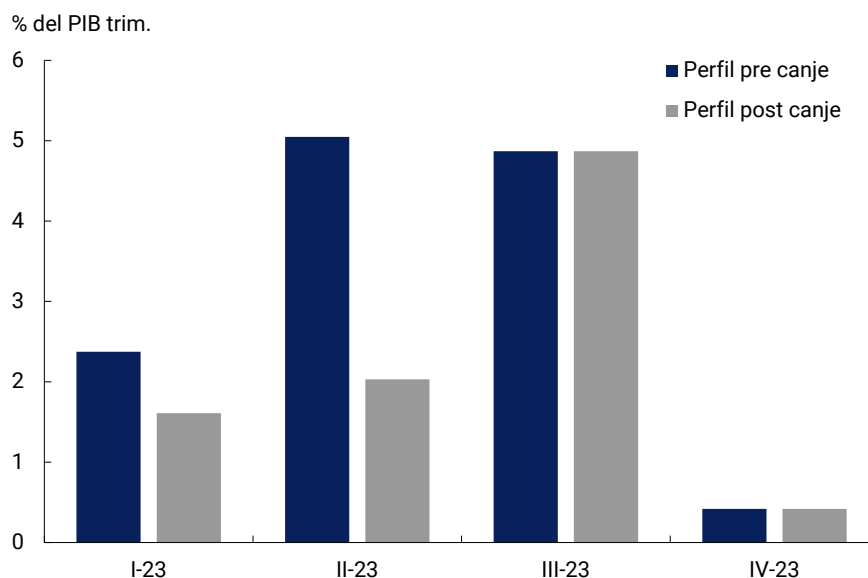
5.3. Al comienzo de 2023 las necesidades financieras del Tesoro Nacional aumentaron y se cubrieron mayormente con colocaciones en el mercado local

Durante 2022 el TN logró un refinanciamiento del 147% de los servicios de capital e intereses en pesos, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$2,5 billones.

Por otra parte, el 18 de enero de 2023 el Ministerio de Economía anunció la recompra instrumentos de deuda pública nacional denominados en moneda extranjera por un monto de hasta US\$1.000 millones de dólares. El Ministerio de Economía destacó el bajo precio al cual dichos bonos estaban cotizando en el mercado secundario y las diferencias entre las paridades y las tasas de rendimiento resultantes, lo cual generaba una ventana para eventuales operaciones de recompra.

Por su parte, entre enero y marzo de 2023 se realizaron operaciones de conversión voluntaria de deuda que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos de corto plazo durante los meses en los cuales el calendario electoral puede reflejarse en una mayor volatilidad financiera. La primera operación logró aliviar la mayor parte de los vencimientos del primer trimestre de 2023, mientras que en el caso de la conversión del 9 de marzo despejó los vencimientos del segundo trimestre. Se colocaron a cambio instrumentos duales (atados a la mayor evolución entre la inflación y el tipo de cambio) e instrumentos atados a la inflación con vencimiento en 2024 y 2025, alargando los plazos de colocación (ver Gráfico 5.7).

Gráfico 5.7 | Perfiles contractuales de deuda en pesos



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

El stock de Deuda Pública Nacional a fines de febrero de 2023 ascendió a US\$394.150 millones y representó cerca de 85% del PIB, exhibiendo una reducción de unos 19 p.p. respecto de fines de 2020.

En el primer trimestre de 2023 el TN logró un refinanciamiento del 125,3% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$0,45 billones. Las emisiones de instrumentos de deuda en lo que va del primer trimestre se concentraron mayoritariamente en letras a descuento y en títulos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), mientras que, en menor medida, se colocaron títulos ajustados a la evolución del dólar (DLK) e instrumentos duales (mayor variación entre dólar y CER). Los plazos de los instrumentos emitidos a descuento disminuyeron, mientras que aquellos atados a la

evolución del CER aumentaron levemente en el margen. Considerando como referencia a las letras a descuento, las tasas de interés nominales se elevaron: de una TNA promedio del 109,03% en el mes de enero se pasó a remunerar dichos instrumentos con una TNA promedio del 125% en el mes de marzo.

En lo que va de 2023, el financiamiento neto del TN contempló, además de los saldos iniciales de las cuentas del Tesoro Nacional, el resultado de las licitaciones de instrumentos de mercado en pesos, los desembolsos netos del FMI y otras instituciones financieras internacionales (como el BCIE y la CAF) y Adelantos Transitorios (AT) netos del BCRA por \$130.000 millones, en el marco de lo contemplado en el acuerdo con el FMI. A fines de marzo, el Poder Ejecutivo dispuso mediante un Decreto de Necesidad y Urgencia³¹ un reordenamiento de los vencimientos denominados en moneda extranjera intra-sector público. Asimismo, la medida favorecerá la obtención de financiamiento adicional para el Tesoro Nacional a partir de la licitación de instrumentos en moneda extranjera bajo legislación local y posterior compra de Títulos denominados en moneda local.

31 El DECNU-2023-164-APN-PTE dispone que las Jurisdicciones, Entidades y Fondos pertenecientes al SPNF deberán proceder a la venta, subasta o canje de sus tenencias de Títulos Públicos nacionales denominados y pagaderos en dólares estadounidenses y mediante DECNU-2023-163-APN-PTE se dispone que los pagos de los servicios de intereses y amortizaciones de las letras denominadas en dólares estadounidenses en tenencia del BCRA se harán efectivas con la emisión de nuevos Títulos Públicos.

6. Precios

La tasa de inflación se incrementó en los primeros dos meses del año, promediando el 6,3% mensual (+0,8 p.p. respecto al IV-22). Este aumento en el ritmo de suba de los precios se dio luego de un período de desaceleración en el cual la inflación mensual pasó del 7,4% en julio al 5,0% promedio en el último bimestre de 2022. La tasa de inflación interanual continuó elevándose, alcanzando el 102,5% en febrero, luego de acumular 94,8% en 2022.

La aceleración del nivel general de precios del primer bimestre del año fue difundida, evidenciándose incrementos significativos en los ritmos de suba de las categorías Estacionales y Regulados y del altamente volátil agrupado Carnes y derivados, de elevada ponderación en la categoría Núcleo. Por el contrario, la inflación núcleo excluyendo a las Carnes y derivados, que podría considerarse una medida más estructural de la inflación subyacente, registró una aceleración leve (5,8% +0,2 p.p. respecto al IV-22). Este aumento se dio luego de un descenso significativo desde el pico de 8,1% registrado en julio de 2022, caída que fue en parte resultado de una serie de medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA en el tercer trimestre de 2022.

Cabe señalar que la fuerte suba mensual del agrupado Carnes y derivados (19,5%) en febrero se verificó luego de ocho meses en los que promedió un ritmo relativamente acotado (3,1% mensual). Distintos factores, entre ellos la sequía y la caída de los precios de exportación, explicaron el deterioro del precio relativo de la carne vacuna en los meses previos y la postergación del período de recuperación estacional que suele comenzar aproximadamente en noviembre y extenderse hasta el fin del primer trimestre.

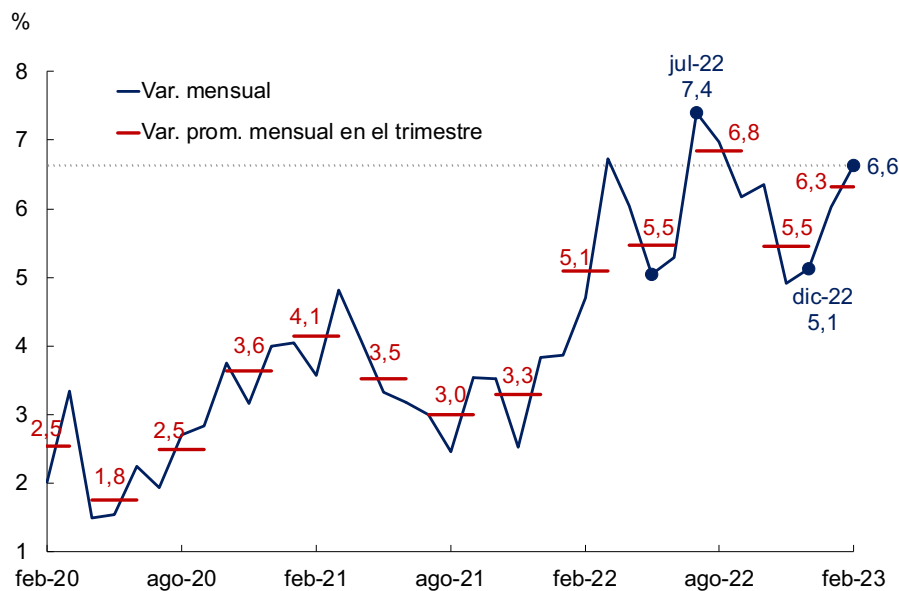
En marzo se habría verificado una nueva suba transitoria del nivel general de inflación ya que, al marcado incremento de las carnes, se sumaron aumentos puntuales en algunos precios regulados como gas, tabaco, transporte público y además una serie de significativos aumentos estacionales que suelen evidenciarse en el tercer mes de cada año. Entre estos últimos se encuentran las subas en educación privada ante el comienzo del ciclo lectivo y el alza en los precios de las prendas de vestir y calzado debido al cambio de temporada.

Para abril, se espera una caída de la inflación mensual con respecto a marzo, una vez que los factores transitorios mencionados previamente dejen de presionar al alza. Para los meses subsiguientes se retomaría la tendencia a la baja de la inflación núcleo, favorecida por el proceso de consolidación fiscal, la acumulación de reservas internacionales en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la política de tasas de interés que promueve el ahorro en pesos y la coordinación entre precios y salarios orientados a reducir la inercia inflacionaria, en un contexto en el que se mantendrá la actual política cambiaria de *crawling peg*. No obstante, el escenario no está exento de riesgos, acentuados en el contexto de sequía y en un año electoral.

6.1. La inflación se elevó en los primeros meses de 2023

La tasa de inflación se incrementó en el primer bimestre del año promediando el 6,3% mensual, 0,8 p.p. por encima del registro del cuarto trimestre de 2022. Este aumento en el ritmo de suba del nivel general de precios se dio luego de un período de desaceleración en el cual la inflación pasó del 7,4% en julio hasta el 5,1% en diciembre (ver Gráfico 6.1).

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



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

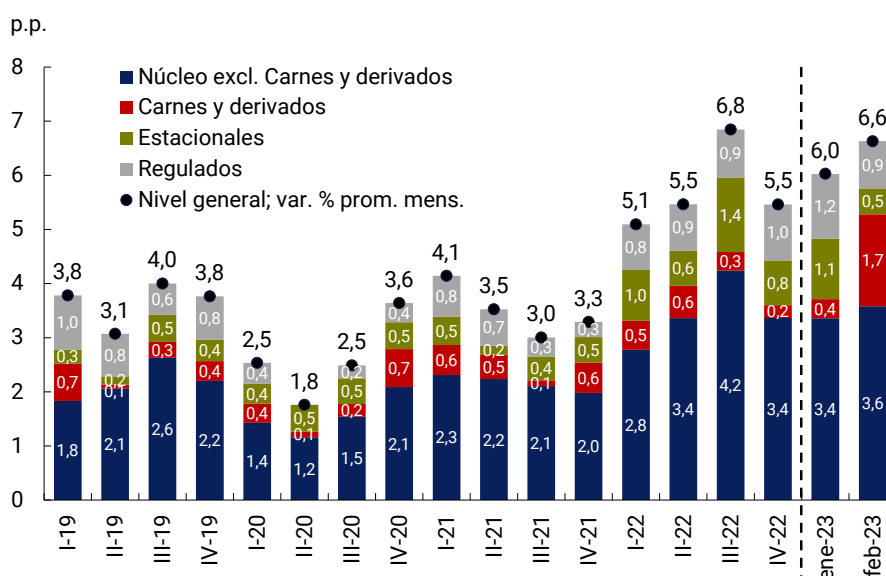
La aceleración del Nivel general de precios del primer bimestre del año se verificó principalmente en las categorías Estacionales y Regulados del IPC, y en el volátil agrupado de Carnes y derivados, de elevada ponderación en la categoría Núcleo. La inflación núcleo excluyendo a las Carnes y derivados, que podría considerarse una medida más estructural de la inflación subyacente, registró una suba leve respecto al cuarto trimestre de 2022 promediando 5,8% en el primer bimestre (+0,2 p.p.). Este aumento se dio luego de un descenso significativo desde el pico de 8,1% registrado en julio de 2022, caída que fue en parte resultado de una serie de medidas adoptadas desde el tercer trimestre del año pasado por el Gobierno Nacional y el BCRA. Sin embargo, el nivel de esta medida de inflación subyacente continúa siendo elevado y supera significativamente al promedio registrado en 2021 (ver Gráfico 6.2).

En particular, el incremento de la inflación verificado entre diciembre de 2022 (5,1%) y enero de 2023 (6,0%) fue traccionado por la fuerte suba de las categorías Estacionales (7,9%, +3,3 p.p. respecto a diciembre) y Regulados (7,1%, +2,0 p.p.), mientras que la inflación núcleo se mantuvo en un nivel similar (5,4%, +0,1 p.p.). Las verduras, debido a factores climáticos, y los servicios asociados al turismo, ante el inicio de la temporada de verano, fueron los ítems que explicaron el mayor ritmo de suba de los Estacionales. En el caso de los Regulados, coincidieron actualizaciones de las tarifas de gas, transporte público, agua y comunicaciones, entre otras.

En febrero (6,6%, +0,6 p.p.) la tasa de inflación mensual volvió a incrementarse, aunque, a diferencia de enero, se verificó una desaceleración en las categorías Estacionales y Regulados y un marcado incremento en el ritmo de suba de la categoría Núcleo (7,7%, +2,3 p.p.). Esta aceleración de la Núcleo fue explicada fundamentalmente

por el aumento significativo en el precio promedio de la carne vacuna, un ítem con gran ponderación en el IPC y que presenta una elevada volatilidad a lo largo del año. La inflación núcleo excluyendo al agrupado Carnes y derivados fue 6,0% en febrero, implicando una suba más acotada respecto a enero (+0,4 p.p.).

Gráfico 6.2 | IPC. Principales categorías
Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El aumento del ritmo de suba de los precios durante el primer bimestre del año se dio tanto en los bienes como en los servicios. La mayor incidencia fue de los Bienes ya que, además de tener una ponderación más elevada en el IPC, evidenciaron una mayor aceleración respecto al cuarto trimestre de 2022 (6,2% promedio mensual, +1,0 p.p. respecto al IV-22). Entre las divisiones del IPC conformadas completamente por bienes, la única cuya variación fue mayor a la evidenciada en el cuarto trimestre fue Alimentos y bebidas no alcohólicas (8,3% promedio mensual, +3,5 p.p. respecto al IV-22). La división de Bebidas alcohólicas y tabaco (6,3%) mantuvo el ritmo del trimestre previo, mientras que Prendas de vestir y calzado (3,1%, -2,0 p.p.) se desaceleró debido a factores estacionales que se revierten típicamente en marzo debido al cambio de temporada.

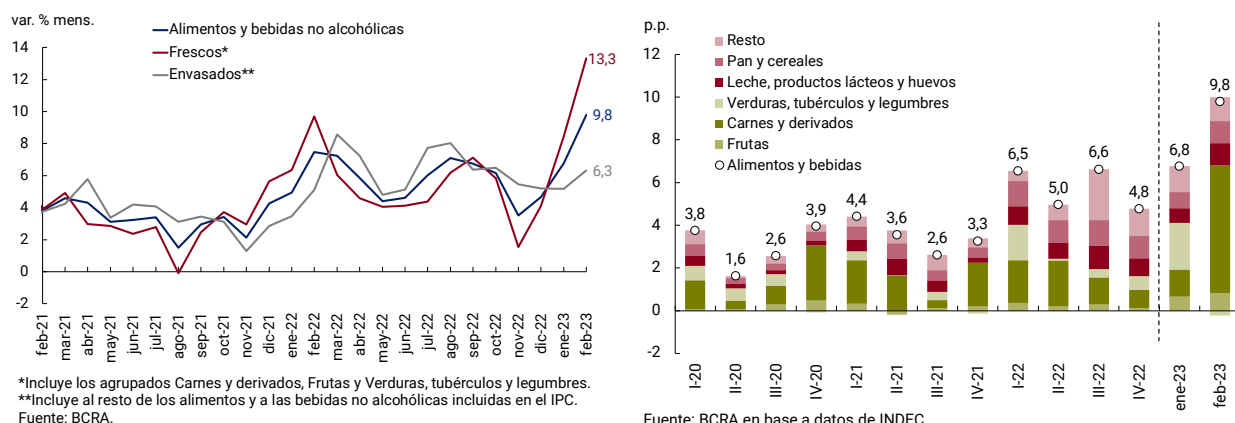
Entre los agrupados compuestos por bienes que pertenecen a divisiones que también incluyen servicios, se destacó la aceleración verificada en Periódicos, diarios y revistas (7,1%, +1,3 p.p.) y Adquisición de vehículos (5,4% promedio mensual en el bimestre, +0,8 p.p. respecto al IV-22). En sentido contrario, los Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud (4,4%, -1,3 p.p.) y los Combustibles (4,1%, -2,0 p.p.) se desaceleraron como resultado de la inclusión de los medicamentos y las naftas al Programa Precios Justos, según el cual se acordaron subas de hasta 4% mensual³².

32 El programa Precios Justos lanzado el 11-nov-22 (Res. 823/22-Mecon) consistió inicialmente en un esquema de acuerdos de precios de carácter voluntario con empresas productoras y comercializadoras (mayoristas y minoristas) de artículos de consumo masivo. El mismo estableció, por un lado, la fijación de precios por cuatro meses para un conjunto de 1.823 artículos (principalmente alimentos y bebidas, productos de limpieza y artículos de higiene y cuidado personal), disponibles en los supermercados y en las principales cadenas del país. Para el resto de los productos de las empresas participantes se permitieron subas mensuales de hasta 4% hasta febrero de 2023. Luego de su lanzamiento el alcance del programa se extendió a otros rubros como los combustibles, con subas acordadas de hasta 4% y se extendió en el tiempo de duración (Ver [enlace](#)).

En lo que respecta a Alimentos y bebidas no alcohólicas, la aceleración del primer bimestre se concentró en los alimentos frescos —verduras, frutas y carnes— que subieron 10,9% promedio mensual (+7,0 p.p. respecto al IV-22). El agrupado Verduras, tubérculos y legumbres verificó una marcada suba de 19,2% en enero vinculada a factores climáticos, promediando 8,2% en el bimestre debido a la caída que se registró en febrero. Las frutas, de menor ponderación en el IPC, también promediaron incrementos mensuales muy elevados en torno al 12,7%. Por su parte, el agrupado Carnes y derivados promedió un aumento de 11,5% en el bimestre, con una significativa incidencia en el IPC. La aceleración se concentró en febrero, mes en el que subió 19,5%, dejando además un elevado arrastre estadístico para marzo. Distintos factores, entre ellos la sequía y la caída de los precios de exportación, explicaron el deterioro del precio relativo de la carne vacuna en los meses previos y la postergación del período de recuperación estacional que suele comenzar aproximadamente en noviembre y extenderse hasta el fin del primer trimestre (ver Apartado 4 / Evolución reciente de los precios de la carne).

El resto de los alimentos y bebidas no alcohólicas —envasados— registraron una suba promedio de 5,8% mensual, ritmo similar al evidenciado en el cuarto trimestre de 2022. La estabilización de la tasa de aumento promedio de estos artículos se debe a que presentan una elevada participación en el Programa Precios Justos. Las mayores subas en el bimestre se dieron en Lácteos y huevos (6,2%), Azúcar, dulces y otros (6,0%) y Bebidas no alcohólicas (6,0%), mientras que Pan y cereales (5,2%) y Aceites y grasas (4,8%) se incrementaron menos que el promedio de los envasados (ver Gráfico 6.3).

Gráfico 6.3 | Evolución mensual de precios de alimentos frescos y envasados



Respecto a los servicios, en lo que va del primer trimestre del año alcanzaron una variación superior a la de los bienes, aunque su aceleración respecto al cuarto trimestre de 2022 fue menor (6,7% promedio mensual en el primer bimestre de 2023, +0,6 p.p. respecto a IV-22). Esta evolución permitió que continúe la incipiente recuperación del precio relativo de los servicios frente a los bienes, iniciada durante el cuarto trimestre de 2022, luego de un deterioro que había comenzado en abril de 2018 ante el incremento del tipo de cambio real y que se profundizó en 2020 y 2021 debido principalmente a la pandemia y a la política de tarifas de servicios públicos.

La aceleración de los servicios en el bimestre se explicó, fundamentalmente, por el mayor ritmo de incremento de los servicios privados no regulados. Se destacaron por su incidencia el aumento en Restaurantes y comidas fuera del hogar —asociado a la suba de los alimentos— en torno al 7% promedio mensual (+0,5 p.p. respecto a la variación del IV-22), en Servicios recreativos y culturales (7,6%, +2,5 p.p.) y en Alquiler de la vivienda y gastos conexos 6,6% (+0,5 p.p.).

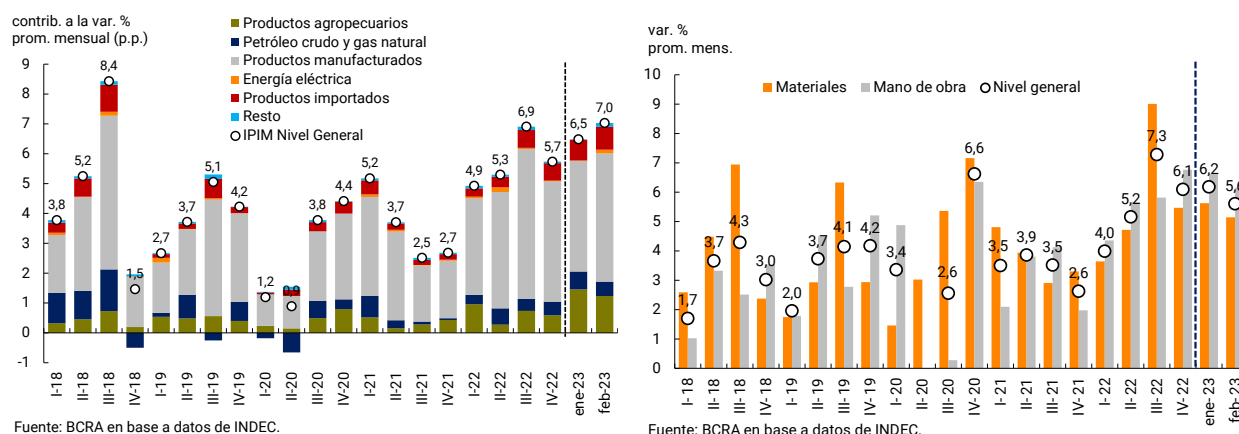
Por su parte, los servicios privados regulados sostuvieron un ritmo de suba similar al del trimestre previo, aunque con un comportamiento heterogéneo hacia el interior de este agrupado. En el bimestre se aceleraron los Gastos de prepagas (7,3% promedio mensual, +1,2 p.p.) y los Servicios de telefonía e internet (7,9%, +0,6 p.p.). Por su parte, Educación se desaceleró hasta 2,1% promedio mensual (-2,8 p.p.) debido a que esta división presenta habitualmente variaciones moderadas en el primer bimestre del año, durante el período de receso, y aumentos significativos en el mes de marzo cuando inicia el ciclo lectivo.

Los servicios públicos, cuyos precios son regulados, también mantuvieron durante el primer bimestre un ritmo de crecimiento similar al del cuarto trimestre de 2022. El agrupado Electricidad, gas y otros combustibles subió 6,4% promedio mensual (-0,4 p.p. respecto a IV-22) capturando los aumentos autorizados en Energía eléctrica y gas, en el marco del proceso de segmentación y actualización tarifaria implementado desde octubre de 2022. En tanto, el agrupado Transporte público se aceleró hasta 7,3% promedio mensual (+1,3 p.p.), reflejando principalmente las subas autorizadas en colectivos y trenes.

6.2. Los precios mayoristas también evidenciaron una aceleración a inicios del año

Los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registraron una tendencia similar a la de los minoristas, incrementando su ritmo de expansión en el primer bimestre del año (6,8% promedio mensual, +1,1 p.p. respecto al IV-22, ver Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4 | Evolución de los precios mayoristas y los costos de la construcción



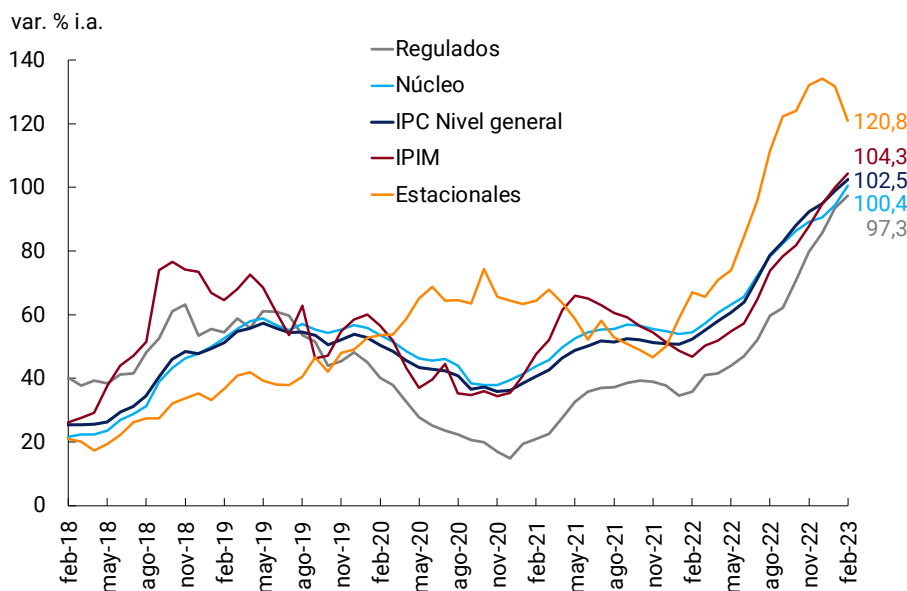
Al igual que en el caso de los precios minoristas, esta trayectoria fue influida por los significativos aumentos en los Productos agropecuarios (11,6% promedio mensual, + 6,5 p.p. respecto al IV-22), en especial en verduras y carne vacuna, y en menor medida por la aceleración del Petróleo crudo y gas. Por su parte, los Productos importados aumentaron 8,9% (+1,3 p.p.), ritmo superior al del tipo de cambio nominal. Finalmente, los precios de los Productos manufacturados sostuvieron su tasa de crecimiento, en torno a 5,7% promedio mensual.

El Índice de Costos de la Construcción (ICC), a diferencia de los precios minoristas y mayoristas, evidenció una ligera moderación en el primer bimestre del año (5,9% promedio mensual, -0,1 p.p. respecto al IV-22). El componente Mano de obra exhibió una suba de 6,4% promedio mensual (-0,4 p.p. respecto al IV-22), mientras que los Materiales se incrementaron 5,4% promedio mensual (-0,1 p.p.), por debajo del aumento de los bienes medido por el IPC Nacional.

6.3. La tasa de inflación interanual continuó elevándose, destacándose la recuperación de la categoría Regulados

En lo que va del año, la inflación interanual continuó incrementándose hasta alcanzar el 102,5% en febrero de 2023. Sin embargo, a nivel de sus principales categorías comenzaron a observarse trayectorias diferentes a las verificadas durante 2022. Los bienes y servicios Estacionales subieron 120,8% i.a. en febrero, sosteniendo un ritmo más elevado que el resto de las categorías, pero recortándolo por segundo mes consecutivo. Por su parte, la inflación Núcleo siguió incrementándose y alcanzó el 100,4% i.a. en febrero, mientras que los bienes y servicios Regulados registraron una suba de 97,3% i.a. durante ese mes. Cabe señalar que la variación interanual de la categoría Regulados recortó significativamente su diferencia con la inflación Núcleo, luego de cuatro años de un marcado deterioro de su ponderación en el IPC. Esto se debe en gran medida a la política de actualización y segmentación de las tarifas de servicios públicos iniciada durante la segunda mitad de 2022. Por su parte, la inflación mayorista interanual se ubicó en 104,3% en febrero, por encima del ritmo del IPC, tras registrar variaciones inferiores a lo largo de todo 2022 (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)

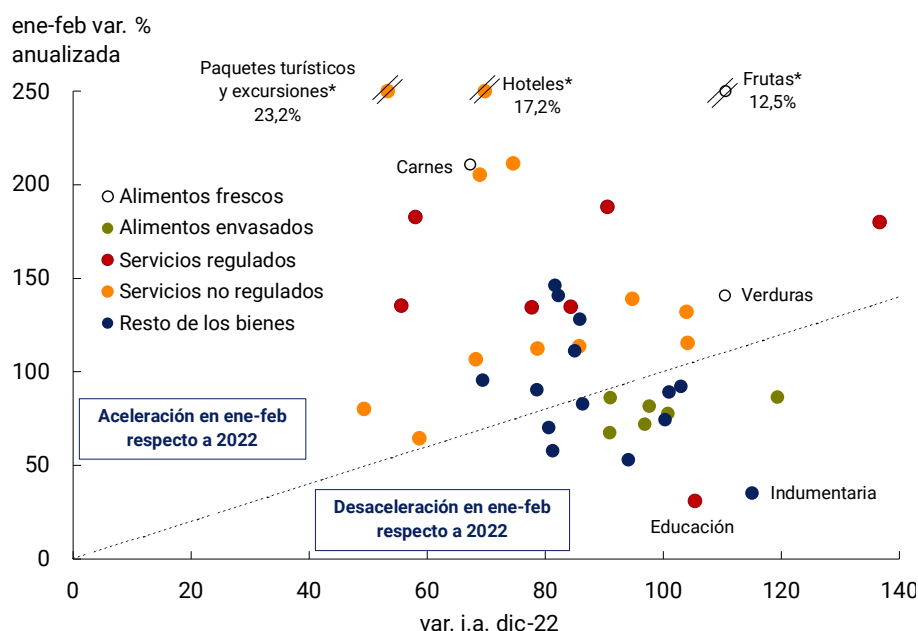


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Utilizando datos del Índice de la Ciudad de Buenos Aires, debido a la disponibilidad de un mayor grado de apertura en agrupados en comparación con el IPC Nacional, se verifican tendencias heterogéneas entre los precios de ciertos conjuntos de bienes y servicios (ver Gráfico 6.6). Entre los que incrementaron su ritmo de crecimiento durante el primer bimestre de 2023 respecto a 2022 se encuentran los alimentos frescos y los servicios no regulados. Dentro de estos dos agrupados se encuentran algunos bienes y servicios que exhiben subas de acuerdo con su patrón estacional habitual, como es el caso de las Frutas, los Hoteles y los Paquetes turísticos y excursiones. Por su parte, los servicios regulados también registraron una tasa de incremento superior durante este periodo respecto al año previo, con excepción de la categoría Educación que, tal como se mencionara previamente, presenta típicamente variaciones moderadas en enero y febrero y luego un aumento significativo en marzo ante el inicio del ciclo lectivo.

Contrariamente a esta evolución, los precios de los alimentos envasados registraron variaciones relativamente más acotadas durante el primer bimestre respecto al promedio del año previo, influidos por el programa de Precios Justos. Los precios del resto de los bienes —aquellos que no son alimentos— mostraron un comportamiento heterogéneo, aunque se puede observar cierta moderación durante el primer bimestre en los que han tenido variaciones elevadas a lo largo de 2022 y una aceleración en los que han presentado variaciones relativamente más acotadas en el año previo. Este comportamiento obedece a que los bienes y servicios del IPC tienden a recomponer su estructura de precios relativos en una trayectoria de largo plazo.

Gráfico 6.6 | Dispersión de los aumentos por grupos de bienes y servicios (IPC BA)



*Variación promedio mensual ene-feb.

Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires.

6.4. Perspectivas

Desde el tercer trimestre de 2022 el Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron una serie de medidas para contener la inflación que alcanzó el 7,4% en julio de ese año (ver IPOM Diciembre 2022). El BCRA elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria estimulando el ahorro en moneda doméstica y contribuyendo así a generar un entorno de mayor estabilidad cambiaria. El Gobierno Nacional implementó políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y profundizar el mercado de deuda doméstico para disminuir las necesidades de financiamiento monetario, incentivó la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales y alcanzó acuerdos de precios de referencia sobre ciertos conjuntos de bienes y servicios. Estas medidas lograron contener la inflación llevando la tasa mensual a 5% promedio en los últimos dos meses de 2022. Sin embargo, tal como se advirtió en informes previos, la contención de la inflación es un proceso que enfrenta riesgos y que presenta discontinuidades. En ese sentido, en el primer bimestre de 2023 la inflación se elevó significativamente, en gran medida como resultado del impacto transitorio de factores estacionales, la corrección en el precio de las carnes y la coincidencia de distintas actualizaciones de servicios regulados que se dan en forma no continua.

En marzo se habría verificado una nueva suba transitoria del nivel general de inflación ya que, al significativo incremento de las carnes, se sumaron incrementos puntuales en algunos bienes y servicios regulados como

gas, tabaco, transporte público y además una serie de significativos aumentos que suelen evidenciarse en el tercer mes de cada año. Entre estos últimos se encuentran las subas en educación privada ante el comienzo del ciclo lectivo y el alza en los precios de las prendas de vestir y calzado debido al cambio de temporada.

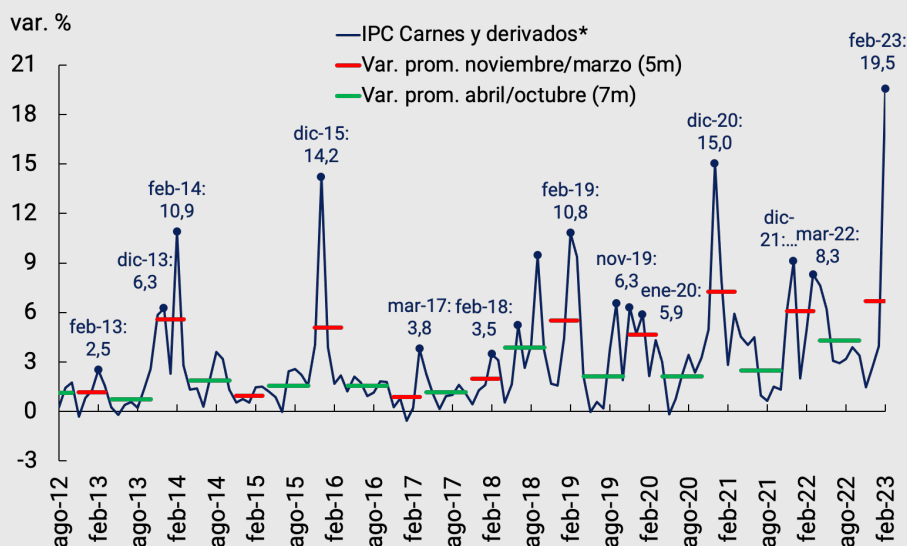
Para abril, se espera una marcada caída de la inflación mensual con respecto a marzo, una vez que los factores transitorios mencionados previamente dejen de presionar al alza. En los meses subsiguientes se retomaría la tendencia a la baja gradual de la inflación núcleo, favorecida por el proceso de consolidación fiscal, la acumulación de reservas internacionales en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la política de tasas de interés que promueve el ahorro en pesos y la coordinación entre precios y salarios orientados a reducir la inercia inflacionaria. El escenario no está exento de riesgos, acentuados en un contexto de sequía y en un año electoral.

El Gobierno Nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas orientadas a cumplir el objetivo de reducir la inflación enfrentando los desafíos previamente enunciados. En lo que respecta al BCRA, este conducirá su política monetaria sosteniendo las tasas de interés en un terreno positivo en términos reales y administrando la liquidez para preservar los equilibrios monetario, cambiario y financiero.

Apartado 3 / La evolución reciente de los precios de la carne

Las carnes, medidas por el agrupado Carnes y derivados, tienen un peso significativo dentro del IPC de Argentina, en torno al 9,7% en el Nivel general, 14% en la categoría Núcleo y 33,3% en la división Alimentos y bebidas no alcohólicas³³. Su evolución refleja en buena medida las fluctuaciones de los precios de la carne vacuna, ya que su ponderación es de aproximadamente dos tercios del agrupado³⁴. Los cambios en los precios relativos de la carne vacuna están asociados a las condiciones de oferta y demanda en las que intervienen factores climáticos, las particularidades del ciclo productivo ganadero, la evolución de los precios internacionales (en particular el maíz, principal insumo para forraje) y la demanda externa, entre otros. A lo largo del año las subas no se distribuyen uniformemente, sino que en líneas generales siguen un patrón estacional marcado —aunque irregular— en el que habitualmente se verifican aumentos en promedio muy significativos entre los meses de noviembre y marzo y subas más acotadas en los meses más fríos, desde abril hasta octubre (ver Gráfico 1)³⁵.

Gráfico 1 | Evolución mensual del agrupado Carnes y derivados del IPC



*Variaciones mensuales en base a la serie Carnes y derivados del IPC (dic-16=100) empalmada con la serie de Carnes y derivados del IPCBA (jul-11/jun-12=100).

Fuente: INDEC y DGEC-GCBA.

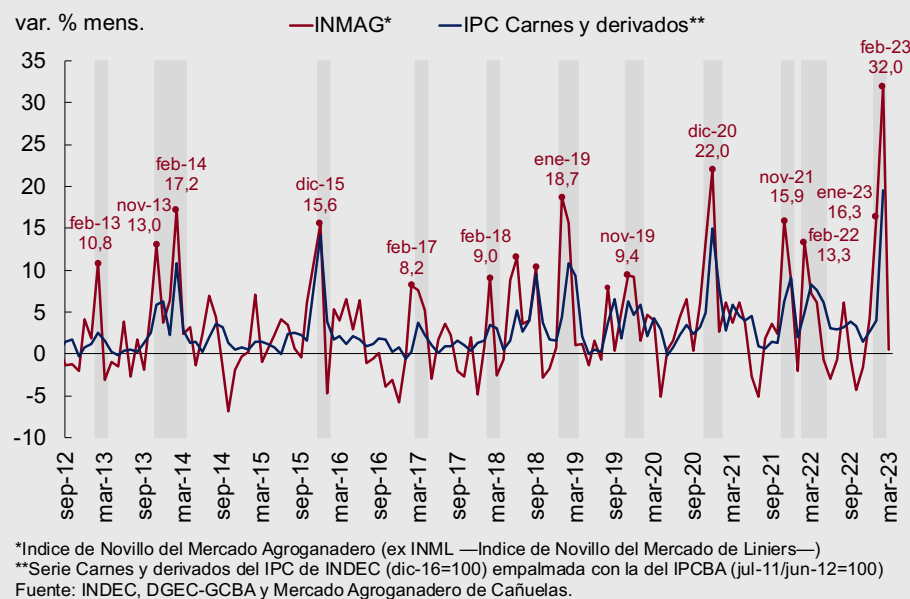
La trayectoria de los precios de las carnes a nivel minorista depende en gran medida de la evolución de los precios del ganado en pie, capturados por el Índice de Novillo del Mercado Agroganadero (INMAG). En términos generales, el traslado de la suba de los precios de la hacienda sobre los precios minoristas de las carnes y sus derivados suele verificarse durante el mismo mes y en el mes siguiente (ver Gráfico 2).

33 Estimación de la ponderación implícita del agrupado Carnes y derivados del IPC a feb-23.

34 Los otros agrupados que componen Carnes y derivados son, ordenados de mayor a menor participación en el IPC: carne aviar, fiambres y embutidos y carne porcina.

35 Las excepciones a este comportamiento han estado asociadas a episodios de saltos cambiarios en los cuales se verificaron subas generalizadas de magnitud significativa en los bienes, que reaccionan contemporáneamente a estos shocks.

Gráfico 2 | Evolución del precio mayorista del ganado en pie y de los precios minoristas de las carnes y episodios de aumentos significativos entre noviembre y marzo



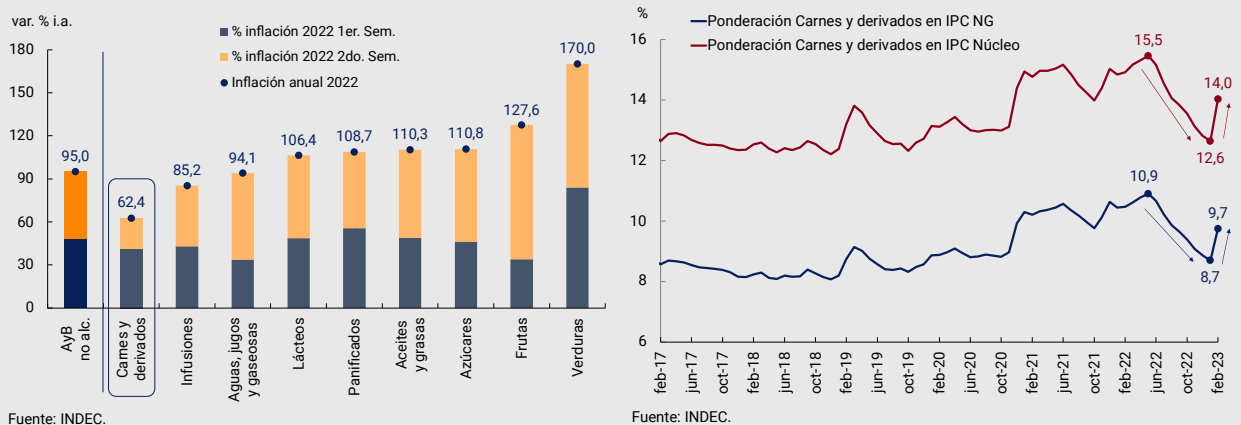
En el segundo semestre de 2022, los precios del ganado en pie medidos por el INMAG promediaron un alza mensual de 0,5%, registrando caídas en varias oportunidades. Este ritmo de expansión moderado de los precios a nivel mayorista impactó sobre la evolución minorista de las Carnes y derivados, que en dicho período se incrementaron solo 3,0% promedio mensual, contribuyendo en gran medida a contener la inflación Núcleo, y finalizando 2022 con una variación interanual de 62,4%. Este incremento fue significativamente inferior al del nivel general de precios y también a la suba de la división Alimentos y bebidas (ver Gráfico 3a). Distintos factores explicaron la moderación en los precios de la carne vacuna en dicho período. Además de la estacionalidad baja que suele darse entre abril y octubre de cada año, se sumó el efecto de la sequía, que afectó la disponibilidad de alimento para el ganado incentivando la faena, la menor demanda externa y la reducción en los precios de exportación. La conjunción de estos factores demoró la recuperación estacional de los precios que suele comenzar en noviembre y/o diciembre y se prolonga a lo largo del primer trimestre.

Desde los últimos días de enero de 2023 los precios minoristas de la carne vacuna se aceleraron significativamente, llevando la variación mensual del agrupado Carnes y derivados de enero a 4,0% y dejando un elevado arrastre estadístico para el mes siguiente. En febrero, continuó la recuperación de los precios y el agrupado registró una fuerte suba promedio de 19,5% mensual, la variación más alta desde el inicio de la publicación del actual IPC Nacional por parte del INDEC (dic-16). Los aumentos verificados en febrero dejaron nuevamente un elevado arrastre estadístico para marzo por lo que la variación promedio del mes será marcadamente superior a la inflación núcleo. Los datos del INMAG muestran que los precios del ganado en pie se habrían desacelerado abruptamente en marzo, lo que indicaría que para abril la variación promedio de los precios minoristas de las carnes volvería a niveles moderados, pudiendo incluso ser menor al de la categoría núcleo del IPC.

En cuanto a la evolución del precio relativo de las Carnes y derivados en los últimos años, se destaca el marcado incremento que registró a fines de 2020 luego de cuatro años en los que el nivel promedio se había mantenido prácticamente estable. Distintos factores, como el incremento del precio relativo del maíz y el

aumento de la demanda externa, presionaron al alza la ponderación de las carnes en el IPC en noviembre y diciembre de 2020, que luego sostuvo en torno a ese nuevo nivel hasta mediados de 2022, cuando comenzó el deterioro explicado previamente. Las significativas subas observadas recientemente en febrero y marzo de 2023 permitieron que el precio relativo de las carnes alcance un punto intermedio entre el nivel promedio registrado en el periodo 2017-2020 y el verificado entre 2021 y 2022 (ver Gráfico 3 b).

Gráfico 3 | Comparación entre las evoluciones del agrupado Carnes y derivados, del Nivel General del IPC y de otros agrupados de la división Alimentos y Bebidas



En resumen, la evolución de los precios de la carne vacuna permite explicar gran parte de la aceleración del IPC del primer bimestre de 2023. Como se explicó previamente, sus precios relativos dependen de factores estacionales, pero también de determinantes propios de la cadena productiva y del mercado. En ese sentido, desde abril y hasta octubre se espera que las variaciones promedio de los precios de la carne vacuna sean acotadas debido a la presión bajista derivada de la estacionalidad. Sin embargo, el reciente proceso de reducción de stock ganadero como consecuencia de la sequía operaría como un riesgo alcista. Hasta el momento, la estabilización del precio del ganado en pie indicaría que en abril la suba del agrupado Carnes y derivados del IPC volvería a ser inferior a la inflación núcleo, contribuyendo a la desaceleración del nivel general de precios.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria adaptándola al entorno macroeconómico, caracterizado por el menor dinamismo de la actividad económica y la persistencia de la inflación en niveles elevados.

En este contexto, a mediados de enero, el BCRA elevó la tasa de interés con la que remunera sus instrumentos de menor plazo, los pases pasivos a entidades y Fondos Comunes de Inversión, buscando reforzar la estabilidad financiera y cambiaria. Asimismo, en marzo, ante los mayores registros de inflación de febrero, el BCRA decidió ajustar la tasa mínima con la que se remunera los depósitos a plazo fijo del sector privado tanto para personas humanas hasta \$10 millones como para el resto de los depositantes. En esta oportunidad el incremento fue de 3 puntos porcentuales (p.p.) en la tasa nominal anual. Para efectivizar esta decisión, se elevaron las tasas con las que se remuneran las LELIQ. De este modo, la tasa de la especie a 28 días de plazo quedó fijada en 78% nominal anual —n.a.— (113,3% efectiva anual —e.a.—).

Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana, en línea con lo anunciado oportunamente.

En materia cambiaria, la autoridad monetaria continuó ajustando el ritmo de depreciación de la moneda doméstica, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas.

Finalmente, con el objetivo de consolidar un sendero de baja gradual de la inflación que resulte consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas y del sector externo, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez.

7.1. El BCRA continuó calibrando sus políticas según el entorno macroeconómico

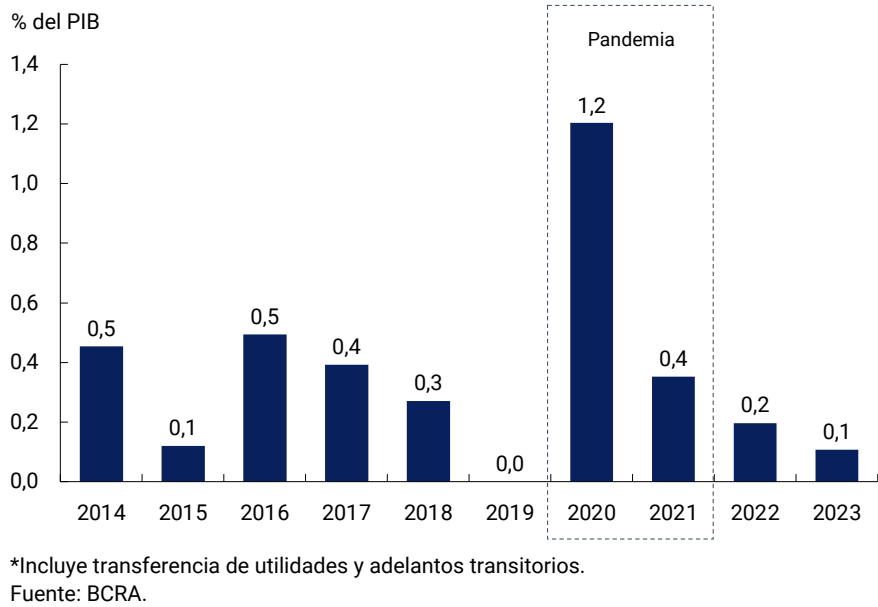
En el primer trimestre del año el BCRA continuó proveyendo liquidez en el mercado secundario de títulos públicos, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local con el objetivo de acotar la volatilidad excesiva de precios³⁶. Así, continuó garantizando que los retornos en el mercado secundario se mantengan en una relación razonable con los que se determinan en el marco de las licitaciones primarias del Tesoro.

Las operaciones del BCRA con el Tesoro Nacional tuvieron un efecto expansivo sobre la Base Monetaria en el primer trimestre del año. Hacia finales del período bajo análisis se otorgó un Adelanto Transitorio por \$130.000 millones. De este modo, en lo que va del año el financiamiento primario al Tesoro Nacional en términos del PIB fue de 0,1% del PIB, el más bajo desde 2019 e igual al de 2015 (ver Gráfico 7.1). Esta operación se encuentra en línea con lo establecido en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con

36 Mediante la Comunicación "A" 7546 se informó que el BCRA mantendría una presencia activa en el mercado de deuda doméstica, comprando títulos adjudicados a partir de julio de 2022 (con un plazo residual de al menos 15 días) a una curva de tasas similar a la última convalidada en el mercado primario más un *spread* de 200 puntos básicos (p.b.). Asimismo, el BCRA ofrece a las entidades del sistema financiero la opción de venta (*put option*) sobre títulos del Gobierno Nacional.

el FMI, que contempla que en 2023 la asistencia monetaria se mantenga por debajo del 0,6% del PIB (que según la tercera revisión del PFE quedó fijado en \$883.000 millones).

Gráfico 7.1 | Financiamiento primario al Tesoro Nacional
Acumulado a marzo de cada año



La expansión de la Base Monetaria por los factores antes enunciados y por la evolución de los pasivos remunerados fue parcialmente compensada por las ventas netas de divisas al sector privado (ver Gráfico 7.2). Con todo, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, la Base Monetaria registró una contracción promedio mensual de 3,1% en el trimestre y en los últimos doce meses acumuló una caída del orden del 30%. De este modo, continuó contrayéndose y se mantuvo en niveles históricamente bajos. En igual sentido, en términos del PIB, en marzo la Base Monetaria se ubicaría en 4,2%, cifra en torno a los mínimos valores desde 2003 (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.2 | Factores de oferta de la Base Monetaria
Acumulado en 2023

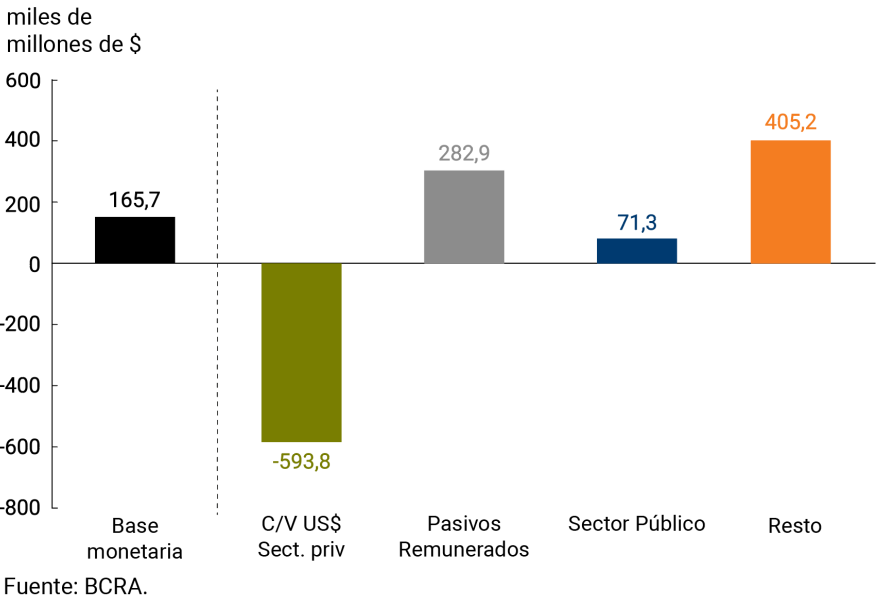
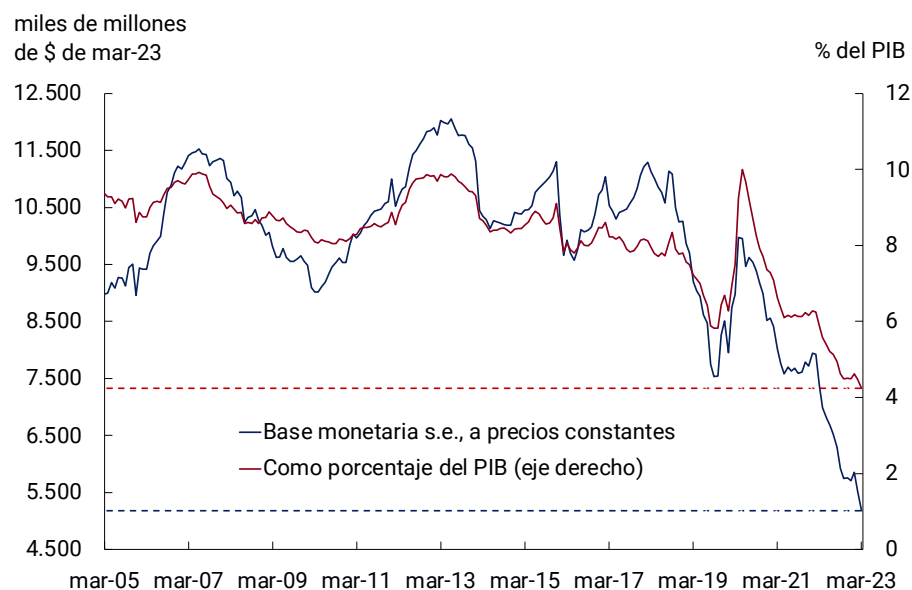


Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la Base Monetaria



Fuente: BCRA.

En el comienzo del año el BCRA continuó adecuando las tasas de interés de referencia con el objetivo de favorecer un proceso de desinflación en el mediano plazo, en pos de consolidar la estabilidad financiera y cambiaria. Así, a mediados de enero el Directorio del BCRA dispuso elevar las tasas de interés correspondientes a sus instrumentos de menor plazo. De esta manera, se incrementaron en 2 p.p. tanto la tasa de interés de los pases pasivos y la de los activos a 1 día, las cuales pasaron a situarse en 72% n.a. (105,3% e.a.) y 95% n.a. (163,5% e.a.) respectivamente.

Asimismo, con el objetivo de reforzar el canal de transmisión de la política monetaria a los distintos segmentos del sistema financiero y del mercado de capitales, el BCRA decidió aumentar la tasa de pases pasivos a 1 día disponible para los Fondos Comunes de Inversión (FCI) que quedó fijada en el equivalente al 85% de la vigente para los pases pasivos a 1 día con entidades financieras. Adicionalmente, se habilitó a las entidades financieras a realizar operaciones tomadoras en pesos de caución bursátil.

A mediados de marzo se elevó en 3 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 78% n.a. (113,3% e.a.). La tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo fue incrementada en igual magnitud y se ubicó en 86,5% n.a. (105,5% e.a.). Finalmente, el *spread* de las NOTALIQ fue de 8,5 p.p. en la última licitación, mismo valor que registra desde septiembre del año pasado. La decisión de subir las tasas de referencia hacia el final del trimestre se tomó considerando el repunte de la inflación en el segundo mes del año para garantizar tasas de interés de plazo fijo acordes. De este modo, el BCRA busca que la tasa de interés real de política monetaria se mantenga en terreno positivo, lo que contribuirá a consolidar la estabilidad financiera y cambiaria.

La estructura temporal de tasas de interés del BCRA está coordinada con la de las licitaciones del Ministerio de Economía de la Nación para que estas presenten una relación razonable. En efecto, la tasa de interés del instrumento más corto de la última licitación del Tesoro Nacional, la Letra de Descuento (LEDE) con vencimiento el 30 de junio, se licitó en el mercado primario con una tasa de 89,8% n.a. (124,6% e.a.).

7.2. Dinámica de la demanda de saldos monetarios

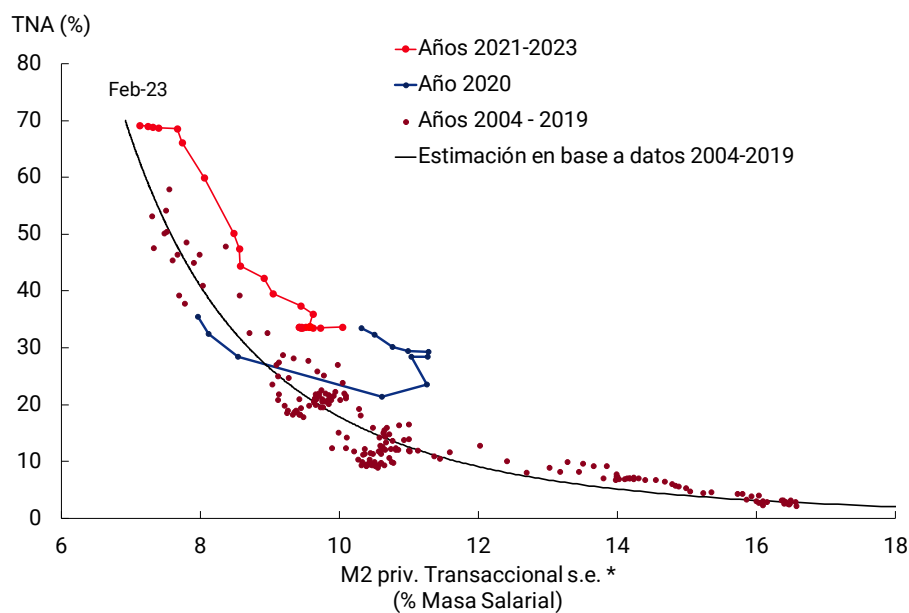
7.2.1. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB se ubicaron en torno a los valores mínimos de los últimos 20 años

Los medios de pago transaccionales a precios constantes y ajustados por estacionalidad se ubicaron en febrero en un valor ligeramente inferior al de diciembre de 2022, acumulando una caída del orden del 2% en lo que va del año³⁷. En términos de sus componentes este comportamiento se explicó tanto por la dinámica del circulante en poder del público como de los depósitos a la vista no remunerados. De este modo, en marzo el M2 privado transaccional registraría una caída interanual de aproximadamente 20% en términos reales.

Como ratio del Producto, los medios de pago se habrían ubicado en 7,7% en marzo, manteniéndose relativamente estable desde el tercer trimestre del año pasado y con un comportamiento homogéneo por componente. Así, tanto los depósitos a la vista transaccionales como el circulante en poder del público permanecen en términos del PIB en torno a los mínimos de los últimos 20 años.

Al analizar la relación entre el ratio de medios de pago transaccionales a masa salarial y la tasa de interés, la cual representa uno de los costos de oportunidad del dinero, se verifica que después del significativo aumento de los medios de pago durante el primer año de pandemia, la demanda de saldos reales se encuentra en línea a lo esperado dado el actual nivel de tasas de interés de los instrumentos de ahorro (ver Gráfico 7.4). La caída de los medios de pago en términos reales observada en los últimos meses refleja la mayor preferencia de los agentes por instrumentos remunerados.

Gráfico 7.4 | Estimación de demanda de saldos reales



*Masa salarial: salario neto de los trabajadores registrados del sector privado por empleo asalariado registrado del sector privado.

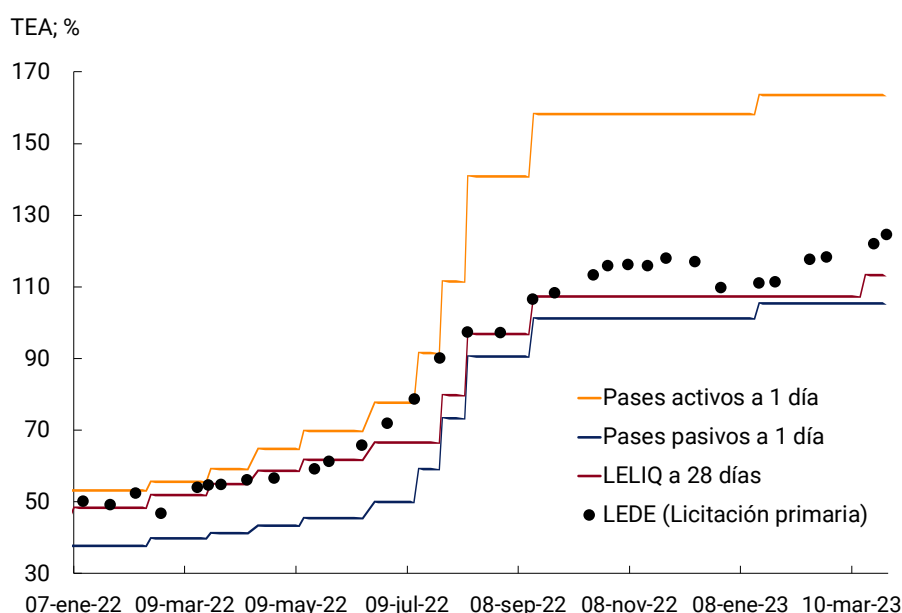
Fuente: BCRA, Ministerio de Trabajo e INDEC.

³⁷ Los medios de pago se miden a través del M2 privado transaccional.

7.2.2. Los depósitos remunerados se mantuvieron estables con cambios de composición al interior del período bajo análisis

El directorio del BCRA decidió aumentar las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo hacia el final del primer trimestre. De este modo, la autoridad monetaria procura incentivar el ahorro en moneda doméstica. La tasa de interés correspondiente a las colocaciones de personas humanas por hasta un monto de \$10 millones se elevó hasta 78% n.a. (113% e.a.) a fines de marzo, mientras que la tasa de interés pagada al resto de las y los depositantes del sistema financiero se incrementó a 69,5% n.a. (96,6% e.a.; ver Gráfico 7.5)³⁸.

Gráfico 7.5 | Tasa de interés de depósitos a plazo fijo



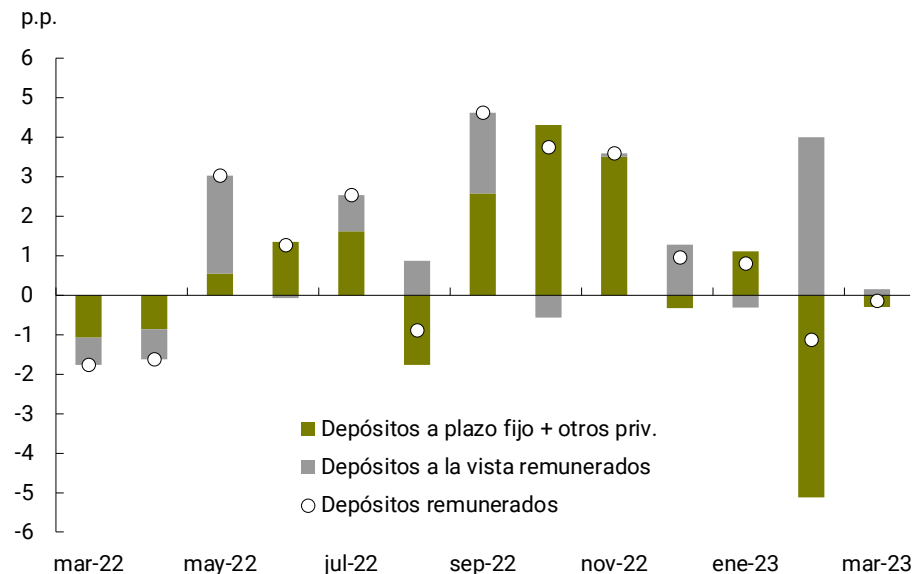
Fuente: BCRA.

Los depósitos remunerados en pesos del sector privado se mantuvieron sin grandes cambios en los primeros meses del año. No obstante, esta estabilidad escondió, previo al aumento de tasas de interés de marzo, un comportamiento heterogéneo por tipo de depósito, con una contracción de los depósitos a plazo que fue prácticamente compensada en su totalidad por una mayor demanda de depósitos a la vista remunerados (ver Gráfico 7.6).

38 El resto de las y los depositantes está conformado por Prestadoras de Servicios Financieros, Empresas y Personas Humanas con depósitos de más de \$10 millones.

Gráfico 7.6 | Depósitos remunerados en pesos del sector privado por tipo de depósito

A precios constantes y sin estacionalidad

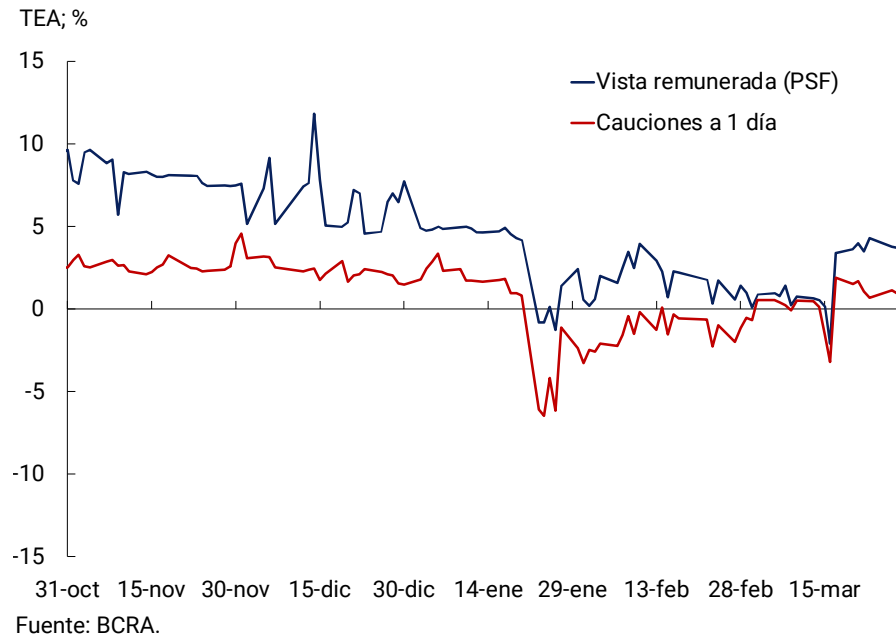


Fuente: BCRA.

Esta dinámica se explicó por el comportamiento de las Prestadoras de Servicios Financieros (PSF), cuyos principales actores son los FCI de *Money Market*. Estos agentes optaron por instrumentos de ahorro en pesos más líquidos, lo que explicó la caída en sus posiciones a plazo y un incremento en los depósitos a la vista remunerados. En efecto, ajustados por estacionalidad y a precios constantes, los primeros se contrajeron en el trimestre a una tasa promedio mensual de 2,0%. Como contrapartida, las colocaciones a la vista remuneradas, que a mediados de febrero ya representaban cerca del 65% de la cartera de los FCI MM, habrían registrado una expansión promedio mensual de 6,8% en igual período.

El cambio de composición en la cartera de los FCI de *Money Market* ocurrió en un escenario en que se elevó el rendimiento de los activos líquidos. El aumento de las tasas de interés de corto plazo del BCRA de enero se transmitió al resto de las tasas de interés del mercado monetario. Así, el *spread* entre la tasa pagada por los depósitos a la vista remunerados y por colocaciones a plazo fijo se redujo considerablemente, especialmente para las PSF. La tasa de interés de las cauciones a 1 día, que durante la mayor parte del trimestre se posicionó por sobre de la tasa de interés depósitos a plazo fijo mayoristas, se equiparó con esta última hacia finales de febrero (ver Gráfico 7.7). Con la suba de la tasa de marzo, se volvió a ampliar el *spread* entre los instrumentos a plazo y las alternativas más líquidas, esto di lugar a que a finales de dicho mes se observara una mayor demanda de los FCI de MM por las colocaciones a plazo fijo, revirtiendo el desarme observado en los meses previos.

Gráfico 7.7 | Spread de tasas de plazo fijo tradicional + \$20M (PSF) vs. otras tasas

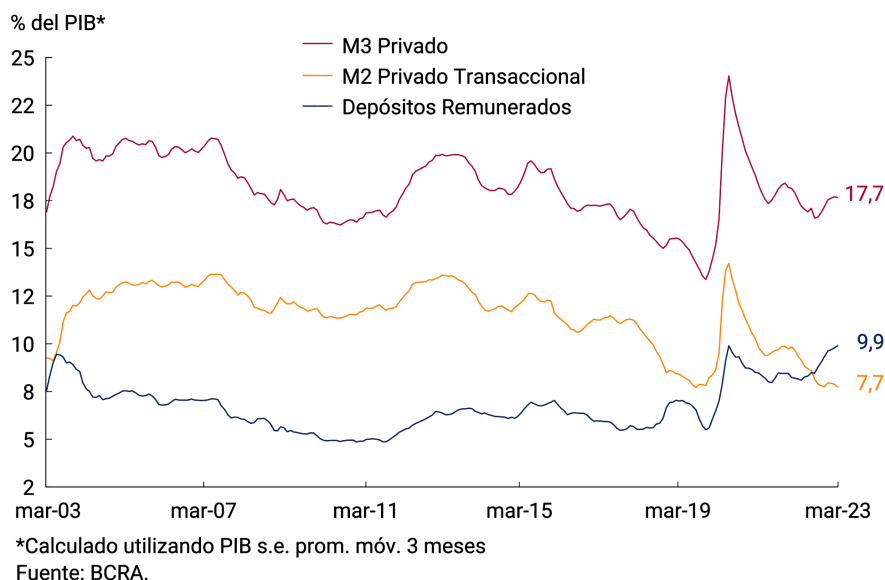


En lo que refiere al resto de los agentes, tras la suba registrada en diciembre, las personas humanas no registraron cambios significativos en sus posiciones a plazo. En efecto, medidos a precios constantes y sin estacionalidad, los depósitos tradicionales de personas humanas exhibieron en promedio una tasa de variación mensual de 0,5% en el trimestre. Por su parte, las otras personas jurídicas (excluyendo PFS) registraron una leve disminución en sus tenencias, con una caída promedio mensual de 1,9% en el período.

Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado³⁹ habría registrado una contracción promedio mensual de 1,0% s.e. a precios constantes en el primer trimestre (-2,0% i.a.). Como ratio del Producto este agregado monetario se ubicó en 17,7%, lo que implicó una ligera suba (0,1 p.p.) en lo que va del año. Cabe destacar que los instrumentos remunerados como un todo se ubicarían en 9,9%, presentando desde mediados del año pasado un mayor peso relativo que los medios de pago transaccionales en el M3 privado (ver Gráfico 7.8).

³⁹ Incluye el circulante en poder del público y los depósitos en pesos del sector privado no financiero (a la vista, a plazo y otros).

Gráfico 7.8 | Agregados monetarios en términos del PIB
Como porcentaje del Producto



7.3. La política crediticia continuó enfocada en sostener el financiamiento a las MiPyMEs

El BCRA mantuvo su política de crédito focalizada en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs. Recientemente, el BCRA dispuso su renovación y estableció una nueva base para el cálculo del cupo 2023 (ver Apartado 4 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva: renovación y cumplimiento del cupo 2022/2023).

Desde su implementación hasta febrero de 2023, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$4.447 billones. Esto implicó un aumento de 155% respecto al registro de igual mes de 2022. Al término de febrero, aproximadamente 380 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. Cabe señalar que, el saldo promedio de las financiaciones activas otorgadas mediante la LFIP alcanzó aproximadamente a \$1.288 millones en enero (última información disponible).

Paralelamente, se tomaron medidas para favorecer a los productores agropecuarios afectados por la sequía y alcanzados por la ley de emergencia agropecuaria. Estas medidas incluyen plazos más flexibles para la determinación de la mora⁴⁰.

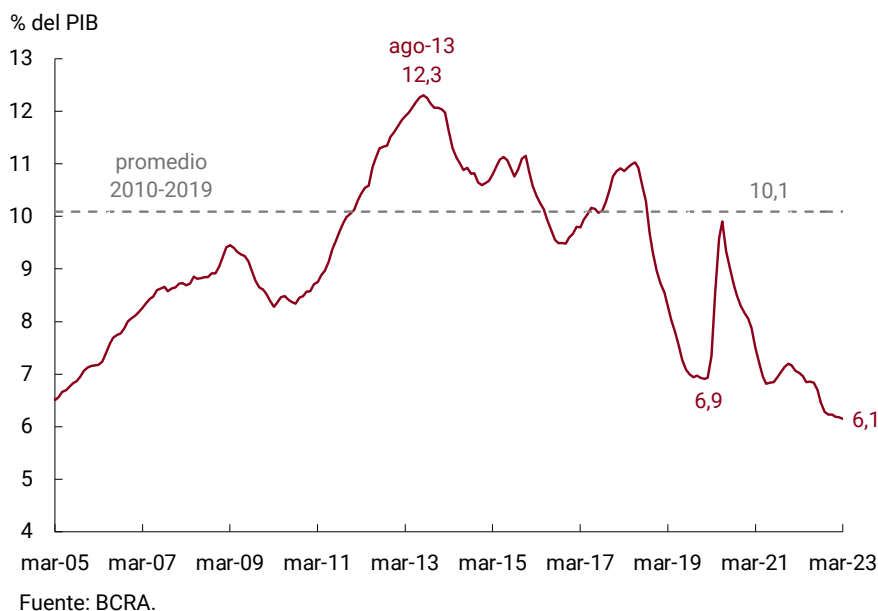
En un contexto de acotado dinamismo de la actividad económica, los préstamos en pesos al sector privado, medidos a precios constantes y sin estacionalidad, continuaron mostrando una contracción en el primer trimestre del año, con una caída generalizada a nivel de las grandes líneas de crédito. La tasa de variación promedio mensual del período fue de -1,7% s.e., acumulando una caída del orden de 5,1% en el año. De esta forma, en términos del PIB el financiamiento bancario al sector privado en pesos se ubicó en torno a 6% en marzo (ver Gráfico 7.9).

Las líneas comerciales presentaron una caída promedio mensual en el trimestre de 0,7% s.e. a precios constantes. Así, acumularon una contracción interanual de 11,5%. La merma de los primeros meses del año se explicó por el comportamiento de los adelantos, que resultó parcialmente compensada por el crecimiento

40 Comunicación "A" 7687.

de las financiaciones otorgadas mediante documentos. Dentro de este tipo de instrumentos, el impulso provino de los documentos descontados, mientras que los documentos a sola firma, que tienen un mayor plazo, exhibieron una leve contracción en el trimestre.

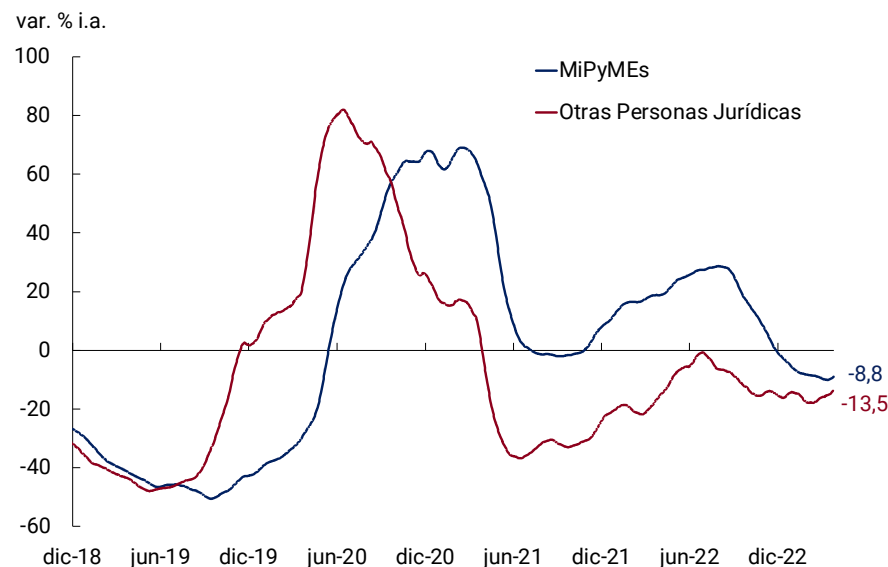
Gráfico 7.9 | Préstamos en pesos al sector privado en % del PIB



Al analizar la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor se aprecia que los préstamos otorgados a MiPyMEs se mantuvieron relativamente estables a precios constantes y sin estacionalidad en el trimestre. En tanto el financiamiento destinado a grandes empresas cayó a una tasa promedio mensual de 1,0% en igual período. En términos interanuales, se observaron caídas en ambos segmentos: del orden del 8,8% en el caso de las MiPyMEs y de 13,5% para el resto de las empresas (ver Gráfico 7.10).

Gráfico 7.10 | Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor

A precios constantes



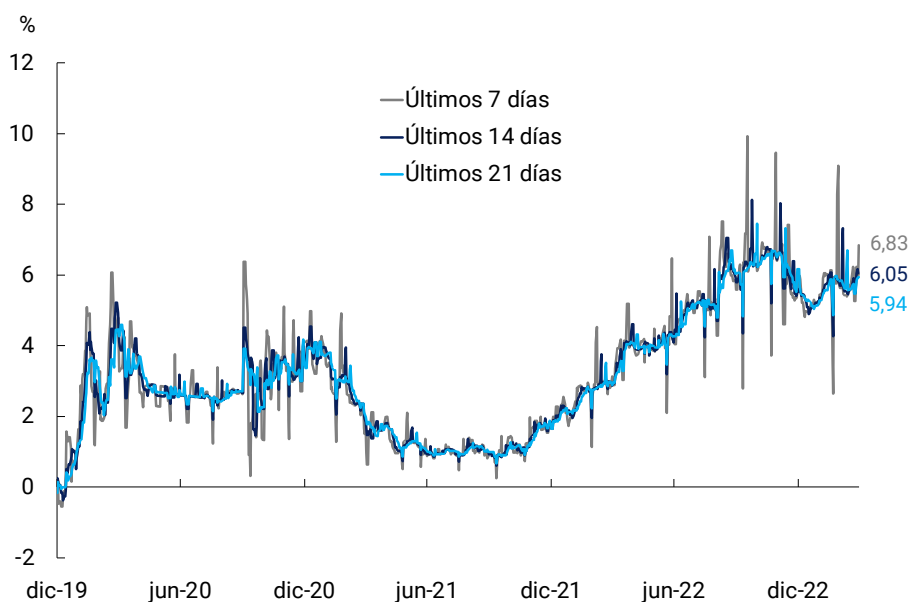
Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mostraron una merma promedio mensual de 1,8% s.e. a precios constantes en el trimestre y se encuentran 13,7% por debajo del nivel de un año atrás. Los préstamos personales también cayeron en términos reales (-2% s.e.), con una variación interanual de -19,7%.

Por último, en cuanto a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios cayeron en el primer trimestre a una tasa promedio mensual de 2,3% s.e. a precios constantes y acumulan en los últimos doce meses una disminución de 6,4%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio de 4,8% s.e. mensual en términos reales, registrando una contracción de 36,1% interanual en marzo.

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

El BCRA continuó calibrando la tasa de crawl en el marco del régimen vigente de flotación administrada. Adaptando el ritmo de depreciación el BCRA busca mantener niveles adecuados de competitividad externa. En efecto, en los primeros tres meses del año el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) registró una depreciación de 2,1%. Con todo esto se busca fortalecer la posición de Reservas Internacionales sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo sin ejercer presión sobre la dinámica de precios (ver Gráfico 7.11).

Gráfico 7.11 | Variación mensualizada del tipo de cambio nominal



Fuente: BCRA.

En el primer trimestre del año tuvieron lugar diversas modificaciones normativas en materia cambiaria, que buscaron asignar las divisas de forma eficiente⁴¹. En particular, se establecieron ciertas excepciones relativas al acceso al mercado de cambios, en el marco del nuevo Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA) reglamentado por el Gobierno Nacional. A su vez, se reglamentaron las cuentas a las que se deben destinar los fondos que provengan de liquidar financiaciones y aportes de organismos internacionales

⁴¹ Para ver un mayor detalle, referirse a los Informes Monetarios Mensuales (IMM) del año 2022.

en moneda extranjera⁴² y aquellos procedentes de la declaración voluntaria de la tenencia de moneda extranjera en el país⁴³.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 31 de marzo en US\$39.060 millones, reflejando una disminución de US\$5.538 millones respecto al 31 de diciembre (ver Gráfico 7.12). Dicho resultado se explica principalmente por los pagos de títulos públicos del Tesoro Nacional por unos US\$1.600 millones, y por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por unos US\$3.000 millones. Cabe destacar que detrás de estas últimas se encuentran los menores ingresos netos del sector “Oleaginosas y Cereales” durante el primer trimestre del año (que resultaron 74% inferiores a los ingresos netos de los primeros tres meses del 2022) producto del impacto de la fuerte sequía y heladas tempranas sobre la producción y exportaciones de productos agrícolas y sus derivados (trigo, maíz y pellets de soja), la cancelación parcial del endeudamiento comercial que el sector tuvo a fines del año pasado en el marco del “Programa de Incremento Exportador”, y del cambio en la estacionalidad de los pagos de importaciones de energía para aprovechar los precios vigentes en el mercado internacional y asegurar la provisión de gas para el invierno.

Gráfico 7.12 | Reservas Internacionales

miles de
millones de US\$



Fuente: BCRA.

7.5. Perspectivas de política monetaria para el resto del año

Las condiciones financieras globales serían más adversas para los países emergentes, lo que eventualmente podría impactar sobre los mercados financieros y de materias primas.

En este contexto, el BCRA continuará calibrando sus políticas con el objetivo de reducir la tasa de inflación y preservar la actividad y el empleo. En materia de tasas de interés, el BCRA seguirá monitoreando la situación macroeconómica, prestando especial atención a la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios, el nivel de actividad económica y la dinámica del mercado de cambios. Todo esto dentro del objetivo estructural del BCRA de propender hacia retornos que permitan resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y de consolidar la estabilidad cambiaria y financiera.

42 Comunicación “A” 7667.

43 Comunicación “A” 7675.

La política cambiaria seguirá estando orientada a preservar niveles adecuados de competitividad externa y a propiciar la acumulación de reservas internacionales. En este contexto, el BCRA continuará readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal y llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente. En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real. En el mediano plazo, la gradual recuperación de la actividad económica y una moderación en la tasa de inflación darán lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales. En pos de seguir apoyando la recuperación de la actividad económica, el BCRA continuará estimulando la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo, a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva.

El BCRA continuará interviniendo en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro con el fin de evitar una excesiva volatilidad que comprometa la estabilidad financiera. Consolidar un mercado de deuda en pesos transparente, profundo y líquido es condición necesaria para el desarrollo del mercado de capitales local. En línea con lo acordado en el PFE, y dadas las mejores condiciones del mercado de deuda doméstica respecto de los primeros años de gestión, durante 2023 el BCRA continuará reduciendo la asistencia monetaria al Tesoro Nacional. En este contexto es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo gradualmente. Ello favorecerá a que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por una reducción de su stock. No obstante, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, de manera de preservar el equilibrio monetario.

Apartado 4 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva: renovación y cumplimiento del cupo 2022/2023

El Banco Central dispuso prorrogar nuevamente la vigencia de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) para MiPyMEs y estableció un nuevo cupo que se extenderá desde abril hasta septiembre de este año (Cupo 2023)⁴⁴. El mismo continuará siendo del 7,5% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero⁴⁵ para las entidades financieras del Grupo A y un 25% de dicho cupo para los agentes financieros del sector público que no pertenecen a este grupo.

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

1. Financiación de Proyectos de Inversión: se exige que al menos el 30% del cupo debe destinarse a la adquisición de bienes de capital y/o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción y comercialización de bienes y/o servicios.
2. Financiación de capital de trabajo: incluye el descuento de cheques de pago diferido y de otros documentos de empresas.
3. Especiales (no MiPyMEs): dirigido a otras empresas y destinado para la adquisición de Maquinarias y Equipos producidos por MiPyMEs.

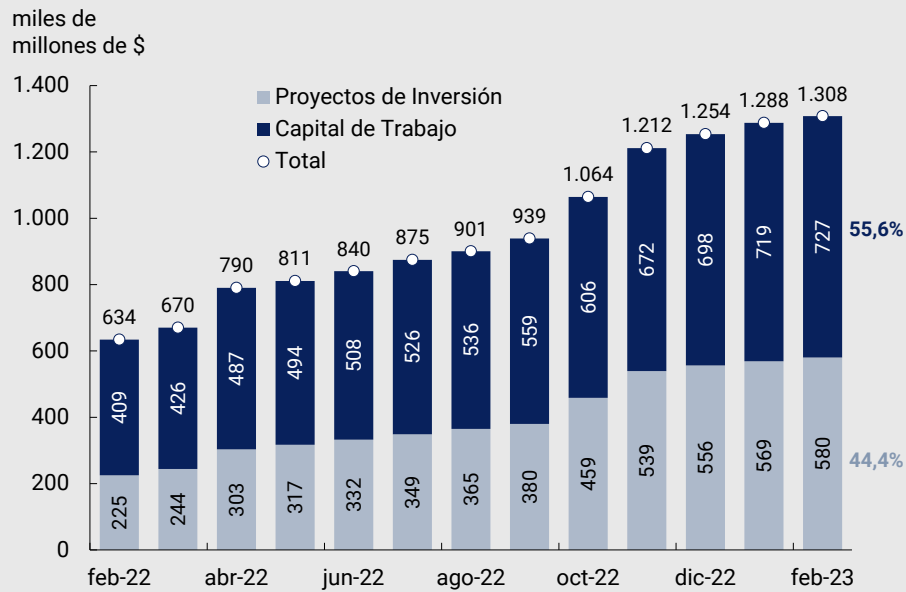
Con respecto a las condiciones financieras de cada una de estas líneas, las financiaciones de proyectos de inversión contemplan una tasa de interés máxima de 64,5% n.a., con un plazo total no menor de 36 meses. En tanto, para el resto de las financiaciones la tasa de interés máxima se encuentra actualmente en 74,5% n.a. sin un plazo mínimo requerido.

El saldo promedio de las financiaciones otorgadas entre el 1 de octubre de 2022 y el 28 de febrero de 2023 mediante la LFIP alcanzó a \$1.308 miles de millones, de los cuales el 44% correspondió a proyectos de inversión y el resto a capital de trabajo (ver Gráfico 1). Dicho saldo representó cerca del 73% de los préstamos a MiPyMEs y alrededor del 44% de total de los préstamos comerciales.

44 Ver Comunicación "A" 7720.

45 En esta oportunidad, calculado sobre el promedio de los depósitos del sector privado del mes de marzo 2023.

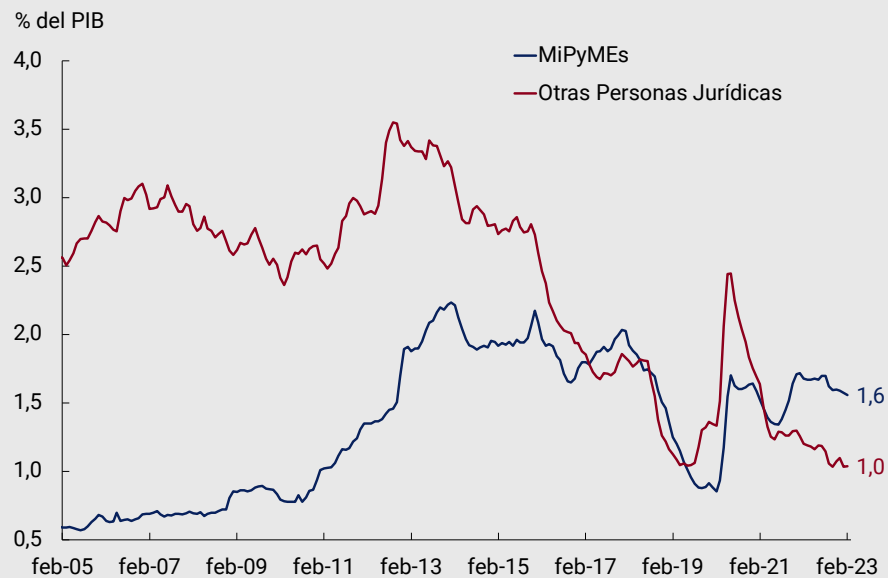
Gráfico 1 | Saldo de Financiaciones otorgadas bajo la LFIP



Fuente: BCRA.

Así, la LFIP contribuyó a sostener el financiamiento destinado a las empresas de menor tamaño relativo. En términos del PIB, el crédito a las MiPyMEs se ubicó por encima del registro previo a la pandemia y por sobre su promedio histórico (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Financiaciones comerciales por tipo de deudor en % del PIB



Fuente: BCRA.

En cuanto al grado de cumplimiento del cupo que finaliza el 31 de marzo (Cupo 2022/2023), con los últimos datos disponibles correspondientes a febrero, a nivel de todo el sistema financiero, se comprueba que en promedio las entidades financieras cumplieron en exceso con el límite mínimo establecido en la LFIP ya que

el saldo de estas financiaciones se ubicó en 11,1% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero del mes de septiembre de 2022, superando en casi 4 p.p. al mínimo fijado por la normativa (ver Gráfico 3).

Distinguiendo entre entidades, Grupo A y resto, se observó que ambos tipos de entidades tuvieron un sobre-cumplimiento del cupo total. En cuanto al requerimiento mínimo de Proyectos de Inversión, se verifica que en promedio ambos tipos de entidades financieras también cumplieron con este requisito (ver Gráfico 4).

Gráfico 3 | Financiaciones LFIP

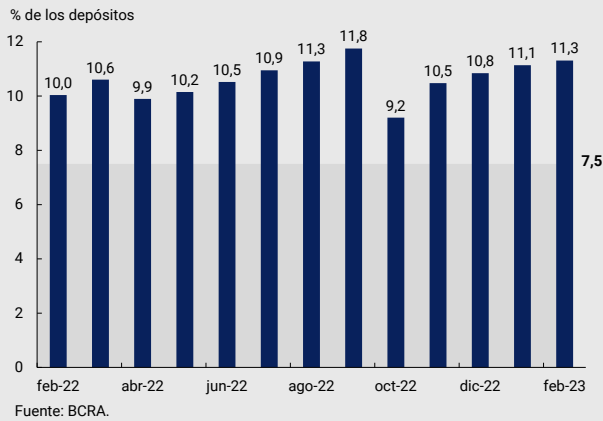
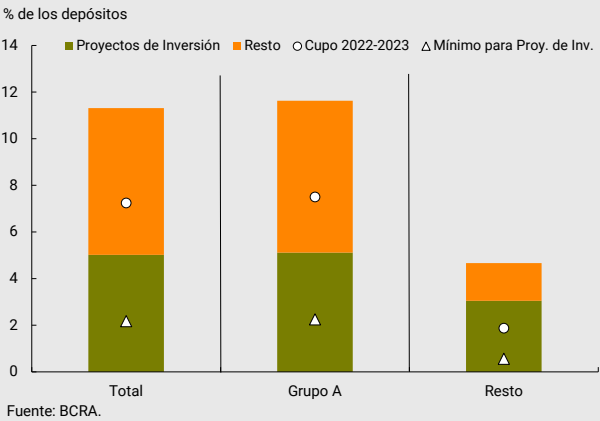


Gráfico 4 | Financiaciones LFIP en término de los depósitos por tipo de financiación y grupo de banco



La renovación de la LFIP para MiPyMEs se enmarca en la política del BCRA de estímulo a la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo. Inicialmente la LFIP tuvo como objetivo proteger el aparato productivo durante el momento de mayor impacto de la pandemia. Una vez cumplido dicho objetivo, esta herramienta se orientó a apoyar el proceso de recuperación de la actividad económica en marcha, contribuyendo con una mayor oferta agregada.

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: Letras de Liquidez del Banco Central de la República Argentina

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

PFE: Programa de Facilidades Extendidas

PIB: Producto Interno Bruto

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

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: *World Economic Outlook* elaborado por el FMI