

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2021



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2021

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 21 de mayo de 2021.

Contenidos

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

Pág. 6 | 2. Contexto Internacional

Pág. 18 | *Apartado 1 / La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG): qué es y qué implica para los países en desarrollo*

Pág. 21 | *Apartado 2 / El desafío de los bancos centrales frente al cambio climático*

Pág. 26 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 38 | *Apartado 3 / Cambios en las modalidades de trabajo: El teletrabajo en Argentina*

Pág. 42 | 4. Sector Externo

Pág. 51 | *Apartado 4 / La variación de la deuda externa del sector privado durante 2020*

Pág. 54 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 61 | 6. Precios

Pág. 70 | *Apartado 5 / Apertura regional de la evolución de precios minoristas*

Pág. 73 | 7. Política Monetaria

Pág. 82 | *Apartado 6 / Préstamos vinculados al consumo durante 2020*

Pág. 86 | 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

A pesar de los significativos avances en la lucha contra el COVID-19, desde la publicación del último IPOM se intensificó el ritmo global de contagios y fallecimientos. Bajo este escenario, la economía mundial siguió recuperándose, pero a un ritmo heterogéneo y con varios factores de incertidumbre hacia adelante. Las perspectivas para los próximos meses están condicionadas por los avances en el proceso de vacunación y el efecto de las políticas de estímulo monetarias y fiscales, especialmente aquellas impulsadas por las economías centrales.

La Argentina registró un agravamiento del cuadro epidemiológico a mediados de marzo. Con la llegada de la segunda ola de COVID-19, el Gobierno Nacional implementó nuevas restricciones a la movilidad para disminuir la velocidad de los contagios. Estas medidas fueron, hasta el momento, de menor intensidad a las implementadas un año atrás, específicas a cada jurisdicción y calibradas teniendo en cuenta el avance de la vacunación y el fortalecimiento logrado en el sistema sanitario. Para contener los efectos económicos y sociales de esta segunda ola, el Gobierno Nacional focalizó sus programas de asistencia en los estratos sociales más vulnerables y en la ayuda a empresas de las jurisdicciones afectadas.

En los últimos meses, como veníamos adelantando en ediciones previas del IPOM, diversos factores tales como la recuperación del precio relativo de los servicios, la recomposición de los márgenes de comercialización minorista en algunos sectores, y el avance de los acuerdos paritarios, ejercieron presión sobre el proceso de formación de precios. A ello se sumó el significativo aumento en los precios internacionales de las materias primas y su traslado sobre el precio interno de los alimentos. De este modo, durante el primer cuatrimestre del año la tasa de inflación interanual se aceleró 10,2 p.p., hasta 46,3%. Dada la naturaleza transitoria de varios de estos shocks, se espera que en los próximos meses la inflación inicie un proceso de descenso gradual y sostenido.

En este contexto, el BCRA continúa con la política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a consolidar el proceso gradual de baja en la tasa de inflación. En efecto, en un contexto externo favorable marcado por la suba del precio de las materias primas, la autoridad monetaria adecuó el ritmo de deslizamiento del tipo de cambio con el fin de contener las subas de precios de los bienes transables e influir sobre las expectativas inflacionarias. Respecto de su política monetaria, el BCRA mantiene una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando los eventuales excedentes de liquidez que se pudieran originar y asegurando la existencia de instrumentos de ahorro en pesos que exhiban retornos positivos respecto de la inflación y del tipo de cambio. Finalmente, el BCRA ha focalizado el acceso a líneas de crédito productivas a tasas subsidiadas, con el objetivo fomentar una rápida recuperación de la oferta agregada.

Por su parte, el Gobierno Nacional intensificó sus esfuerzos en vistas de quebrar la inercia inflacionaria moderando la puja distributiva, a través del diálogo entre cámaras empresarias y sindicatos en el marco del Consejo Económico y Social.

La recaudación tributaria continuó fortaleciéndose durante el primer cuatrimestre del año, a partir del aporte de los impuestos relacionado al comercio exterior —en un contexto de subas de los precios internacionales de las materias primas— y de la sostenida recuperación de los tributos vinculados a la actividad económica interna, favorecida por una recuperación más rápida de lo previsto inicialmente. Asimismo, siguieron incidiendo positivamente sobre los ingresos públicos las modificaciones normativas sobre impuestos dispuestos en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de fines de 2019 y en la Ley de Presupuesto

Nacional 2021. Lo anterior, sumado a los esfuerzos desplegados por el Gobierno Nacional para reconstruir el mercado de deuda en pesos, permitió reducir la asistencia financiera del Banco Central al Tesoro Nacional. Así, en lo que va de 2021 se registró una variación acotada y balanceada de los factores de expansión de la base monetaria. Puntualmente, en lo que refiere a la asistencia financiera al Tesoro, ésta se ubica en línea con los registros de años previos en términos del PIB, excluyendo el primer año de pandemia.

Los agregados monetarios continuaron con el proceso de moderación iniciado en el último cuatrimestre de 2020. En lo que va de 2021 los medios de pago presentaron una continua caída en términos reales, que fue explicada tanto por los depósitos a la vista como por el circulante en poder del público. En términos del PIB, dichos agregados se ubicaron en torno a su promedio histórico. Un factor que contribuyó al bajo dinamismo que presentaron los medios de pago fue la demanda de instrumentos de ahorro denominados en pesos. Los depósitos a plazo crecieron a un ritmo promedio mensual de 1,9% real sin estacionalidad durante el primer cuatrimestre del año. Un segmento que se destacó especialmente es el denominado en UVA, cuyas colocaciones tradicionales crecieron a un promedio mensual del 14,2% real, en tanto que las colocaciones precancelables, que tienen una tasa garantizada real del 1%, se expandieron a un promedio mensual del 25,4% real.

La mejora en la posición fiscal y monetaria, junto con el crecimiento de los plazos fijos tradicionales y la existencia de las alternativas de ahorro con cobertura por inflación y tipo de cambio permitieron al BCRA afrontar la nueva etapa manteniendo inalteradas las tasas de interés mínimas de plazo fijo y de política monetaria. Esto se encuentra en línea con la importancia de acompañar el proceso de normalización de la actividad económica.

La moderación del ritmo de depreciación mensual del peso tuvo lugar en un contexto donde el tipo de cambio real se ubica por encima de su promedio histórico, y en el que se registra un superávit de cuenta corriente. El BCRA sostiene su objetivo estructural de acumulación de Reservas internacionales mediante el mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo y estable. En lo que va del año el BCRA logró mantener una tendencia creciente en el saldo de Reservas Internacionales, que acumularon un incremento de US\$2.130 millones desde inicios de año y se ubicaron en US\$41.517 millones al 20 de mayo.

El BCRA busca favorecer la recuperación económica y generar las condiciones para un proceso de crecimiento económico sostenido promoviendo condiciones crediticias y niveles de financiamiento adecuados para las empresas y familias. Actualmente, la política de crédito productivo se canaliza a través de la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP), cuyas tasas de interés se ubican en niveles consistentes con las de la tasa de política monetaria. Desde su implementación, y con datos al 30 de abril, la LFIP acumuló desembolsos por un total de \$513.321 millones, lo que implicó un crecimiento nominal promedio mensual de 32,4% en el primer cuatrimestre. Al momento de esta publicación, unas 120.180 empresas habían accedido a un crédito otorgado dentro del marco de la LFIP.

En un contexto marcado todavía por los efectos de la pandemia de COVID-19, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social. Para ello, continuará esterilizando eventuales excedentes monetarios y administrando el tipo de cambio con el fin de contener presiones inflacionarias y preservar el equilibrio externo. En paralelo, seguirá fomentando el desarrollo productivo y el cambio estructural a través de sus políticas financiera y crediticia.

2. Contexto Internacional

Desde el IPOM anterior, se volvió a intensificar el ritmo global de contagios de COVID-19, con el foco de la pandemia desplazándose primero a Latinoamérica (principalmente Brasil) y luego a India. A inicios de mayo de 2021, los casos registrados alcanzaban su máximo desde el comienzo de la crisis sanitaria (más 5,7 millones semanales). La vacunación avanza a un ritmo lento y con marcadas diferencias entre países de altos y bajos ingresos.

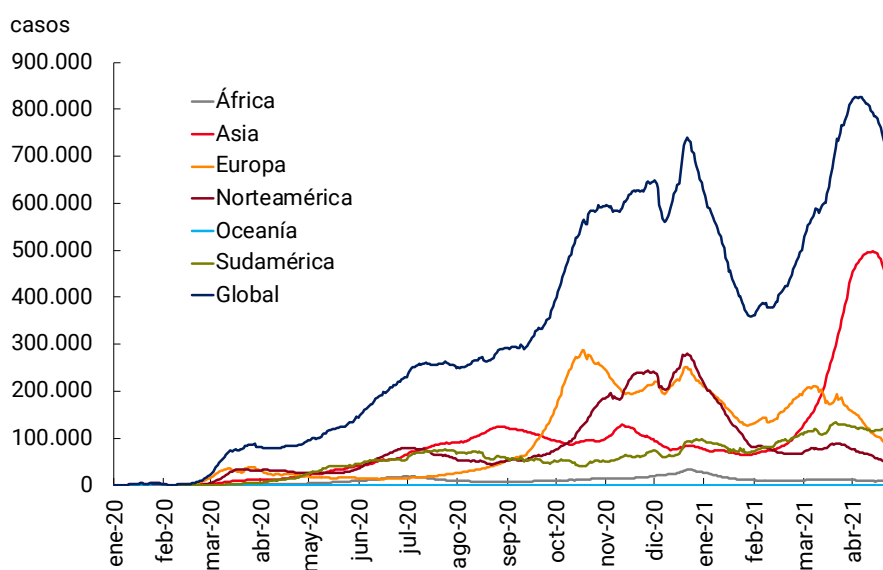
La recuperación económica global prosigue, pero a ritmo incierto y heterogéneo. Durante el primer trimestre de 2021 la actividad mostró aún el impacto de los rebrotes en muchos países: el crecimiento se aceleró en Estados Unidos, se desaceleró en China y el PIB se contrajo en la zona del euro y Brasil (por mencionar a los principales socios comerciales de la Argentina). A medida que avance la vacunación y se implementen políticas monetarias y fiscales expansivas —como las anunciadas recientemente en Estados Unidos—, la recuperación tomará nuevo impulso. Esto se refleja en las expectativas y las revisiones al alza de los pronósticos de crecimiento, con el FMI previendo un crecimiento global de 6% este año.

Los riesgos globales persisten: la vacunación y la capacidad de implementar políticas de apoyo son muy dispares entre países. Las economías en desarrollo pueden tardar más que las avanzadas en alcanzar los niveles de producto previos a la pandemia, creando brechas más amplias en los niveles de vida entre estos países. El incremento de las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas podría inducir mayor volatilidad en los flujos de capitales hacia países emergentes, como se observó en los últimos meses. Así, el ritmo y extensión de las campañas de vacunación, la continuidad de las políticas de apoyo y la provisión efectiva de liquidez global condicionarán la intensidad de la recuperación.

2.1. Pandemia: casos diarios en niveles máximos y dispar avance de la vacunación

La baja de casos mundiales que se había iniciado al cierre del IPOM anterior se detuvo hacia fines de febrero, en un piso de 2.5 millones semanales. Para esa fecha, los casos comenzaron a bajar en Estados Unidos, pero aumentaron exponencialmente en Brasil (y en el resto de Latinoamérica) y luego en India. También resurgieron en varios países europeos. A inicios de mayo, los casos registrados alcanzaron su máximo desde el comienzo de la pandemia (más de 5,7 millones semanales; ver Gráfico 2.1). El resurgimiento fue paralelo a la expansión de variantes más contagiosas. La variante del Reino Unido fue dominante en Europa y se extendió en Norteamérica; y la variante de Manaus en Brasil. A la fecha de la publicación de este informe, los casos descendían desde sus picos en todos los continentes, excepto en Sudamérica.

Gráfico 2.1 | Nuevos casos diarios confirmados de COVID-19 por continente (promedio móvil últimos 7 días)



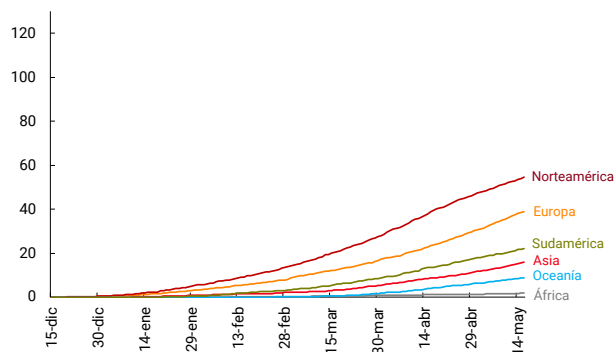
Datos al 16-may-21.

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

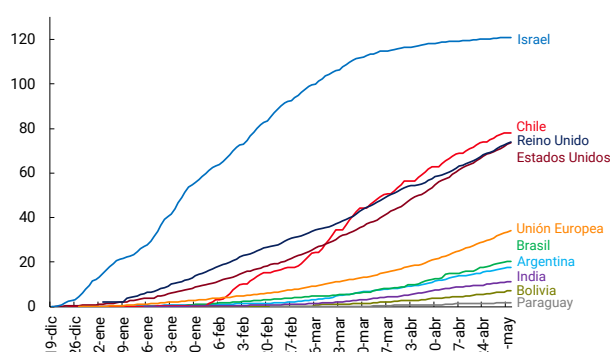
La nueva ola encontró a la mayoría de los países en etapas iniciales de las campañas de vacunación (ver Gráfico 2.2). En los últimos meses el ritmo de la vacunación aumentó: a principios de marzo se aplicaba 1 dosis cada mil habitantes en promedio por día en el mundo, y para fines de abril, algo más de 2. Los estudios sugieren que las vacunas son efectivas para prevenir, sobre todo, hospitalizaciones y muertes. Si bien las nuevas variantes podrían ser más hábiles en evadir el sistema inmune, la [evidencia disponible](#) también indica que algunas vacunas siguen siendo efectivas contra las variantes del Reino Unido y de Manaos.

Gráfico 2.2 | Evolución de la vacunación en continentes y países seleccionados

dosis aplicadas
cada 100 habitantes



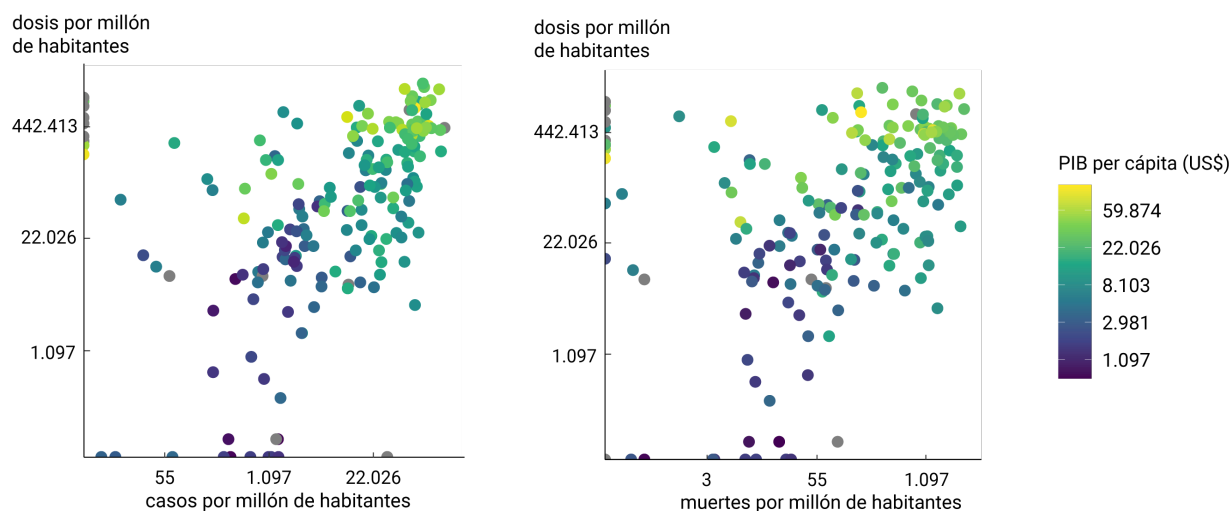
dosis aplicadas
cada 100 habitantes



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

Para un mismo nivel de casos acumulados, los países de mayores ingresos son los que más dosis han aplicado (ver Gráfico 2.3). En Norteamérica y Europa las campañas han comenzado antes y llevan más de 54 y 38 dosis aplicadas cada 100 habitantes, respectivamente (datos al 16 de mayo). En contraste, Sudamérica lleva más de 21 dosis cada 100 habitantes, con grandes diferencias entre países. Los líderes son Chile (con más del 47% de la población con al menos una dosis), Uruguay (más del 38%), Argentina (más del 17%), Brasil (más del 16%). En el resto de los países sudamericanos, más del 90% de la población no ha recibido ni siquiera la primera dosis.

Gráfico 2.3 | Vacunación según casos, muertes e ingresos de los países



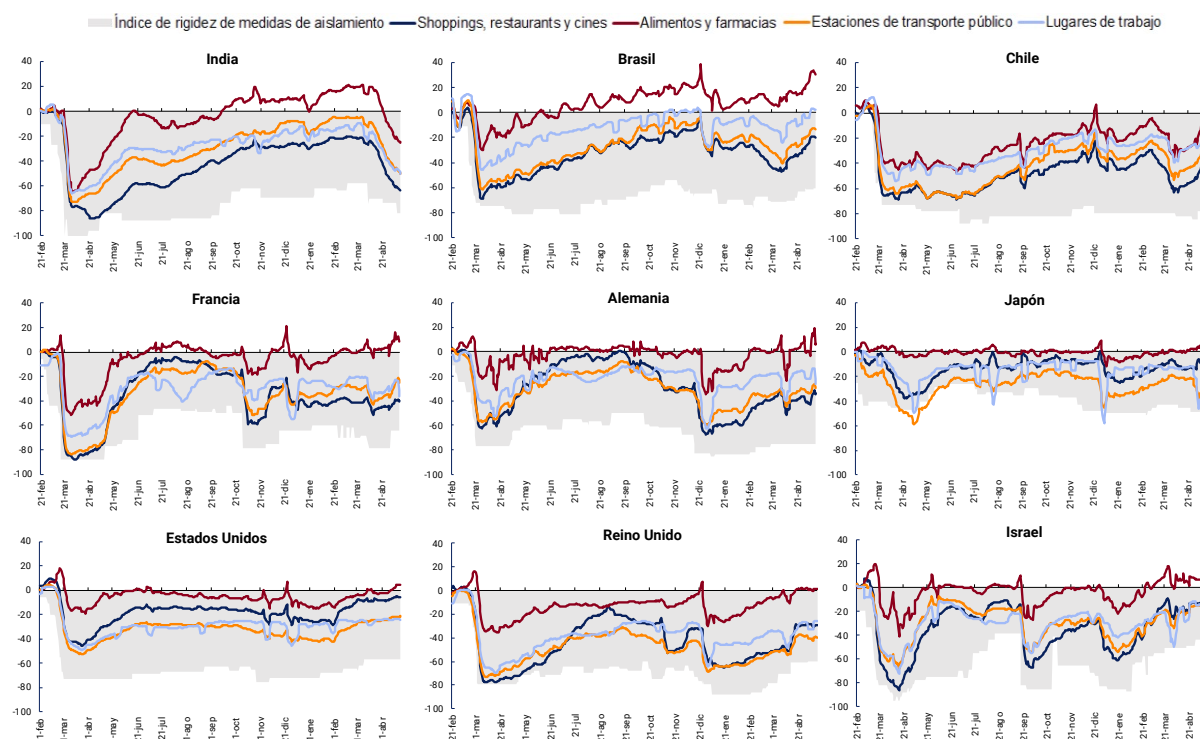
Nota: dosis y casos acumulados al 15-may-21.

Ejes y color en escala logarítmica.

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

La desigual dinámica de la vacunación y el traslado del epicentro de la pandemia se traducen en tendencias divergentes de los índices de movilidad entre los países. Israel, el Reino Unido y Estados Unidos redujeron notablemente las restricciones gracias al avance de las campañas de vacunación y la baja de casos. En cambio, en India las restricciones se endurecieron a partir de la exponencial suba de casos (ver Gráfico 2.4), y lo mismo sucedió en Brasil, Chile y algunos países europeos; aunque en estos últimos la movilidad volvió a subir en las últimas semanas.

Gráfico 2.4 | Índice de movilidad (promedio móvil 7 días) e índice de rigidez de medidas de distanciamiento social (-100 = máxima rigidez) de países seleccionados

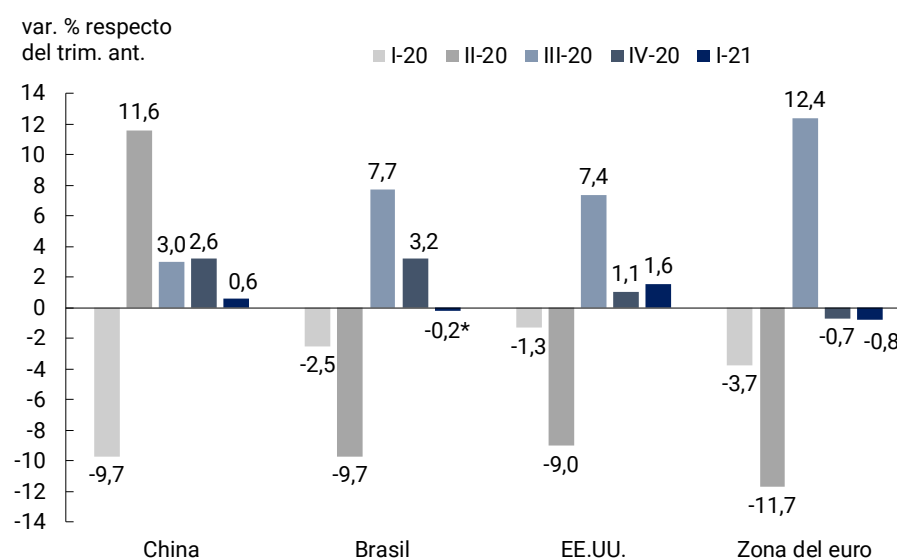


Fuente: BCRA en base a datos de *Google Global Mobility Report* y *Blavatnik School of Government (Oxford University)*.

2.3. Continúa la recuperación económica global, pero se acentúa la divergencia entre países

Tras la fuerte recuperación del nivel de actividad del tercer trimestre de 2020 y la desaceleración del trimestre siguiente, la actividad mostró aún el impacto dispar de los rebrotes en muchos países durante el primer trimestre de 2021. En el primer trimestre del año, en los Estados Unidos se dio un leve aumento en la tasa de crecimiento según la estimación adelantada del PIB. En cambio, el producto de China pasó de crecer 2,6% (trimestral, s.e.) en el cuarto trimestre de 2020, a 0,6% (trimestral, s.e.) en el primer trimestre de este año. Como consecuencia de la nueva ola de casos de COVID-19, el PIB de la eurozona se redujo en 0,8% (trimestral, s.e.), y el de Brasil caería según proyecciones de mercado un 0,2% (trimestral, s.e., ver Gráfico 2.5) en el primer trimestre de 2021.

Gráfico 2.5 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina (sin estacionalidad)



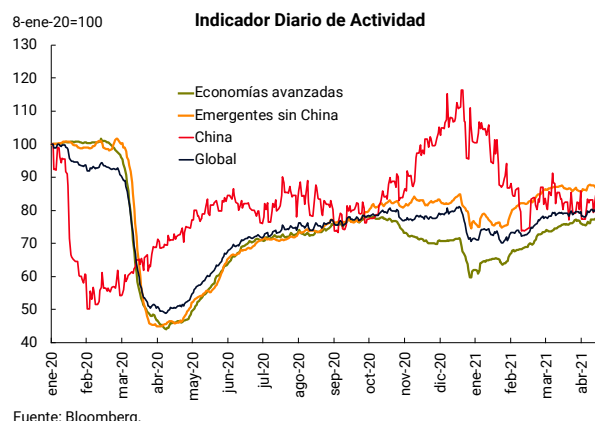
* Pronóstico de analistas de mercado.

Fuente: Institutos oficiales de estadísticas y Bloomberg.

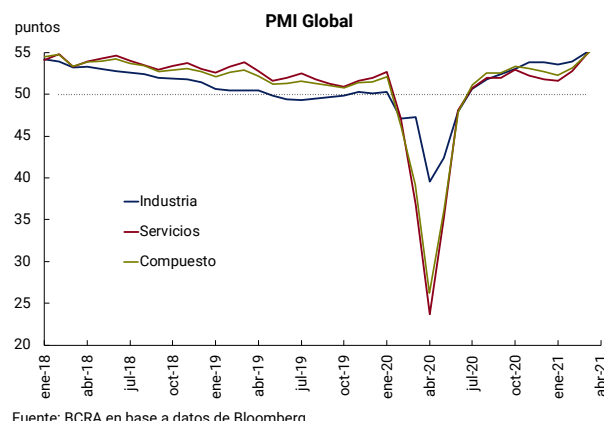
Según los datos de alta frecuencia y algunos indicadores prospectivos, el nivel de actividad global se acelera levemente desde febrero (ver Gráfico 2.6). El indicador diario de actividad de Bloomberg retomó el crecimiento a principios de ese mes. El índice de encuestas a gerentes de compras (PMI) global, que también registró una desaceleración en el cuarto trimestre, retomó un mayor ritmo de crecimiento desde febrero, sobre todo el PMI de servicios, el más relegado por el mayor impacto de la pandemia en este sector de la economía. En la zona del euro tiene un comportamiento similar, con una recuperación de la industria desde febrero y en menor medida en los servicios (cuyo índice entró en “zona de expansión” en abril). Las ventas minoristas también empiezan a recuperarse en esta región desde febrero. En los Estados Unidos, el PMI también registra un comportamiento similar, pero con una recuperación más homogénea entre industria y servicios.

Gráfico 2.6 |

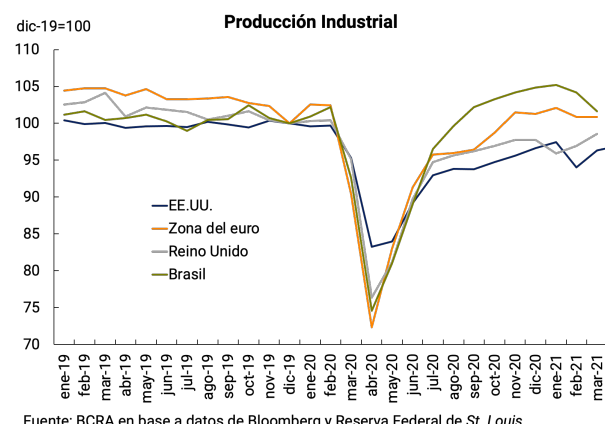
(a) Indicador diario de actividad



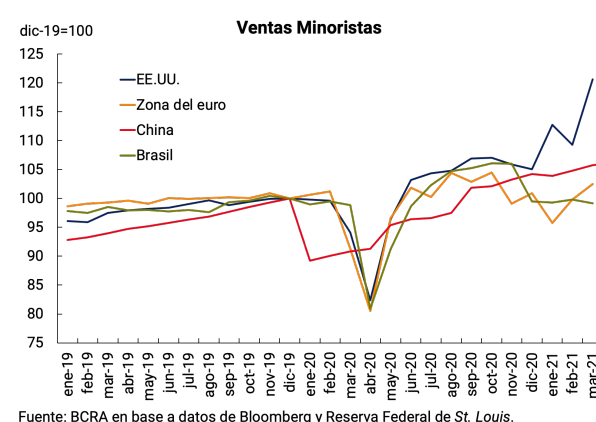
(b) Índice manufacturero de gerentes de compras



(c) Producción industrial



(d) Ventas minoristas



Dos socios comerciales de Argentina con una dinámica diferente respecto del resto son Brasil y China. En Brasil (ver Recuadro. Brasil), se dieron menores valores de los índices PMI desde noviembre de 2020 en adelante, junto con una caída de las ventas minoristas, (que parece haberse detenido desde enero de este año). En China se observa una caída del PMI desde diciembre, pero con un leve repunte en marzo para los servicios y en abril para la industria. En cambio, las ventas minoristas de China continúan creciendo desde los mínimos registrados en enero de 2020.

Los pronósticos de crecimiento para la economía mundial se han revisado al alza ante el avance de las campañas de vacunación y la continuidad de las políticas monetarias y fiscales de apoyo, (dentro de las que se destaca el paquete fiscal aprobado recientemente en Estados Unidos; ver Cuadro 2.1); y en línea con el comercio mundial, que ha superado el volumen prepandemia. El FMI prevé ahora un crecimiento de la economía mundial de 6% en 2021, 0,5 p.p. por encima de lo proyectado en enero. También mejoraron las proyecciones de aumento del PIB para las economías avanzadas a 5,1% (+0,8 p.p.), y para las economías emergentes a 6,7% (+0,4 p.p.). La recuperación es también divergente entre grupos de países. Las economías en desarrollo, en general, tardarían más que las economías avanzadas en alcanzar los niveles de PIB previstos antes de la pandemia, debido al menor espacio de política con el que cuentan y a las mayores dificultades para acceder a las vacunas, lo que crearía brechas más amplias entre los niveles de vida de estos países

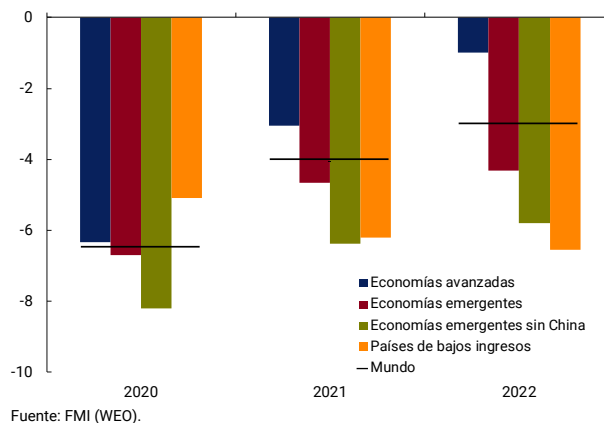
(ver Gráfico 2.7). Un riesgo vinculado al más rápido crecimiento en economías avanzadas es que lleve a una suba de tasas de interés en aquellas, lo que termine afectando la recuperación de los países en desarrollo.

Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas (crecimiento del PIB en %)

	2019 (FMI)	2020 (FMI)	FMI				Otras fuentes	
			Proyecciones abril 2021	Proyecciones abril 2022	Diferencia con proy. enero 2021	Diferencia con proy. enero 2022	2021	2022
PIB Mundial	2,8	-3,3	6,0	4,4	0,5	0,2	5,6	4,0
Economías avanzadas	1,6	-4,7	5,1	3,6	0,8	0,5		
Estados Unidos	2,2	-3,5	6,4	3,5	1,3	1,0	6,5	3,3
Zona del euro	1,3	-6,6	4,4	3,8	0,2	0,2	4,0	4,1
Mercados emergentes y eco. en desarrollo	3,6	-2,2	6,7	5,0	0,4	0,0		
China	6,0	2,3	8,4	5,6	0,3	0,0	7,8	4,9
América Latina y el Caribe	0,2	-7,0	4,6	3,1	0,5	0,2		
Brasil	1,4	-4,1	3,7	2,6	0,1	0,0	3,1	2,3

Fuente: FMI (WEO), Reserva Federal de los EE.UU., Banco Central Europeo, OCDE y Banco Central de Brasil (Focus).

Gráfico 2.7 | Evolución del PIB per cápita por regiones respecto de las tendencias prepandemia

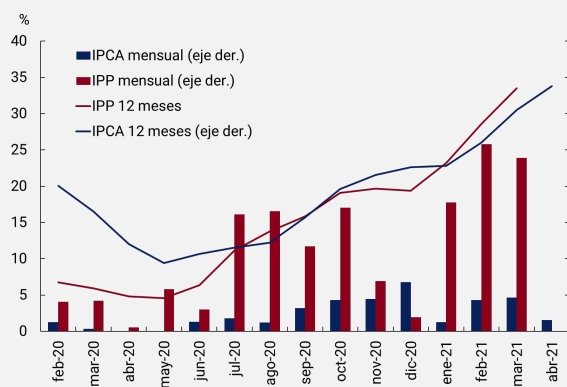


Recuadro. Brasil

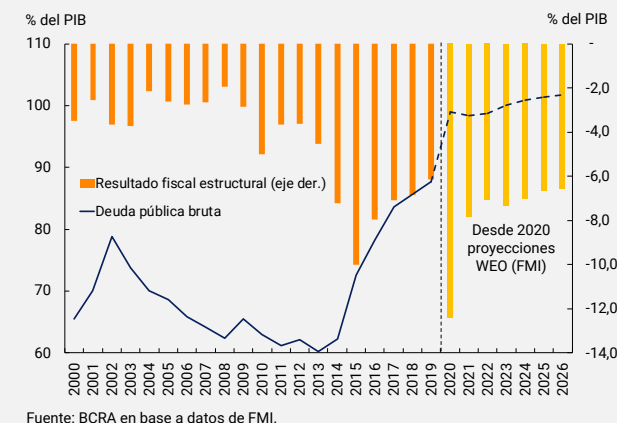
En el principal socio comercial de la Argentina surgen indicios que limitarían el espacio de las políticas fiscal y monetaria para sostener la recuperación. La inflación se aceleró en los últimos meses: en abril, los precios al consumidor (IPCA) aumentaron 6,8% interanual, por encima de la meta de $3,75\% \pm 1,5$ del banco central, y con importantes subas de alimentos. Si bien es la segunda medición consecutiva que sobrepasa el límite superior, la inflación se encuentra sobre el valor medio de 3,75% desde octubre del año pasado. Los precios mayoristas, impulsados por las subas de los precios de las materias primas y la depreciación cambiaria, están aumentando muy por encima de la inflación. El índice general de precios al productor (IPP) marcó 33,52% interanual en marzo y está en valores de dos dígitos desde julio del año pasado (ver Gráfico 2.8a). Estas subas en los precios mayoristas en gran parte aún no se trasladaron a los minoristas. Si bien las expectativas de inflación a largo plazo están en línea con la meta, el comité de política monetaria reaccionó con dos subas, de 75 puntos básicos (p.b.) cada una, de su tasa de política (Selic), dejándola en 3,50%, y anunciando que prevé un nuevo ajuste de la misma magnitud para la próxima reunión.

Gráfico 2.8 |

(a) Inflación minorista y mayorista en Brasil



(b) Resultado fiscal y deuda pública en Brasil



El proceso de reformas estructurales y consolidación fiscal iniciado en Brasil antes de la pandemia también presupone una política fiscal contractiva. El déficit fiscal estructural (según cálculos del FMI) llegó este año a 12,4% del PIB ante las medidas de estímulo implementadas para lidiar con la pandemia, interrumpiendo un descenso que lo había llevado de 10% en 2015 a 6,1% en 2019. La deuda pública con respecto al PIB llegó este año al 99%. El FMI prevé que el déficit fiscal se mantenga por encima del 7% hasta el 2024, con la deuda superando el 101% del PIB (ver Gráfico 2.8b). La necesidad de reducir el déficit fiscal se dificulta ante la grave situación económica y social por el impacto de la pandemia. Además, con 46% de la deuda indexada a tasa Selic, los intentos de controlar la inflación empeorarían el resultado fiscal; el gasto en intereses aumenta aproximadamente 0,4% del PIB ante cada punto porcentual de aumento de dicha tasa. El menor impulso fiscal y monetario y la posibilidad de menor apetito de los inversores ante la situación fiscal representan riesgos para la fortaleza de la recuperación económica.

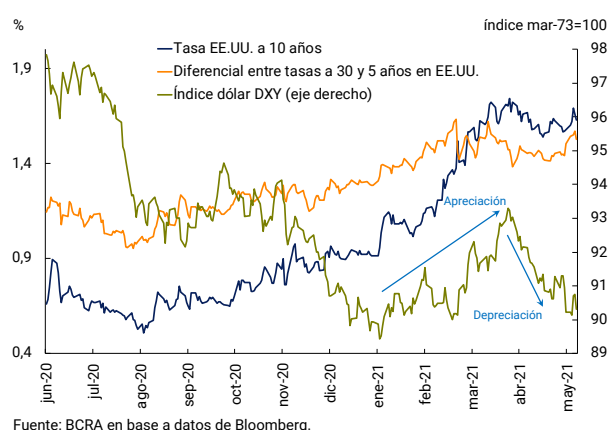
2.4. Mercados financieros: mayores tasas de interés de largo plazo

Uno de los riesgos para las condiciones financieras internacionales es el incremento de tasas de interés de países avanzados. Desde mediados del año pasado han aumentado las tasas de interés de mediano y largo plazo de Estados Unidos, y se espera que sigan haciéndolo en los próximos meses. Se debe principalmente a una mejora de las perspectivas económicas de ese país, pero también a una mayor tasa de inflación esperada y más incertidumbre sobre las perspectivas económicas y políticas. Por el momento, el empinamiento de la curva de rendimientos (mayor aumento en las tasas de interés largas que en las cortas) parece haberse detenido y parcialmente revertido. Si bien las tasas aún están en valores bajos para los promedios históricos, subas sorpresivas pueden generar volatilidad en los mercados financieros. Un ejemplo de esto fue el incremento de fines de marzo, que generó turbulencias e incertidumbre, y en la cual la tasa a 10 años llegó a un pico de 1,74%. En las semanas siguientes las tasas bajaron, aunque se ubicaron 26 y 72 p.b. por encima del cierre del IPOM anterior y de fines de 2020, respectivamente. Así como el proceso de suba de tasas se había dado junto a una apreciación del dólar, cuando las tasas bajaron también se depreció la moneda estadounidense (ver Gráfico 2.9a).

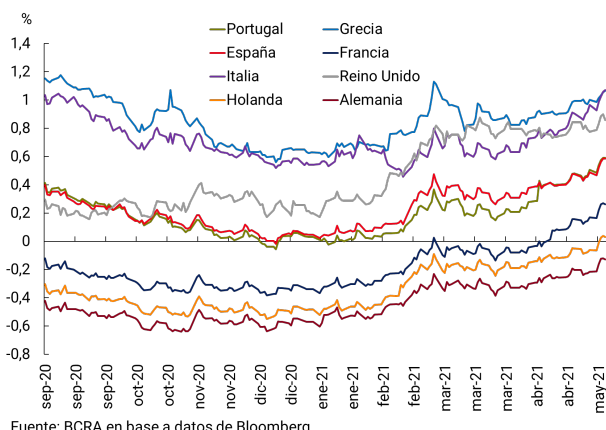
Los rendimientos de los títulos públicos de países europeos revirtieron parcialmente en marzo el aumento de comienzos de año, entre otras razones por las claras señales de continuidad del programa de compras de activos por parte del Banco Central Europeo. En las últimas semanas, las tasas de los bonos europeos volvieron a aumentar, aunque acumulan en el año un alza inferior a la de los títulos de los Estados Unidos. Así, las tasas subieron en promedio 52 p.b. desde comienzos de año y 30 p.b. desde el cierre del último IPOM (ver Gráfico 2.9b).

Gráfico 2.9 |

(a) Rendimiento de los títulos públicos de EE.UU. e índice dólar



(b) Tasa de interés de títulos públicos europeos a 10 años

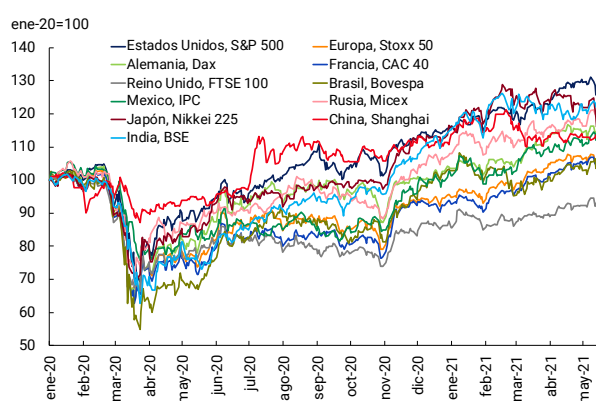


Los mercados de renta variable continuaron con un desempeño favorable. Si bien las subas en el último trimestre no fueron desmedidas (tanto el S&P 500 de los Estados Unidos como el Stoxx 50 europeo se incrementaron cerca de un 8% desde el cierre del IPOM anterior, ver Gráfico 2.10a), cuando tomamos en cuenta el último año y lo que va del corriente, sigue sorprendiendo la fortaleza en las cotizaciones dado el contexto de actividad económica. Por ejemplo, el S&P 500 subió un 29% desde fines de 2019, un alza importante teniendo en cuenta los efectos económicos de la pandemia. La desconexión entre el auge en los mercados financieros y la marcha de la economía sigue presente.

Los flujos de capitales hacia países emergentes fueron negativos en US\$18 mil millones desde el cierre del IPOM anterior, aunque acumulan una entrada neta de US\$4 mil millones en el año, no habiéndose recuperado totalmente desde la fuerte salida que se dio a comienzos de la pandemia (ver Gráfico 2.10b). Los episodios de salidas de capitales de fines de febrero y de fines de marzo de este año se dieron a la par de subas de tasas en los Estados Unidos. Estos eventos afectan especialmente a los países en desarrollo.

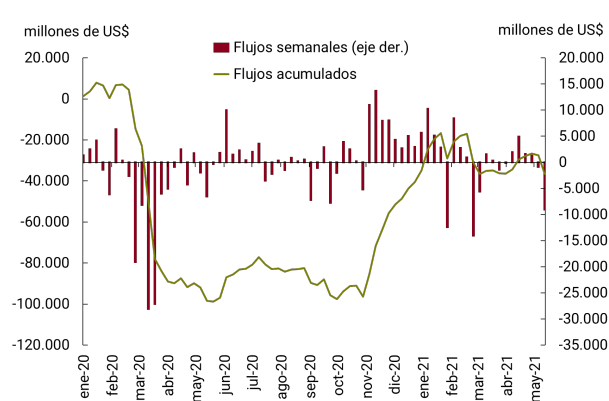
Gráfico 2.10 |

(a) Índices accionarios



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

(b) Flujos de capitales a países emergentes



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

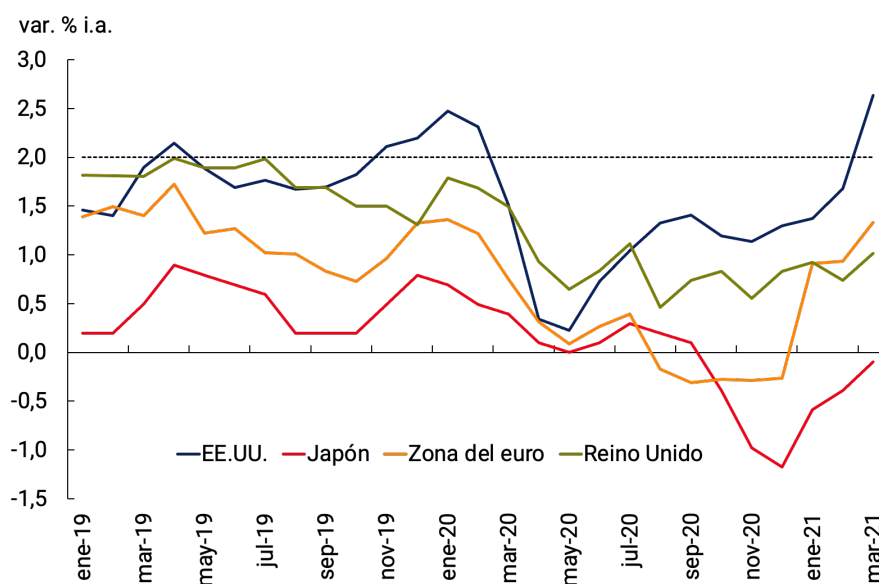
Los precios de las materias primas continuaron subiendo, especialmente las agrícolas, que ya están en valores máximos desde el año 2012 (ver Recuadro. Evolución reciente de los precios internacionales de las materias primas del Capítulo 4. Sector Externo).

2.5. Continúan las medidas fiscales y monetarias de apoyo, pero algunas ya empiezan a reducirse

La política monetaria y fiscal sigue siendo expansiva en el mundo, pero con diferencias significativas entre países avanzados y en desarrollo.

Los bancos centrales de países avanzados mantuvieron su ritmo de compra de activos, con la inflación manteniéndose dentro de su rango de tolerancia (ver Gráfico 2.11). Algunas excepciones fueron el Banco Central Europeo, el de Canadá, y el de Suecia. El primero incrementó desde mediados de marzo el ritmo semanal de su compra de activos para evitar un empinamiento de la curva de rendimientos de los bonos soberanos de la región, que podría afectar el nivel de actividad. Por su parte, el Banco Central de Canadá anunció una reducción de las compras semanales de activos tras mejorar la proyección de crecimiento de la economía canadiense en 2021 en 2,5 p.p. (de 4% a 6,5%), siendo de esta manera el primer país del G7 en comenzar a revertir sus políticas monetarias no convencionales. También la autoridad monetaria de Suecia decidió reducir su programa de compra de activos desde el tercer trimestre de 2021, debido a una recuperación del nivel de actividad mayor a la esperada.

Gráfico 2.11 | Inflación de países avanzados

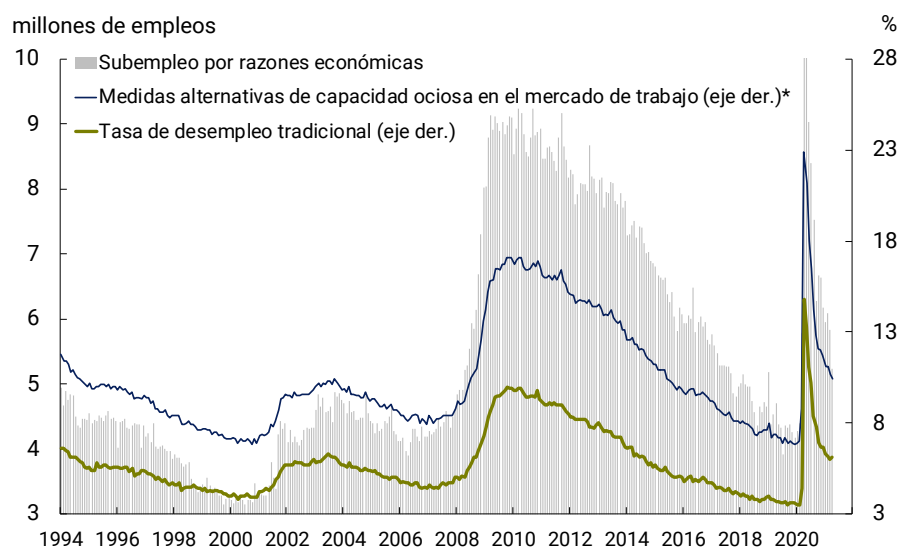


Fuente: BCRA en base a datos de FMI, bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

Por su parte, las autoridades de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) señalaron en varias ocasiones que sostendrán el sesgo expansivo de su política monetaria, no previendo un alza de tasas de interés hasta 2024; sin embargo, algunos analistas esperan tal acción en 2023. La razón que motivó esta proyección de los analistas es que la mejoría de la economía de los Estados Unidos está siendo más rápida de lo previsto, en parte debido al paquete de estímulo fiscal recientemente aprobado. La Fed mejoró sus propias proyecciones para la economía, pronosticando un crecimiento para este año de 6,5% (comparado con 4,2% de su proyección anterior en diciembre), el mayor aumento del PIB desde 1984. Las proyecciones respecto del desempleo son de 4,5% para fin de año (respecto de la proyección anterior de 5%). En cuanto a la inflación, la Fed predice para el deflactor del gasto de los hogares subyacente un aumento para 2021 de 2,2% (contra 1,8% proyectado en diciembre pasado; 2,4% para el nivel general) y por encima de la meta de 2%.

Varios factores explicarían por qué, a pesar de estas mejores proyecciones, la Fed no aumenta el objetivo sobre la tasa de interés de fondos federales. En primer lugar, de sus propias proyecciones surge que esperan que la mayor inflación sea sólo temporal, puesto que proyectan una inflación de 2% para 2022 y de 2,1% para 2023. Además, la Fed tiene un mandato dual: estabilidad y máximo empleo. En este sentido, los indicadores del mercado laboral, especialmente las medidas más amplias de desempleo y las de subempleo, aún están lejos de los valores prepandemia (ver Gráfico 2.12).

Gráfico 2.12 | Indicadores del mercado laboral de Estados Unidos



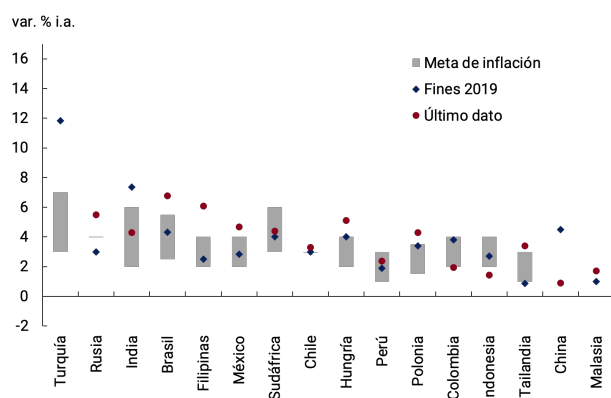
*Medidas alternativas de capacidad ociosa en el mercado de trabajo y "all marginally attached workers" como porcentaje de la PEA.

Fuente: BCRA en base a datos de *Bureau of Labor Statistics*.

Algunos países emergentes empiezan a enfrentar un espacio más limitado de política monetaria: registran mayor inflación (ver Gráfico 2.13a), acusando el impacto de fuertes depreciaciones de sus monedas y/o mayores precios de las materias primas. Así, subieron las tasas de interés de política monetaria en Turquía, Rusia y Brasil (ver Gráfico 2.13b). A su vez, analistas del sector privado prevén medidas contractivas de la autoridad monetaria de Chile para fin de año.

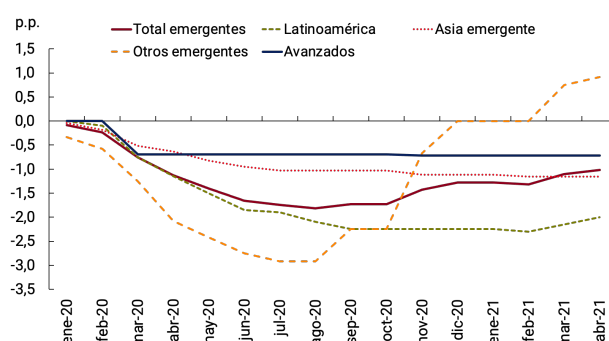
Gráfico 2.13 |

(a) Tasa de inflación de países emergentes



Fuente: BCRA en base a datos de bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

(b) Cambio en tasa de política países emergentes



Nota: variación respecto a dic-19. Latinoamérica (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú), Asia Emergente (China, Indonesia, India, Malasia, Filipinas, Tailandia), Otros emergentes (Rusia, Turquía, Sudáfrica), Avanzados (Japón, EE.UU., euro, Canadá, Australia, Reino Unido).

Fuente: BCRA en base a datos de BIS.

En el primer trimestre del año la respuesta global de la política fiscal a la pandemia se incrementó en US\$2,2 billones, hasta llegar a los US\$16 billones (15,3% del PIB global), según datos del FMI. La mayor parte de este aumento se explicó por el paquete fiscal de US\$1,9 billones aprobado recientemente en Estados Unidos (cerca de 9% del PIB) que, a su vez, llevó a analistas y organismos internacionales a corregir al alza los

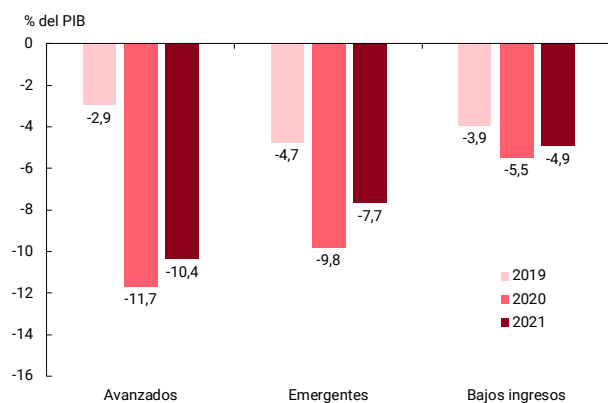
pronósticos de crecimiento de la economía norteamericana y de la economía global (junto al mayor optimismo por las campañas de vacunación)¹.

Luego de las fuertes subas de los déficits fiscales registradas durante 2020 como consecuencia de la respuesta a la pandemia, para este año el organismo internacional prevé que la mayoría de los países experimenten desequilibrios menores en sus cuentas públicas a medida que los ingresos tributarios aumenten y algunos gastos disminuyan automáticamente con la recuperación y vayan expirando las medidas relacionadas con la pandemia (ver Gráfico 2.14a).

Las medidas de sesgo fiscal estimadas por el FMI, que intentan “limpiar” los efectos del ciclo económico sobre las cuentas públicas, muestran que para este año las economías avanzadas mantendrían el sesgo expansivo, mientras que las emergentes lo reducirían. Así, el déficit fiscal ajustado por el ciclo económico se mantendría estable en las primeras (de -9,0% en 2020 a -8,8% del PIB en 2021) y caería más significativamente en las segundas (de -8,1% a -7,3% del PIB). Esta dinámica fiscal, junto con la recuperación prevista para la actividad económica, llevaría a un incremento más moderado de los ratios de deuda a PIB a nivel global durante este año frente a lo observado en 2020 (ver Gráfico 2.14b).

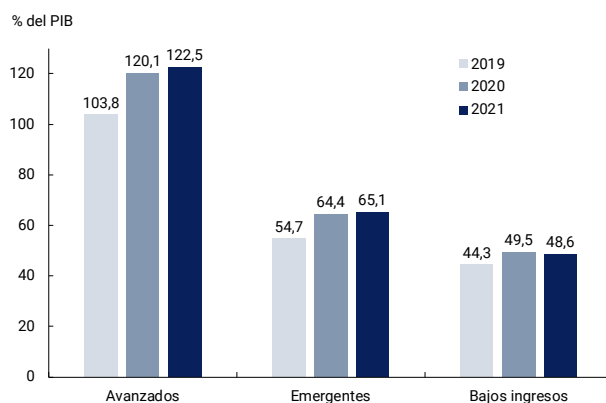
Gráfico 2.14 |

(a) Resultado financiero del sector público



Fuente: Monitor Fiscal (FMI).

(b) Deuda pública bruta



A pesar del aumento del peso de la deuda, los pagos de intereses se han mantenido acotados, en general, dados los bajos niveles de tasa de interés impulsados por las políticas monetarias expansivas de países avanzados y de muchos emergentes. Sin embargo, para algunos países de ingresos medios y para los de bajos ingresos la financiación de grandes déficits sigue siendo un desafío, dado el acceso limitado al mercado y el escaso margen para recaudar impuestos en el corto plazo. En este contexto, tasas de interés más elevadas, particularmente en los países avanzados, presionarían sobre la dinámica de las cuentas públicas, especialmente sobre las posibilidades de acceso al financiamiento para los países emergentes y en desarrollo.

Junto con las respuestas nacionales, se han tomado medidas económicas multilaterales para enfrentar la crisis (ver [Apartado 2 / La necesidad de un abordaje internacional coordinado frente a la crisis](#) del IPOM de mayo de 2020). Estas comprenden: swaps de monedas entre bancos centrales; la suspensión de servicios

¹ Otros países donde se registraron medidas significativas para afrontar la pandemia en el inicio del año fueron: España, Italia, Rusia, Indonesia, Japón, Corea del Sur, Suiza, Irlanda, Austria, Israel y Dinamarca.

de deuda pública oficial de países de bajos ingresos por parte del G20, junto con un marco común para tratar problemas de deuda más allá de esta suspensión; líneas de financiamiento especial del FMI, el Banco Mundial y bancos multilaterales de desarrollo; y la flexibilización de normas del sistema financiero por parte del consejo de estabilidad financiera (FSB, por sus siglas en inglés).

Las medidas han sido efectivas, pero cubren un espectro limitado de países: se estima que el monto destinado a países de altos y de bajos ingresos representa 70% de la asistencia financiera multilateral. Muchas economías en desarrollo han quedado fuera de esta cobertura. Las medidas tomadas hasta ahora también revelaron las limitaciones del actual herramental de los organismos internacionales en cuanto a países de ingresos medios; o países que no califiquen ni como de fundamentos sólidos ni como de ingresos bajos. Por eso es fundamental la decisión del G20 de impulsar una nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG), y explorar la recirculación de los DEG excedentes (ver Apartado 1 / La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG): qué es y qué implica para los países en desarrollo).

Asimismo, y como parte de las políticas para impulsar un crecimiento inclusivo y resiliente más allá de la recuperación, la presidencia italiana del G20 ha puesto especial énfasis en las cuestiones medioambientales, de forma que el patrón de crecimiento que surja más allá de la recuperación incorpore fundamentalmente la sostenibilidad. Su tratamiento desde el punto de vista de los bancos centrales se comenta en el Apartado 2 / El desafío de los Bancos Centrales frente al cambio climático.

2.6. En resumen

La recuperación de la economía mundial prosigue, pero es heterogénea entre países y está sujeta a diversos riesgos. Los rebrotes y nuevas variantes del virus, junto con campañas de vacunación dispares en alcance y velocidad entre países, son hoy el principal límite a la continuidad de la recuperación. La mayor intensidad del apoyo fiscal en economías avanzadas justifica la revisión al alza de los pronósticos de crecimiento; pero subsiste el riesgo de un retiro prematuro de medidas de apoyo en muchos países, incluyendo a los que disponen de menor espacio de política. La divergencia en respuestas sanitarias y de apoyo profundizarían la desigualdad entre países, e incluso al interior de ellos. Algunos de los riesgos marcados en el IPOM anterior, como la suba de las tasas de interés de mediano y largo plazo en los Estados Unidos., se han materializado parcialmente: el riesgo es que las próximas subas sean más abruptas y sorprendan al mercado, impulsando nuevas salidas de capitales. En general, siguen estando presentes la desconexión entre el auge de los mercados financieros y la marcha de la economía, junto con los riesgos de insolvencia del sector privado y público, que podrían derivar en correcciones bruscas de los precios de los activos.

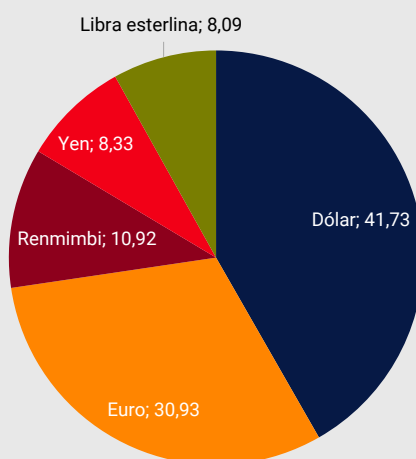
Apartado 1 / La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG): qué es y qué implica para los países en desarrollo

[En su reunión del 7 de abril](#), los ministros de economía y presidentes de bancos centrales del G20 pidieron al Fondo Monetario Internacional una asignación general de derechos especiales de giro (DEG) por US\$650 mil millones, siguiendo [lo que había adelantado la directora ejecutiva del organismo, Kristalina Georgieva](#).

EL [DEG es un activo de reserva internacional](#) creado por el FMI en 1969 para complementar las reservas oficiales de sus países miembros. No es una moneda en sentido estricto ya que su uso como unidad de cuenta es muy limitado (sólo para el FMI y algunos otros organismos internacionales) y su utilización como medio de pago también está muy acotada (los privados no pueden emplearlos). Sin embargo, como es un derecho potencial sobre un conjunto de monedas de reserva, es utilizado como reserva de valor por los países miembros del Fondo.

Los DEG pueden cambiarse contra aquellas monedas que el FMI considera de “libre uso”: las que tienen una utilización amplia en las transacciones internacionales y una alta participación en los volúmenes operados de los mercados de cambio. Este criterio, junto con el de pertenecer a uno de los cinco principales países exportadores mundiales (considerando bienes, servicios y la cuenta de ingresos), define la canasta de monedas que se utiliza para determinar el valor de los DEG. Componen esa canasta el dólar estadounidense, el euro, el renminbi chino, el yen japonés y la libra esterlina (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Canasta de monedas que conforman el DEG
(peso % de cada moneda definido en la última revisión de 2015)



Fuente: FMI.

Mantener los DEG recibidos no tiene costo, pero sí lo tiene utilizarlos: los países cobran cierta tasa de interés por sus tenencias de DEG (en sus cuentas con el FMI), y deben pagar la misma tasa por usar las distribuciones que hayan recibido. Si un país utiliza parte de los DEG que recibe de las distribuciones, tendrá entonces una tenencia menor a la asignación recibida y deberá pagar la tasa de DEG por la diferencia entre ambas

posiciones (y viceversa). La [tasa de interés](#) se determina semanalmente sobre la base de un promedio ponderado de las tasas de interés representativas de los instrumentos de deuda pública a corto plazo de las monedas de la canasta de DEG, con un piso de 0,05% anual, que es valor que registra actualmente.

Para realizar una distribución general de DEG debe identificarse una necesidad global de complementar las reservas existentes a largo plazo, de manera tal de evitar el estancamiento económico y la deflación, pero que tampoco derive en exceso de demanda e inflación a nivel global. Las necesidades de reservas se calculan para los países avanzados, de mercados emergentes y en desarrollo que no emiten monedas de reserva en base a indicadores de adecuación de reservas. En base a este cálculo el FMI estimó conveniente una distribución de US\$650 mil millones.

El Directorio Ejecutivo debe aprobar la medida por mayoría de votos, y luego la Junta de Gobernadores (donde están representados todos los miembros) debe aprobarlo con 85% de los votos. Finalmente, el monto de la asignación general se distribuye de acuerdo a las cuotas de los miembros del FMI. Esta podría llevarse a cabo a fines de agosto de este año, si se siguen los mismos tiempos que en 2009, la última vez que se realizó un proceso similar.

Las distribuciones generales de DEG tienen varias ventajas: benefician a todos los miembros del FMI, proveen liquidez de manera rápida y sin condiciones, y complementan las reservas internacionales a un menor costo que otras fuentes de financiamiento. Asimismo, contribuyen a evitar el ajuste externo y políticas contractivas en países con problemas de liquidez, al tiempo que envían una señal de cooperación multilateral.

La propuesta actual representaría un 0,7% del PIB mundial, casi duplicando el 0,4% del PIB de la realizada en 2009, frente a una crisis cuyo impacto global ha sido superior. La mayor parte de la asignación iría a los países avanzados, mientras que los emergentes y en desarrollo recibirían un 42%. Argentina, por su parte, recibiría unos US\$4.355 millones (0,67%), que representarían cerca de 1% del PIB, frente al 0,7% recibido en la distribución general previa (ver Cuadro 1), y un 11% de las reservas internacionales.

Cuadro 1 | Asignación general de DEG 2021 versus 2009

	2009			2021		
	miles de millones de US\$	% PIB	Distrib. %	miles de millones de US\$	% PIB	Distrib. %
Mundo	250,0	0,4%	100,0%	650,0	0,7%	100,0%
Economías avanzadas	150,0	0,4%	60,0%	376,0	0,7%	57,8%
Países con mercados emergentes y en desarrollo	100,0	0,5%	40,0%	274,0	0,7%	42,2%
Argentina	2,5	0,7%	1,0%	4,4	1,0%	0,7%

Fuente: BCRA en base a datos de FMI.

Los DEG pueden conservarse como reservas internacionales o utilizarse para cambiar su composición, convirtiéndolos a monedas de libre uso. También pueden usarse para integrar aumentos de cuotas del FMI, para realizar pagos relacionados con préstamos del FMI (capital e intereses) y para contribuir al Fondo de Reducción de la Pobreza y Crecimiento (PRGT —por sus siglas en inglés—, fondo desde el cual el FMI presta a países de bajos ingresos, a tasa de interés cero, con períodos de gracia de entre 4 y 5 años y medio y plazos de entre 8 y 10 años).

Si bien los países pueden realizar operaciones entre sí (préstamos, donaciones, swaps, forwards, etc.), la mayor parte de las operaciones se concentran en la compraventa de DEG contra monedas de libre uso, a través de un mercado voluntario en el que el FMI actúa de intermediario para garantizar liquidez. Este mercado funciona mediante acuerdos de intercambio voluntarios (VTA, por sus siglas en inglés), entre 31 países y el Banco Central Europeo que actúan como “creadores de mercado” (para más detalles, ver la [sección 4.5 de este informe del FMI](#)).

En la situación actual, el FMI alienta a los países con posiciones externas sólidas a que reasignen parte de sus tenencias de forma voluntaria hacia países más vulnerables. El PRGT es una opción natural, pero está destinado a países de bajos ingresos. Paralelamente, el organismo internacional se comprometió a explorar nuevas opciones para la reasignación voluntaria de DEG. Frente a ello, el reclamo de los países emergentes, [como la Argentina y México](#), que lideraron esta solicitud, es que el mecanismo de reasignación alcance también a los países de ingresos medios, considerando el peso que tienen en la población y el producto globales y a sus particulares condiciones socioeconómicas.

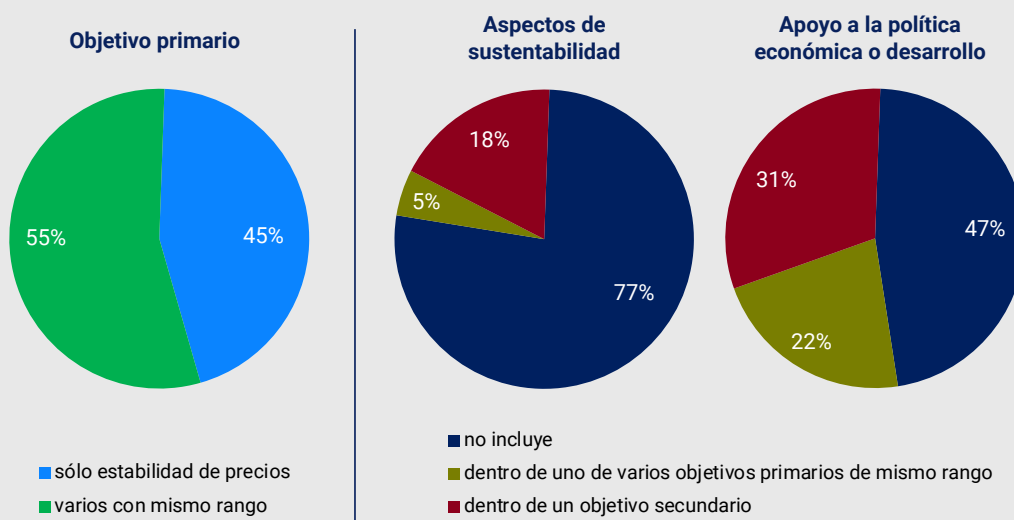
Apartado 2 / El desafío de los bancos centrales frente al cambio climático

Recientemente se observa un renovado compromiso a nivel internacional para coordinar esfuerzos en la lucha contra el cambio climático, en el que la reincorporación de los Estados Unidos al Acuerdo de París constituye un hito muy importante. Si bien los bancos centrales (BCs) no son los responsables de la política climática, pueden jugar un rol importante, como la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, lo ha manifestado recientemente (ver Lagarde (2021)).

En 2021 Italia asumió la presidencia del G20 y estableció como prioridades “*People, Planet and Prosperity*”, destinándole a las cuestiones climáticas un lugar importante en la agenda. Relanzó el *Sustainable Finance Working Group* (SFWG) que desarrollará una hoja de ruta (*roadmap*) para las finanzas sustentables basado en evidencias científicas, que buscará homogenizar y mejorar la calidad de los reportes de divulgación sobre cuestiones climáticas, identificar inversiones sustentables y alinear los esfuerzos de las instituciones financieras internacionales con el Acuerdo de París.

El involucramiento de los BCs en el combate contra el cambio climático generó un debate entre los economistas sobre cuál es la forma más adecuada de enmarcarlo. Si para ello se requeriría ampliar sus mandatos, y sobre lo que podría ser el comienzo de lo que el presidente del Banco de Francia (BdF), François Villeroy de Galhau, denominó el inicio de una “*mission creep*”, que podría terminar por debilitar su independencia y credibilidad (ver Villeroy de Galhau (2021)). Si bien los arreglos institucionales y la delimitación de los mandatos de los BCs son bastante heterogéneos (ver Gráfico 1), muchos tienen como objetivo subsidiario, dentro de sus facultades y en la medida en que no vaya en desmedro del cumplimiento de sus objetivos principales, colaborar con las políticas llevadas adelante por el gobierno o contribuir al desarrollo. Pero más allá de esto, como veremos en seguida, el calentamiento global también dificulta el cumplimiento de los objetivos primarios tradicionales de los BCs: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera.

Gráfico 1 | Los mandatos de los Bancos Centrales



Fuente: *Network for Greening the Financial System* en base a lo que los Bancos Centrales manifiestan públicamente.

Los efectos del cambio climático sobre la estabilidad financiera

El cambio climático genera riesgos financieros que pueden afectar la estabilidad del sistema financiero, por lo que la regulación y supervisión deben garantizar que el sistema pueda soportar estos riesgos. Como señalan Bolton et al. (2020), son dos los canales principales por los cuales opera: el del riesgo físico y el del riesgo de transición.

El riesgo físico se relaciona con los costos económicos y las pérdidas financieras generadas tanto por el aumento de la frecuencia y la severidad de los eventos climáticos (tormentas intensas, inundaciones, sequías, olas de calor extremo), como por los efectos de las tendencias climáticas de largo plazo (desertificación, aumentos en el nivel del mar, acidificación del mar). Esto podría generar pérdidas y elevar la fragilidad de los intermediarios financieros expuestos a estos riesgos. Y dado que este tipo de eventos que se pueden caracterizar como ‘cisnes verdes’, al presentar una distribución probabilística con colas pesadas, podrían hacer que los *buffers* de capital no resultaran suficientes para absorber las pérdidas asociadas a la materialización de dichos riesgos climáticos, lo que a su vez podría generar contagio y sucesivas rondas de corrección de precios de los activos.

El riesgo de transición está asociado a las pérdidas que pueden ocasionarse debido a una rápida migración hacia un uso de energías más limpias y métodos de producción bajos en emisiones. Comprende los riesgos de cambios en las políticas, riesgos reputacionales, de avances o restricciones tecnológicas, y también de cambio en las preferencias de los consumidores. Una transición acelerada podría hacer que algunos activos, como las reservas de combustibles fósiles, se conviertan en activos atascados (*stranded assets*) sin poder aprovecharse por años.

Si bien ambos riesgos son muchas veces tratados como si fueran independientes, en realidad no lo son, ya que entre ellos hay cierto *trade-off*. Así, una política de reducción de las emisiones más agresiva elevaría el riesgo de transición, acotando simultáneamente el riesgo físico.

El cambio climático y la estabilidad monetaria

El cambio climático también presenta un gran desafío para la estabilidad monetaria. Para ejecutar su política monetaria, resulta útil caracterizar la naturaleza de los *shocks* a los que está expuesta la economía, si se trata de *shocks* de oferta, de demanda, y si se los considera transitorios o permanentes (ver NGFS (2020a)). El calentamiento global involucra *shocks* que afectan tanto la demanda como la oferta; y mientras algunos, como el caso de ciertos eventos climáticos puntuales, pueden tener un carácter más transitorio, otros, como la desertificación de algunas zonas, o la inundación de algunas otras, en cambio, pueden resultar más permanentes e incluso irreversibles.

Por el lado de la oferta, el cambio climático viene acompañado de una mayor frecuencia y severidad de eventos climáticos extremos, que pueden afectar, por ejemplo, la oferta de los productos agrícolas, generando mayor volatilidad en sus precios. También pueden afectar ciertas instalaciones e infraestructura, lo que alteraría el normal funcionamiento de algunas las cadenas de producción y el turismo.

A su vez, el calentamiento global, al elevar la temperatura y cambiar las condiciones de humedad, puede reducir el rendimiento de los cultivos, y también puede afectar la productividad laboral de algunas actividades que requieren trabajos durante largas jornadas expuestos al clima, como es el caso de la construcción y muchas actividades primarias.

Por el lado de la demanda, dichos fenómenos reducen la riqueza. Adicionalmente, la mayor incertidumbre generada por los eventos climáticos aumenta las conductas precautorias que reducen el gasto (aunque por otro lado esto podría estar al menos parcialmente compensado por la necesidad de reponer bienes dañados y la eventual acumulación de inventarios).

A estos riesgos físicos se les suma el riesgo de transición, ocasionado por las políticas de sustitución de energías y procesos productivos por aquellos menos contaminantes, y las políticas de mitigación de los daños que el cambio climático genera (las que no son conocidas con certeza, sino que están sujetas a incertidumbre política), lo que genera además de cambios en el nivel de gasto, reasignación de recursos entre sectores y variaciones de magnitud en los precios relativos.

Pero la complejidad no se limita a la identificación de la naturaleza de los *shocks*, ya que el propio calentamiento global complica una correcta evaluación tanto de la postura (*stance*) como del espacio de la política monetaria. En efecto, al afectar el nivel de producto y el producto potencial, se complica la correcta evaluación del momento del ciclo en el que se encuentra la economía, y con ello, se dificulta calibrar la política de tasas de interés.

Por otro lado, el calentamiento global, al afectar la valuación de los activos, las hojas de balance de los intermediarios financieros y las condiciones financieras de algunos mercados, puede alterar los mecanismos de transmisión de la política monetaria (ver Esquema 1).

Esquema 1 | Los desafíos para la política monetaria ante el cambio climático



*Para las variables afectadas, cuanto más oscuro es el color, más corto es el horizonte de tiempo.
Fuente: *Network for Greening the Financial System*.

Finalmente, Bolton et al. (2020) señalan tres consideraciones especiales en el caso de las respuestas de política monetaria a los *shocks* relacionados con el calentamiento climático. En primer lugar, como se espera que la trayectoria del cambio climático se mantenga durante un período de tiempo prolongado, esto podría generar *shocks* de oferta estanflacionarios difíciles de revertir por completo con medidas de política monetaria. En segundo lugar, como el cambio climático es un problema global, exige una respuesta global, donde lo que haga un solo país podría resultar irrelevante, y lo que se requiere es un gran esfuerzo de coordinación internacional. Por último, dada la naturaleza de 'cisne verde' calentamiento global, no parece plausible que los Bancos Centrales puedan tomar medidas preventivas para protegerse *ex ante* contra los riesgos climáticos.

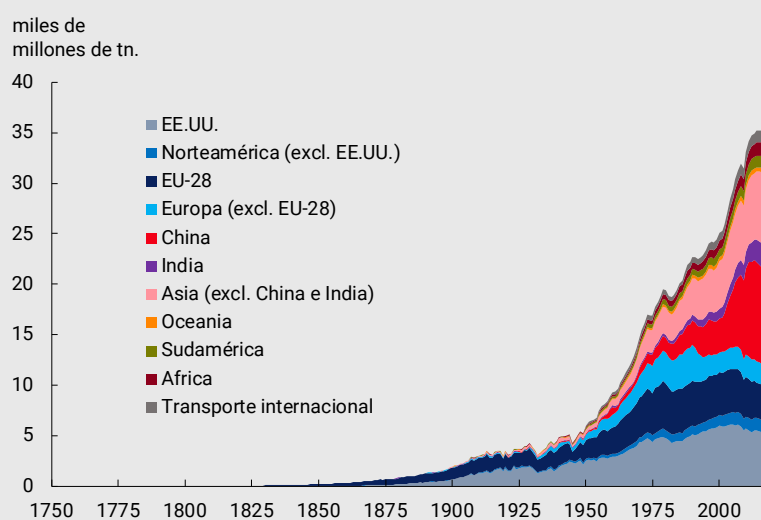
Los efectos redistributivos del calentamiento global

El calentamiento global y los esfuerzos llevados adelante para evitarlo generan efectos redistributivos en diversas dimensiones. En primer lugar, hay una dimensión intertemporal, relacionada a lo que Mark Carney llamó, la tragedia del horizonte (ver M. Carney (2015)²). La acumulación de emisiones contaminantes tiene efectos que son realmente preocupantes en un horizonte de tiempo que excede a la duración de los mandatos de los servidores públicos electos y los períodos en los que se encuentren en funciones los *policy makers*. Y en particular excede el horizonte de acción de la política monetaria y de la regulación financiera que los Bancos Centrales llevan adelante en el cumplimiento de sus mandatos. Las políticas tendientes a reducir el ritmo de emisiones implican realizar un esfuerzo hoy, y aumentar un riesgo de transición, para lograr un beneficio y menor riesgo físico en el futuro, que aprovecharían plenamente las futuras generaciones.

Una segunda dimensión es al interior de las sociedades, donde se observa que existe un grado más alto de conciencia sobre los riesgos que plantea el cambio climático cuanto mayores son los niveles de ingreso y riqueza, razón por la cual para muchos era considerado un 'problema de ricos'. Por otro lado, existe una extensa literatura que aboga por la equidad y justicia social al momento de diseñar políticas de adaptación y mitigación. Para que resulten viables, se requiere una mejor comprensión de los efectos redistributivos del cambio climático, de las políticas de adaptación y de los costos asociados de mitigación (ver Bolton et al. (2020)).

En tercer lugar, hay importantes heterogeneidades entre países tanto en la contribución a las emisiones acumuladas de gases como respecto a la exposición a los potenciales riesgos. Naturalmente, los países actualmente más desarrollados, encabezados por los EE.UU. y los países europeos, son los que históricamente más han contribuido a las emisiones de CO₂, a los que se le sumaron, en las últimas décadas, China, y en menor medida, India (ver Gráfico 2). Paradójicamente, la distribución geográfica de los riesgos físicos potenciales generados por el calentamiento global se encuentra sesgada contra las economías emergentes que dependen más intensamente de la producción primaria. También, son más vulnerables, aquellos países con asentamientos urbanos en áreas costeras que pudieran estar más afectadas por un cambio en el nivel del mar. Por su parte, los riesgos de transición podrían afectar de manera más intensa a aquellos países con mayores dotaciones naturales de combustibles fósiles, y a aquellos que poseen una industria más carbono intensiva.

Gráfico 2 | Emisiones anuales de dióxido de carbono por región



Fuente: Our World in Data en base a datos de Global Carbon Project.

² Ver Carney, M. (2015) "Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate change and financial stability". Speech given in Lloyd's of London. September 2015. Mark Carney viene impulsando la agenda de *Green Finance* desde hace tiempo y el Bank of England actualmente tiene un área del trabajo sobre estos temas cuyos reportes pueden consultarse en el siguiente [enlace](#).

Dado el impacto distributivo del cambio climático en los países emergentes y la necesidad de ampliar los mecanismos internacionales para financiar su transición y reducir su vulnerabilidad ante eventos climáticos, se estableció un mecanismo tendiente a que los países más ricos puedan contribuir al costo de la adaptación por parte de los países en desarrollo, mediante la creación de un Fondo de Adaptación, aunque su implementación práctica, hasta ahora ha sido limitada (ver Bolton et al (2020)).

Con el mismo propósito, en la reciente Cumbre de Líderes sobre el Clima, el presidente de la República Argentina, Alberto Fernández, renovó el compromiso del país con el Acuerdo de París, a la vez que planteó metas ambiciosas para hacer frente al cambio climático y mencionó la necesidad de renovar la arquitectura financiera internacional y agilizar la movilización de recursos, incluyendo el canje de deuda por acción climática, dado que la deuda constituye parte del problema y de las dificultades de muchos países para avanzar en la transición.

Referencias

Bolton, P., Despres, M., Pereira da Silva, L., Samama, F. & Svartzman, R. (2020) *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*. BIS. January 2020.

Carney, M. (2015) "Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate change and financial stability". Speech given in Lloyd's of London. September 2015.

Lagarde, C. (2021) Climate change and central banking. Keynote speech at the ILF conference on Green Banking and Green Central Banking. January 2021.

Network for Greening the Financial System (2020a) Climate Change and Monetary Policy. Initial takeaways. Technical document prepared by the "Scaling up Green Finance" workstream chaired by Mauderer, S. from the Deutsche Bundesbank. June 2020.

Network for Greening the Financial System (2020b) Survey on monetary policy operations and climate change: key lessons for further analyses. Technical document prepared by the "Scaling up Green Finance" workstream chaired by Mauderer, S. from the Deutsche Bundesbank. December 2020.

Villeroy de Galhau, F. (2021) The role of central banks in the greening of the economy. Speech at the Banque de France's 5th edition of the Rencontres on "Climate Change and Sustainable Finance". Paris. February 2021.

3. Actividad Económica y Empleo

La actividad económica continuó mejorando en el primer trimestre de 2021, favorecida por las medidas que tomaron el Gobierno Nacional y el BCRA ante la emergencia sanitaria, la habilitación de actividades económicas bajo normas de protocolo y la puesta en marcha del proceso de vacunación contra el COVID-19. Esta recuperación atenuó parcialmente la heterogeneidad sectorial, a partir del avance en las actividades más sensibles a la pandemia.

La fuerte suba de los casos de COVID-19 observada desde marzo condujo al Gobierno Nacional, en coordinación con las autoridades provinciales, a tomar medidas para contener los contagios. Se implementaron restricciones a la movilidad, parciales y específicas en cada jurisdicción, considerando la mejora del sistema de salud en el último año y el avance de la vacunación, lo que se sumó a la vigencia de protocolos sanitarios en las diversas actividades productivas. A partir del deterioro de la situación epidemiológica, recientemente el Gobierno reforzó de manera temporaria las restricciones, complementándolas con políticas de apoyo a los sectores y hogares afectados, a fin de acotar el impacto sobre el tejido social y productivo.

La actividad económica podría ralentizarse por el impacto de la segunda ola de contagios durante el segundo trimestre. Las medidas sanitarias adoptadas que restringen temporariamente la actividad en algunos sectores, el menor consumo a partir de la reducción en la movilidad, el temor al contagio y el consecuente incremento de la incertidumbre económica afectan el normal desenvolvimiento de la producción.

Hacia adelante el principal factor de riesgo está asociado a una mayor dificultad para contener la pandemia a partir de la aparición y circulación de nuevas variantes del virus, que podrían resultar más contagiosas, y podría llevar a cierres de actividades y aislamientos durante un tiempo mayor al esperado. En sentido contrario, el proceso de vacunación en curso y un efecto positivo de las medidas adoptadas recientemente podrían acotar la duración y la intensidad de esta segunda ola permitiendo que el impacto sobre la economía sea menor. Así, la mejora en la situación sanitaria permitiría que la actividad económica retome el ritmo de expansión.

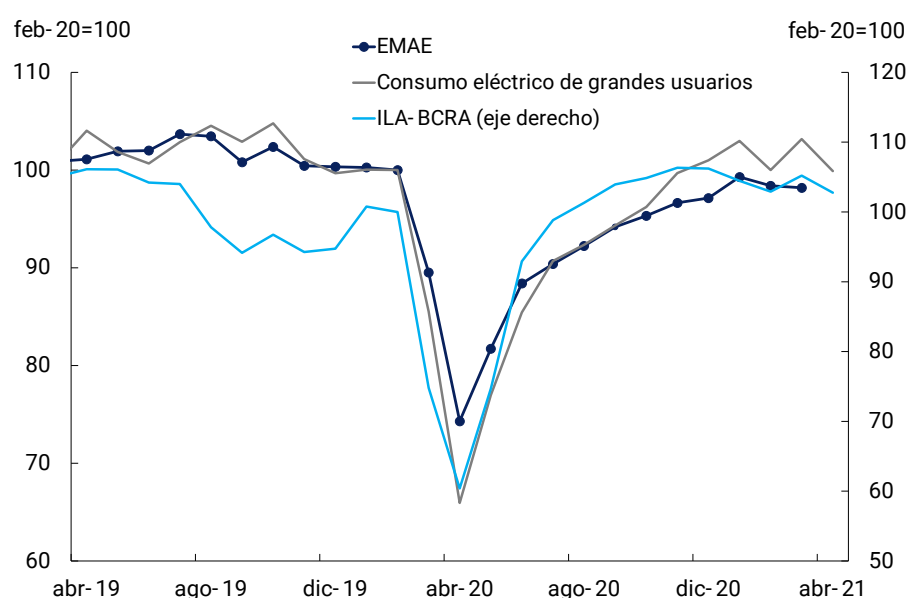
3.1. La segunda ola de contagios impactaría transitoriamente en una economía que se acercaba a sus niveles de actividad prepandemia

A comienzos del año la actividad económica continuó recuperándose. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) se ubicó en marzo de 2021 un 11,4% por encima del nivel de marzo de 2020 y apenas un 1,8% por debajo del nivel desestacionalizado de febrero de 2020, mes previo a la propagación del COVID-19 en el país. En el primer trimestre del año la actividad mostró un crecimiento de 2,3% s.e. respecto al periodo anterior.

En el comienzo del segundo trimestre, la materialización de una segunda ola de contagios y el rápido deterioro de la situación sanitaria motivaron la implementación de restricciones a la movilidad —aunque de menor intensidad y duración que las vigentes un año atrás— y reavivaron la incertidumbre respecto al normal desenvolvimiento de la actividad durante los próximos meses.

Los primeros datos de alta frecuencia correspondientes al mes de abril anticipan una retracción acotada de la actividad. El consumo eléctrico de grandes usuarios de CAMMESA³ ajustado por factores estacionales retrocedió hasta alcanzar el nivel de febrero pasado, que resulta muy similar a los de la prepandemia (febrero de 2020). Este desempeño de la demanda eléctrica reflejó la reducción en la movilidad de las personas en horarios nocturnos, el cierre de shoppings y locales gastronómicos y también la menor actividad en Vaca Muerta y la región aledaña como consecuencia de los bloqueos de ruta que tuvieron lugar durante la mayor parte del mes por el conflicto gremial de trabajadores de la salud (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Actividad económica



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

El nivel de actividad registraría caídas transitorias durante el segundo trimestre, aunque para el resto del año existen factores que juegan a favor de un buen desempeño económico. En este escenario, una vez controlada la situación epidemiológica, la economía retomarí la senda de expansión en el tercer trimestre y el año arrojaría una recuperación respecto al año anterior, aunque persistirá la heterogeneidad sectorial.

Entre los factores que operan a favor respecto del año pasado se encuentran en primer lugar, el mayor conocimiento sobre la contagiosidad del coronavirus, el aprendizaje sobre la administración de la pandemia, el avance de la campaña de vacunación y la adaptabilidad de los individuos y de los sectores económicos a la operatoria con los protocolos sanitarios y la virtualidad. En el mismo sentido contribuyen el crecimiento global, la mayor liquidez internacional y los elevados precios de las materias primas respecto a un año atrás (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

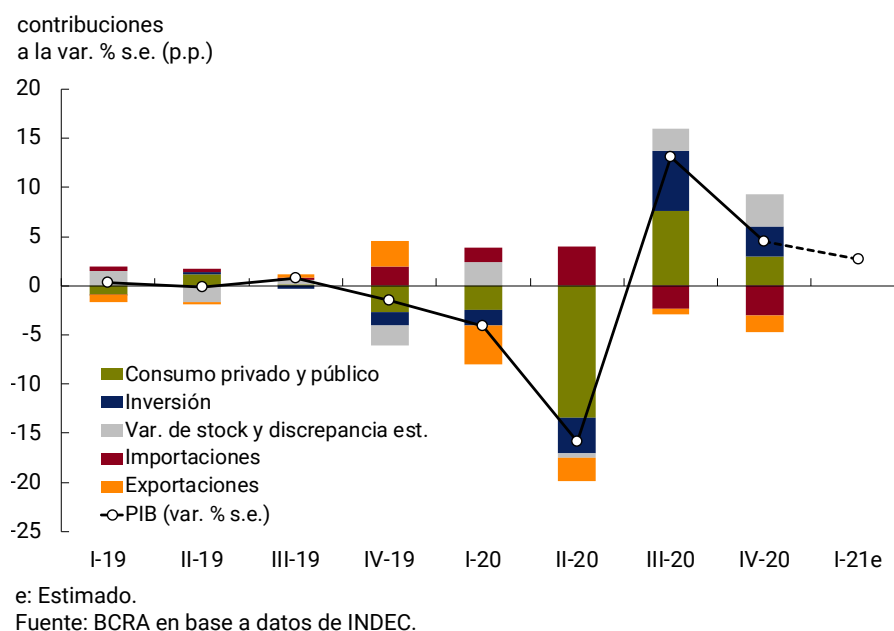
³ Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico (CAMMESA). Se contabiliza la información de la demanda diaria en MW en base a las transacciones económica por rama de actividad, luego se normaliza a 30 días al mes y se desestacionaliza. No se incluye la información correspondiente a la firma ALUAR.

3.1.1. La recuperación de la demanda continuó siendo liderada por el gran dinamismo de la Inversión

En el último trimestre de 2020, el Producto se recuperó 4,5% trimestral s.e. (-4,3% i.a.) pero la demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— en términos desestacionalizados volvió a expandirse a mayor ritmo. El consumo privado creció 4,2% trimestral s.e. (-8,1% i.a.), el consumo público aumentó 1,3% s.e. (-2,6% i.a.) y la Inversión⁴ volvió a experimentar un fuerte rebote, de 17,3% trimestral s.e. (15,9% i.a.).

En términos de aporte⁵ al crecimiento trimestral del PIB de cada uno de los componentes de la demanda agregada, el Consumo total y la Inversión contribuyeron ambos con 3 puntos porcentuales (p.p.) en tanto que la acumulación de stocks⁶ marcó un récord histórico de 3,3 p.p. de incidencia positiva. En contrapartida, el sector externo neto sustrajo 4,8 p.p. a la variación trimestral del Producto, por el aumento de las importaciones (-3 p.p.) y la caída de la demanda externa (-1,8 p.p.; ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2 | PIB trimestral y contribuciones de los componentes de la demanda



Los datos adelantados del primer trimestre de 2021 permiten anticipar un nuevo repunte de la inversión que la ubicarían en niveles desestacionalizados similares a los de 2018 (ver Gráfico 3.3). El indicador IBIF-BCRA presentó una suba trimestral de 9,8% s.e. con aumentos tanto de la construcción como del gasto en equipamiento durable de producción⁷. La inversión crecería en torno al 40% con relación a un año atrás, liderada tanto por el dinamismo del sector de la construcción como por las compras de maquinaria agrícola y de bienes de capital por parte del sector industrial.

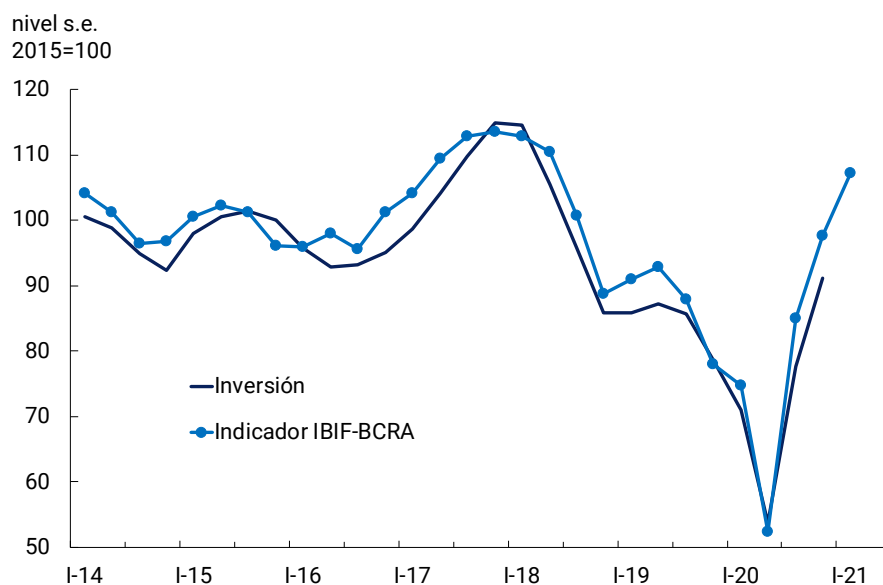
4 Formación bruta de capital fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, nacional e importado).

5 Se calcula como la variación porcentual trimestral s.e. de cada componente multiplicada por la participación de cada uno de ellos en el PIB del trimestre anterior.

6 Juntamente con la discrepancia estadística.

7 En el primer trimestre, la actividad de la construcción se incrementó un 4,5% trimestral s.e. (datos del EMAE) en tanto que las cantidades importadas de bienes de capital aumentaron 14,2% trimestral s.e. y la producción nacional de este tipo de bienes creció 17,6% s.e. en el mismo período, según FIEL.

Gráfico 3.3 | Evolución de la Inversión



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

El Consumo privado tuvo un crecimiento moderado durante el cuarto trimestre de 2020, ubicándose 8,3 p.p. por debajo del nivel de prepandemia. La recuperación de los ingresos de las familias fue impulsada por el empleo independiente e informal, mientras que la masa salarial formal fue más estable durante todo ese año (ver Sección Empleo). Con datos parciales del primer trimestre de 2021, el Indicador de Consumo privado del BCRA arrojó una mejora del 3% s.e. respecto al trimestre anterior. Un factor importante en la evolución del gasto de los hogares durante el resto del año es la mayor oferta de servicios disponible y el fuerte redireccionamiento del gasto en favor del consumo por canales electrónicos, comparado con un año atrás, cuando irrumpió la pandemia. El segundo trimestre de 2020 fue el período de mayor impacto de este inusual *shock* que motivó el desarrollo de nuevas plataformas digitales a las que paulatinamente fueron adaptándose tanto los consumidores como las firmas.

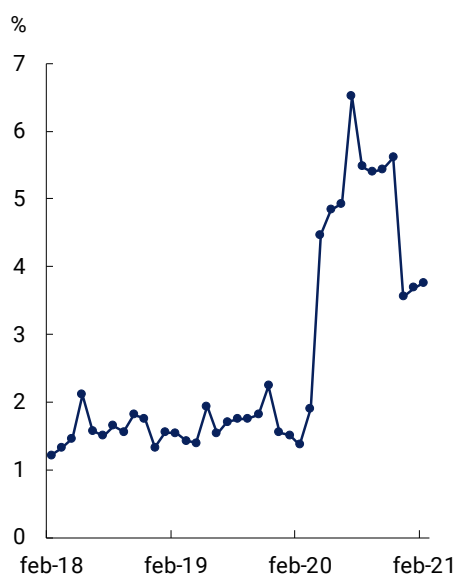
De acuerdo con el relevamiento de la Cámara Argentina del Comercio Electrónico⁸ en 2020, la facturación del comercio electrónico creció en 2020 un 124% en relación con 2019 y la cantidad de productos vendidos aumentó 84%, con más de 1,2 millones de compradores nuevos. La misma encuesta revela que el 67% de las empresas del sector muestra un gran optimismo para 2021⁹. En los supermercados también fue notorio el incremento de las compras por internet a partir de marzo de 2020 y la participación de esta modalidad en el total de la facturación todavía es mucho más elevada que en la prepandemia. De esta manera, la facturación total vía comercio electrónico, medida a los precios minoristas de 2020, aumentó un 58% en 2020 y se acercó en magnitud a la del conjunto de los supermercados (ver Gráfico 3.4).

8 Encuesta realizada a 1.105 adultos, consumidores on-line de todo el país y 220 empresas de distintos rubros que realizaron ventas a través de Internet.

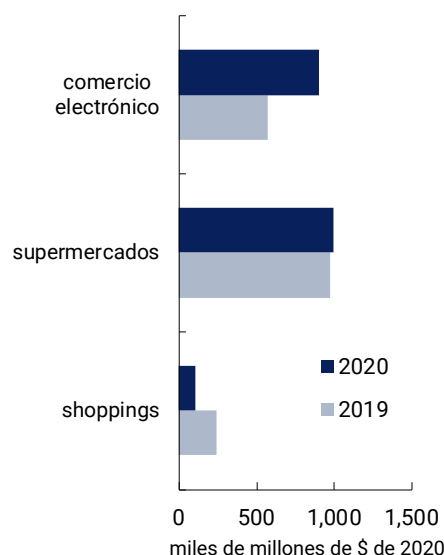
9 El ranking de las 10 categorías de mayores ventas por esta modalidad en 2020 estuvo conformado por: Equipos de audio, imagen, consolas, telefonía; Alimentos, bebidas y artículos de limpieza; Materiales y herramientas de construcción; Artículos para el hogar (muebles, decoración); Artículos de oficina; Indumentaria (no deportiva); Electrodomésticos (línea blanca) y Deportes.

Gráfico 3.4 |

(a) Participación de los canales online en las ventas de supermercados



(b) Facturación comparada



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

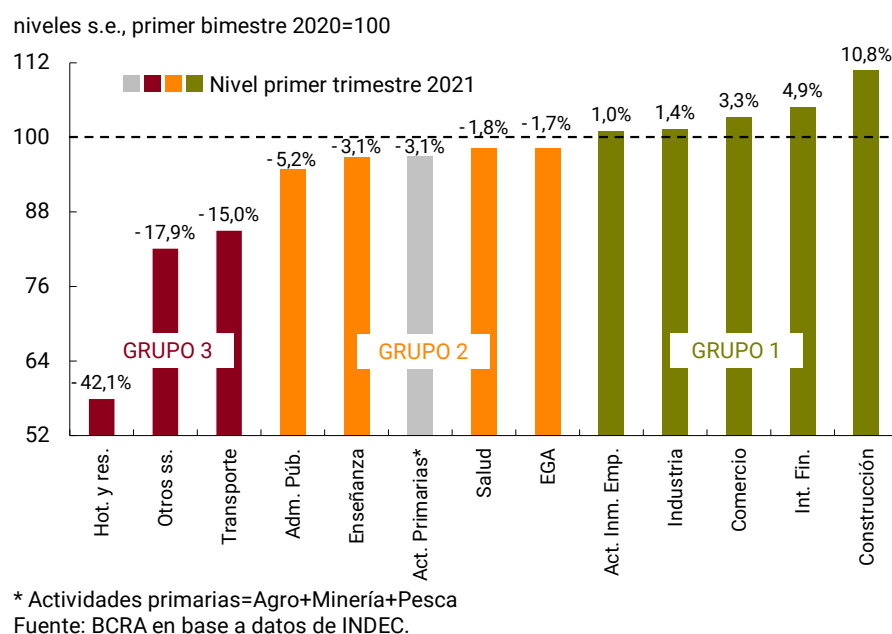
Las Exportaciones netas contribuirían positivamente a la demanda agregada durante el primer trimestre de 2021. De acuerdo con la información referida al Intercambio Comercial de Bienes del INDEC, se espera una reversión parcial del comportamiento observado durante el trimestre anterior, con un aporte positivo de las Exportaciones netas cercano a los 2 p.p. Las cantidades comercializadas en el exterior registraron una suba trimestral de 19,1% s.e. mientras que las importaciones medidas a precios constantes desaceleraron fuertemente su crecimiento, hasta 3,2% trimestral s.e. (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.1.2. La llegada de la segunda ola de COVID-19 acentuaría la heterogeneidad del desempeño sectorial en el segundo trimestre

Durante el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021 se mantuvo el buen desempeño de sectores muy relevantes para la economía, que continuaron creciendo por encima de sus niveles prepandemia. Las actividades de servicios más afectadas por la crisis aceleraron su recuperación durante ese período, si bien continuaron lejos de sus niveles previos. La segunda ola de COVID-19 habría interrumpido desde abril la mejora de esos servicios que implican mayor contacto social. Las necesarias restricciones parciales a la circulación se profundizaron en la última semana de mayo y su impacto podría difundirse en forma directa o indirecta a otros sectores. Los protocolos sanitarios, el fortalecimiento del sistema de salud y el proceso de vacunación en curso han permitido que dichas medidas restrictivas hayan sido, hasta el momento, de menor intensidad respecto a las aplicadas en marzo y abril de 2020. Por ello, la mayor parte de las actividades productivas registrarán en el segundo trimestre de 2021 tasas de crecimiento interanual fuertemente positivas, en algunos casos de dos dígitos.

Respecto al desempeño desde el comienzo de la recuperación, pueden identificarse tres grupos en función de las tasas de variación acumuladas entre el primer bimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021. De esa forma se comparan los primeros datos disponibles del EMAE en 2021 con los meses inmediatamente anteriores a la llegada del COVID-19 al país, siguiendo una clasificación similar a la empleada en el IPOM anterior (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5 | Actividad económica sectorial

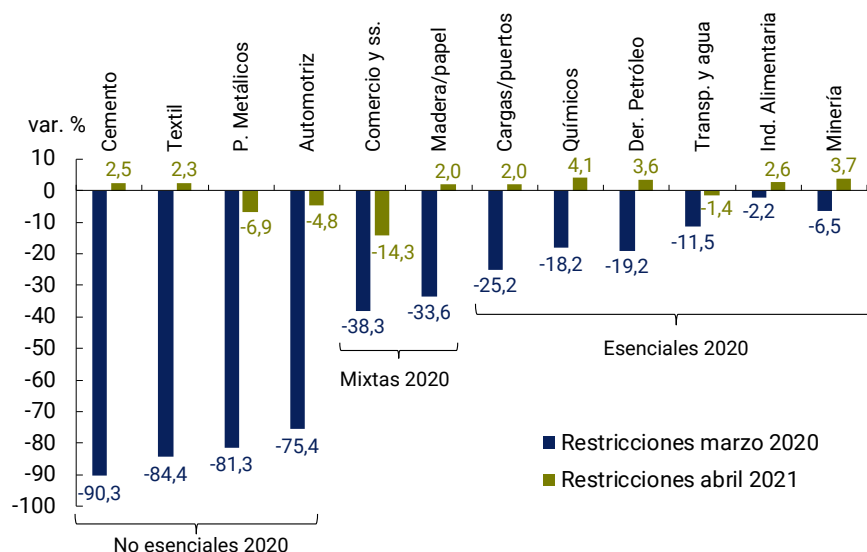


El primer grupo está conformado por varios de los principales sectores económicos que operaron en condiciones cercanas a la normalidad durante los primeros meses de 2021 y han logrado superar los niveles de producción que registraron en el primer bimestre de 2020: Construcción (10,8%), Intermediación financiera (4,9%), Comercio (3,3%), Industria (1,4%) y Actividades inmobiliarias y empresariales (1%)¹⁰. La relajación de las medidas de aislamiento social desde mayo de 2020 sumada a las políticas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA para fortalecer la demanda agregada y el crédito interno, permitieron la rápida recuperación de esos sectores que en conjunto representan el 67% del PIB¹¹. La segunda ola de COVID-19, el mayor ausentismo asociado y las necesarias restricciones adoptadas para enfrentarla podrían haber afectado a estos sectores a partir de abril de 2021, aunque en menor medida en comparación con otras actividades que implican mayor contacto social. En caso de producirse caídas mensuales, ajustadas por estacionalidad, serían notablemente inferiores respecto a las evidenciadas en marzo y abril de 2020. Esto permitiría que en términos interanuales se registren elevadas tasas de crecimiento durante el segundo trimestre de 2021 especialmente en Construcción, Industria, Comercio y Actividades inmobiliarias y empresariales (ver Gráfico 3.6).

¹⁰ Para cada grupo se especifica entre paréntesis la variación acumulada entre el primer bimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021 ajustada por estacionalidad.

¹¹ Se utilizaron los VAB sectoriales del cuarto trimestre de 2020 a precios de 2004 y ajustados por estacionalidad.

Gráfico 3.6 | Variación en la demanda de energía eléctrica de las actividades productivas luego de la adopción de restricciones a la interacción social



Nota: se comparan los promedios de 5 días hábiles con vigencia plena de las restricciones respecto a los últimos 5 días hábiles con ausencia de las mismas.

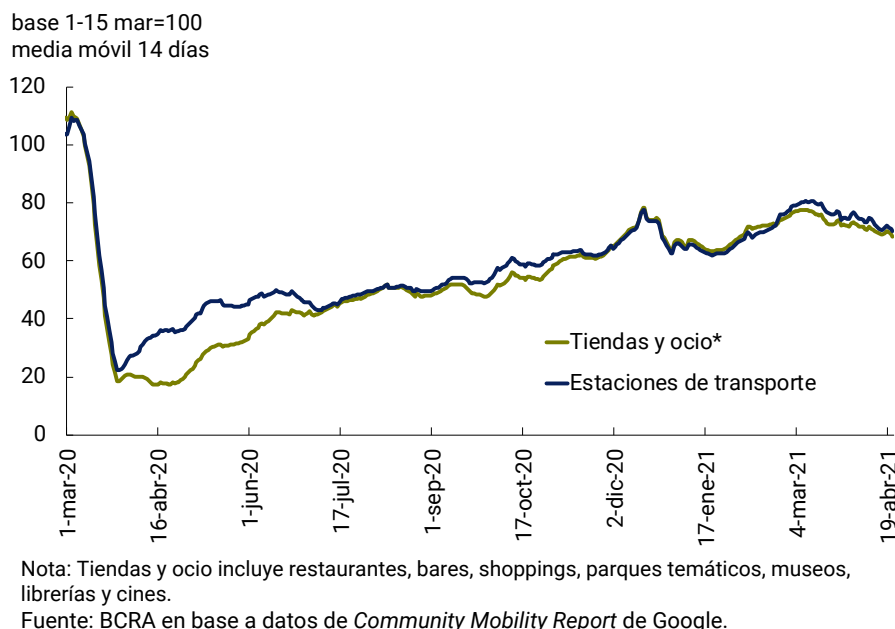
Fuente: BCRA en base a datos de CAMMESA.

Un segundo grupo se compone por sectores que recortaron gran parte de la caída generada por la pandemia, pero no lograron alcanzar los niveles previos y, por lo tanto, registraron caídas acotadas en el primer trimestre de 2021 respecto a los primeros dos meses de 2020: Administración pública (-5,2%), Enseñanza (-3,1%), Electricidad gas y agua (EGA, -1,7%) y Salud (-1,8%). Estos sectores evolucionaron de forma heterogénea desde mayo de 2020, mientras Administración pública y Enseñanza mejoraron lentamente a medida que sus funciones y actividades se fueron habilitando, los sectores de Salud y EGA se recuperaron rápidamente, oscilando en niveles cercanos a los de normalidad. El impacto de la segunda ola de COVID y de las medidas adoptadas desde la segunda mitad de abril también sería desigual entre los sectores que componen este segundo grupo. Algunas actividades dependerán de la posibilidad de continuar prestando servicios con una menor “presencialidad” (Administración pública y Enseñanza); otras, como EGA y Salud, serían afectadas por las restricciones en forma mixta, con factores al alza y a la baja.

Un tercer grupo está conformado por algunos sectores de servicios que, al implicar un mayor riesgo sanitario fueron los más damnificados por la pandemia acumulando fuertes contracciones hasta el primer trimestre de 2021: Hoteles y restaurantes (-42,1%), Otros servicios (-17,9%) y Transporte (-15%). En el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021 las restricciones que afectaban a estas actividades fueron relajadas parcialmente permitiendo una aceleración en su recuperación. El incremento de la circulación, la habilitación del turismo interno, la reactivación de los vuelos, y el permiso al funcionamiento de cines y teatros dio impulso a estos sectores que, sin embargo, se mantuvieron todavía lejos de los niveles normales, en el contexto de una demanda contenida en forma preventiva. Tal como se advirtió en el IPOM anterior, la velocidad de recuperación de este grupo de actividades depende en forma directa de la evolución de la pandemia. En este sentido, la llegada de la segunda ola y la implementación de las restricciones para enfrentarla habrían afectado negativamente a estos sectores a partir de abril y se espera una profundización a fines de mayo. Los datos de movilidad asociados a transporte y esparcimiento dan cuenta de caídas respecto a marzo, aunque de una magnitud reducida respecto a las observadas durante el período de aislamiento estricto durante

marzo y abril de 2020 (ver Gráfico 3.7). El Gobierno Nacional reforzó los planes de asistencia a estos sectores más sensibles con el objetivo de amortiguar la contracción en sus ingresos durante el período de mayor severidad de la situación sanitaria.

Gráfico 3.7 | Evolución de la presencia de personas en puntos de interés



Por último, las actividades primarias, Pesca (-0,4%), Agro (-1,3%) y Minería (-7,6%) no han sido incluidas en esos tres grupos ya que su evolución depende de factores idiosincráticos tanto de oferta como de demanda, que están menos vinculados a la pandemia. El producto del sector agropecuario se recuperó desde mayo de 2020 como consecuencia de condiciones climáticas y humedad de los suelos mejores a lo esperado, favorecido además por el incremento de los precios internacionales. El producto de la Pesca continuó presentado una elevada volatilidad dependiendo del nivel de capturas. Por último, en la Minería, que incluye a la extracción de petróleo y gas, la recuperación desde el mínimo en abril de 2020 ha sido lenta. Se espera que gradualmente el Plan Gas.Ar¹² impulse la producción, luego de generar un fuerte incremento en el número de etapas de fractura en los pozos hidrocarbúricos de Vaca Muerta durante el primer trimestre de 2021. Puntualmente en el mes de abril se habría evidenciado una severa retracción transitoria atribuible a los conflictos gremiales que interrumpieron la actividad en la zona durante gran parte del mes. Tal como sucedió en 2020, la segunda ola de COVID-19 no afectaría en forma significativa a estos tres sectores y su evolución continuaría dependiendo de factores idiosincráticos.

3.1.3. Los indicadores de ocupación laboral acompañaron la recuperación económica, aunque en su mayoría todavía no retornaron a su nivel prepandemia

En un contexto de recuperación económica previo al rebrote de COVID-19, que implicó el relanzamiento de políticas sanitarias, laborales, y de ingresos de la población, el mercado laboral mostró tendencias mixtas. El

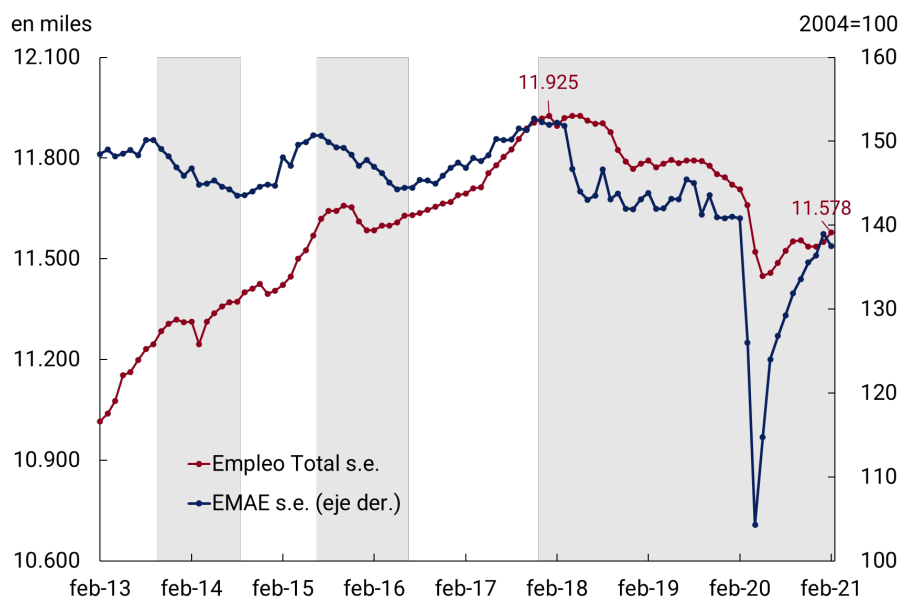
¹² Plan de Promoción de la Producción del Gas Natural Argentino.

empleo asalariado registrado mostró variaciones acotadas sobre el final de 2020 y comienzo de 2021, mientras que dentro del mercado informal (tanto asalariado como no asalariado) se destacaron dinámicas positivas que traccionaron una paulatina recuperación del empleo.

Los indicadores de ocupación laboral acompañaron la recuperación económica, aunque en su mayoría todavía no retornaron a su nivel prepandemia. Al cuarto trimestre de 2020 la tasa de empleo mostró una mejora en simultáneo con el proceso de normalización de la tasa de actividad¹³. La población económicamente activa creció hasta 45%, 2,7 p.p. respecto del trimestre anterior, pero con una merma de 2,2 p.p. en términos interanuales. En el cuarto trimestre de 2020 se contabilizaron 3,1 millones de personas que volvieron a acceder a un empleo, recuperando de esta manera el 79% de los puestos perdidos durante el segundo trimestre de 2020. Las modalidades de empleo que resultaron más afectadas durante 2020 fueron las más dinámicas: se reincorporaron al mercado de trabajo 1,4 millones de asalariados/os no registrados y 1,9 millones de no asalariados/os (trabajo por cuenta propia y patrones). La adaptación del mercado laboral a la pandemia implicó también nuevas tendencias respecto a la modalidad de trabajo (ver Apartado 3. Cambios en las metodologías de trabajo: El teletrabajo en Argentina). Finalmente, la tasa de desocupación se ubicó en 11,0%, 2,1 p.p. inferior a la tasa del segundo trimestre y 2,1 p.p. superior a la del cuarto trimestre de 2019, tanto por el aumento interanual de los desocupados como por el efecto de reducción de la Población Económicamente Activa (PEA).

El empleo registrado total retomó la tendencia positiva entre noviembre de 2020 y febrero de 2021 (+0,3% s.e.) alcanzando una mejora de 1,2% s.e. desde el piso de la pandemia (mayo de 2020), según los datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS¹⁴; ver Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8 | Empleo registrado total y EMAE



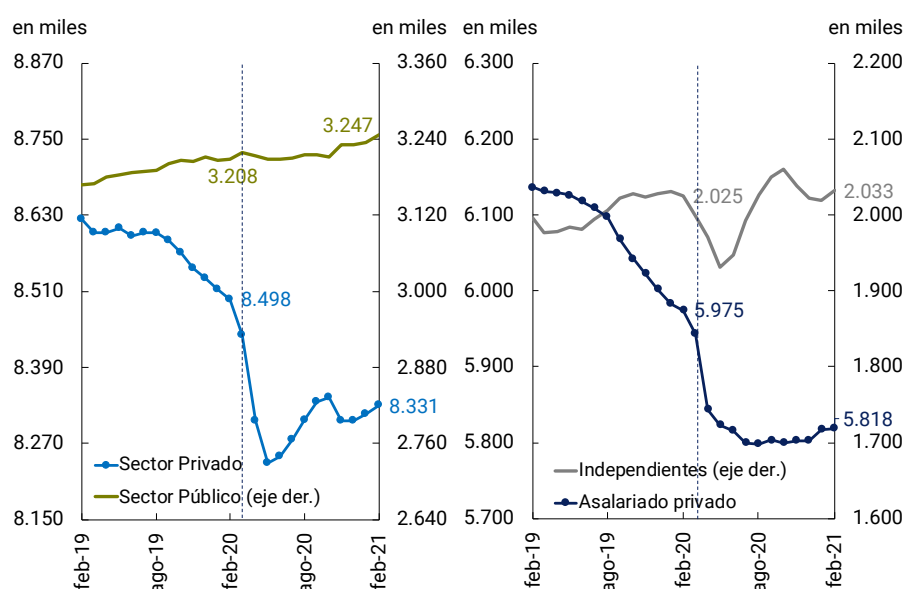
Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social e INDEC.

13 Según relevamiento de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) de INDEC.

14 Datos del MTEySS en base a Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).

Esta recuperación en el empleo total registrado, está relacionada con una incipiente dinámica positiva de las y los asalariados registrados. En particular, las y los asalariados públicos crecieron 0,5% s.e. mientras que las y los asalariados privados mostraron un alza de 0,2 s.e. desde nov-20. Este crecimiento compensó la caída de 0,3% s.e. del trabajo independiente registrado (personas monotributistas y autónomas; ver Gráfico 3.9). El comportamiento agregado del empleo asalariado privado esconde a nivel sectorial, un aumento significativo del empleo en sectores como Actividad inmobiliaria, empresarial y de alquiler, Industria manufacturera y Construcción desde jun-20. Por otra parte, las ramas económicamente menos dinámicas (Transporte, Hoteles y restaurantes y Otros servicios) continuaron en un proceso de destrucción de puestos de trabajo en el período jun-20/feb-21.

Gráfico 3.9 | Empleo público, privado, asalariado privado e independientes



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a febrero de 2021 muestra una recuperación en las expectativas netas de contratación, sumado a tasas bajas de despidos y estabilidad en las suspensiones. A 3 meses vista la tendencia a la contratación de personal se expandió en términos netos (0,5 p.p. en febrero) por segundo mes consecutivo. Las suspensiones, luego de una persistente caída desde su pico en mayo de 2020 se estabilizaron en alrededor del 18,2 por mil trabajadores/as. Por su parte, la tasa de despidos continúa en niveles bajos desde mayo (2,9 cada mil trabajadores/as en febrero) debido al decreto 266/2021, prórroga que prohíbe los despidos y extiende la obligatoriedad de la doble indemnización hasta mayo de 2021. En este sentido, tanto la mejora de las expectativas netas en el aumento de dotación como las suspensiones y despidos podrían verse afectadas por el rebrote de casos de COVID-19 evidenciado a inicios de marzo.

Adicionalmente, cabe mencionar también las políticas implementadas recientemente por el Gobierno Nacional para hacer frente a los efectos de la segunda ola de la pandemia. La asistencia a nivel nacional implicó un bono de \$6.500 por tres meses para 740.000 trabajadores de la salud y el lanzamiento de la segunda

edición del Programa de Recuperación Productiva¹⁵ (REPRO II) destinada a sostener el empleo en sectores con dificultades económicas. En abril se implementó también el Programa de Asistencia de Emergencia al Sector Gastronómico Independiente, medida que tiene el propósito de asistir con \$18.000 a las y los trabajadores independientes del Sector Gastronómico, tanto para monotributistas como autónomos. Asimismo, se implementaron políticas para el sostenimiento de los ingresos en el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA)¹⁶. Se otorgó un bono de \$15.000 para las personas beneficiarias de AUH y AUE así como para monotributistas de baja categoría (A y B) —los cuales se calculan en 960.000 personas beneficiarias— con un gasto total de \$13.900 millones. Sumado a esto último, en mayo se anunció la ampliación del alcance de la Tarjeta Alimentar, tanto en monto como en el universo de niños y niñas alcanzados¹⁷.

3.2. Perspectivas

A comienzos de 2021, habiéndose habilitado una gran parte de las actividades económicas a operar bajo normas de protocolo y con el proceso de vacunación contra el COVID-19 en marcha, la actividad económica continuó mejorando, atenuando parcialmente la heterogeneidad sectorial, a partir de la mejora en las actividades más sensibles a la pandemia.

En ese contexto de normalización de la economía, el BCRA continuó contribuyendo al proceso de recuperación económica a través del sostenimiento de líneas de crédito tanto para fines productivos como de fomento al consumo privado¹⁸ (ver Capítulo 7. Política Monetaria). En igual sentido contribuyeron las recientes medidas implementadas por el Gobierno Nacional orientadas a la promoción de sectores estratégicos¹⁹.

No obstante, la materialización de riesgos a la baja contemplados en el escenario central de actividad generó un mayor grado de incertidumbre respecto de su evolución para el resto del año. Hacia inicios de marzo, en el AMBA aumentó la velocidad de contagios en simultáneo con la aparición de nuevas cepas en el país. Esta desmejora de la situación epidemiológica implicó nuevas restricciones a la movilidad y al normal funcionamiento de actividades en abril, las cuales fueron profundizadas en mayo²⁰. Estas medidas, de menor intensidad y alcance que las de abril y marzo de 2020, se verán reflejadas en la actividad económica agregada

15 Resolución 198/2021. Estableciendo una asistencia de \$18.000 para sectores críticos y el sector de la salud y de \$12.000 para sectores no críticos que muestren una facturación menor a la del mismo mes de 2019. En el caso que la remuneración neta percibida por el trabajador o la trabajadora sea inferior a dicho valor, el subsidio será igual a la remuneración neta, que se determinará aplicando el 83% a la remuneración total declarada ante la AFIP (Resolución 57/2021 del MTEySS). Así mismo, se dispuso que se eximirá del pago de las contribuciones patronales al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) hasta el 31 de diciembre de 2021 a aquellas empresas que desarrollan actividades catalogadas como críticas.

16 El AMBA es la zona urbana común que conforman la Ciudad de Buenos Aires (CABA) y 40 municipios de la Provincia de Buenos Aires.

17 Se amplía su alcance a niñas y niños de hasta 14 años (anteriormente alcanzaba a infantes de hasta 6 años). El monto de la tarjeta será de \$6.000 para madres con un hijo/a; \$9.000 para dos hijos/as; y \$12.000 para tres o más hijos/as. La cantidad de niñas y niños beneficiados pasa de 1.900.000 a 3.700.000.

18 Mediante Resolución 282/2021 la Secretaría de Comercio Interior prorrogó el Plan Ahora 12 hasta el 31 de julio de 2021 con modificaciones en las condiciones.

Mediante Comunicación "A" 7240 el BCRA prorrogó la vigencia de la Línea de Financiamiento para Inversión Productiva MiPyME hasta fines de septiembre 2021.

19 Mediante DECNU 234/21 el Gobierno Nacional estableció el Régimen de Fomento de Inversión a las Exportaciones. El mismo busca promover las inversiones destinadas a la puesta en marcha de nuevos proyectos productivos en actividades foresto-industriales, mineras, hidrocarburíferas, de industrias manufactureras y agroindustriales, y la ampliación de unidades de negocio existentes.

Mediante DECNU 244/2021 el Gobierno Nacional reglamentó la Ley Nro. 27613 de Incentivo a la Construcción Federal Argentina y Acceso a la Vivienda, estableciendo beneficios tributarios y nuevas herramientas que buscan promover el desarrollo y la inversión en proyectos inmobiliarios.

20 Mediante DECNU 235/2021 del 8 de abril, el Gobierno Nacional definió nuevas medidas sanitarias para el control de la pandemia, principalmente en la zona del AMBA. Posteriormente fue modificado por el DECNU 241/21 y extendido hasta el 21 de mayo mediante DECNU 287/2021. El 20 de mayo el Gobierno Nacional anunció la profundización transitoria de las medidas sanitarias tanto en el AMBA como en el resto de las zonas del país consideradas de alto riesgo sanitario y alarma epidemiológica.

durante los próximos meses. El BCRA espera en este nuevo escenario, una transitoria interrupción del proceso de recuperación de la actividad en el segundo trimestre, asociada a efectos tanto directos como indirectos del nuevo contexto sanitario. Para el resto del año se espera que la actividad retome el sendero de recuperación, en un marco de elevado grado de adaptación de familias y empresas a operar en pandemia, al mismo tiempo que avanza el proceso de vacunación.

Si bien el contexto internacional es favorable, con mejoras en las perspectivas de crecimiento mundial²¹ y elevados precios de las materias primas exportadas por la Argentina, el grado de incertidumbre aún es elevado y está asociado fundamentalmente al control de la velocidad de los contagios *vis a vis* el avance de la vacunación efectiva de la población, dada la disponibilidad global asimétrica de las vacunas y la aparición de nuevas cepas del virus. Otros factores de riesgo deben ser monitoreados como la persistencia del daño que generó la pandemia sobre la capacidad productiva en cada economía, la mayor volatilidad financiera y un incremento mayor al previsto de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) como respuesta a las presiones inflacionarias en la economía americana (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

Entre los factores que permitirían mejorar las perspectivas de crecimiento en Argentina se encuentra el avance más rápido al esperado del proceso de vacunación que permitiría normalizar más rápidamente la oferta de servicios, a partir de una mayor apertura de actividades con riesgo de contacto. Ello contribuiría a una mejora en la actividad y permitiría completar de manera más rápida la normalización del comportamiento de los consumidores.

La recuperación del PIB a un ritmo mayor al previsto en la segunda mitad del año pasado e inicios de este año dejó un piso de crecimiento elevado para este año. Las proyecciones del mercado respecto de la recuperación económica a partir de mayo de 2020 fueron corrigiéndose sucesivamente al alza. Así, mientras que a fines de junio la mediana del REM anticipaba una caída del PIB de 12% en 2020 y una recuperación de 5% en 2021, finalmente el PIB arrojó una caída de 9,9% el año pasado. Los datos desestacionalizados de EMAE del primer trimestre dejaron un arrastre estadístico de 7,6 puntos porcentuales de crecimiento para 2021. En el REM de abril, se prevé una recuperación del PIB de 6,4% para 2021, por encima de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI; 5,8%).

21 El FMI subió las perspectivas de crecimiento de la economía mundial a 6% desde 5,5% proyectado en enero.

Apartado 3 / Cambios en las modalidades de trabajo: El teletrabajo en Argentina

La pandemia y las medidas implementadas para mitigar sus efectos sanitarios forzaron cambios en la forma de trabajar de muchas personas. En este contexto, tanto en Argentina como en el resto del mundo, la proporción de trabajadores que realizan tareas laborales desde sus hogares se incrementó fuertemente. Esta modalidad, que permitió sortear las restricciones de movilidad amortiguando su impacto en la actividad económica, se perfila (sujeta a cambios y mejoras) a perdurar más allá de lo que dure la pandemia.

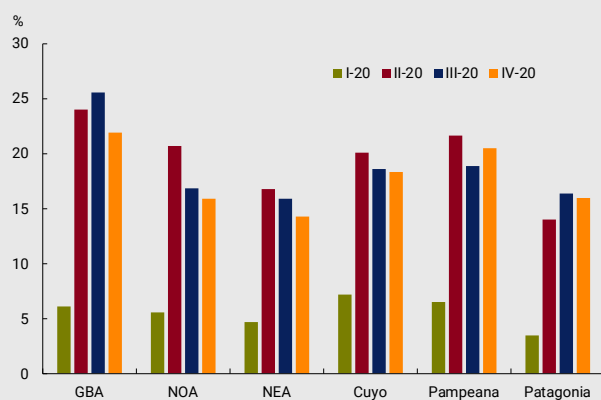
El teletrabajo, definido como *“el uso de tecnologías de la información y las comunicaciones para trabajar fuera de las instalaciones del empleador”* (Eurofund y OIT, 2019), no puede considerarse como una metodología de trabajo nueva. Este régimen laboral venía ganando terreno en las últimas décadas, en mayor o menor medida, en todas las economías del mundo. Lo novedoso es su utilización en forma masiva durante el contexto de la pandemia de COVID-19. Este fenómeno permitió amortiguar los efectos de las medidas de confinamiento y distanciamiento social en la actividad de muchos sectores de la economía.

Si bien el aumento del teletrabajo fue generalizado a nivel mundial, los países más afectados por el virus y los que poseían mayores niveles de teletrabajo prepandemia fueron los que registraron los niveles más altos de dicha modalidad. A modo de ejemplo, aproximadamente el 60% de las y los trabajadores finlandeses trabajaron desde sus casas en el pico de la pandemia. Los niveles de teletrabajo en América Latina, a pesar de haber sufrido un fuerte impacto epidemiológico, resultaron significativamente menores. En Chile, el 20,3% de las y los ocupados trabajaron desde sus hogares entre abril y junio de 2020. En Uruguay, donde la primera ola tuvo un impacto leve en términos relativos, el 19,3% de las personas que teletrabajaron durante abril de 2020 pero ese porcentaje fue disminuyendo con el transcurso de los meses.

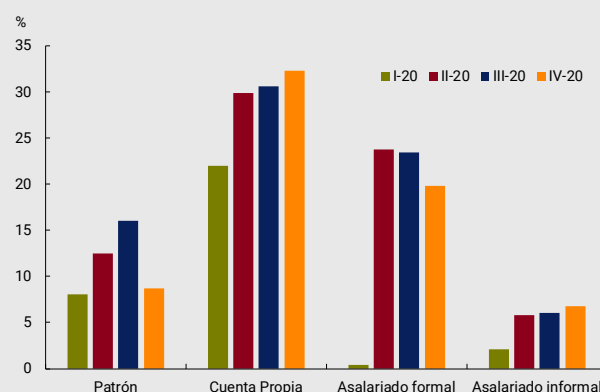
En la Argentina, la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) que lleva adelante el Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC) de forma trimestral, permite analizar el fenómeno del teletrabajo²² desde diferentes perspectivas. Durante el primer trimestre de 2020 (prepandemia) el porcentaje de personas ocupadas que realizaban sus tareas laborales desde su vivienda alcanzó el 6,1% del total, mientras que en los dos trimestres posteriores, impulsado por la suba de casos de COVID-19 y la implementación del Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO), este indicador escaló hasta 22,2% y 21,9%, respectivamente. Durante el cuarto trimestre de 2020, el porcentaje de personas empleadas que realizó sus tareas laborales desde su vivienda se mantuvo por arriba del 20% a pesar de la relajación en las restricciones de movilidad derivada por la fuerte caída en la curva de contagios.

A través de la geografía argentina el teletrabajo experimentó algo similar a lo sucedido en el ámbito internacional. Si bien el teletrabajo aumentó significativamente en todas las regiones, se destacó en aquellas en las que la situación epidemiológica fue más compleja y cuyos niveles previos de teletrabajo eran más elevados antes de la irrupción del COVID-19. En el GBA y la región Pampeana, se alcanzaron los mayores niveles de teletrabajo del país (25,5% en III-20 y 21,7% en II-20, respectivamente; ver Gráfico 1).

²² La EPH no permite identificar de manera precisa, según la definición de la OIT, a los teletrabajadores. En este apartado utilizamos, como aproximación de este concepto, a las personas ocupadas que realizan sus tareas laborales principalmente desde sus viviendas.

Gráfico 1 |**(a) Teletrabajo por región**

Fuente: INDEC - EPH.

(b) Teletrabajo por categoría ocupacional

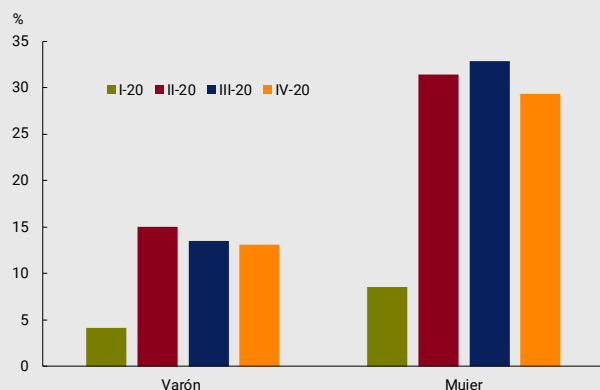
Desde una perspectiva ocupacional se observa que fueron, en gran medida, las y los asalariados formales los que impulsaron el fuerte aumento del teletrabajo durante la pandemia (Ver Gráfico 1). Si bien no constituyen la categoría ocupacional que alcanzó el mayor nivel de teletrabajo (fue el cuentapropismo), son los que tuvieron el crecimiento más abrupto, ya que partieron de un nivel casi nulo en la prepandemia. Este efecto, sumado a que son la categoría ocupacional más relevante en cuanto a la cantidad de puestos de trabajo, explica el alto impacto que han tenido las personas asalariadas formales en el nivel general.

Analizando el fenómeno del teletrabajo desde una perspectiva de género observamos que previo a la irrupción de la pandemia, las mujeres que trabajaban desde sus hogares más que duplicaban el porcentaje correspondiente a los hombres (8,5% y 4,1% respectivamente para el primer trimestre del 2020). Esto sumado a un mayor crecimiento del teletrabajo femenino en el contexto de la pandemia, da por resultado que al cuarto trimestre de 2020 el 29,3% de las trabajadoras realizaban sus tareas laborales desde su vivienda, mientras que dentro de los hombres este porcentaje alcanzaba sólo el 13,1%.

En cuanto al perfil educativo, el mayor dinamismo se dio en las personas ocupadas con mayor formación (Ver Gráfico 2). Por un lado, dentro del grupo con primario completo directamente no se visualizó un cambio a partir de la irrupción de la pandemia. Por el otro, la variación dentro de las y los ocupados con estudios secundarios completos resulta poco significativa si se la compara con el fuerte crecimiento observado dentro del grupo con estudios terciarios/universitarios y del grupo con estudios de postgrado. Dada la forma abrupta en la que se dio este cambio de modalidad laboral es natural que las y los trabajadores con mayor educación, y por ende mayor conocimiento (y tenencia) en lo que refiere a las tecnologías de la información y comunicación necesarias para teletrabajar, hayan experimentado un crecimiento desproporcionado respecto a las y los trabajadores con menores niveles educativos.

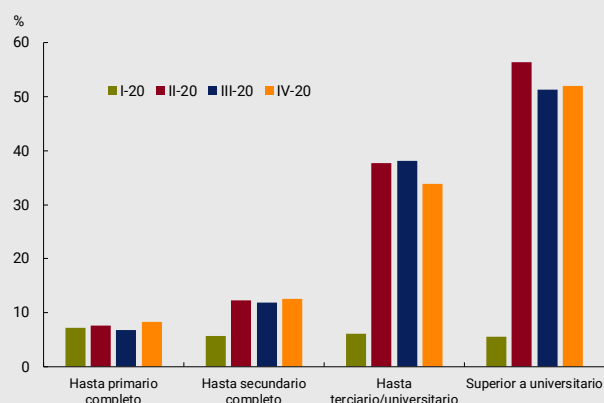
Gráfico 2 |

(a) Teletrabajo por género



Fuente: INDEC - EPH.

(b) Teletrabajo por nivel educativo



La dinámica sectorial se vio influenciada eminentemente por las características intrínsecas de las tareas laborales de cada rubro. En su mayoría, las tareas desarrolladas en sectores como la construcción, el transporte y la salud requieren un alto grado de presencialidad para poder llevarse a cabo. Por el contrario, en rubros como la enseñanza, actividades profesionales, comunicaciones e intermediación financiera el terreno es mucho más fértil. Es en estos sectores donde se observó un fuerte crecimiento del teletrabajo durante la pandemia.

Como fuera mencionado anteriormente, la abrupta implementación de restricciones a la movilidad debido a la situación de emergencia sanitaria impulsó tanto a individuos empleadores como personas trabajadoras a adaptarse a una nueva forma de realizar sus tareas laborales contando con muy poco tiempo de preparación. La urgencia de este cambio impidió que este se desarrollara de acuerdo con las mejores prácticas. En un estudio sobre el impacto del COVID-19 realizado por el INDEC entre agosto y octubre de 2020 en la región del AMBA se detalla que sólo el 9,4% de las y los trabajadores que realizan las tareas laborales desde su vivienda lo hace con equipamiento provisto por su empleador/a y en un ambiente de uso exclusivo. El 42,3% de las y los teletrabajadores utilizan equipamiento propio en un ambiente de uso compartido con otros miembros del hogar. Esta situación llevó a que de forma expeditiva se tratara y promulgara a través del Congreso Nacional la Ley de Teletrabajo (Ley 27555). En dicha ley, que entró en vigor el 1 de abril de este año, se estipulan los derechos y obligaciones tanto de las y los empleadores como de las y los trabajadores que desarrollan su relación laboral a distancia.

Lo sucedido durante el cuarto trimestre de 2020, en el cual se redujo el nivel de contagios, se relajaron restricciones y a pesar de ello se mantuvo el porcentaje de teletrabajadores/as en niveles muy altos, puede ser indicativo de que este cambio en la modalidad laboral, que en principio se percibió como transitorio, resulte más permanente de lo esperado. Es indispensable, de confirmarse esta tendencia una vez superada la pandemia, que el teletrabajo se vaya adecuando rápidamente a lo estipulado en la Ley 27.555. Condiciones como la voluntariedad, reversibilidad, derecho a la desconexión y la intimidad, respeto de la jornada laboral, provisión de equipamiento, soporte y mantenimiento, entre otras, son fundamentales para que el teletrabajo pueda desarrollarse de forma exitosa en un futuro cercano.

Bibliografía

“El teletrabajo durante la pandemia de Covid-19 y después de ella – Guía Práctica” OIT (2020).

“Panorama laboral 2020- América Latina y el Caribe” OIT (2020).

“Estudio sobre el impacto de la Covid-19 en los hogares del Gran Buenos Aires – Segundo informe de resultados” INDEC (2020).

“Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos (EPH) – Cuarto trimestre de 2020” INDEC (2021).

4. Sector Externo

Luego de un acotado desempeño en el cuarto trimestre de 2020, las exportaciones de bienes se recuperaron gracias a la normalización de los embarques de productos agrícolas y al incremento de los precios internacionales de las materias primas. Las importaciones volvieron a subir, en particular aquellas estrechamente vinculadas con el gasto en inversión. Así, en el primer trimestre de 2021, en un contexto en el que los términos de intercambio se ubicaron cerca del máximo de los últimos 25 años, la economía habría recuperado un saldo superavitario de cuenta corriente, tendencia que se mantuvo en abril.

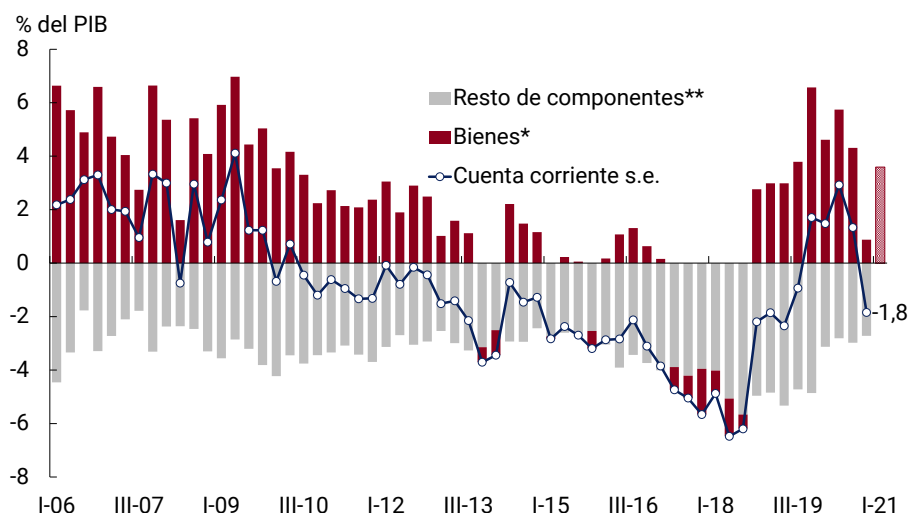
Esta mejora del superávit comercial de bienes, sumada a la renegociación de vencimientos de deuda financiera, le permitieron al BCRA comprar US\$5.432 millones en el Mercado de Cambios en lo que va del año.

Hacia delante, despejado el riesgo de una sequía severa sobre la cosecha gruesa, se espera que se mantenga el superávit de cuenta corriente sostenido por un saldo comercial de bienes holgado, en un contexto de elevados precios internacionales de las materias primas. El marco normativo vigente le permitirá al BCRA continuar administrando eficientemente las divisas originadas en las operaciones comerciales, de manera de preservar la estabilidad monetaria, financiera y cambiaria.

4.1. En el primer trimestre de 2021 la economía habría retomado el superávit de cuenta corriente

En el cuarto trimestre de 2020 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un déficit de cuenta corriente de US\$1.372 millones —equivalente a 1,8 p.p. del PIB en términos desestacionalizados y anualizados— vinculado a una marcada contracción del superávit comercial de bienes respecto a los trimestres anteriores. En particular, influyó la baja abrupta de las exportaciones de bienes en diciembre, afectadas transitoriamente por un conflicto gremial que paralizó los embarques de granos durante casi todo el mes.

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



*I-21: estimado.

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

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

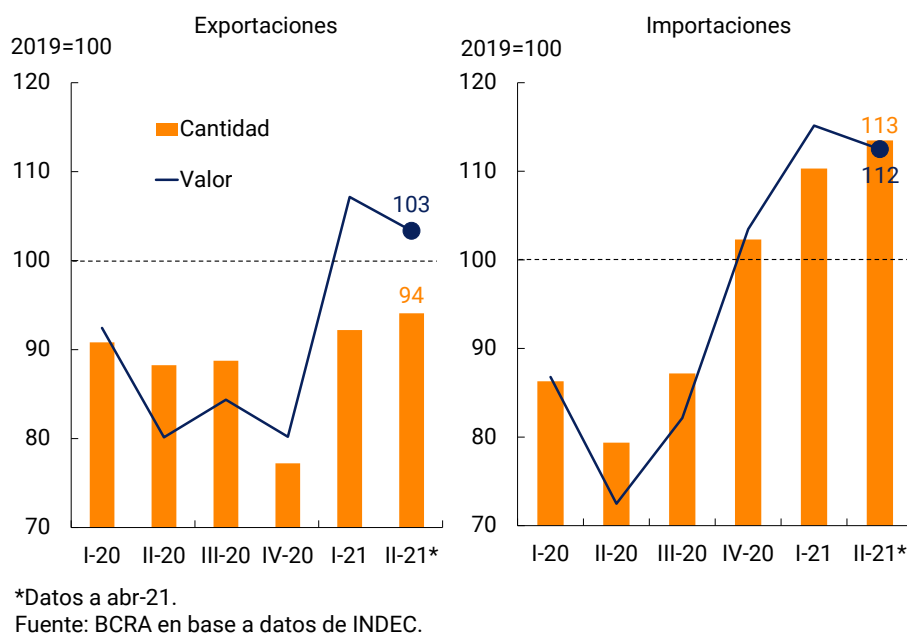
En el primer trimestre de 2021, la normalización de la operatoria portuaria, sumada a la mejora de los precios internacionales de las principales materias agrícolas exportadas por la Argentina, se reflejaron en un aumento del saldo comercial de bienes, el cual impulsaría el saldo trimestral de la cuenta corriente nuevamente hacia el terreno superavitario (ver Gráfico 4.1).

En los primeros tres meses de 2021 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron los US\$17.443 millones (FOB), un 27% por encima del promedio trimestral de 2020 y un 7% superior al promedio de 2019. Esta evolución favorable de las exportaciones de bienes obedeció al desempeño de los precios de exportación, que entre mayo de 2020 y marzo de 2021 acumularon una suba de 27% y se ubicaron holgadamente por encima de los niveles pre-pandemia, en un período en el que las cotizaciones internacionales de las materias primas que exporta Argentina medidas a partir del Índice de Precios de las Materias Primas que elabora y publica el BCRA (IPMP) crecieron 54%.

En abril, los valores exportados cayeron 4% mensual s.e. respecto de los niveles de marzo producto de una merma en los volúmenes exportados de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de Combustibles y Energía. No obstante, las exportaciones de bienes ajustadas por estacionalidad se sostuvieron por encima de los US\$ 5.600 millones en abril, un nivel significativamente superior al registrado pre-pandemia.

Por su parte, entre enero y marzo de 2021 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$14.141 millones, un 34% por encima del promedio trimestral registrado en 2020 y un 15% superior al promedio de 2019. En el caso de las compras externas, tanto los precios como los volúmenes contribuyeron al incremento de los valores importados (ver Gráfico 4.2).

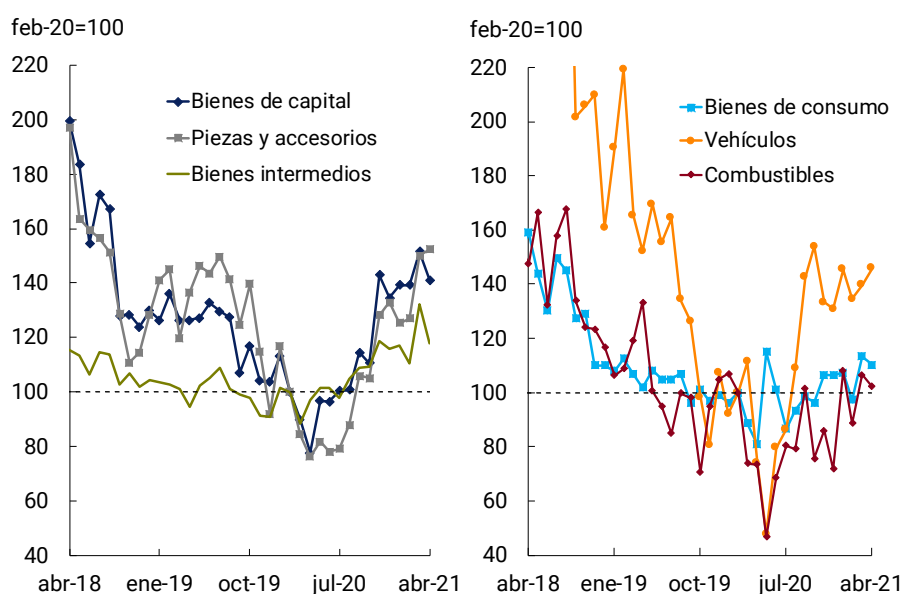
Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



Puntualmente en marzo se verificó un fuerte aumento de las cantidades importadas (+15% s.e. mensual respecto a feb-21). Este incremento estuvo difundido entre los distintos usos de importación. Se destacó el caso de los volúmenes adquiridos de bienes intermedios (alcanzaron un máximo histórico) y de los bienes de capital y sus piezas, los cuales retornaron a niveles de mediados de 2018. Estos datos sugieren que se continúa fortaleciendo el gasto en inversión privada, que ya se había destacado en el cuarto trimestre de 2020 (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). En abril, los volúmenes importados retrocedieron parcialmente de forma difundida, con la excepción de las compras de piezas y accesorios para bienes de capital y de vehículos, que continuaron incrementándose. Pese a esta leve corrección en el margen, el nivel de las cantidades importadas de abril deja un arrastre positivo de 3 p.p. para el II-21 (ver Gráfico 4.3).

Por su parte, en los últimos meses también se observó un repunte marcado de los precios de importación, los cuales acumulan un aumento de 11% desde diciembre de 2020.

Gráfico 4.3 | Cantidades importadas. Series ajustadas por estacionalidad



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

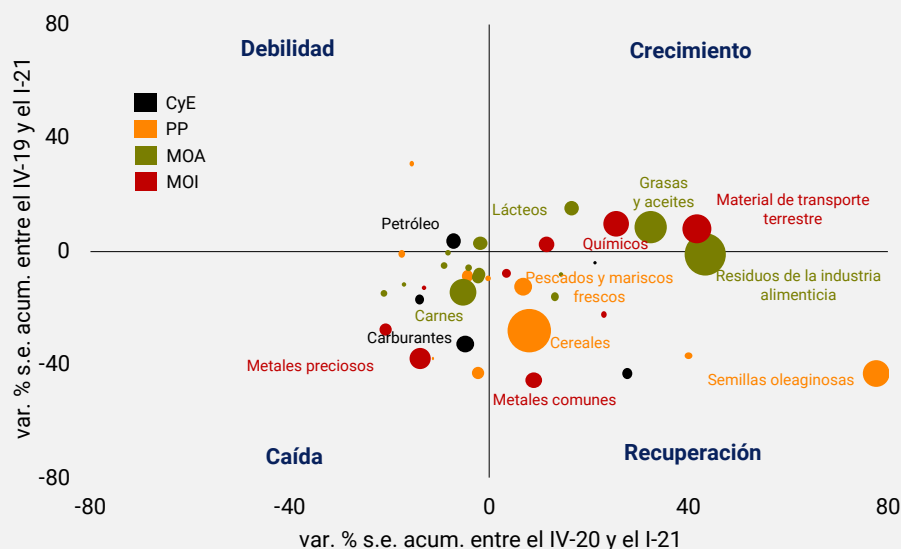
Recuadro. Volúmenes exportados a un año de la pandemia

Los cuatro grandes rubros de exportación de bienes (Productos Primarios —PP—, Manufacturas de Origen Agropecuario —MOA—, Manufacturas de Origen Industrial —MOI— y Combustibles y Energía —CyE—) pueden subdividirse en 38 agrupados de productos²³. La información disponible a este grado de desagregación permite entender el desempeño de las ventas externas desde una perspectiva más granular, vinculada con los sectores exportadores. En general, todos los sectores se vieron severamente afectados por la pandemia en 2020. Durante el segundo trimestre de 2020, solo 7 de los 38 agrupados exhibieron volúmenes exportados por encima del nivel pre-pandemia (cuarto trimestre de 2019). Al primer trimestre de 2021, la mayoría de los sectores aún no pudo recuperar aquellos niveles.

²³ Los PP se puede dividir en 10 agrupados, MOA en 14, MOI en 9 y CyE en 5.

En función de la evolución reciente de los envíos al exterior, pueden distinguirse al menos cuatro estadios en los que se encuentran los sectores exportadores (ver Gráfico 4.4). En el eje de abscisas se mide el cambio en el margen (var. % s.e. trim. entre el IV-20 y el I-21), mientras que en el eje de ordenadas se evalúa el nivel actual respecto al que exhibían los sectores antes de que el comercio global se vea afectado por la pandemia (var. % s.e. acum. entre el IV-19 y el I-21).

Gráfico 4.4 | Volúmenes exportados. Series ajustadas por estacionalidad



Nota: El tamaño de la burbuja representa el valor exportado en 2020.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El conjunto de cinco productos ubicado en el cuadrante I se encuentra en una fase de crecimiento: sus cantidades exportadas sin estacionalidad superan actualmente a las registradas a fines de 2020 (piso de los volúmenes exportados totales) y también son mayores a las del cuarto trimestre de 2019, es decir a las del contexto global pre-pandemia. Todos los agrupados que se ubican en este cuadrante (grasas y aceites vegetales, lácteos, material de transporte terrestre, productos químicos, y máquinas y material eléctrico) se destacan por su peso en los valores exportados: en suma, representaron el 25% de las exportaciones totales de 2020. En el caso puntual de las ventas externas de grasas y aceites vegetales (donde se registra el aceite de soja) no solo se observó un crecimiento de las cantidades, sino también de los precios de exportación, producto de una manifiesta escasez en el mercado global de aceites vegetales, lo cual impulsó la demanda de aceite de soja de nuestro país. Las ventas externas de material de transporte terrestre y de máquinas y material eléctrico se vieron impulsadas por una recuperación de la demanda externa (fundamentalmente de Brasil) mientras que los químicos se vieron favorecidos por la reanudación de los embarques de biodiesel a la Unión Europea. Por su parte, el incremento de las exportaciones de productos lácteos estuvo vinculado con una suba en la producción primaria de leche.

Un grupo más nutrido de productos (cuadrante II) se encuentra en una fase de recuperación, con mejoras en el margen, pero todavía lejos de los niveles pre-pandemia. En este segmento se destacan los granos (cereales y oleaginosas) y los residuos de la industria alimenticia (donde se registran los pellets de soja) afectados en diciembre por el paro en los puertos en los cuales se embarca el grueso de la producción.

Un número no menor de agrupados (18) exhiben una dinámica negativa. Se sitúan por debajo de los niveles de fines de 2019 y siguen cayendo en el margen. En este conjunto (cuadrante III) resaltan los metales preciosos, cuya producción doméstica continúa afectada por las medidas sanitarias dispuestas para mitigar los efectos de la pandemia.

Finalmente, pueden contabilizarse tres categorías de bienes cuyos volúmenes exportados exhibieron una dinámica distinta a la de la mayoría de los sectores. Tuvieron su mejor momento durante 2020 (tabaco en el IV-20, bebidas en el III-20 y petróleo en el II-20), y en el margen muestran signos de debilidad (cuadrante IV).

En el primer trimestre de 2021 la evolución de los precios del comercio exterior de bienes tuvo como resultado una mejora de 7,5% de los términos de intercambio respecto al cuarto trimestre de 2020. La suba sostenida de los precios de las exportaciones permitió que Argentina tuviera los términos de intercambio más favorables en los últimos 9 años, ubicándose apenas 2,4% por debajo del máximo registrado en el tercer trimestre de 2012 (ver Gráfico 4.5). Con datos parciales hasta abril, los términos de intercambio se mantuvieron constantes en lo que va del segundo trimestre producto de aumentos similares de los precios de las exportaciones como de las importaciones respecto al promedio del primer trimestre de 2021.

Gráfico 4.5 | Términos de intercambio del comercio exterior de bienes



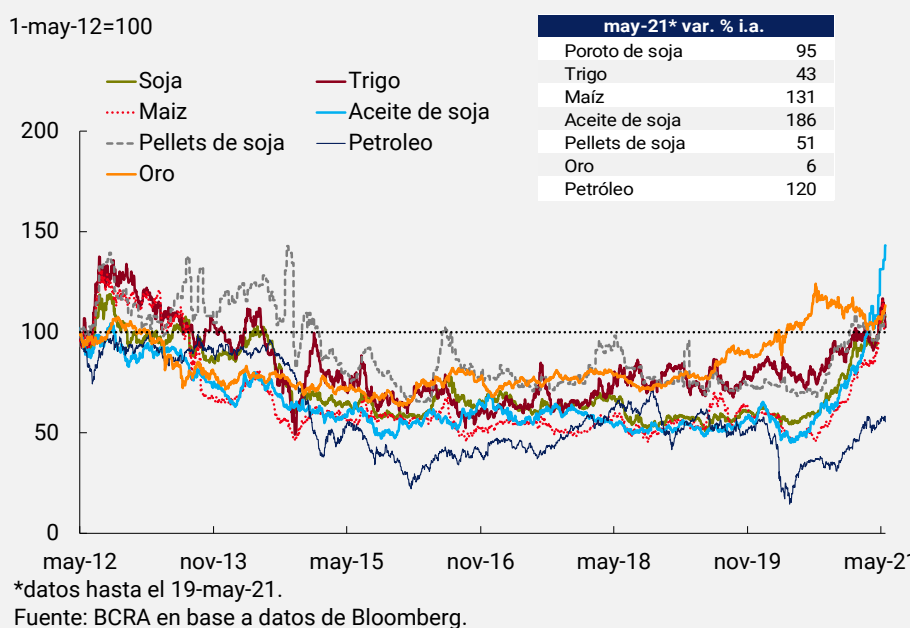
Recuadro. Evolución reciente de las cotizaciones internacionales de las materias primas

Desde la publicación del IPOM de febrero de 2021 los precios internacionales de las materias primas continuaron su tendencia alcista. Entre las que tienen un peso significativo en la canasta de exportación de Argentina, desde comienzos de marzo, se destacaron los incrementos en las cotizaciones de referencia del aceite de soja (+46%), maíz (+21%) y porotos de soja (+14%). De esta manera, los precios internacionales en dólares corrientes de las materias primas agrícolas alcanzaron recientemente niveles similares a los del

segundo trimestre de 2012. El 19 de mayo de 2021 (último dato disponible) el poroto de soja se ubicó próximo a los US\$590/tn. tonelada, y tanto el trigo como el maíz superaron los US\$250/tn. Se destacó el caso del aceite de soja que en el mercado spot de Chicago alcanzó un récord histórico el 18 de mayo de 2021: US\$1.701 la tonelada.

El precio del petróleo crudo también registró un significativo incremento (casi triplicó su valor respecto a los registros mínimos de abril de 2020). No obstante, en términos históricos, el nivel recientemente alcanzado (en torno a US\$ 66 el barril en su variedad Brent) está todavía muy lejos de los guarismos del segundo trimestre de 2012 (aprox. US\$109 el barril; ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Precios internacionales de materias primas seleccionadas
(en dólares corrientes)



Esta combinación de precios (los alimentos cerca de los máximos de 2012 y el petróleo rezagado) implica que el precio relativo soja/petróleo se sostenga con holgura por encima del promedio de los últimos 20 años, un nivel favorable para la economía argentina.

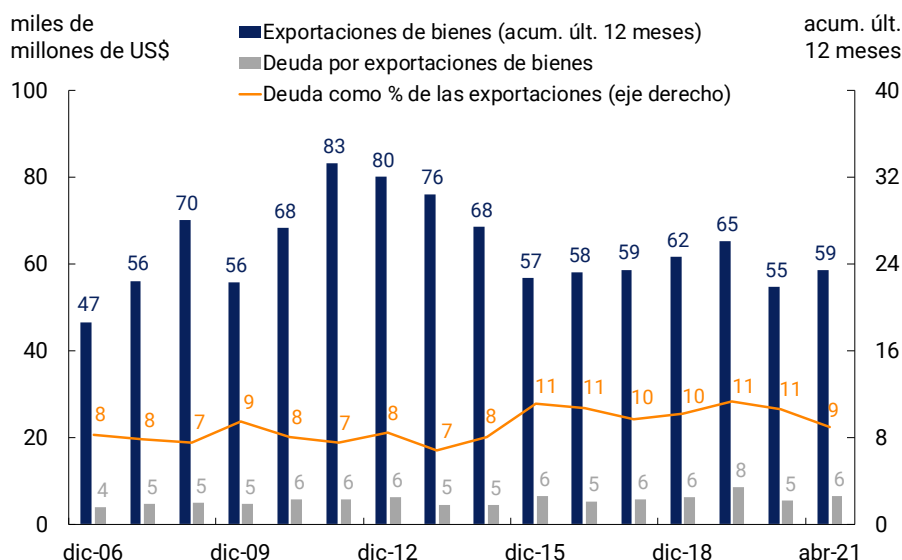
4.2. El BCRA compró US\$5.432 millones en el mercado de cambios en lo que va del año

Durante los primeros 4 meses de 2021, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes a través del mercado de cambios por US\$22.900 millones, superando a las exportaciones de bienes por unos US\$1.300 millones en el período. Considerando que la mayor parte de este diferencial fue explicado por un incremento de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones²⁴, la relación de este tipo de

²⁴ Otro factor que podría explicar la diferencia es el de la variación de activos por exportaciones no cobradas.

endeudamiento respecto de los valores exportados se ubicó en un 9%, nivel inferior a los de los últimos años (ver Gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



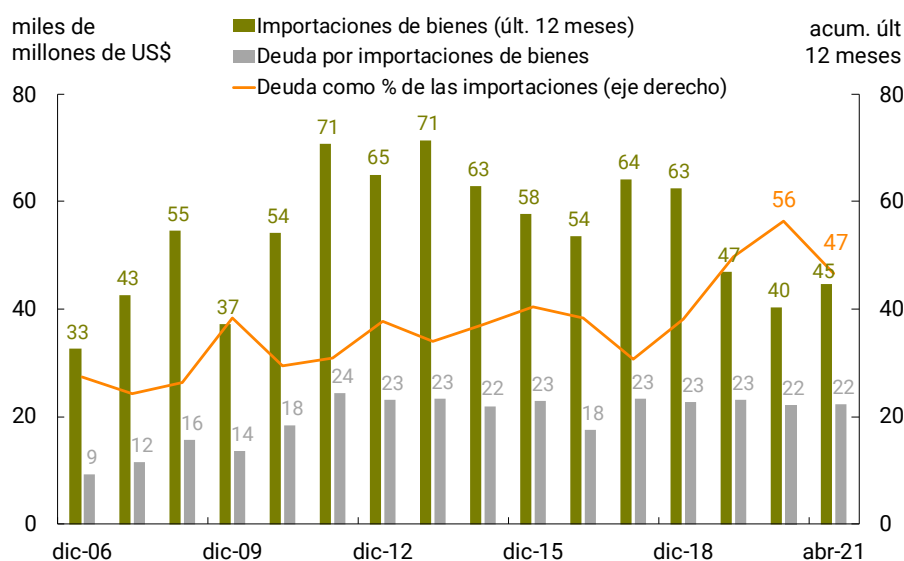
Nota: Deuda del I-21 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Durante el año 2020 el BCRA dispuso una serie de normas que apuntan a promover una más eficiente asignación de las divisas, que afectaron tanto la evolución de la deuda privada comercial como financiera, y que continúan vigentes para el año 2021²⁵. En este contexto, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios del primer cuatrimestre, por US\$16.400 millones, estuvieron unos US\$140 millones por debajo de las importaciones en valor FOB del período, lo que implicaría un aumento del endeudamiento con el exterior por este concepto (o reducción de los activos externos por anticipos). De esta manera, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones, que alcanzó en 2020 el nivel máximo de los últimos 15 años, registró una caída de 9 puntos porcentuales respecto del trimestre anterior, a partir del incremento registrado en el nivel de las compras externas (ver Gráfico 4.8).

25 Un resumen de las modificaciones normativas introducidas a lo largo de 2020, con impacto en los flujos del mercado de cambios, puede leerse en el informe de Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario de diciembre de 2020.

Gráfico 4.8 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del I-21 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por último, en lo que respecta a la deuda financiera, y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020, mediante la Comunicación “A” 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios.

En este contexto, las renegociaciones registradas durante el primer cuatrimestre de 2021 de unas 40 empresas, impactaron en menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$500 millones respecto de los vencimientos originales para ese mismo periodo. Por este mismo motivo, en el cuarto trimestre de 2020 se lograron reducir los pagos en concepto de servicios de la deuda financiera privada en US\$500 millones.

La mencionada recuperación de las exportaciones, sumada al incremento de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$6.427 millones en el primer cuatrimestre, superior en unos US\$1.500 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo periodo, y exhibiendo una fuerte mejora respecto al mismo período del año previo (90%)²⁶.

De esta manera, hasta el 20 de mayo el BCRA compró en el mercado de cambios US\$5.432 millones, mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$2.130 millones en el mismo periodo. Esta diferencia se explica principalmente por las cancelaciones de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional con afectación directa a las reservas internacionales por unos US\$1.876 millones y la caída en las tenencias de las entidades en cuentas en moneda extranjera en el BCRA —que generó una disminución en las Reservas Internacionales del BCRA por US\$678 millones en el período—.

26 Para más información respecto a la evolución reciente del Mercado de Cambios y Balance Cambiario, puede acceder a los informes mensuales publicados por el BCRA en el siguiente [enlace](#).

4.3. Perspectivas

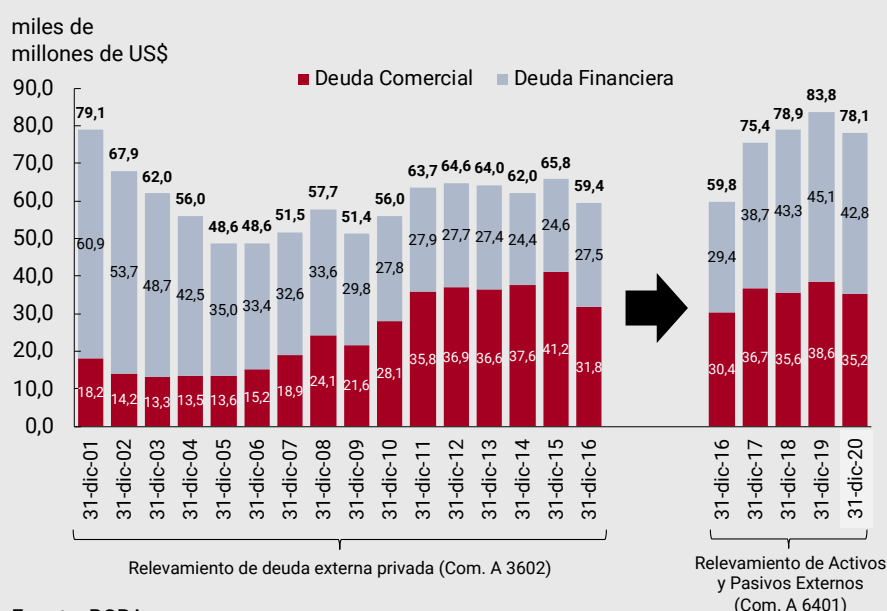
Hacia delante se espera que la economía sostenga el superávit de cuenta corriente. La probabilidad de realización de un escenario de sequía severo sobre la cosecha gruesa se redujo sustancialmente gracias a las precipitaciones de las últimas semanas. Asimismo, los precios internacionales de los principales granos exportados por Argentina se mantuvieron en niveles elevados, lo que permite prever ingresos por exportaciones del agro mayores a los de los últimos 5 años. Por su parte, las importaciones de bienes, que experimentaron un fuerte rebote a partir del segundo semestre de 2020, retomarían una tendencia de crecimiento más moderada, vinculada con la trayectoria de la actividad económica, la cual se ubica próxima al nivel pre-pandemia.

El marco normativo vigente en el Mercado de Cambios le permitirá al BCRA seguir administrando eficientemente las divisas originadas en las transacciones comerciales, de manera de preservar la estabilidad, monetaria, financiera y cambiaria.

Apartado 4 / La variación de la deuda externa del sector privado durante 2020²⁷

Luego del récord observado en el tercer trimestre de 2019, la deuda externa del sector privado mostró una tendencia decreciente hasta alcanzar, a fines de 2020, un total de US\$78.075 millones. Así, el stock se redujo en el año en US\$5.686 millones, tanto por una caída de la deuda comercial de US\$3.393 millones, como por una reducción de la deuda externa financiera de US\$2.293 millones. A pesar de las cancelaciones observadas en el año, la deuda externa privada sigue en niveles históricamente elevados (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Deuda externa del sector privado por tipo de operación



Fuente: BCRA.

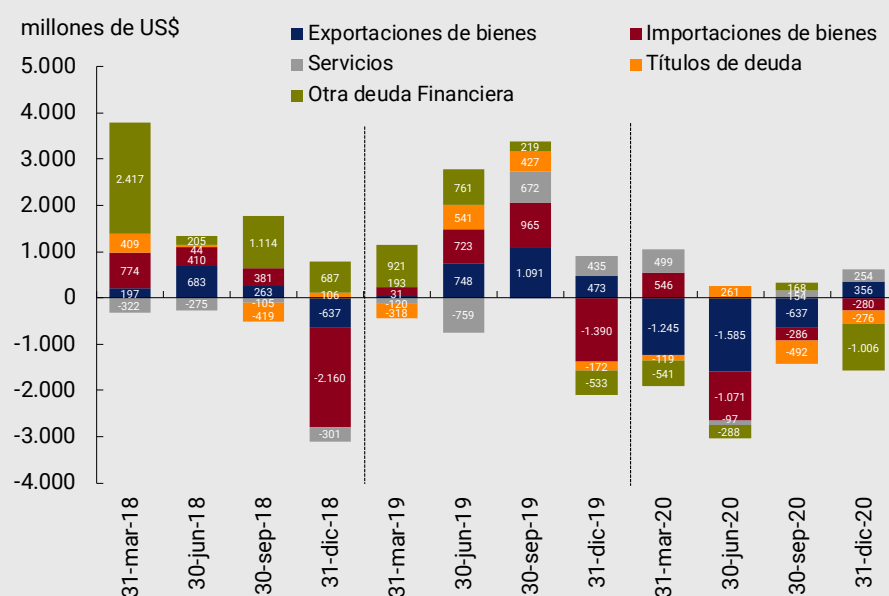
Por el lado de la deuda externa comercial, los pasivos por exportaciones de bienes (anticipos de clientes y prefinanciamientos) se redujeron en US\$3.112 millones durante 2020 (ver Gráfico 2). Cabe destacar que, en septiembre de 2020 este tipo de financiamiento registró un mínimo desde los inicios de la serie en diciembre de 2017, aunque se recuperó parcialmente en el último trimestre del año. A pesar de la cancelación neta, el ratio entre la deuda de exportaciones y las exportaciones de bienes se mantuvo en línea con los niveles observados en los últimos 5 años, pero por arriba de los registrados hasta el 2014, pudiéndose concluir que, entre otros factores, la baja de la deuda estuvo asociada a las menores ventas externas en el contexto de la pandemia de COVID-19.

En el mismo sentido, la deuda de importaciones de bienes resultó en cancelaciones netas de US\$1.092 millones en 2020 (ver Gráfico 2). Luego de un primer trimestre de 2020, en el cual aumentó la deuda en unos US\$546 millones, se observó una aceleración en los pagos de importaciones a través del mercado de cambios en relación con las importaciones, lo que propició las cancelaciones de esta clase de deuda, resultando en una significativa caída de la misma en el segundo trimestre de unos US\$1.100 millones. En este contexto, el BCRA mediante la Comunicación "A" 7030 de mayo de 2020, reguló los pagos de obligaciones comerciales con el exterior, estableciendo que, aunque con ciertas excepciones, los importadores requirieran conformidad previa del Banco Central para efectuar pagos de importaciones de bienes por encima del valor de sus importaciones, en ambos

²⁷ Los datos aquí volcados han sido expuestos en los [informes sobre la deuda externa privada](#) publicados por el BCRA en su página web.

casos acumulados desde el 1 de enero de 2020. Desde julio de 2020, la normativa se fue perfeccionando, atendiendo a las necesidades comerciales particulares de distintos sectores productivos. Los efectos de los cambios normativos impactaron con mayor intensidad en el último trimestre del año, reduciendo los niveles de cancelación de deuda de importaciones observada en los trimestres previos, aunque persistió la reducción de financiamiento mediante otras formas de pago que no se efectúan a través del mercado de cambios, tales como la capitalización o condonación de deuda, el uso de fondos en el exterior de libre disponibilidad, entre otros.

Gráfico 2 | Variación trimestral de la deuda externa del sector privado por tipo de operación



Fuente: BCRA.

A diferencia de lo observado en el resto de la deuda comercial, en el caso de la deuda por servicios se registró una tendencia creciente iniciada desde el tercer trimestre de 2019, resultando en una variación de unos US\$810 millones durante 2020, que estaría asociada a la instrumentación de la normativa cambiaria para el pago de este tipo de operaciones, en especial a lo que se refiere a acreedores relacionados²⁸ (ver Gráfico 2).

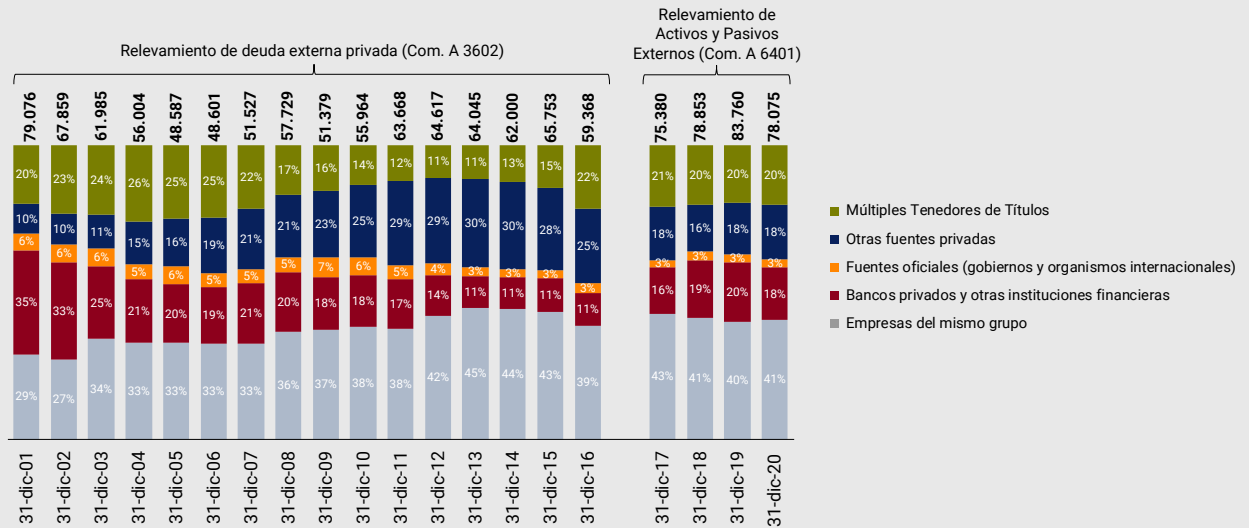
En un contexto de creciente demanda neta de divisas para la cancelación de deuda externa financiera, en el tercer trimestre, luego de haberse concretado de manera exitosa el proceso de reestructuración de la deuda soberana en moneda extranjera, mediante la emisión de la Comunicación "A" 7106, el BCRA estableció 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 para el normal funcionamiento del mercado de cambios.

En este marco las empresas que renegociaron sus deudas financieras mejoraron el perfil de los vencimientos hacia finales de 2020. En la deuda financiera de estas empresas se observó una baja en la incidencia de los vencimientos de corto plazo (capital exigible, sin fecha de vencimiento pactada y vencimientos en el año vista) en el total de la deuda financiera del 30%, según surge del perfil de la deuda al 30 de junio de 2020, al 21% considerando el perfil del 31 de diciembre de 2020.

²⁸ Comunicación "A" 6770 y complementarias.

A fines de 2020, la apertura de la deuda externa por tipo de acreedor mostró que las empresas vinculadas eran la principal fuente de financiamiento externo del sector privado (ver Gráfico 3), representando el 41% del total. Este tipo de acreedor ha ido ganando participación a lo largo de la serie histórica en detrimento de la participación de los bancos privados, quienes representaron sólo el 18% (pero llegaron a representar un 35% del total) y de otras fuentes privadas (proveedores, clientes, etc).

Gráfico 3 | Deuda externa del sector privado por tipo de acreedor en porcentaje sobre el total



Fuente: BCRA.

5. Finanzas Públicas

Durante el primer cuatrimestre de 2021 las cuentas públicas continuaron fortaleciéndose debido a la mayor recaudación tributaria asociada a la recuperación económica y a una trayectoria más acotada de las erogaciones extraordinarias, en comparación con la masiva asistencia financiera desplegada durante 2020 para aliviar la situación crítica que enfrentaron las familias y empresas ante el inicio de la pandemia de COVID-19.

La recaudación tributaria siguió dinamizándose durante los primeros cuatro meses del año a partir del aporte de los impuestos relacionados al comercio exterior —en un contexto de subas de los precios internacionales de las materias primas— y de la sostenida recuperación de los tributos vinculados a la demanda doméstica. Asimismo, siguieron incidiendo positivamente sobre los ingresos públicos las modificaciones normativas sobre impuestos dispuestos en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de fines de 2019 y en la Ley de Presupuesto Nacional 2021.

Por su parte, durante el primer trimestre del año las erogaciones continuaron creciendo en términos reales con respecto a igual período del año anterior. En abril, exhibieron una retracción debido a la elevada base de comparación de 2020, cuando se habían realizado las masivas asistencias a familias y empresas. Cuidando la atención de las situaciones críticas derivadas de la emergencia económica y social, el gasto primario fue también impulsado por un significativo dinamismo del gasto de capital con el objetivo de apoyar el proceso de recuperación de la actividad económica, de acuerdo con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2021.

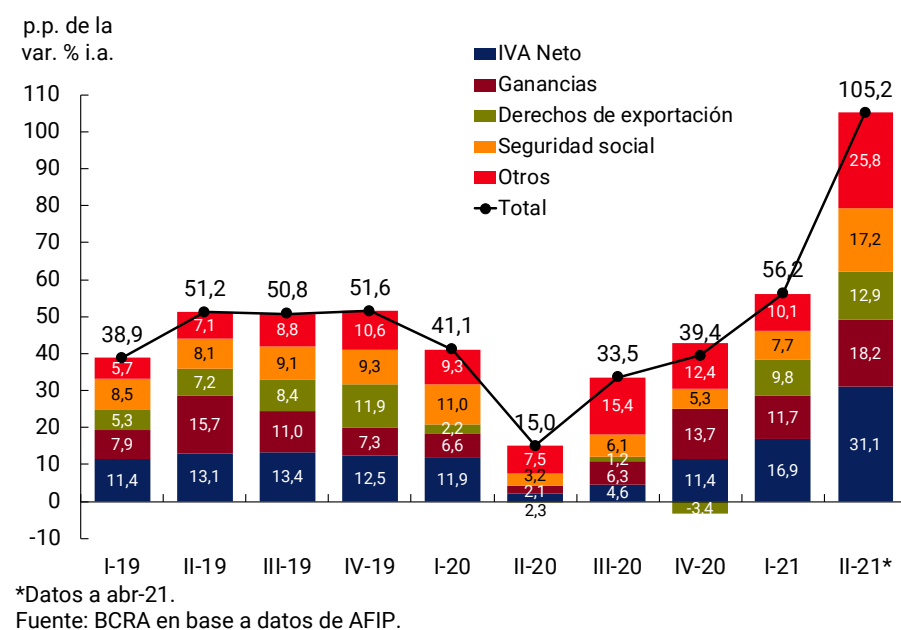
El ritmo de crecimiento nominal del gasto mostró un avance interanual inferior al de los ingresos, lo que permitió continuar acotando progresivamente el déficit primario. En los últimos 12 meses a abril de 2021, el déficit primario en base caja acumuló un saldo equivalente al 4,5% del PIB, significativamente inferior al observado durante el año 2020 (-6,5% del PIB). Esta trayectoria resulta consistente con lo establecido en el Presupuesto Nacional 2021, que prevé un déficit primario del SPNF de 4,2% del PIB durante este año. Hacia delante se prevén ingresos que originalmente no fueron presupuestados, básicamente a partir del Aporte Solidario y Extraordinario de las grandes fortunas (Ley 27605), al tiempo que también se dispusieron nuevas asistencias a familias y empresas que implicarán gastos adicionales en el marco de la pandemia.

En cuanto al financiamiento del Tesoro Nacional, durante el primer cuatrimestre de 2021 se continuó observando un mayor protagonismo del mercado local respecto al mismo período del año previo, permitiendo una menor asistencia financiera del BCRA. El Gobierno Nacional continúa las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y con los acreedores bilaterales nucleados en el Club de París. Por su parte, se consolidan las expectativas de una asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI que beneficiaría a la Argentina. Entre los riesgos que se enfrentan en el escenario fiscal, se destaca el recrudecimiento de la pandemia que redunde en la necesidad de intensificar las políticas de asistencia y que afecte negativamente los ingresos fiscales.

5.1. El desempeño de los ingresos fiscales mejoró en el comienzo de 2021

La consolidación de una recuperación económica heterogénea pero sostenida durante el inicio del año contribuyó a que la recaudación tributaria nacional se incrementara 56% i.a. en el primer trimestre de 2021, acelerándose el ritmo de aumento respecto del trimestre anterior (ver Gráfico 5.1). En términos reales este desempeño implicó un aumento de 9 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la variación registrada durante el cuarto trimestre (+2,2% i.a.). En abril la suba nominal fue de 105% i.a. (+40,3% i.a. en términos reales), debido en parte a una baja base de comparación por pleno impacto de la pandemia de COVID-19 en abril de 2020.

Gráfico 5.1 | Contribución al crecimiento nominal de la recaudación tributaria nacional por tributo



Se destacó el elevado dinamismo de los tributos asociados al comercio exterior. En un marco de elevados precios internacionales de las materias primas los derechos de exportación registraron un significativo crecimiento interanual (+190,4% i.a. entre enero y marzo, en comparación con el -30% i.a. entre octubre y diciembre de 2020, desempeño que se mantuvo en abril). Los tributos vinculados a las compras externas²⁹ también exhibieron un fuerte incremento en el primer trimestre que se sostuvo durante el cuarto mes del año, explicado básicamente por el dinamismo de las importaciones (ver Capítulo 4. Sector Externo).

Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, Ganancias, Combustibles, entre otros) mostraron un mejor desempeño interanual en el comienzo de 2021 en relación con los trimestres previos, en línea con la heterogénea pero sostenida recuperación de la actividad económica. El Impuesto a las Ganancias subió entre enero y marzo 63% i.a., expansión levemente inferior a la que se había verificado en el trimestre previo. Continuó siendo afectado al alza por el cambio normativo de septiembre de 2020 sobre la retención a las compras de dólares y gastos en moneda extranjera a través de tarjetas de crédito³⁰. El IVA neto creció 54% i.a. en el primer trimestre 2021 en comparación con el aumento de 38% i.a. que se había registrado

29 IVA-DGA, Ganancias DGA, Derechos de Importación y Tasa de Estadística.

30 Recientemente se promulgó la Ley 27617 que aumentó el mínimo no imponible y la deducción especial para jubilados y empleados en relación de dependencia aliviando a los tramos de ingresos bajos y medios que estaban alcanzados por el impuesto, al tiempo que implementó un cronograma de devolución de lo retenido hasta el momento de entrada en vigencia de la norma.

en el trimestre previo. Por su parte, un conjunto de impuestos que fueron modificados por la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (como Bienes Personales, Internos, PAIS) y los modificados a partir de la Ley de Presupuesto Nacional 2021, mantuvieron un buen desempeño.

Finalmente, los recursos de la seguridad social continuaron con un avance más acotado, influidos por la evolución de los salarios y del empleo: crecieron 28,3% i.a. entre enero y marzo, 4 p.p. por encima del aumento observado entre octubre y diciembre³¹ y siguieron recuperando dinamismo interanual en abril, ante la baja base de comparación de igual período de 2020. Este conjunto de tributos aún se encuentra impactado negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional para atender situaciones de sectores críticamente afectados por la pandemia de COVID-19.

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 60,9% i.a. entre enero y marzo, tras haberse incrementado 28,6% i.a. durante el trimestre previo³². En abril, los ingresos del SPNF avanzaron 92,9% i.a. debido en parte a la baja base de comparación por el pleno impacto de la pandemia de COVID-19 en abril 2020. Hacia delante se prevé que los ingresos no tributarios contemplen los recursos asociados al Aporte Solidario y Extraordinario para Ayudar a Morigerar el Impacto de la pandemia (Ley 27605).

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en el primer trimestre del año el avance nominal de los recursos propios se habría acelerado hasta cerca del 52% i.a. luego de crecimientos en torno al 35% i.a. y al 27% i.a. en el cuarto y tercer trimestre de 2020, respectivamente. En abril, dicho guarismo se ubicaría en torno al 100% i.a. debido a la baja base de comparación de igual mes de 2020.

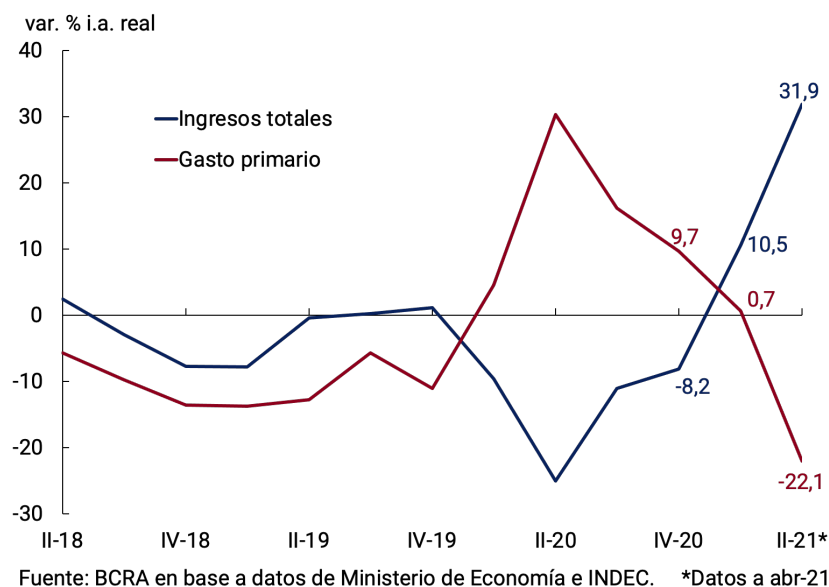
5.2. La mejora de los ingresos fortaleció las cuentas públicas y sin descuidar a los sectores vulnerables se priorizó el gasto de capital para contribuir con la recuperación económica

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 41,5% i.a. en el primer trimestre del año, 13,9 p.p. por debajo del avance nominal de los ingresos. En términos reales, los gastos crecieron 0,7% i.a. entre enero y marzo mientras que los ingresos lo hicieron en 10,5% i.a. en el período (ver Gráfico 5.2). En abril, el gasto primario aumentó 14% i.a., lo que implicó una caída real de 22,1% i.a., explicada por la elevada base de comparación de abril de 2020, cuando se habían realizado las masivas asistencias a familias y empresas.

31 En relación con los aportes personales a la seguridad social, en agosto de 2019 se había dispuesto temporalmente la eximición de parte del pago de aportes personales durante los meses de septiembre y octubre.

32 La evolución interanual negativa del resto de los ingresos del SPNF (-4,6% i.a. en el primer trimestre del año) responde fundamentalmente a los menores recursos de capital disponibles por parte de la ANSeS para financiar el pago de las obligaciones derivadas del programa de Reparación Histórica a jubilados y pensionados (Ley 27574).

Gráfico 5.2 | Ingresos y gasto primario del SPNF

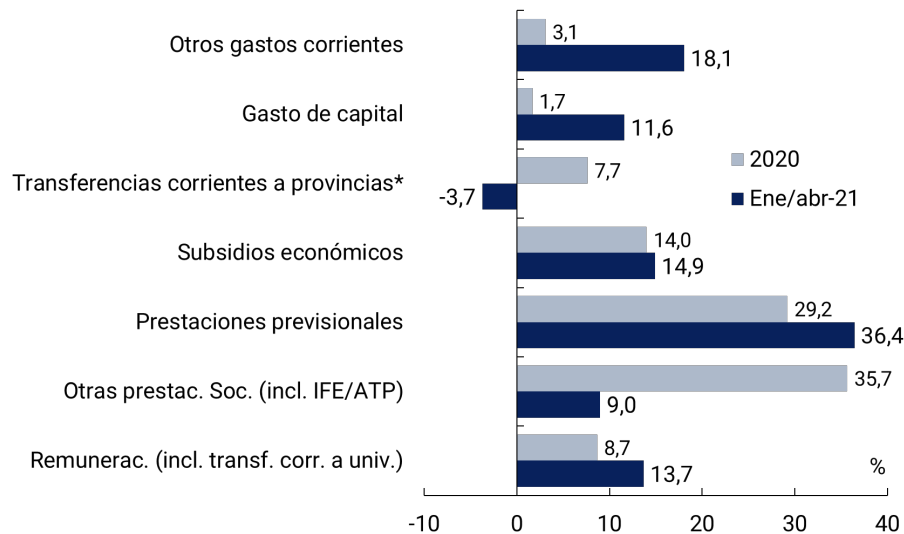


Durante el primer cuatrimestre de 2021, el aumento del gasto primario siguió destinándose mayormente a la atención del gasto en prestaciones previsionales, en el marco de lo dispuesto por la nueva Ley de movilidad previsional. La contribución de las prestaciones previsionales al avance interanual del gasto primario fue de 36%, guarismo algo superior al registrado por este rubro en el año 2020 (29%; ver Gráfico 5.3). Asimismo, las otras prestaciones sociales redujeron su incidencia entre enero y abril de 2021 con relación al 2020 (9% vs. 36% en uno y otro caso), dado que este rubro había incluido durante el año pasado las masivas erogaciones extraordinarias de asistencia a las familias y a las empresas (como el Ingreso Familiar de Emergencia –IFE– y el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción –ATP–), entre otros programas sociales. En el primer cuatrimestre de 2021 se destacaron los esfuerzos asociados al programa Potenciar Trabajo, a la Tarjeta Alimentar y los refuerzos a la Asignación Universal por Hijo para protección social en el ámbito del Gran Buenos Aires. También se destacaron los bonos extraordinarios para fortalecer los ingresos de los beneficiarios de los tramos inferiores de haberes previsionales.

Para los próximos meses deberá tenerse en cuenta que las cuentas públicas se encontrarán afectadas por una base de comparación que incluye los efectos de la pandemia. De todas formas, incidirá la necesidad de atender efectos nocivos de la nueva ola del COVID-19. Asimismo, gran parte del gasto (prestaciones previsionales y asignaciones familiares) tendrá un aumento previsto de 12,12% a partir de junio, producto de la aplicación de la movilidad previsional³³.

33 Ver el siguiente [enlace](#).

Gráfico 5.3 | Contribuciones de los principales rubros al crecimiento interanual del gasto primario



*Excluye Transf. extrapresup. a provincias (coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias).

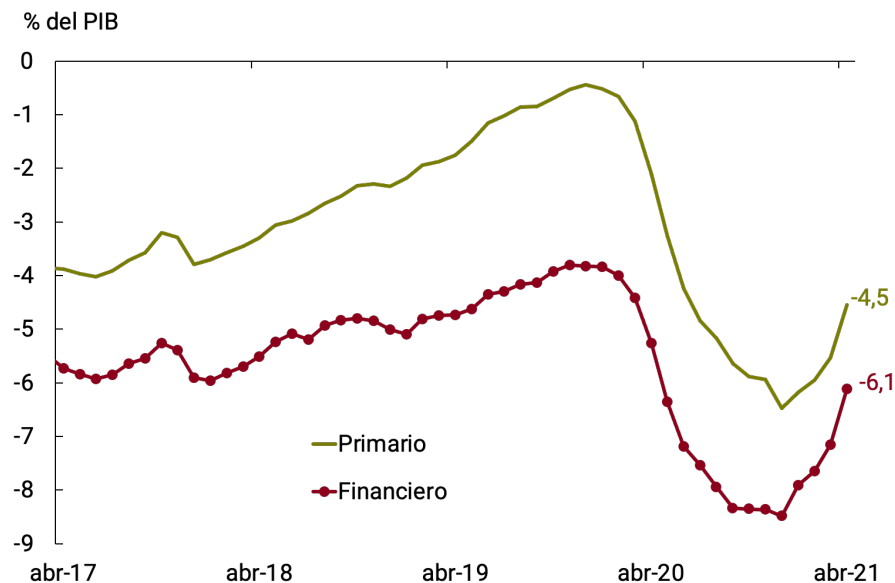
Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda.

Los subsidios económicos también explicaron una porción importante del aumento interanual del gasto (14,9%): crecieron 54% i.a. en los primeros cuatro meses del año. La suba resultó difundida entre los principales destinos asociados a la energía y al transporte público de pasajeros.

Asimismo, ganó relevancia el gasto de capital (+138% i.a. entre enero y abril, aportando 11,6% al avance del gasto primario), debido en parte a una baja base de comparación y en consonancia con los lineamientos estipulados en el Presupuesto Nacional 2021. Las partidas asociables a remuneraciones (incluyendo las transferencias a universidades) y otros gastos corrientes aumentaron su participación en el aumento del gasto primario, pasando de agregar 8,7% y 3,1% en 2020 a 13,7% y 18,1% respectivamente. Cabe señalar que en este último rubro se registran las compras de bienes y servicios (incluyendo las erogaciones asociadas a la compra de vacunas) y el déficit de empresas públicas, entre otros. Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron significativamente respecto de igual período de 2020, cuando el Gobierno Nacional había asistido de forma extraordinaria a los distritos ante la significativa merma de la recaudación tributaria sub-nacional.

El déficit primario del SPNF acumulado en los últimos 12 meses a abril de 2021 representó aproximadamente 4,5% del PIB, 1,9 p.p. menos que a diciembre de 2020 (ver Gráfico 5.4). Esta evolución se encuentra en línea con el Presupuesto Nacional 2021, que prevé que el resultado primario deficitario se reduzca hasta 4,2% del PIB para el acumulado a diciembre.

Gráfico 5.4 | Resultados primario y financiero del SPNF
(acumulado 12 meses)



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

Tras la reestructuración de la Deuda Pública Nacional efectuada en 2020 y la reconstrucción del mercado local de deuda se logró disminuir la carga de intereses que afronta el Gobierno Nacional. Los servicios con acreedores privados, multilaterales, bilaterales y con el sector público financiero pasaron de representar 3,4% del PIB en 2019 a alrededor de 2% del PIB en 2020 (ver Gráfico 5.5) y en torno a 1,6% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a abril de 2021. Así, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 6,1% del PIB, 2,4 p.p. por debajo del déficit total de 2020.

Gráfico 5.5 | Intereses del SPNF (acumulado 12 meses)



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

5.3. El Gobierno Nacional afrontó sus necesidades básicamente a partir de colocaciones de instrumentos de deuda en el mercado local

Durante el primer cuatrimestre del 2021 el Tesoro Nacional (TN) logró un refinanciamiento del 117% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$149.000 millones. Las emisiones de instrumentos de deuda pública durante el primer cuatrimestre de 2021 se realizaron mayormente a tasa variable, seguido de instrumentos ajustables por CER y finalmente por títulos públicos a tasa fija. Desde el inicio de la gestión del Gobierno Nacional a fines de diciembre de 2019, se consolidó un proceso de extensión de los plazos de los instrumentos emitidos, en tanto que el costo de financiamiento en pesos se mantuvo relativamente estable. Por su parte, se realizaron operaciones de conversión voluntaria de deuda en el marco del artículo 8 de la Ley 27561, que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos en el corto plazo. Hacia adelante, se espera una continuidad de la estrategia de financiamiento del TN con el objetivo de desarrollar el mercado local de deuda en pesos.

En lo que va de 2021, y en contraste con igual período del año pasado, se destaca el mayor protagonismo del mercado en el financiamiento de las necesidades del TN que dio lugar a una reducción de la asistencia financiera del BCRA, la cual se reinició recién hacia finales del primer trimestre³⁴.

El Gobierno Nacional se encuentra negociando con los países acreedores nucleados en el Club de París el vencimiento de alrededor de US\$2.500 millones que opera a fin de mayo, y con el FMI, por los vencimientos de capital previstos para septiembre y diciembre. En este marco, se consolidó la expectativa de que se efectivice una asignación extraordinaria de DEG por parte del FMI hacia fines del tercer trimestre, lo que representaría para la Argentina alrededor de US\$4.355 millones (ver Apartado 1 / La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG): qué es y qué implica para los países en desarrollo).

³⁴ Durante el primer cuatrimestre del 2021, el BCRA otorgó \$190.000 millones de Adelantos Transitorios (AT) netos al Tesoro Nacional (TN), lo que contrastó con la asistencia financiera de igual período del año 2020 por \$310.000 millones de transferencia de anticipos de utilidades y \$312.000 millones de AT netos.

6. Precios

La inflación interanual se incrementó durante el inicio de 2021 luego de la significativa baja alcanzada durante 2020. La aceleración de los precios fue explicada tanto por su componente núcleo como por los regulados, al tiempo que los estacionales mantuvieron variaciones elevadas.

En el comportamiento de la inflación núcleo incidieron tanto las mayores subas de los precios de los bienes como de los servicios privados en el marco de una recuperación de la actividad económica. En los bienes, se destacaron las alzas en los precios de los alimentos envasados y las carnes —en un contexto de fuerte suba de las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas—, así como de los incrementos los precios de autos, medicamentos, artículos para el hogar, prendas de vestir y calzado. Los precios de los servicios privados reflejaron tanto las subas en aquellas actividades que comenzaron a operar a partir de la flexibilización de las medidas sanitarias como el impacto de las actualizaciones salariales.

En regulados, la dinámica se explicó por el aumento en los precios de servicios educativos, cuotas de medicina prepaga, combustibles, telecomunicaciones, electricidad —en distintas provincias del interior del país— y transporte público, principalmente en el ámbito del Gran Buenos Aires (GBA). Con respecto a combustibles el Gobierno Nacional permitió la actualización del precio de la nafta en un contexto de recuperación de las cotizaciones internacionales del petróleo y en cuanto a las telecomunicaciones autorizó aumentos en telefonía, internet y TV por cable. En transporte público se registraron subas en distintas jurisdicciones del país, destacándose los aumentos autorizados en subtes y taxis en GBA. Con todo, en los últimos doce meses a abril el segmento de regulados registró una inflación de 27,6%, significativamente por debajo de los otros agrupados.

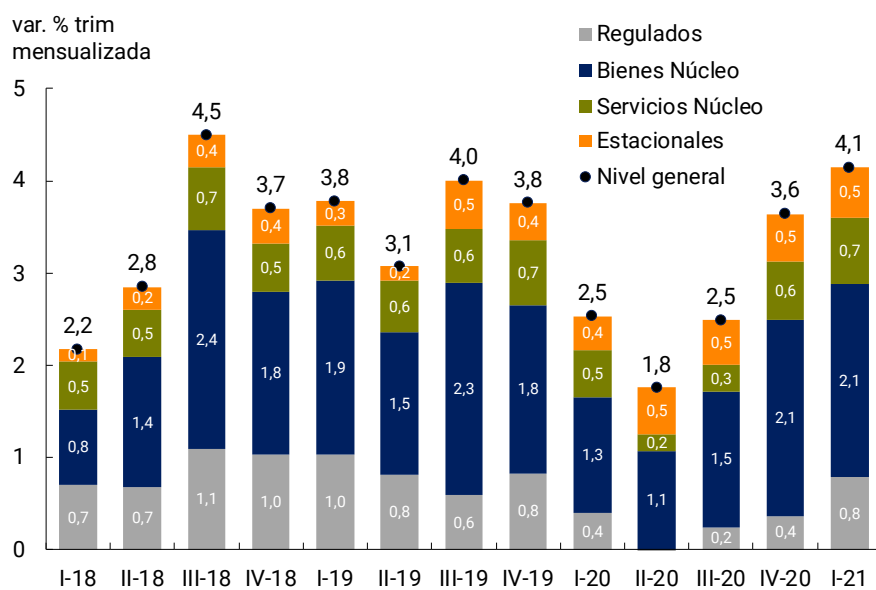
En los próximos meses, a medida que se disipen aquellos factores que transitoriamente ejercieron presión sobre el proceso de formación de precios, se espera que la inflación inicie un proceso de descenso gradual y sostenido. También en este sentido, el BCRA continuará orientando su política monetaria y cambiaria para contribuir a consolidar la baja sostenida de la inflación.

6.1. La inflación mensual subió durante los primeros meses de 2021

En el primer trimestre de 2021 los precios minoristas registraron un alza promedio mensual de 4,1%, acelerándose en relación con el trimestre previo 0,5 p.p. (ver Gráfico 6.1). En abril, el IPC Nivel general registró una suba de igual magnitud.

El mayor incremento durante el primer trimestre obedeció fundamentalmente a la dinámica del segmento de precios Regulados, que a partir de actualizaciones en las tarifas de algunos bienes y servicios públicos se aceleró hasta 3,9% promedio mensual (+2,1 p.p. por encima del registro del cuarto trimestre de 2020), registrando un aumento de 3,5% en abril. Los bienes y servicios del componente Núcleo mantuvieron un elevado dinamismo al verificar un aumento de 4,2% promedio mensual en los primeros tres meses de 2021, similar al registro de 4,1% promedio mensual del cuarto trimestre del año previo, y mostraron una aceleración en marzo, que se estabilizó en abril (4,6%). Por su parte, los Estacionales también sostuvieron el ritmo de expansión del cuarto trimestre de 2020 al crecer 4,4% promedio mensual durante el primer trimestre de 2021 (+0,2 p.p.), pero registraron una significativa desaceleración en abril, hasta 2,2% mensual.

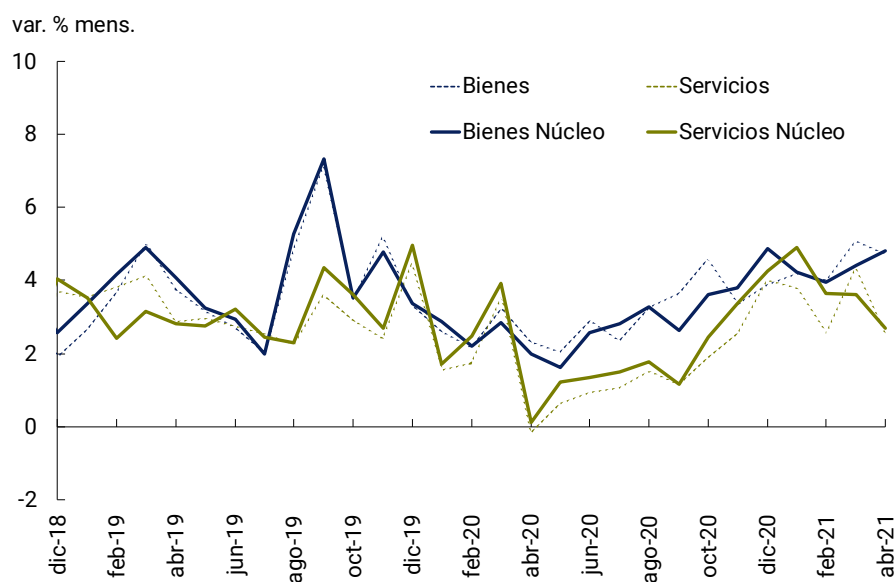
Gráfico 6.1 | IPC. Contribuciones de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios en el trimestre



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En el primer trimestre del año, los bienes crecieron por encima de los servicios, acentuando el patrón observado desde el inicio de la pandemia, tendencia que continuó durante abril. Tanto los precios de los bienes como de los servicios aceleraron su tasa de aumento promediando subas de 4,4% y 3,6%; 0,5 p.p. y 0,7 p.p. mayores a las del trimestre anterior, respectivamente. Excluyendo los precios estacionales y regulados, los servicios privados subieron a un ritmo promedio mensual de 4,0% (0,7 p.p. por encima del trimestre anterior) y los bienes núcleo se expandieron al 4,2% (+0,1 p.p. respecto al trimestre previo; ver Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2 | IPC. Bienes y Servicios

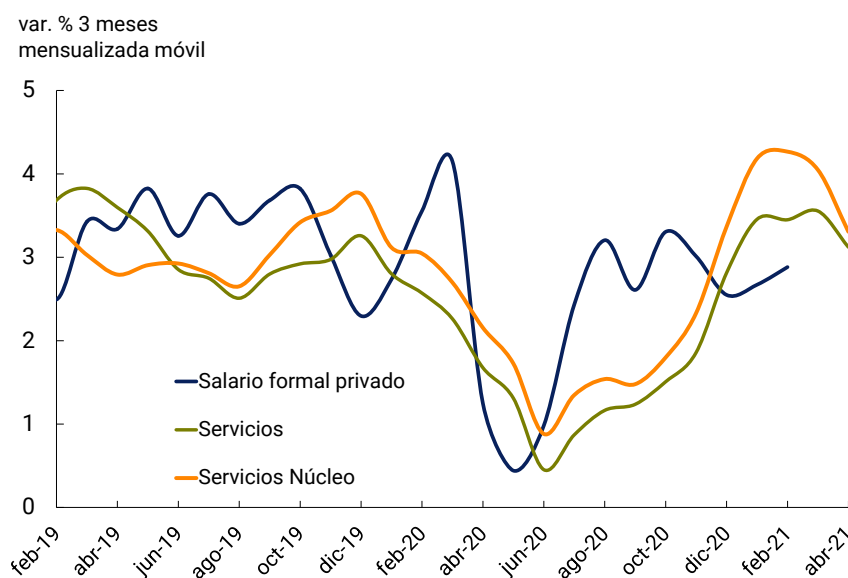


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El mayor dinamismo de los servicios respondió, por un lado, al comportamiento de los servicios regulados, destacándose principalmente los aumentos de telefonía e internet en enero, las subas de los servicios educativos en todos los niveles vinculados al inicio del nuevo ciclo lectivo en marzo y la actualización de las cuotas de medicina prepaga en marzo y abril. Específicamente en la región del GBA, se verificó la recomposición de las tarifas de los peajes en enero y abril, la actualización de los cuadros tarifarios de las distribuidoras de la energía eléctrica para los grandes usuarios en abril³⁵, y las tarifas de transporte público, con subas en taxis a fines de febrero y abril y aumentos en subtes y premetro en marzo y en abril, respectivamente. La aceleración de los precios de los servicios de la Núcleo estuvo asociada a los precios de la comida preparada en restaurantes, bares y casas de comida y la dinámica reciente de los servicios recreativos y culturales, entre los que sobresalió la reapertura de los cines en marzo³⁶. Los servicios turísticos de carácter estacional como alojamiento y paquetes y excursiones también mostraron un gran dinamismo vinculados al desarrollo de la temporada alta.

Por otro lado, la actualización salarial en varios gremios también habría impactado en la dinámica de los servicios privados más intensivos en mano de obra (ver Gráfico 6.3). Los acuerdos paritarios surgidos de las negociaciones salariales para 2021 se alinearon en torno a la pauta inflacionaria del 29% i.a. a dic-21 fijada en el Presupuesto Nacional 2021, e incluyeron ajustes por tramos y, en algunos casos, el otorgamiento de adicionales para recomponer la pérdida de salario real, con cláusulas de revisión generalmente previstas para el último trimestre del año. Algunos de los aumentos en los servicios privados verificados en el trimestre estuvieron directamente vinculados con las paritarias sectoriales, como el caso de las expensas, que subieron por los nuevos tramos de aumentos en los salarios de los encargados de edificio que impactaron particularmente en GBA y el incremento de las remuneraciones al personal de casas particulares, en ambos casos durante el mes de febrero y nuevamente en abril.

Gráfico 6.3 | Precio de los servicios y salarios



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

35 Resoluciones N°78 y 79 del Ente Regulador de la Electricidad (ENRE).

36 Los cines fueron habilitados para operar en marzo luego de haber permanecido sin actividad desde el inicio de la pandemia pero se vieron nuevamente afectados por las restricciones asociadas a la segunda ola de COVID-19. De acuerdo con el INDEC, hasta febrero, la falta de transacciones imposibilitó definir los precios de concurrencia a las salas cinematográficas, debiendo imputarse desde entonces por el nivel del agrupado inmediato superior. Durante marzo, la reapertura de los cines permitió capturar la variación acumulada de los precios efectivos tras haber quedado desparticipados del relevamiento del IPC desde abril del año pasado. La inhabilitación para operar desde mediados de abril en algunas regiones en el marco de la emergencia sanitaria prevé que los precios deban imputarse nuevamente por el nivel inmediato superior para evitar la distorsión que generaría incluir una variación nula para este concepto.

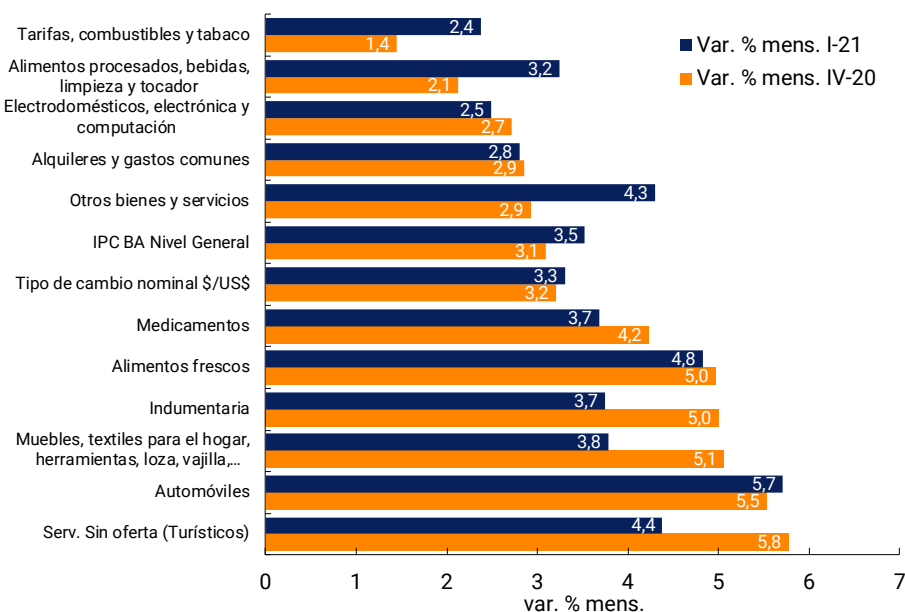
Los bienes fueron los que más contribuyeron a explicar la aceleración del Nivel general de precios en los primeros meses del año. Durante el primer cuatrimestre, los principales impulsos obedecieron a las subas verificadas a nivel generalizado en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas y en las prendas de vestir y calzado que promediaron subas mensuales de 4,4% y 5,2% en el primer cuatrimestre y de las alzas en los bienes regulados como combustibles y lubricantes y cigarrillos, que en los primeros cuatro meses del año promediaron subas de 6,3% y 3,9%, respectivamente.

La división de alimentos y bebidas del IPC acompañó la revaluación que vienen experimentando los alimentos a nivel global, en un escenario de extraordinaria liquidez que coincide con una menor fortaleza relativa del dólar y cambios significativos en los precios relativos de materias primas, insumos y bienes finales que ejercen presión sobre la dinámica de los precios minoristas a nivel local. A excepción del mes de abril en el que se observó el efecto opuesto, al interior de la división de alimentos y bebidas, los alimentos frescos continuaron creciendo por encima de los alimentos y bebidas procesados, destacándose el mayor ritmo de suba de las verduras y las tasas de aumento elevadas que se verificaron tanto en frutas (en particular durante el primer bimestre) como en carnes y sus derivados. En este último caso, si bien los precios de la carne vacuna aminoraron el ritmo de suba mensual, continuaron mostrando aumentos elevados, reflejando parcialmente el alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas (en particular del maíz) que inciden sobre el costo de forraje. Recientemente, el Gobierno Nacional tomó medidas vinculadas a la restricción transitoria de la exportación de carne bovina³⁷. Los precios de los alimentos y bebidas procesados que están mayormente sujetos a acuerdos gubernamentales como Precios Máximos y Cuidados se aceleraron con respecto al trimestre anterior, destacándose fundamentalmente la evolución reciente de los panificados, los lácteos y los aceites y grasas, que recuperaron participación relativa tras quedar rezagados durante el año pasado. En el caso de las Prendas de vestir y calzado, la entrada en marzo y abril de los productos correspondientes a la nueva temporada otoño/invierno determinó que la división continuara ganando peso relativo frente a la inflación núcleo en casi todas las jurisdicciones del país, destacándose especialmente los aumentos registrados en GBA.

Por su parte, los medicamentos, los automóviles y los muebles y textiles para el hogar tuvieron subas significativas durante el primer cuatrimestre y, aunque resultaron algo menores en promedio a las del último trimestre del año pasado, continuaron ejerciendo presión al alza sobre el nivel general de precios. Al contrario, los electrodomésticos, artículos de electrónica y computación, que habían mostrado un gran dinamismo durante el año pasado, se expandieron a una tasa promedio menor al promedio de los precios minoristas, probablemente vinculado con el menor ritmo de suba del tipo de cambio nominal observado desde febrero (ver Gráfico 6.4).

37 Resolución MAGyP N° 75/2021.

Gráfico 6.4 | IPCBA. Var. % promedio mensual por trimestre por principales componentes

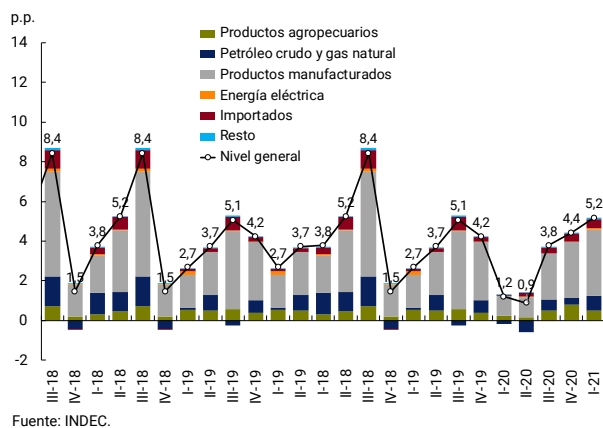


Fuente: BCRA en base a datos de Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires.

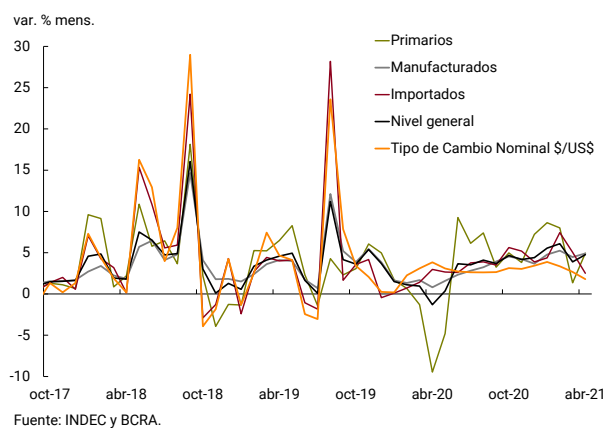
El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), compuesto en su totalidad por bienes, mantuvo un elevado dinamismo en el primer trimestre de 2021 al crecer a una tasa promedio mensual de 5,2% (+0,8 p.p. respecto del cuarto trimestre de 2021; ver Gráfico 6.5.), por encima del incremento del tipo de cambio nominal en ese período (3,3% promedio mensual). En abril, este índice continuó mostrando un ritmo de expansión elevado, en torno a 4,8% mensual.

Gráfico 6.5 | Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM)

(a) Evolución promedio trimestral y contribuciones



(b) Evolución mensual del IPIM Nivel general, divisiones y TCN

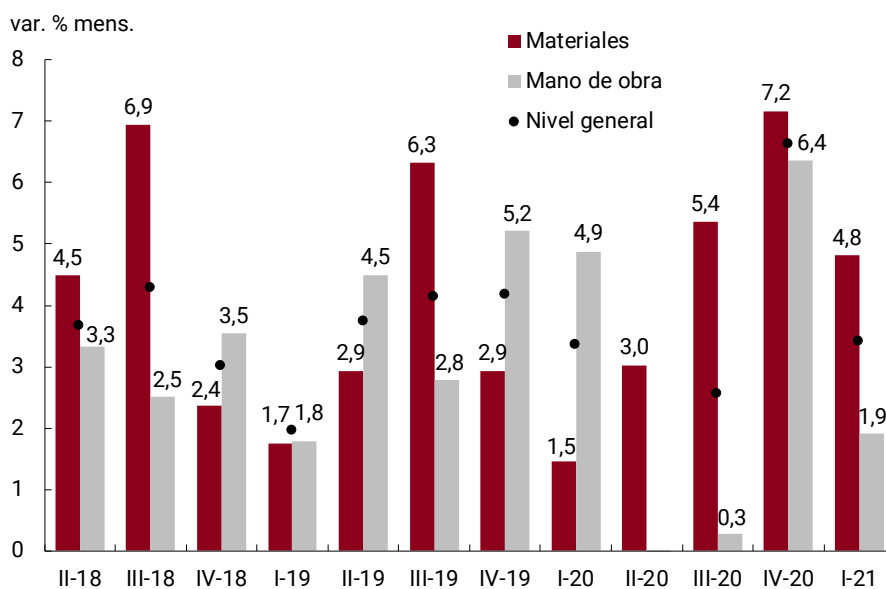


El mayor ritmo de expansión fue generalizado entre sus principales divisiones. Los productos primarios subieron 5,9% promedio mensual en el primer trimestre (+0,6 p.p. por encima del aumento del cuarto trimestre de 2021), reflejando principalmente la evolución del Petróleo crudo y gas (8,5% promedio mensual en el primer trimestre, +4,7 p.p. en relación con el período previo). Este incremento estuvo vinculado al aumento

de los valores internacionales del crudo que se verificó en los primeros meses del año. En tanto, los precios de los Productos agropecuarios mantuvieron su dinamismo y subieron 4,2% promedio mensual en el primer trimestre (-2,7 p.p. respecto al período previo), destacándose hacia el interior de este agrupado la moderación en el ritmo de suba de los Productos ganaderos. Los Productos manufacturados exhibieron subas elevadas, en torno a 4,8% promedio mensual en el primer trimestre (+0,7 p.p. respecto al período previo), con una amplia difusión en los aumentos en los ítems que conforman este agrupado. Cabe señalar que los precios de la Energía eléctrica —de bajo peso relativo en el IPIM—, subieron 7,6% promedio mensual en el primer trimestre, reflejando la actualización de los precios mayoristas de referencia para la energía eléctrica establecidos por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE, Resolución 79/2021), que se mantenían sin cambios importantes desde 2019. Finalmente, los precios de los Productos importados mantuvieron un ritmo elevado al subir 5,6% promedio mensual (+0,7 p.p. por encima del período previo). En abril, las principales divisiones del IPIM, tuvieron tasas de expansión mensuales levemente más bajas que las que se verificaron en promedio durante el primer trimestre, aunque mantuvieron subas importantes, con aumentos de 4,9% mensual para los Productos primarios y para los Productos manufacturados.

Durante el primer trimestre, los costos de la Construcción tuvieron un ritmo de expansión inferior al de los precios minoristas y mayoristas, desacelerándose respecto al último trimestre de 2020 hasta 3,4% promedio mensual en el primer trimestre (-3,2 p.p.). En línea con el mayor dinamismo de los bienes en relación con los servicios que se observó en el IPC, hacia el interior de este agrupado los precios de los Materiales mantuvieron un elevado ritmo de expansión al crecer 4,8% promedio mensual en el primer trimestre (-2,4 p.p. respecto al período previo), afectados parcialmente por el incremento de los precios internacionales de los metales. Por su parte, el capítulo Mano de obra subió 1,9% promedio mensual (-4,4 p.p. en relación con el cuarto trimestre de 2020), reflejando la entrada en vigencia del último tramo paritario del acuerdo salarial entre UOCRA y CAMARCO que se concretó en febrero (ver Gráfico 6.6). En abril, los costos de la construcción se aceleraron significativamente hasta 6,4% mensual, explicado principalmente por la suba del componente mano de obra (9%), tras concretarse el primer tramo del nuevo acuerdo salarial, mientras que los materiales siguieron con subas elevadas, en torno a 4,1%. Cabe señalar que en términos interanuales se siguió observando una marcada disparidad entre la evolución de los costos de los Materiales y la Mano de obra, con aumentos a abril de 84,6% i.a. y 34,6% i.a., respectivamente.

Gráfico 6.6 | Costos de la construcción



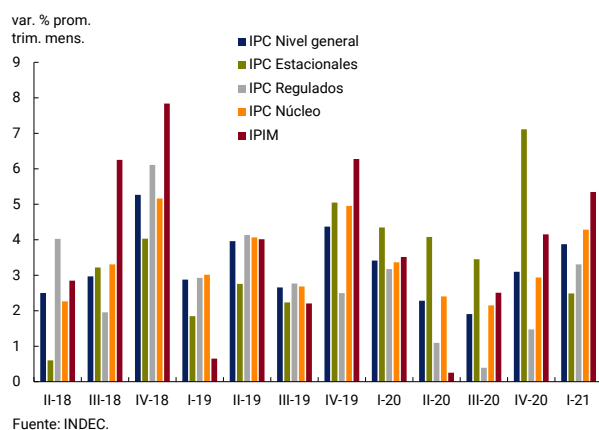
Fuente: INDEC.

6.2. Los precios minoristas se aceleraron hasta 46,3% en términos interanuales en abril manteniendo una gran heterogeneidad a nivel más desagregado

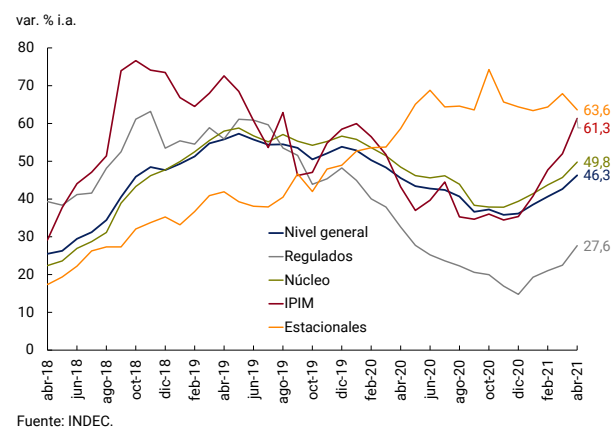
El IPC marcó una suba de 46,3% i.a. en abril, acelerándose desde noviembre de 2020, por encima de la inflación promedio que se verificó durante el año previo. Esta tendencia se observó entre los principales agregados del IPC, aunque mantuvieron diferentes tasas de crecimiento y profundizaron el cambio de precios relativos que se observó a lo largo del año pasado (ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIIM)

(a) Variaciones trimestrales

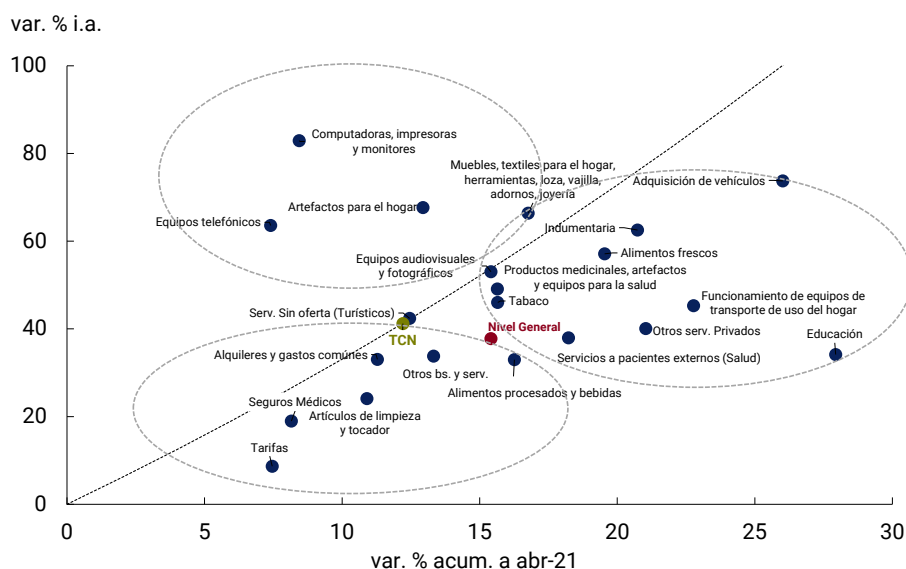


(b) Variaciones interanuales



En los meses recientes se observaron cambios en las tendencias de algunos bienes y servicios. En el Gráfico 6.8 se compara la variación de los últimos 12 meses a abril con la variación acumulada en el primer cuatrimestre del año de los precios relevados en el IPC de la Ciudad de Buenos Aires, el cual dispone de una mayor apertura. La curva que divide el cuadrante en dos representa tasas equivalentes para ambos periodos y, por lo tanto, aquellos bienes y servicios que se ubican por debajo de la misma aceleraron su ritmo de inflación. En particular, se identificaron tres grupos.

Gráfico 6.8 | Dinámicas heterogéneas al interior del IPC BA



El primer grupo se caracterizó por haber mostrado una aceleración en lo que va del año, luego de haber mostrado la inflación más moderada en 2020. Tal es el caso de los Alimentos procesados, en particular los lácteos alcanzados por los programas de precios de referencia. También verificaron un comportamiento similar en ese período las tarifas de servicios públicos, que reflejaron las actualizaciones en servicios postales y transporte, y los servicios no alcanzados directamente por acuerdos gubernamentales (alquileres, servicios financieros, seguros, gastos comunes para la vivienda, mantenimiento y reparación del hogar).

El segundo grupo evidenció subas de magnitud durante 2020 pese a lo cual también incrementaron su ritmo de expansión durante el primer cuatrimestre. En él se encuentran los Alimentos frescos —reflejando la evolución de la Carne vacuna y derivados, Verduras y hortalizas y Frutas—, los Medicamentos, la Indumentaria y los Equipos, máquinas y servicios vinculados a la salud. Asimismo, alcanza el caso de los automóviles, donde se combinaron restricciones de oferta interna frente a un incremento de la demanda impulsado por la recuperación de la actividad económica, en un marco en el cual el sector estuvo operando al límite de su capacidad instalada, junto a restricciones de oferta externa.

En el tercer grupo, tras haber exhibido un elevado ritmo de expansión durante el año previo moderaron su dinamismo en los primeros meses de 2021, incluso por debajo de la variación acumulada del tipo de cambio nominal en el primer trimestre. En este grupo se incluyen los productos con alto contenido importado, como los artículos de electrónica, computación y electrodomésticos, otros bienes no esenciales como los textiles para el hogar, artículos de joyería, muebles e indumentaria, entre otros. Esta tendencia puede estar asociada a una menor incertidumbre sobre los costos de reposición frente a la estabilidad de la brecha entre el tipo de cambio nominal y las cotizaciones implícitas en operaciones de compra y venta de activos financieros, aunque algunas limitaciones de la oferta para abastecer el crecimiento de la demanda podrían continuar ejerciendo presión alcista sobre este conjunto de bienes.

6.3. Perspectivas

En los próximos meses³⁸, la evolución de la situación epidemiológica podría incidir en la dinámica de la inflación. Las restricciones a la movilidad y los cierres temporarios focalizados en ciertas actividades y regiones para limitar la suba de contagios —de menor alcance que las del año anterior— podrían contribuir a morigerar la suba de los precios de algunas actividades, especialmente en aquellos servicios vinculados al esparcimiento y el transporte.

La política cambiaria contribuirá a quitar presiones adicionales sobre el ritmo de suba de los precios de los bienes, más vinculados a la evolución del tipo de cambio. Los servicios privados, más intensivos en mano de obra, quedarían más ligados a la evolución de los salarios.

Por su parte, las tarifas de los servicios públicos aumentarían en el año por debajo de lo esperado inicialmente, contribuyendo a quitar presión sobre el ritmo de suba de los precios domésticos, al ubicarse por debajo de la pauta inflacionaria para diciembre 2021 fijada en la Ley de Presupuesto Nacional 2021. En los próximos meses, la decisión de actualizar los precios de referencia de la energía mayorista por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE, Resolución 79/2021) para los grandes usuarios que adquieren los servicios energéticos a las empresas distribuidoras podría afectar los costos de las empresas, las cuales

³⁸ En el informe de abril del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA, la mediana de las expectativas de inflación general para el año en curso se ubicó en 47,3% mientras que quienes encabezan las primeras 10 posiciones del ranking del REM estiman en promedio que la inflación interanual alcance 47,5% en diciembre de 2021.

buscarían trasladar esas subas a las listas de precios minoristas para recomponer los márgenes de comercialización.

En sentido contrario, los precios internacionales de las materias primas podrían continuar ejerciendo presión sobre el proceso de formación de precios a nivel local, en un escenario de extraordinaria liquidez global caracterizado por una menor fortaleza relativa del dólar frente a las principales monedas emergentes y cambios significativos en los precios relativos de materias primas, insumos y bienes finales.

La continuidad de los programas y acuerdos de precios gubernamentales orientados a fijar precios de referencia para un conjunto de bienes de primera necesidad seguiría contribuyendo a alinear expectativas y preservar el poder adquisitivo de los salarios. En esta línea, la iniciativa del Gobierno Nacional de convocar a distintos sectores empresarios para encarar acuerdos de precios sectoriales amplios y flexibles apunta a quebrar la inercia alcista de algunos grupos de bienes que mostraron un gran dinamismo desde el inicio de las medidas de restricción a la movilidad. En este sentido, los recientes acuerdos de precios para la comercialización de electrodomésticos y de artículos electrónicos prevé retrotraer los precios a los niveles del 1 de abril por seis meses hasta el 31 de octubre, con posibilidad de incorporar cláusulas trimestrales de revisión en función del comportamiento de algunas variables como el tipo de cambio, que impacta directamente sobre la estructura de costos de los fabricantes. La extensión de estos acuerdos sectoriales a otros rubros contribuiría a contener la suba de precios y garantizar el normal abastecimiento de productos.

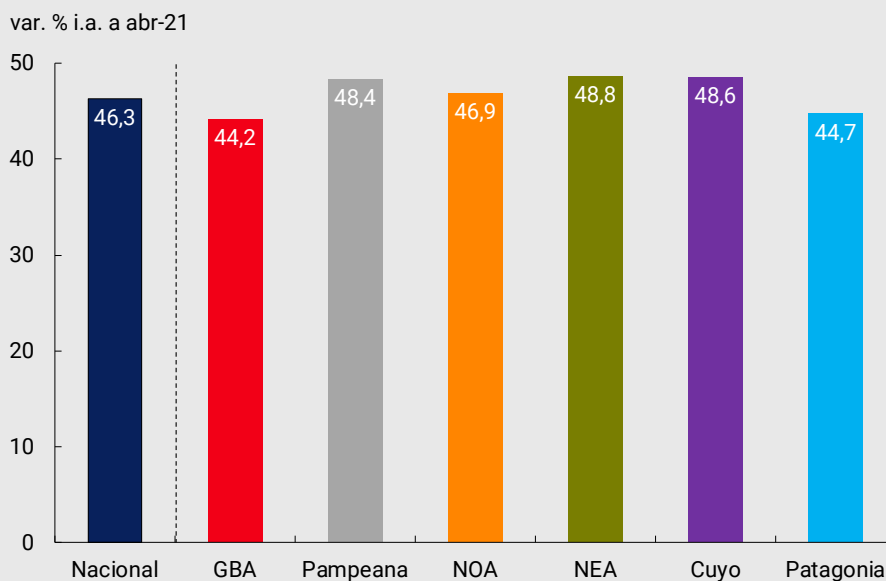
En los próximos meses, ya sin la influencia de aquellos factores que transitoriamente ejercieron presión sobre el proceso de formación de precios, se espera que la inflación inicie un proceso de descenso gradual y sostenido. El BCRA contribuirá a consolidar dicho proceso a partir de un manejo prudente de la política monetaria. En el marco de la estrategia de flotación administrada, el BCRA continuará adecuando el ritmo de variación del tipo de cambio a las necesidades que emanen de la coyuntura para aliviar tensiones y preservar los equilibrios monetario y externo (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

Apartado 5 / Apertura regional de la evolución de precios minoristas

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cobertura nacional elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos es un indicador representativo de la evolución de precios minoristas de la canasta de consumo de los hogares en todo el país. Para su elaboración se relevan precios en 39 aglomerados urbanos que comprenden la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) y 24 partidos del conurbano bonaerense — que conforman el Gran Buenos Aires (GBA)—, todas las capitales provinciales y otras localidades de mayor población. Esta información se agrupa en 6 regiones: GBA, Pampeana, Noroeste Argentino (NOA), Noreste Argentino (NEA), Cuyo y Patagonia. Desde el punto de vista técnico, el IPC se construye mediante un promedio ponderado de índices regionales, que participan en el IPC de cobertura nacional según la importancia del gasto urbano de la región en el gasto total urbano a nivel nacional³⁹. La región del GBA y la Pampeana tienen el mayor peso en el indicador nacional, concentrando casi el 80% del gasto total de los hogares urbanos⁴⁰.

Con datos a abril 2021, la inflación a nivel nacional promedió una suba acumulada en los últimos doce meses de 46,3% i.a. Al interior del país, la dispersión de los registros interanuales resultó algo mayor que en el pasado (con un desvío estándar de 1,9 p.p. y un coeficiente de variación de 4%), manteniendo una tendencia similar entre las diferentes regiones, con un rango de registros que oscilan entre un mínimo 44,2% i.a. para el GBA y un máximo de 48,8% en el noreste (ver Gráfico 1). A nivel regional, los índices de precios pueden presentar discrepancias en sus tasas de variación en el corto plazo, aunque suelen converger hacia una tendencia similar.

Gráfico 1 | IPC. Evolución reciente del IPC por regiones



Fuente: INDEC.

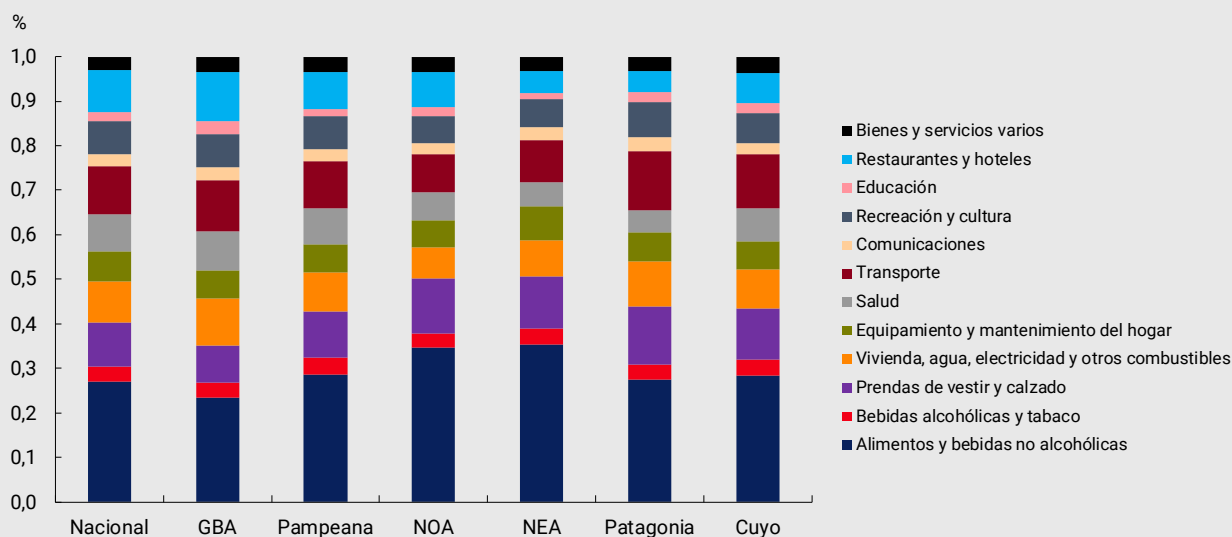
39 A partir de los resultados de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares 2004/05 (ENGHo 2004/05).

40 Ver [Apartado 3 / Índice de precios al consumidor nacional](#) de la edición de julio de 2017 del Informe de Política Monetaria.

Las discrepancias en las tasas de variación entre regiones responden principalmente a las distintas ponderaciones que poseen diversos conjuntos de productos en cada región (de acuerdo a las canastas representativas de consumo locales), a diferencias en las muestras utilizadas para realizar los relevamientos y a decisiones administrativas de carácter subnacional que impactan sobre el período de actualización y/o el grado ajuste de algunos precios regulados, específicamente en las tarifas de los servicios públicos.

En primer lugar, los patrones de consumo de la población en cada región del país determinan una estructura de ponderaciones diferente para los distintos índices que conforman el índice nacional. Estas discrepancias se observan particularmente al analizar al IPC en términos de Bienes y Servicios, verificándose un mayor peso de los Servicios en el ámbito de GBA, particularmente en la región de CABA⁴¹, en relación con las demás regiones, que tienen una participación de los bienes significativamente mayor (ver Gráfico 2). Mientras que en las regiones del Noroeste y Noreste el peso de los bienes representa más del 75% del índice, en GBA los bienes alcanzan una proporción menor, en torno al 60% de la canasta. Esta estructura de ponderaciones explica las diferencias de las variaciones del nivel general entre los índices regionales que se observaron en el último año, donde el índice de GBA creció por debajo de los de las demás regiones por el mayor peso relativo de los servicios, los cuales tuvieron una dinámica más acotada que los bienes.

Gráfico 2 | IPC. Desagregación de ponderaciones al interior del IPC nacional y por regiones por división



Fuente: INDEC.

Hacia el interior de los bienes que conforman el IPC, se observan diferencias relevantes en el peso relativo del agrupado de los Alimentos y Bebidas no alcohólicas entre cada región, con ponderaciones más altas para el NOA y NEA y menor para GBA. Estas diferencias en las estructuras de ponderaciones imprimen heterogeneidad en la evolución de cada índice ante shocks que afectan a la economía. Por ejemplo, ante los episodios de abruptas depreciaciones de la moneda —que fueron muy frecuentes en el período 2018 y 2019—, inicialmente los índices con un mayor peso relativo de bienes reaccionaron más rápidamente al alza. Este fenómeno encuentra explicación en el hecho de que los precios de los bienes están en mayor medida

41 En el caso del Índice de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) elaborado por la Dirección de Estadística y Censos de CABA, la ponderación de bienes y servicios en el período base es de 47%, y 53%, respectivamente. Esto representa una mayor ponderación relativa para servicios que lo observado en el IPC GBA de INDEC que, a nivel de cobertura territorial además de la CABA, abarca también el conurbano bonaerense.

determinados por la evolución de la paridad cambiaria en relación con los servicios, los cuales tienen una función de producción que es más intensiva en el uso del factor trabajo y se caracterizan por ser habitualmente menos transables que los bienes.

La selección de la muestra para llevar a cabo el relevamiento de precios se constituye como otro factor que puede explicar parte de la brecha regional en la medición estadística de los precios minoristas. La escasez o faltante de determinados productos en diversas áreas del país, vinculada a eventuales cuestiones de logística, factores climáticos o idiosincráticos influyen sobre los precios de los productos relevados. Asimismo, los diferentes canales de distribución de productos a lo largo del país —con predominio de grandes cadenas de distribución en las ciudades más pobladas y de circuitos de distribución tradicionales en los centros urbanos más pequeños—, generan mayor dispersión en los precios de los productos relevados en las regiones en las que predominan los centros urbanos con menor población relativa. Cabe señalar que los incrementos interanuales más elevados no necesariamente se asocian a regiones en las que se observan los niveles absolutos de precios más altos. En menor medida, la división de Prendas de vestir y calzado también se caracteriza por presentar cierta heterogeneidad en la oferta entre las regiones, lo que también puede generar diferencias en la evolución relativa de los precios de este tipo de conjunto de bienes.

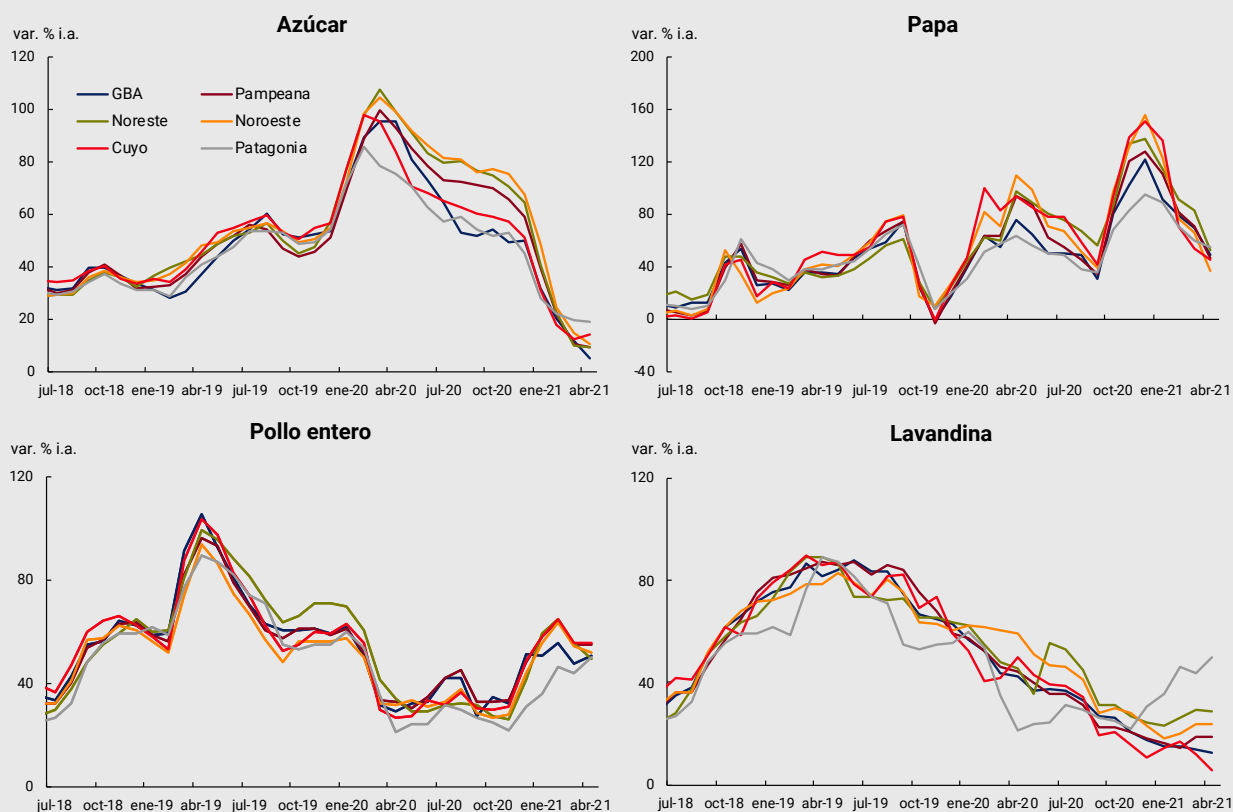
Con relación al último de los factores identificados, el ritmo y la magnitud de suba de las tarifas de los servicios públicos puede no coincidir simultáneamente en todas las regiones en los casos que los gobiernos provinciales tengan jurisdicción sobre las empresas prestadoras y la autorización de los aumentos en las tarifas no se fijen por resoluciones de carácter nacional⁴². En dichos casos, la determinación de los cuadros tarifarios es más proclive a seguir un cronograma de actualización ajustado a las necesidades que emanen de la coyuntura local, a la estructura de costos de las empresas privadas encargadas de proveer el servicio en cada localidad y a la situación inicial de los esquemas tarifarios de cada provincia. A nivel de hechos estilizados, cuando los entes regulatorios provinciales autorizan subas, el impacto de la actualización tarifaria queda circunscripto únicamente a la provincia afectada, dando lugar a dinámicas diferenciadas por regiones. En efecto, durante el primer trimestre del año, el mayor dinamismo de la división “Vivienda, gas, electricidad, agua y otros combustibles” en los IPC de NOA y Cuyo en relación con el resto de las regiones reflejó la suba en la prestación de los servicios de provisión de agua potable y saneamiento en Mendoza y los aumentos autorizados por los entes provinciales en los cuadros tarifarios en energía eléctrica en Mendoza y San Luis y Tucumán y Salta, por citar algunos casos recientes⁴³.

Al margen de los factores mencionados que explican, en parte, las diferencias que se observaron entre los índices regionales, se destaca el hecho de que, al considerar precios medios de bienes específicos relevados por el INDEC de acuerdo con la canasta del IPC Nacional para cada región, se observan generalmente variaciones de magnitud similar en los últimos años (ver Gráfico 3).

42 En el caso de las tarifas de la energía eléctrica, excluyendo el GBA los gobiernos provinciales tienen jurisdicción sobre las empresas distribuidoras y los aumentos son autorizados a partir de las resoluciones de los entes reguladores provinciales.

43 No obstante, cabe destacar las recientes subas en las tarifas de energía eléctrica autorizadas en I-21 en otras provincias como Río Negro (Patagonia), Córdoba y Santa Fe (Pampeana) y Entre Ríos (Noreste).

Gráfico 3 | IPC. Evolución interanual de los precios medios de selección de bienes desagregados por región



Fuente: INDEC.

Puede concluirse entonces que las brechas que se observan en las dinámicas regionales de la inflación minorista no necesariamente se explican a partir de una evolución diferencial de los precios de un mismo producto, sino que deben considerarse, entre otros factores, las particularidades propias de la construcción técnica de los índices o eventuales incidencias de disposiciones administrativas con impacto geográfico diferencial, entre otros factores.

7. Política Monetaria

La pandemia del COVID-19 fue un shock sin precedentes, que encontró a la economía argentina en una situación de emergencia, sin acceso a los mercados de crédito y con espacio muy limitado para hacer política anticíclica. En este contexto, el Gobierno Nacional y el BCRA utilizaron todos los instrumentos disponibles para diseñar una estrategia de respuesta a la pandemia que contribuyera a contener el impacto de la crisis sobre las condiciones de vida de la sociedad. Superada la fase inicial del ciclo COVID-19, la economía doméstica entró en una fase de recuperación gradual, que fue acompañada por la exitosa reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera con tenedores privados y la reconstrucción del mercado de deuda en pesos. La recomposición de los ingresos del sector privado durante este lapso permitió reducir los esfuerzos de asistencia del Gobierno Nacional y del BCRA, pasando a un esquema de mayor focalización de dichas políticas.

Durante el primer trimestre del año los medios de pago continuaron moderando su ritmo de crecimiento. En parte, esta dinámica se explicó por la mayor demanda de instrumentos de ahorro en pesos, cuya tasa de crecimiento interanual a precios constantes se mantuvo en niveles históricamente elevados. En tanto, en un contexto en el que el tipo de cambio real se ubicaba por sobre su promedio histórico, se adaptó el ritmo de ajuste del tipo de cambio nominal con el objetivo de contribuir a la desaceleración de los precios internos.

La segunda ola de COVID-19 y su potencial impacto en la marcha de la economía generan un panorama de incertidumbre para los próximos meses. El avance de la vacunación de la población y una infraestructura sanitaria más preparada contribuirán a atenuar los efectos económicos de la pandemia. En este contexto, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social. Para ello, continuará esterilizando eventuales excedentes monetarios y administrando el tipo de cambio con el fin de contener presiones inflacionarias, preservar el equilibrio externo y fomentar el desarrollo productivo.

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

La pandemia del COVID-19 fue un shock sin precedentes, que encontró a la economía argentina en una situación de emergencia, sin acceso a los mercados de crédito y con un espacio muy limitado para hacer política anticíclica. En este contexto, el Gobierno Nacional y el BCRA utilizaron todos los instrumentos disponibles para diseñar una estrategia de respuesta a la pandemia que contribuyera a contener el impacto de la crisis.

Este accionar conjunto y extraordinario resultó similar al observado en otros países, donde tanto los gobiernos como los bancos centrales diseñaron políticas de estímulo. En este sentido, las medidas fiscales para sostener la actividad económica, junto con el impacto negativo de la crisis en los ingresos fiscales y el aumento de algunos gastos (como los programas sociales) llevaron a un fuerte incremento del déficit fiscal (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

El apoyo financiero al Tesoro Nacional y la consecuente esterilización de los excedentes de liquidez generó un incremento nominal en el saldo de los pasivos remunerados del BCRA. La dinámica de este crecimiento acompañó el proceso de gradual normalización de la economía. En efecto, al considerar el stock de instrumentos del BCRA como porcentaje del PIB se observa un incremento hasta mediados de 2020 y una gradual

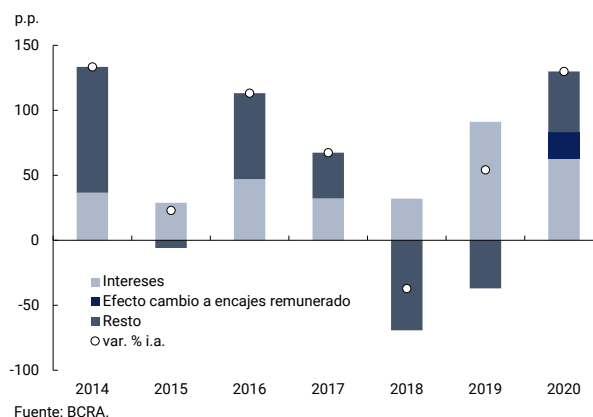
reducción posterior, registrándose siempre niveles inferiores a los máximos alcanzados durante 2017-18. Si se miden los pasivos remunerados en dólares se observa que, si bien crecieron en 2020, estos representan aproximadamente la mitad del nivel máximo alcanzado entre 2017 y 2018 (ver Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1 |

(a) Pasivos remunerados del BCRA



(b) Contribución al crecimiento interanual por componentes



La contribución al crecimiento de los pasivos remunerados del BCRA asociada al pago de los intereses por dichos instrumentos en 2020 fue inferior a la del año previo. Este menor peso relativo está vinculado al proceso de adecuación que tuvieron las tasas de interés de los instrumentos del BCRA desde finales de 2019. Un elemento adicional que contribuyó al incremento en el saldo de los pasivos remunerados del BCRA fue el cambio en el esquema de encajes de mayo y junio de 2020. El BCRA permitió que la totalidad de los encajes correspondientes a los depósitos a plazo fijo fueran integrados en LELIQ, pasando de un encaje no remunerado a uno remunerado.

El mayor dinamismo de la actividad económica registrado desde mediados del año pasado permitió una progresiva focalización de los esfuerzos de asistencia al sector privado. Los resultados de estas políticas continuaron viéndose reflejados en la evolución durante el primer cuatrimestre de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios. En las siguientes secciones se realiza un análisis de la evolución de estas variables.

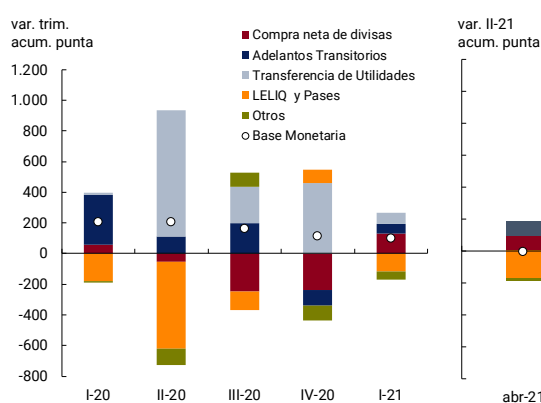
7.1.1. En la primera parte de 2021 continuó la moderación en el ritmo de expansión de los agregados monetarios

La recuperación de la actividad económica y la sostenida mejora de los ingresos del sector privado disminuyeron la necesidad de asistencia fiscal extraordinaria y permitieron, entre otros factores, mejorar la dinámica de las cuentas públicas. En lo que va del año las medidas de asistencia al sector privado en el marco de la pandemia se focalizaron en el Área Metropolitana de Buenos Aires, lo que contrastó con las masivas asistencias que se brindaron durante 2020. La recaudación tributaria continuó fortaleciéndose en igual período, a partir del aporte de los impuestos relacionados al comercio exterior y de la sostenida recuperación de los tributos vinculados a la actividad económica interna. Asimismo, siguieron incidiendo positivamente sobre los ingresos públicos las modificaciones normativas sobre impuestos dispuestos en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de fines de 2019 y en la Ley de Presupuesto Nacional 2021 (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

Paralelamente, la reconstrucción del mercado de deuda en pesos permitió continuar canalizando una proporción de las necesidades de financiamiento a través del mercado. Así, el Tesoro Nacional logró en lo que va del año un financiamiento neto positivo de unos \$149.000 millones, de los cuales \$90.550 millones corresponden al primer trimestre y el resto a abr-21. Todo esto posibilitó una disminución de la asistencia financiera del BCRA al Tesoro Nacional desde finales de 2020. De este modo, en el primer trimestre de 2021 se registró una variación acotada y balanceada de los factores de la base monetaria, dinámica que se mantuvo en lo que va del segundo trimestre. Puntualmente, en lo que refiere a la asistencia financiera al Tesoro Nacional, ésta se ubica en línea con los registros de años previos en términos del PIB, excluyendo el primer año de la pandemia (ver Gráfico 7.2).

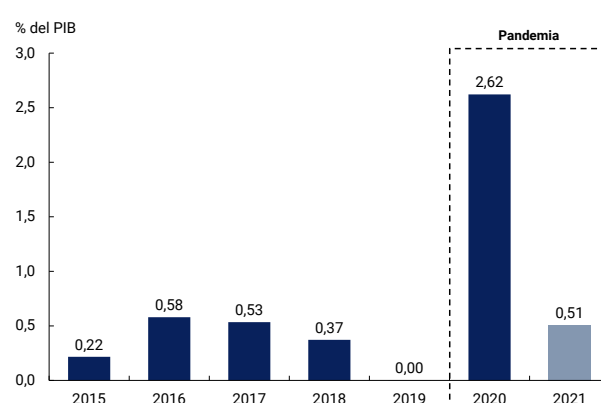
Gráfico 7.2 |

(a) Factores de expansión de la base monetaria



Fuente: BCRA.

(b) Financiamiento al Tesoro Nacional (acum. abril de cada año)



Fuente: BCRA.

La moderación de la política monetaria permitió que los agregados monetarios continuaran con el proceso de convergencia. Así, en el primer cuatrimestre de 2021 los medios de pago medidos a través del M2 privado, registraron una tasa de expansión promedio mensual de 1,9% nominal y sin estacionalidad (s.e.), lo que implicó una contracción real de 2,3%. En lo que respecta a la composición del crecimiento de los medios de pago a precios corrientes, prácticamente todo el impulso provino de los depósitos a la vista, dado que el circulante en poder del público se mantuvo casi inalterado.

Recuadro. Evolución de los Agregados Monetarios en términos del PIB

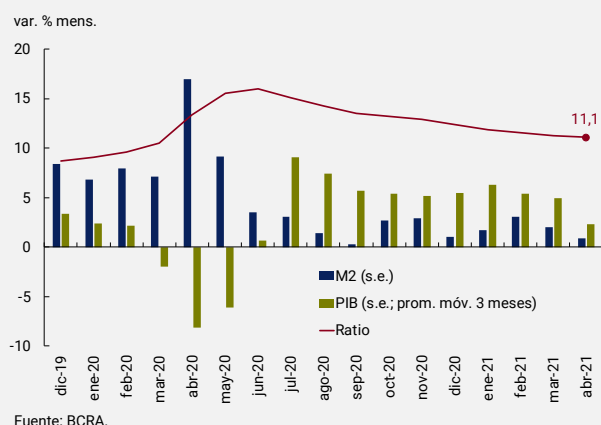
La moderación del crecimiento de los agregados monetarios en un marco de recuperación de la actividad económica dio lugar a una caída en los ratios a PIB. Así, el M2 privado mostró una moderación de prácticamente 5 p.p. desde el máximo valor registrado en junio de 2020, hasta ubicarse en 11,1% del PIB en abril. El fuerte crecimiento de la primera parte de 2020 se explicó tanto por la expansión del agregado en términos nominales (que estuvo concentrada entre abril y mayo) como por la caída del Producto. Posteriormente, la normalización de la actividad económica fue compensando gradualmente la expansión nominal de los agregados (ver Gráfico 7.3).

En cuanto a los componentes, los depósitos a la vista, que fueron los que verificaron la mayor expansión durante la pandemia, en abril se posicionaron por debajo del registro promedio de las últimas décadas. La caída en la relación a PIB de los depósitos a la vista fue más moderada que la presentada por el circulante en poder del público. Las tenencias de efectivo del sector privado no financiero con anterioridad a la pandemia se ubicaban en valores mínimos históricos, comportamiento que se explicó entre otras cosas por el crecimiento en la utilización de medios de pago digitales que operan con cuentas a la vista. Sin embargo, durante el período de Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO) las transferencias de asignaciones sociales repercutieron

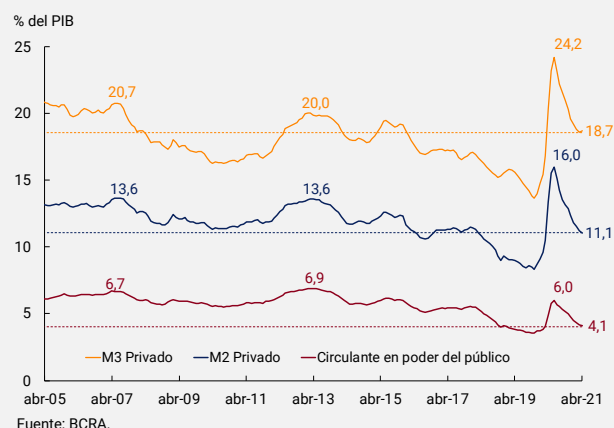
en la dinámica del circulante en poder del público, ya que estos pagos fueron efectuados a sectores que hacen una mayor demanda de efectivo y una parte importante de esos fondos son extraídos rápidamente de las entidades bancarias. También influyó la mayor demanda en comercios de cercanía que se caracterizan por un uso más intensivo de efectivo. Pasado el período de mayores restricciones a la movilidad, la demanda de circulante se ajustó a los niveles prepandemia y actualmente alcanza valores muy próximos a los mínimos históricos. Esta tendencia observada en los últimos meses se podría revertir transitoriamente en el corto plazo por el pago de los bonos de ANSES a los sectores más vulnerables, debido a las nuevas restricciones a la movilidad.

Gráfico 7.3 |

(a) M2 privado en porcentaje del PIB



(b) Agregados en porcentaje del PIB

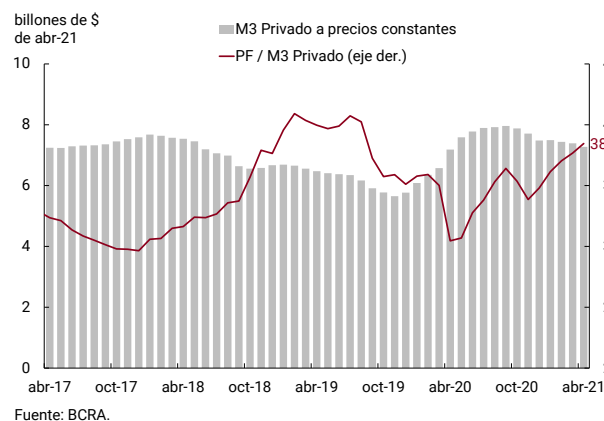


7.1.2. Los instrumentos de ahorro en moneda local siguieron creciendo en términos reales

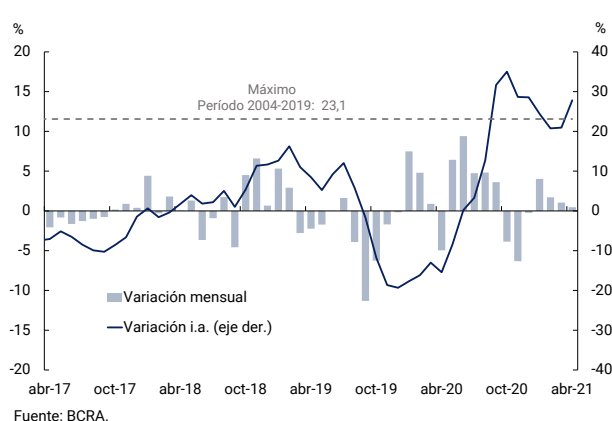
Otro factor que colaboró con el bajo dinamismo que presentaron los medios de pago fue la demanda de instrumentos de ahorro denominados en pesos. En efecto, cuando analizamos el M3 privado, un agregado monetario amplio, este sostuvo una tasa de expansión promedio mensual cercana al 3,5% durante el primer cuatrimestre del año, lo que implicó una ligera caída a precios constantes. En cuanto a sus componentes, los depósitos a plazo siguieron creciendo a mayor ritmo, lo que se reflejó en un significativo y sostenido aumento de su participación relativa (en detrimento de los medios de pago) desde mediados del año pasado (ver Gráfico 7.4a)

Gráfico 7.4 |

(a) M3 privado sin estacionalidad a precios constantes



(b) Colocaciones a plazo fijo sin estacionalidad a precios constantes



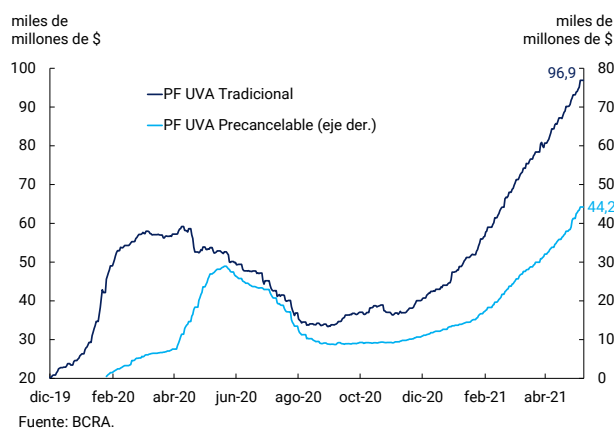
Durante el primer cuatrimestre del año el crecimiento promedio mensual de las colocaciones a plazo fijo fue de 1,8%, real s.e. De este modo, con datos a abril de 2021 la tasa de expansión interanual a precios constantes fue de 27,8%, manteniéndose por encima de los valores máximos de la historia reciente (ver Gráfico 7.4b).

Distinguiendo por estrato de monto, el segmento mayorista (más de \$20 millones) fue el más dinámico. Este segmento de depósitos a plazo está compuesto primordialmente por depósitos correspondientes a Prestadoras de Servicios Financieros (en especial, los Fondos Comunes de Inversión de *Money Market* —FCI MM—) y Empresas. Ambos tipos de depositantes mantuvieron una tendencia creciente ininterrumpida desde inicios de noviembre del año pasado hasta mediados de abril, para luego estabilizarse. Por otra parte, también se destacó el crecimiento que presentaron desde principios de año las colocaciones entre \$1 y \$20 millones. En tanto, las colocaciones minoristas se mantuvieron prácticamente sin cambios en términos reales en lo que va del año.

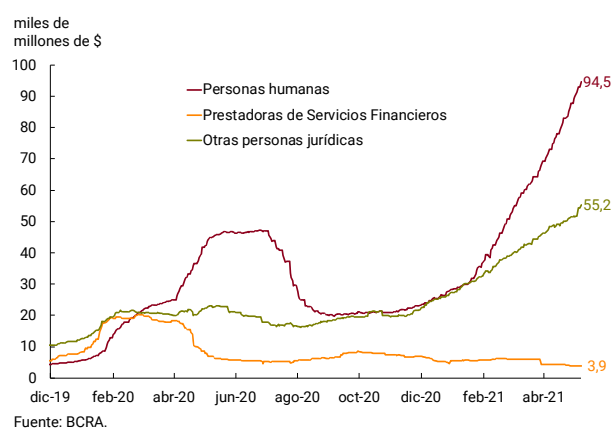
Un segmento que se destacó por su amplio dinamismo fue el denominado en UVA. Si bien su participación en el total es creciente, todavía representa una fracción acotada. Este tipo de colocaciones continuaron la tendencia iniciada a mediados de noviembre del 2020, aunque con una aceleración significativa desde enero pasado. En efecto, las colocaciones tradicionales (es decir, sin opción de precancelación) crecieron a un promedio mensual del 14,2% real el primer cuatrimestre. En tanto, las colocaciones precancelables, que tienen una tasa garantizada del 1%, se expandieron a un promedio mensual del 25,4% real. En lo que refiere a la composición por tipo de depositante, se observa que la mayor contribución al crecimiento provino de las personas humanas, cuyos depósitos a plazo en UVA crecieron a una tasa promedio mensual de aproximadamente 26,1% a precios constantes el primer cuatrimestre⁴⁴ (ver Gráfico 7.5).

Gráfico 7.5 |

(a) Saldo de colocaciones a plazo fijo en UVA por tipo de depósito



(b) Saldo de colocaciones a plazo fijo en UVA por tipo de depositante (b)



Para las personas con actividad agrícola están disponibles las imposiciones a plazo fijo con tasa variable vinculada al valor del dólar (DIVA dólar). Estas colocaciones, que mantuvieron una tendencia creciente gradual en los dos primeros meses del año, comenzaron a contraerse desde inicios de marzo. De este modo, el saldo a mediados de mayo se ubicó en \$8.700 millones, valor similar al de fines de noviembre del año pasado.

La mejora en la posición fiscal y monetaria, junto con el crecimiento de los plazos fijos tradicionales y la existencia de las alternativas de ahorro con cobertura por inflación y tipo de cambio anteriormente mencionadas,

44 Todos los estratos de monto presentaron marcados crecimientos, con una dinámica muy similar entre los depósitos de más y menos de \$1 millón.

permitieron al BCRA afrontar la nueva etapa manteniendo inalteradas las tasas de interés mínimas de plazo fijo y de política monetaria. Asimismo, esto se encuentra en línea con la importancia de acompañar el proceso de normalización de la actividad económica. No obstante, el contexto de estabilidad en la tasa de interés que pagan los depósitos a plazo fijo en pesos y la mayor inflación propiciaron que el *spread* entre las tasas en pesos y en UVA se volviera transitoriamente a favor de los depósitos en UVA, lo que explica el crecimiento de este tipo de colocaciones. Algo similar ocurrió con los depósitos cuyos montos son ajustables según la evolución del dólar, dado el menor ritmo de devaluación de la moneda doméstica.

7.1.3. La política crediticia continuó enfocada en los sectores más rezagados

Una vez superada la fase inicial de la pandemia, la economía ingresó en una etapa de paulatina recuperación, permitiéndole al BCRA pasar a un esquema de mayor focalización de la política de crédito. En esta nueva etapa la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) fue la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs⁴⁵. De este modo, se focalizó la política de asistencia crediticia en los sectores más rezagados, con tasas de interés en niveles consistentes con las de la tasa de política monetaria. Cabe destacar que, en caso de que el agravamiento de la situación epidemiológica de lugar a una nueva caída en los ingresos, este instrumento permitirá adecuar rápidamente las líneas de asistencia a las MiPyMEs.

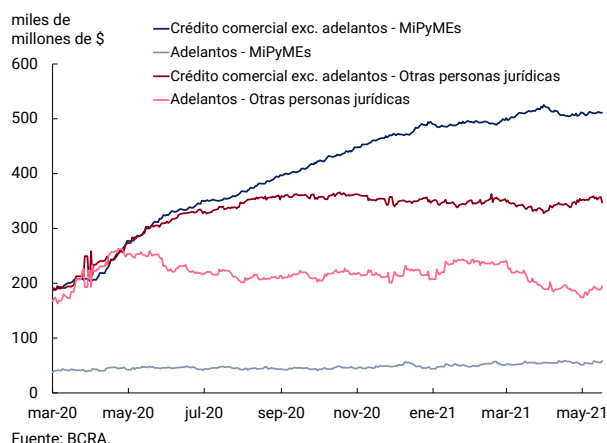
Desde su implementación, y con datos al 30 de abril, la LFIP acumula desembolsos por un total de \$513.321 millones, lo que implicó un crecimiento nominal promedio mensual de 32,4% en lo que va del año. Aproximadamente el 80% de los fondos desembolsados se destinó a financiar capital de trabajo, mientras que el 20% restante se destinó al financiamiento de proyectos de inversión. La mayor parte de estos créditos se canalizaron a través de documentos, que suelen ser la herramienta elegida para cubrir estas necesidades financieras. Debido a que los documentos descontados tienen una vida promedio cercana a los 2 meses, es esperable que una parte de los montos desembolsados se hayan amortizado. Si se tuviera en cuenta este efecto, la participación de los proyectos de inversión se ubicaría en línea con el cupo de 30% que establece la norma. Al momento de esta publicación, unas 120.180 empresas habían accedido a un crédito otorgado dentro del marco de la LFIP.

A pesar del impulso alcista provisto por las financiaciones a través de la LFIP, el crédito comercial presentó una contracción nominal desde fines de febrero. Cuando analizamos la composición por tipo de deudor se observa que prácticamente la totalidad de la baja se explica por la dinámica de las grandes empresas. Dentro de este conjunto de personas jurídicas, los adelantos en cuenta corriente representan una elevada proporción de sus fuentes de financiamiento crediticio. En los últimos meses, la mayor caída del financiamiento a grandes empresas se registró en los adelantos en cuenta corriente. El resto de las líneas a grandes empresas también presenta una tendencia a la baja desde septiembre pasado, aunque más gradual. El crédito a las MiPyMEs es muy diferente, tanto en composición como en evolución (ver Gráfico 7.6). La mayor parte del crédito a MiPyMEs se canaliza a través de documentos, que fueron impulsados por la LFIP (que explica la tendencia creciente en los últimos meses). Es así que el crédito comercial a MiPyMEs presentó una tasa de expansión a precios constantes de 35,6% i.a. en abril.

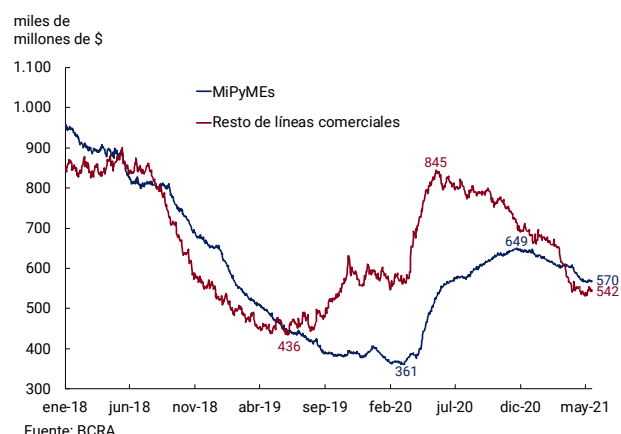
45 En marzo el BCRA dispuso prorrogar la vigencia de la LFIP hasta fines de septiembre mediante la Comunicación "A" 7240, manteniéndose el cupo de 7,5% de los depósitos del sector privado no financiero en pesos de mar-21 para entidades del Grupo A y un 25% de dicho cupo para Agentes financieros que no pertenecen al Grupo A.

Gráfico 7.6 |

(a) Saldo estimado de crédito comercial por línea y tipo de deudor



b) Evolución del saldo de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor (a precios constantes)



En línea con la recuperación en los indicadores de ingreso y confianza de los hogares, los préstamos destinados al consumo presentaron un creciente dinamismo. En particular, durante los primeros meses del año el impulso continuó proviniendo mayormente de las financiaciones con tarjeta de crédito, alentadas por la facturación del programa “Ahora 12”. Cabe señalar que la Secretaría de Comercio Interior prorrogó el programa hasta el 31 de julio con algunas modificaciones en las condiciones⁴⁶.

Con todo, el crédito total al sector privado se expandió a una tasa promedio mensual de 2,2% nominal durante el primer cuatrimestre, lo que implicó una contracción real promedio de 1,9%. En términos del PIB el crédito se ubicó en 7,5% durante abril, 0,5 p.p. por sobre el registro previo al inicio de la pandemia.

En materia regulatoria, dada la recuperación gradual que presentó la economía, el BCRA decidió normalizar los plazos de clasificación de deudores. Sin embargo, la transición será gradual, por lo que entre abril y junio los 60 días de plazo extra se reducirán a 30 y a partir de junio volverán a estar vigentes los criterios generales de mora previos al inicio de la pandemia.

7.1.4. La política cambiaria se adecuó para atender las necesidades de la coyuntura

En el frente externo, el BCRA mantiene su objetivo estructural de acumulación de Reservas Internacionales mediante el mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo. Respecto de su estrategia de corto plazo, el BCRA perfeccionó sus regulaciones cambiarias y adaptó la volatilidad del tipo de cambio nominal a las necesidades de la coyuntura.

En lo que refiere a las modificaciones regulatorias, entre las medidas tomadas durante el primer trimestre se destaca la extensión hasta fin de año del régimen que establece la refinanciación de pasivos financieros para quienes registren vencimientos de capital programados⁴⁷. Mediante la misma comunicación se flexibilizó este requerimiento para aquellos deudores que requieran acceso al mercado de cambios para la cancelación de este tipo de endeudamiento por hasta US\$2.000.000 por mes calendario⁴⁸, al tiempo que se amplió el universo de deudas exceptuadas. Por otro lado, se prorrogó hasta 30 de junio la vigencia de la conformidad previa

46 Resolución 282/2021 de la Secretaría de Comercio Interior del Ministerio de Desarrollo Productivo.

47 El marco de referencia para el endeudamiento externo del sector privado se estableció mediante el punto 7 de la Comunicación “A” 7106 y fue prorrogado por la Comunicación “A” 7230.

48 Este límite previamente era de \$1.000.000.

para el acceso al mercado de cambios para la importación de bienes y para la cancelación del principal de obligaciones financieras⁴⁹ y se flexibilizó el acceso para la importación de bienes de capital⁵⁰. Esto último busca facilitar la importación de bienes de capital que deben ser producidos a pedido de la empresa que lo importa y que debe acompañar la orden de compra con un adelanto del pago.

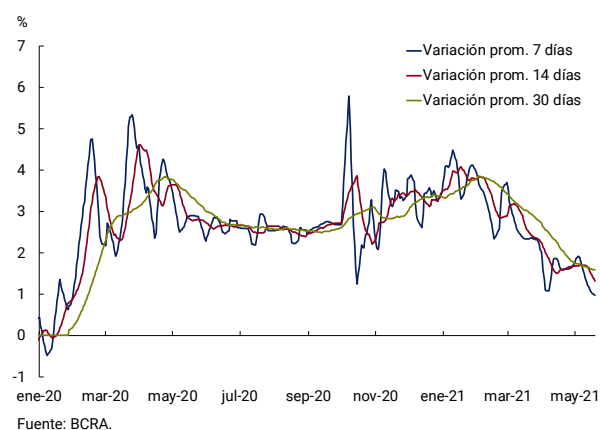
Finalmente, el BCRA reglamentó el Régimen de Fomento de Inversión para las Exportaciones⁵¹ que promueve las inversiones destinadas a la puesta en marcha de nuevos proyectos productivos⁵² y la ampliación de unidades de negocio ya existentes que requieran inversión para aumentar su producción. Las empresas que adhieran al régimen y concreten inversiones superiores a los US\$100 millones podrán disponer hasta el 20% de las divisas obtenidas en las exportaciones vinculadas al proyecto, para poder ser destinadas al pago de capital e intereses de pasivos comerciales o financieros con el exterior y/o utilidades y dividendos que correspondan a balances cerrados y auditados y/o a la repatriación de inversiones directas de no residentes. Este beneficio tiene un tope máximo anual equivalente a 25% del monto bruto de divisas ingresadas al mercado de cambios⁵³.

De manera complementaria, se ha procurado mantener un tipo de cambio real competitivo. Para ello se ha ido ajustando la volatilidad del tipo de cambio nominal y adaptándola a las necesidades de la coyuntura. En un contexto en el que el tipo de cambio real del primer trimestre se ubicó por sobre su promedio histórico, se moderó el ritmo de depreciación de la moneda con el objetivo de contribuir al proceso desinflacionario. Con todo, a fines de abril, el tipo de cambio real se ubicó en torno a su promedio histórico, registro consistente con un saldo superavitario de la cuenta corriente.

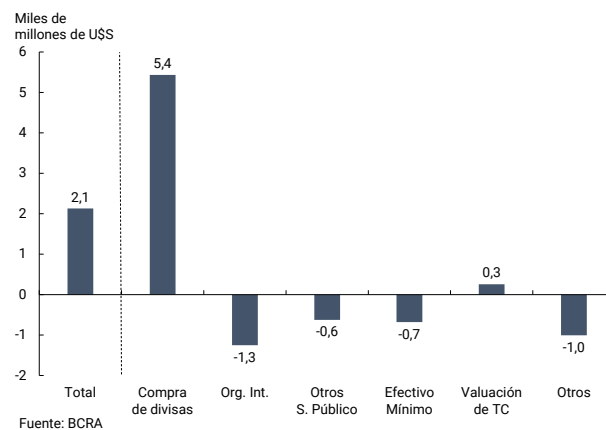
En lo que va del año, el BCRA logró mantener una tendencia creciente en el saldo de Reservas Internacionales, que acumularon al 20 de mayo un incremento de US\$2.130 millones y se ubicaron en US\$41.517 millones. Al interior de los componentes se destacó la compra neta de divisas en el mercado que, en igual período, alcanzó los US\$5.432 millones. Sin embargo, la evolución de las compras neta de divisas fue parcialmente compensada por la dinámica del resto de los factores de explicación (ver Gráfico 7.7).

Gráfico 7.7 |

(a) Variación mensualizada del Tipo de Cambio Nominal



(b) Variación de las Reservas Internacionales (acum. desde el 31-dic-20)



49 Comunicación "A" 7239.

50 Comunicación "A" 7253.

51 Decreto 234/21.

52 En actividades foresto-industriales, mineras, hidrocarburíferas, de industrias manufactureras y agroindustriales.

53 Comunicación "A" 7259.

7.2. Objetivos de la política monetaria para el año en curso

El rebrote de casos de COVID-19 y su potencial impacto en la marcha de la economía generan un panorama de incertidumbre para los próximos meses. El avance de la vacunación de la población y una infraestructura sanitaria más preparada, contribuirían a morigerar los efectos económicos de la pandemia.

Por otra parte, tras la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública. Aún resta avanzar en el proceso de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y avanzar en la reestructuración de los pasivos con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París. En el primer caso, se busca fijar un cronograma de vencimientos más razonable y acorde a la capacidad de pago de la economía, en comparación con el actual, excesivamente concentrado en el corto plazo y producto de un acuerdo *stand-by* que no cumplió sus objetivos.

Para lo que resta de 2021 se espera una menor asistencia financiera por parte del BCRA al Tesoro Nacional respecto al año anterior, tal cual se refleja en el Presupuesto Nacional 2021. No obstante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios que puedan observarse en el corto plazo. Por otro lado, se continuará con la política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a un proceso gradual de baja en la tasa de inflación.

Con una visión de mediano plazo, mientras se disipan los efectos negativos del período de pandemia y acompañando la recuperación de la economía, los agregados monetarios continuarán normalizando su dinámica. En esta nueva etapa, es esperable que tanto las necesidades de financiamiento extraordinarias del Tesoro Nacional como el consecuente esfuerzo de esterilización vayan cediendo. Esto favorecería que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por un desarme en el saldo de los mismos. Este proceso, junto con el crecimiento económico, contribuirían a reducir el peso relativo de las Letras y Pases del BCRA en su balance y también respecto al tamaño de la economía, tendencia que se apuntalaría por una dinámica creciente del crédito.

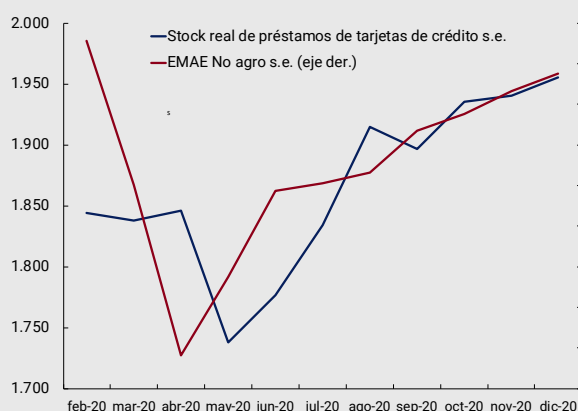
Apartado 6 / Préstamos vinculados al consumo durante 2020

Ante shocks contractivos como el experimentado a partir de marzo de 2020 producto de la pandemia de COVID-19, las personas intentan recurrir al crédito para suavizar parte de los efectos negativos sobre sus ingresos. En esos contextos, la implementación por parte del Banco Central de políticas que reducen las tasas de interés e impulsan la oferta de crédito resultan fundamentales para que el sistema financiero cumpla un rol contracíclico. En este apartado se intenta cuantificar el efecto de la reducción de tasas de interés en los préstamos más directamente relacionados con el consumo: los de tarjeta de crédito y los personales.

El Gráfico 1 muestra la evolución de los préstamos de tarjeta de crédito (en términos reales s.e.) desde febrero hasta diciembre de 2020⁵⁴, contrastándola con la evolución del EMAE (real s.e., excluyendo el sector Agro) y la tasa de interés. Como puede observarse, la dinámica de los créditos y la actividad son similares (caídas iniciales, con recuperación a partir de mayo). Sin embargo, la caída en la actividad fue mucho más intensa. A la vez, la tasa de interés de préstamos por tarjeta de crédito experimentó una baja de más de 30 puntos porcentuales (p.p.). El ejercicio desarrollado intenta cuantificar cómo hubiese sido la dinámica de estos créditos si la tasa de interés no hubiese disminuido como lo hizo, estando solo afectados por la dinámica de la actividad.

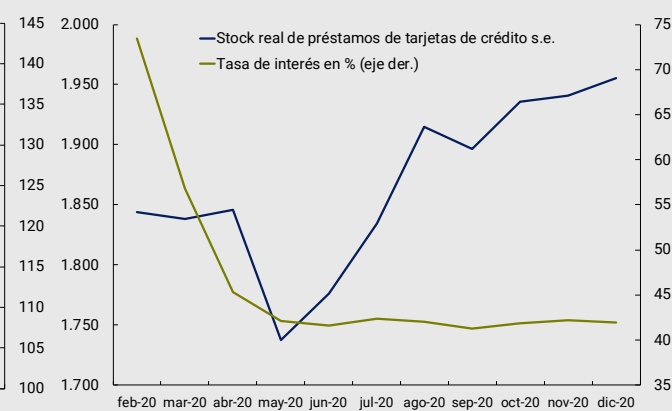
Gráfico 1 |

(a) Préstamos de tarjetas de crédito y actividad



Fuente: BCRA en base a datos propios e INDEC.

(b) Préstamos de tarjetas de crédito y tasas de Interés



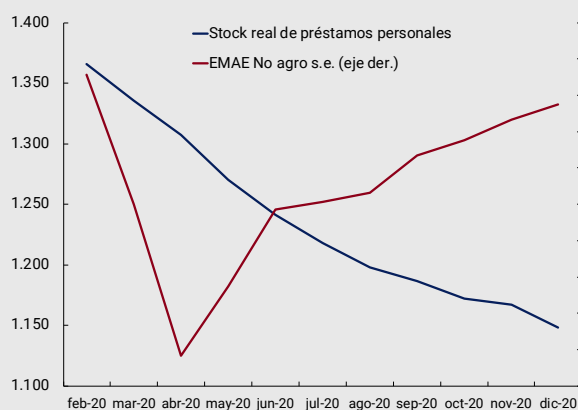
En el Gráfico 2 se contrasta la dinámica de los créditos personales (en términos reales s.e.) con la medida de actividad y con la tasa de interés para estos préstamos. En este caso, los préstamos personales cayeron en términos reales durante todo el período, continuando la tendencia decreciente que han experimentado desde

⁵⁴ A partir de Mayo 2020 la serie de préstamos de tarjeta de crédito incluye las financiaciones en pesos "Crédito a Tasa Cero" previstas en el Decreto N° 332/2020 (y modificatorios). Éstas, según la Comunicación A 6993/2020 del BCRA deberán ser acreditadas en la tarjeta de crédito –emitida por la entidad– del solicitante de la financiación, a todos los clientes que las soliciten. Para realizar el análisis, se excluyeron estos montos otorgados del stock total ya que, aun siendo contabilizados dentro de la categoría tarjeta de crédito, no son comparables con los que habitualmente se incluyen en ese grupo. Por ejemplo, en el mes de Agosto de 2020 éstos representaban más del 7% del stock total de préstamos por tarjeta de crédito. De la misma manera, la series de tasa de interés de tarjeta de crédito se construye como un promedio ponderado de las tasas correspondientes solo a préstamos con tasa positiva.

mediados de 2018⁵⁵. Las tasas de interés también disminuyeron, aunque la caída fue algo más acotada (cerca de 10 p.p.). En este caso, el objetivo es cuantificar cuánto más se hubiesen reducido los préstamos personales si la tasa de interés no hubiera disminuido, dependiendo sólo de la dinámica de la actividad.

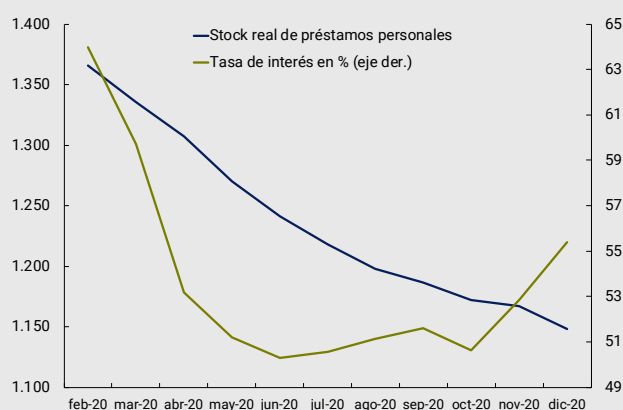
Gráfico 2 |

(a) Préstamos personales y actividad



Fuente: BCRA en base a datos propios e INDEC.

(b) Préstamos personales y tasas de Interés



Para realizar el ejercicio, es necesario construir escenarios contrafactuales que reflejen la evolución que cada uno de estos préstamos hubiese tenido si su respectiva tasa de interés no hubiera disminuido a partir de marzo de 2020. Tal cuantificación requiere un modelo que capture apropiadamente las dinámicas de estos préstamos en tiempos normales, para luego plantear escenarios alternativos que posibiliten el cálculo deseado. En este caso, se estimó un modelo econométrico para cada uno de estos créditos, donde éstos están determinados por la actividad económica y por la tasa de interés de la categoría de crédito en cuestión. En particular, el modelo asume una relación entre los préstamos y estos determinantes que dicta la dinámica promedio en períodos largos de tiempo (también conocida como relación de cointegración); luego, la evolución mes a mes se adapta paulatinamente de modo de que los préstamos se alineen eventualmente con esa relación de largo plazo⁵⁶.

Con estos modelos se construyeron tres escenarios contrafactuales para cada tipo de préstamo comenzando en marzo de 2020. El Escenario I utiliza el modelo con parámetros que permiten explicar apropiadamente la evolución observada en promedio hasta febrero de 2020, y se pregunta cómo hubiese sido la evolución del crédito a partir de ese mes si sólo se tuviese en cuenta la evolución observada de la actividad, pero asumiendo que la tasa de interés correspondiente se mantuvo fija en el valor de febrero de 2020. El Escenario

55 Entre agosto de 2018 y diciembre de 2019, estos créditos disminuyeron cerca de 50% en términos reales. La caída durante 2020 fue del 19%.

56 Estos modelos son conocidos como de corrección de errores (ECM por sus siglas en inglés). Para cada tipo de préstamo, en una primera etapa se estima la relación de cointegración entre los niveles de préstamos (real s.e.), EMAE (real s.e., excluyendo el sector Agro) y tasa de interés de línea de crédito correspondiente; utilizando estimaciones por mínimos cuadrados dinámicos (DOLS, por sus siglas en inglés). Luego se estima un modelo para el crecimiento de los préstamos reales como función de rezagos de éstos, del crecimiento de la actividad y la tasa de interés, y de los residuos de la relación de largo plazo. Las estimaciones fueron realizadas con datos mensuales para el período 2004-2020. Sin embargo, el modelo permite que las elasticidades de corto plazo puedan ser diferentes a partir de marzo de 2020; agregando también variables binarias para los meses de marzo y abril de 2020 para controlar por los grandes movimientos de esos meses. De esta manera, se cuenta con dos conjuntos de parámetros: uno que caracteriza la evolución de las variables antes de la pandemia, y otro para el período posterior. Finalmente, se evaluó también la posibilidad de incluir como medida de actividad un índice de masa salarial del empleo registrado. Sin embargo, el ajuste de los modelos, en particular para el período 2020, no era tan preciso como cuando se utiliza el EMAE como indicador, por lo que solo se reportaron resultados con esa alternativa.

II usa el mismo conjunto de parámetros, pero incorporando también la evolución observada de la tasa de interés. Finalmente, el Escenario III incorpora el sendero observado de tasas y actividad (como el Escenario II) pero utiliza valores de parámetros que (de acuerdo con la estimación) pudieron haber cambiado a partir de marzo de 2020. Estos cambios pueden deberse a la influencia de diversas políticas económicas implementadas durante el período (que por su diversidad y magnitud pudieron haber modificado las dinámicas observadas), aunque también pueden haber sido causados por otros cambios en la economía que pudieron alterar la relación entre estas variables durante la pandemia. Desafortunadamente, el método de estimación no permite distinguir el peso relativo de estas alternativas, pero al menos es de interés considerar el efecto de estos cambios.

La Tabla 1 resume los resultados de estos ejercicios. Comenzando con los préstamos de tarjeta de crédito, la primera columna indica que el menor valor observado durante 2020 (en términos reales s.e.) fue un 5,8% menor que el registro de febrero 2020 (como se aprecia en el Gráfico 1, este valle se produjo en el mes de mayo). Utilizando el Escenario I, los resultados indican que ese mínimo hubiese sido en realidad casi 2 p.p. más bajo si la tasa de interés no hubiese disminuido (es decir, los préstamos de tarjeta hubiesen tenido una contracción máxima de 7,7%). Considerando el Escenario II, estos créditos hubiesen tenido un registro mínimo que es muy similar al observado (solo 0,3 p.p. menos). De este modo, la disminución en la tasa de interés amortiguó la caída máxima observada de estos créditos en 1,6 p.p. (es decir, 1,9-0,3); aproximadamente un tercio de la caída observada. El Escenario III muestra que, si además consideramos los potenciales cambios en los parámetros inferidos para el período posterior a marzo, la diferencia con el observado es aún menor.

Tabla 1 | Evolución observada de préstamos y escenarios contrafactuales

	Tarjeta de Credito		Personales	
	Mínimo	Agosto	Mínimo	Agosto
	vs. Feb-20	vs. Feb-20	vs. Feb-20	vs. Feb-20
Observado (%)	-5,8	3,8	-15,9	-12,3
Diferencias con observado (puntos porcentuales)				
Escenario I	-1,9	-10,9	-6,3	-7,7
Escenario II	-0,3	-5,5	-0,5	-3,3
Escenario III	-0,1	-1,8	1,2	-1,3

Fuente: BCRA en base a datos propios e INDEC.

La segunda columna realiza una comparación similar, pero tomando como referencia el mes de agosto de 2020; que como se observa en el Gráfico 1, es el mes donde estos préstamos comienzan a estabilizarse luego de revertir el mínimo de mayo (y además es el mes a partir del cual se estabilizaron las tasas de interés). En agosto los créditos con tarjeta se habían recuperado por encima del nivel de febrero, siendo un 3,8% mayores que en ese mes. Sin embargo, de los resultados del Escenario I se desprende que, si las tasas no hubiesen disminuido, los créditos en agosto habrían estado en un nivel casi 11 p.p. por debajo del observado en ese mismo mes (equivalente a 7% menos que en febrero). En otras palabras, si bien la recuperación de la actividad que comenzó a partir de mayo podría dar cuenta de un incremento de los préstamos, este efecto es relativamente marginal. Si consideramos el Escenario II, esa diferencia se acorta a la mitad. Y si además consideramos los cambios en los parámetros (influidos en parte por el conjunto de políticas económicas, como se mencionó anteriormente) la diferencia con el observado es de sólo 1,8 p.p. (esto es, en agosto el

nivel de crédito por tarjeta hubiese sido 2% mayor al de febrero)⁵⁷. Así, la dinámica de las tasas no solo contribuyó a acotar la caída máxima de estos préstamos, sino que resultó también fundamental para la recuperación posterior.

Las últimas dos columnas de la Tabla 1 muestran comparaciones análogas para los créditos personales. Como se observó en el Gráfico 2, estos créditos continuaron cayendo en términos reales durante todo el año (comparado con febrero, el valor de diciembre es 16% menor). Sin embargo, los resultados del Escenario I muestran que, si las tasas de interés no hubiesen cambiado, esa caída habría sido aun mayor; contrayendo el crédito en más de 6 p.p. que lo observado. Al mismo tiempo, tanto los Escenarios II y III dan cuenta la contribución de la menor tasa de interés, que logró morigerar en gran medida la influencia de la caída en la actividad. La última columna muestra la comparación para el mes de agosto, identificando resultados en los mismos órdenes de magnitud.

En conclusión, el conjunto de políticas monetarias y financieras implementadas como respuesta a la pandemia, que se reflejaron en disminuciones significativas en las tasas de interés, fueron en extremo relevantes para impulsar los créditos destinados a consumo. Si bien claramente la pandemia tuvo un efecto negativo significativo para la economía en su conjunto, las diversas políticas contra-cíclicas implementadas realizaron un aporte positivo; en este caso identificados a través de su efecto en la disponibilidad de crédito de consumo.

57 Como todos los modelos econométricos, el ajuste no es perfecto y siempre existen residuos por explicar; debido a que el modelo siempre es una simplificación de la realidad. Pero, como puede apreciarse, en términos relativos la magnitud de ese residuo es menor.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASPO: Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DISPO: Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

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

UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA