

Informe de Política Monetaria

Septiembre de 2022



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Septiembre de 2022

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 27 de septiembre de 2022.

Contenidos

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

Pág. 7 | 2. Contexto Internacional

Pág. 17 | *Apartado 1 / La economía global actual y las estanflaciones de los años setenta y ochenta*

Pág. 20 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 30 | *Apartado 2 / La recuperación postpandemia en las principales economías de América del Sur*

Pág. 34 | 4. Sector Externo

Pág. 44 | *Apartado 3 / Balanza comercial energética*

Pág. 47 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 57 | *Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023*

Pág. 60 | 6. Precios

Pág. 70 | 7. Política Monetaria

Pág. 84 | *Apartado 5 / Intervención del BCRA en el mercado de deuda en moneda doméstica*

Pág. 88 | 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

En los últimos meses la actividad económica global se desaceleró y aumentaron los riesgos de una recesión. La inflación permaneció en niveles récord respecto a las últimas décadas pese al sesgo contractivo que sostuvo la política monetaria en la mayoría de los países. En este entorno de menor dinamismo económico, los precios de las materias primas agrícolas y los metales retornaron a sus niveles previos al conflicto bélico en Ucrania. Las condiciones financieras para los países en desarrollo se tornaron más adversas: el dólar estadounidense tendió a apreciarse mientras que el rendimiento de los activos financieros de países avanzados se elevó y aumentó el diferencial de riesgo de los emergentes, implicando mayores costos de financiamiento externo para estos últimos. Hacia delante, las perspectivas seguirán dependiendo de hasta qué punto las políticas monetarias contractivas afectarán la actividad económica y la estabilidad financiera global y de la capacidad que exhiba la política de COVID 0 de China de alterar el normal funcionamiento de las cadenas globales de valor.

La actividad económica en Argentina continuó expandiéndose durante el segundo trimestre. Pese al impacto de la menor cosecha por las condiciones de sequía en la producción agrícola, el PIB creció 1% s.e. Si bien los indicadores adelantados de julio y agosto señalan un freno en el crecimiento durante el tercer trimestre, se estima que la actividad retomará su sendero de crecimiento en la última parte del año y a inicios del próximo, en un contexto de menor volatilidad financiera y mayor estabilidad cambiaria. En este entorno macroeconómico el BCRA mantuvo su política de crédito focalizada en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables. Desde su implementación, y hasta agosto de 2022, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$2,87 billones. Al término de agosto, aproximadamente 300 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. El saldo promedio desde la renovación de la LFIP, con datos disponibles a julio, se ubicó en \$875.000 millones, lo que representó cerca del 38% de los préstamos comerciales y el 16% del total del crédito al sector privado. Cabe señalar que recientemente se renovó la vigencia de esta línea hasta el 31 de marzo de 2023, bajo condiciones similares a la de la anterior renovación.

La incipiente tendencia a la baja de las tasas de inflación mensuales que se venía observando en mayo y junio fue interrumpida en julio cuando los precios subieron 7,4% mensual (+2,1 p.p. respecto a junio). En este sentido, se produjeron incrementos de precios en una gran cantidad de bienes y servicios en forma simultánea, con un nivel de difusión y coordinación que solo suele verificarse en episodios de saltos del tipo de cambio oficial. Esta aceleración inflacionaria ocurrió en un entorno de intensa volatilidad financiera que condujo a una mayor incertidumbre cambiaria y, en consecuencia, a un incremento de las expectativas de inflación. La tasa de inflación interanual también se elevó hasta alcanzar el 78,5% en agosto.

En este contexto, el BCRA adoptó una serie de medidas para enfrentar la volatilidad financiera y contener la inflación. Primordialmente, y en línea con las políticas enunciadas en diciembre pasado en los “Objetivos y planes 2022”, se elevó en varias oportunidades las tasas de interés de referencia, acelerando la normalización de la política monetaria para converger hacia tasas de interés reales positivas, con el objetivo de preservar la estabilidad cambiaria y financiera. Así, la tasa de interés de las LELIQ de 28 días quedó en 75% n.a. (107,3% e.a.), lo que implicó una suba de 26 p.p. desde el informe anterior. Asimismo, se buscó que las inversiones en moneda doméstica también propendan hacia retornos reales positivos, reforzando el canal de transmisión de la política monetaria a través del incremento de las tasas mínimas reguladas sobre las colocaciones a plazo. Desde fines de junio el piso para las colocaciones de personas humanas por hasta

\$10 millones aumentó 22 p.p. hasta 75% n.a (107,1% e.a.), mientras que para el resto de las colocaciones a plazo la tasa mínima garantizada subió 16,5 p.p. hasta 66,5% n.a. (91,1% e.a.).

Vale recordar que, en una economía como la argentina, con un canal del crédito relativamente pequeño, la suba de tasas de interés actúa principalmente incentivando el ahorro en pesos. Su acción antinflacionaria entonces pasa en gran medida por contribuir a la estabilidad cambiaria y financiera, debiendo estar complementada con otros instrumentos de la política económica para reducir la inercia inflacionaria.

En simultáneo, el BCRA buscó reducir la volatilidad financiera utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local. El BCRA dispuso su participación en el mercado secundario de los títulos emitidos por el Gobierno Nacional a partir de julio con plazo residual mayor a 15 días comprando a tasas similares a las de corte de las últimas subastas, más un spread máximo de 2%. Este accionar se complementó con una profundización de los esfuerzos de coordinación con el Ministerio de Economía de la Nación para que la estructura de tasas de interés del BCRA presente *spreads* razonables con las letras del Tesoro Nacional. El BCRA busca converger gradualmente en el mediano plazo hacia una administración de la liquidez de la economía mediante operaciones de mercado abierto (OMA) con letras del Tesoro y otros títulos de corto plazo denominados en moneda local. Este tipo de mecanismos es similar al utilizado en otros países y resulta una alternativa conveniente para reducir el costo cuasifiscal de la política monetaria. Para lograr esto el mercado de capitales local debe asumir una importancia creciente en el financiamiento de los actores económicos, del sector público y privado.

En el frente cambiario el BCRA continuó calibrando la tasa de variación del tipo de cambio nominal para que resulte acorde con la inflación doméstica, con el objetivo de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente en el mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas. Entre las medidas para incentivar el ingreso de divisas se destacó la política orientada a la venta de la cosecha de soja. Recientemente entró en vigencia el “Programa de incremento exportador” que promueve la liquidación de las exportaciones de soja y sus subproductos entre el 5 y el 30 de septiembre a partir de un tipo de cambio de \$200 por dólar. El sector oleaginosas y cereales liquidó mediante este mecanismo US\$5.300 millones al cierre de este informe. Para la demanda de divisas, se extendió la vigencia de las regulaciones cambiarias que favorecen la estabilidad, y se incorporaron excepciones y marcos regulatorios particulares para los pagos de importaciones vinculadas a ciertas actividades productivas, con el objetivo de responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender las importaciones de energía, entre otras medidas.

Habiéndose alcanzado recientemente el acuerdo a nivel técnico entre el FMI y las autoridades argentinas sobre la segunda revisión del Programa de Facilidades Extendidas, al cierre de este informe aún quedaba pendiente su aprobación por parte del directorio ejecutivo del organismo multilateral de crédito. En la revisión se actualizó el desempeño macroeconómico local en un contexto internacional adverso, se mantuvieron los objetivos de déficit primario existentes del 2,5 % del PIB en 2022 y del 1,9 % del PIB en 2023 y las metas de acumulación de reservas para el bienio 2022-2023, por un monto acumulado de US\$9.800 millones. También se reafirmó el marco de política monetaria que viene implementando el BCRA desde comienzos de año, con eje en una política de tasas de interés que asegure retornos nominales acordes con la inflación y un sendero del tipo de cambio oficial que preserve los niveles de competitividad externa de la economía. Asimismo, se consolida una agenda estructural que incluye acciones para fortalecer la hoja de balance del BCRA, diseñar una hoja de ruta para la flexibilización gradual de los controles de cambio, y otros aspectos de la política del Gobierno Nacional

tales como el combate a la evasión fiscal y el lavado de dinero, incluyendo esfuerzos para promover los intercambios de información y mecanismos de cooperación internacional.

Luego de la suba de la tasa de interés de política monetaria, la exitosa operación de canje de instrumentos de corto plazo de la deuda pública, las iniciativas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y del financiamiento monetario, y los nuevos programas de acuerdos de precios, tanto el Gobierno Nacional como el BCRA continuarán adoptando medidas para bajar la inflación. En lo que respecta al BCRA, éste conducirá su política monetaria ajustando las tasas de interés para mantenerlas en terreno positivo en términos reales y sin otorgar adelantos transitorios netos al Tesoro Nacional en lo que resta del año, quedando estos por debajo de la meta comprometida con el FMI, administrando la liquidez para preservar el equilibrio monetario y manteniendo el esquema cambiario de *crawling peg* para preservar la competitividad externa.

2. Contexto Internacional

La actividad económica global continuó desacelerándose desde el IPOM anterior, aumentando los riesgos de una recesión, mientras que las presiones inflacionarias se han intensificado. La suba de tasas de interés en los países avanzados ha impactado crecientemente sobre la actividad y las condiciones financieras, mientras que persisten los altos precios de la energía, acentuados por el conflicto bélico en Ucrania. La reactivación parcial de la oferta y el riesgo recesivo han llevado los precios de las materias primas agrícolas y los metales a sus niveles previos al conflicto. Las cadenas globales de suministro tienden a normalizarse, pero su continuidad depende en buena medida de la evolución del COVID-19 en China, donde se han mantenido restricciones a la movilidad a lo largo del año.

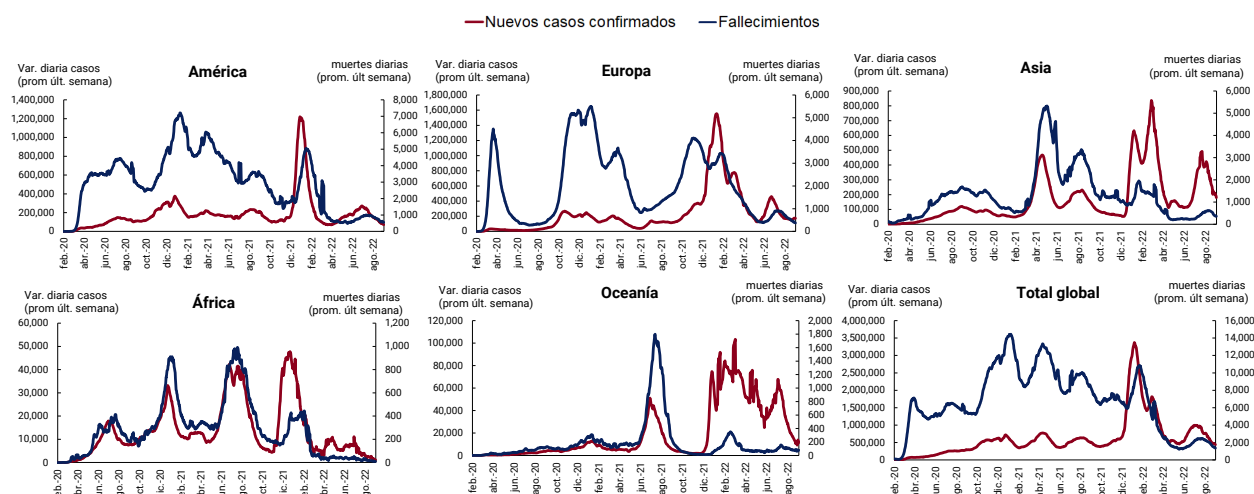
En respuesta a la inflación, la mayoría de los bancos centrales de países avanzados han acentuado el sesgo contractivo de la política monetaria. Los países en desarrollo enfrentan condiciones financieras más adversas: no sólo han subido los rendimientos de los activos de países avanzados y se ha apreciado el dólar estadounidense, sino que también aumentó el diferencial de riesgo de los emergentes. Este endurecimiento ha interactuado negativamente con los precios de materias primas. Hacia delante, las perspectivas seguirán dependiendo de cuán persistente sea la inflación elevada, y de hasta qué punto la contracción monetaria afecte la actividad económica y la estabilidad financiera globales.

2.1. COVID-19: nueva ola más leve, pero continúa el riesgo de las restricciones en China por su impacto económico global

Desde el último IPOM tuvo lugar una nueva ola mundial de contagios de COVID-19 impulsada por las subvariantes BA.4 y BA.5 de la cepa Ómicron. Ella estuvo lejos de alcanzar la gravedad que presentó la iniciada en diciembre pasado con el surgimiento de la variante Ómicron, tanto por su intensidad y duración como por el número de muertes.

En esta nueva fase de expansión de la enfermedad, la curva de contagios mundiales alcanzó un pico de 7,75 millones por semana a fines de julio, más que duplicando los registrados cincuenta días atrás. Desde entonces, el número semanal de infectados a nivel global comenzó a descender, ubicándose a fines de septiembre en torno a los 3,14 millones, retornando a los mínimos registrados al inicio de la presente ola (ver Gráfico 2.1). Los decesos por COVID-19 se incrementaron a lo largo de esta fase, pasando de los 9.200 acumulados en siete días a comienzos de junio a un máximo de 17.700 (+92%) en la primera mitad de agosto, para luego retroceder hasta los 10.600 fallecidos por semana en lo transcurrido de septiembre.

Gráfico 2.1 | Nuevos casos y fallecimientos por COVID-19



Fuente: BCRA en base a datos de la Organización Mundial de la Salud.

La reciente expansión del Coronavirus fue impulsada al principio por Europa, Norteamérica y América del Sur. Posteriormente, cuando estas regiones alcanzaron sus picos a mediados de julio, los nuevos casos en Asia empezaron a acelerarse significativamente, liderados por Japón y Corea del Sur, convirtiéndose en el epicentro de la ola. Habiendo alcanzado sus valores máximos en la primera mitad de agosto, los infectados semanales en Asia iniciaron su descenso, sumándose a la tendencia que venían exhibiendo el resto de las regiones desde un mes atrás.

A nivel mundial, la tasa de mortalidad se consolidó en niveles próximos a 0,25%, muy inferiores a los registrados durante 2021, que excedieron el 1,5% durante casi todo el año, con máximos de 2,7%. Estos valores reflejan la efectividad de las vacunas y el avance en las campañas de inmunización. En efecto, la información de septiembre muestra que un 67,68% de la población mundial ha recibido al menos una dosis y el 62,22% el esquema inicial completo. Sin embargo, siguen persistiendo amplias diferencias en cuanto a la cobertura entre los países de ingresos altos y medios altos y los de bajos ingresos. En los primeros, entre el 74% y el 79% de su población se encuentra completamente vacunada mientras que, en los segundos, apenas alcanzan 17%. Las diferencias son aún más marcadas cuando se comparan las dosis de refuerzo, muy importantes para enfrentar las nuevas variantes del Coronavirus. Los países de altos ingresos han aplicado 57 dosis cada 100 habitantes, los de ingresos medios altos 48 y los de ingresos bajos sólo 1,30 cada 100 habitantes.

Durante julio y principios de agosto, China experimentó una suba en los casos, alcanzando un máximo de 21.000 contagios semanales mediando agosto. Estos valores se encuentran muy por debajo de los 185.000 que llegó a registrar en la ola que experimentó en abril pasado y son muy bajos en relación con su población. Sin embargo, luego de la relajación de las restricciones a la movilidad en el segundo trimestre, siguiendo con su política de COVID 0, el gobierno volvió a incrementar semanas atrás las restricciones en varias ciudades importantes, cuyo efecto en la economía global aún es difícil de mensurar.

2.2. La economía global mostró un menor ritmo de expansión en el segundo trimestre, con una nueva revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento para este año

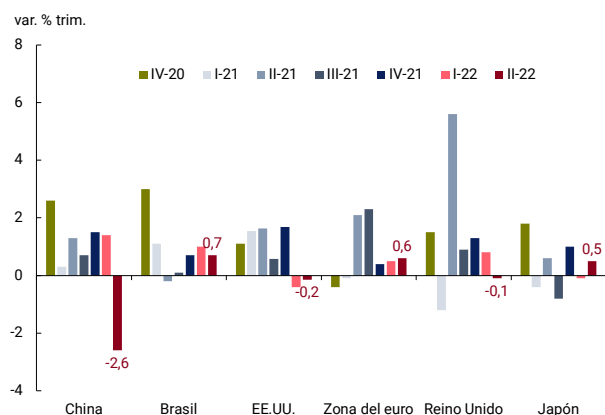
Durante el segundo trimestre se mantuvieron, con diversa intensidad, los tres factores que afectaron a la economía global en los primeros meses de 2022: el conflicto bélico en Ucrania, con su impacto en la actividad económica y los precios de las materias primas; las restricciones a la movilidad en China para lidiar con la pandemia, con su efecto sobre el comercio internacional y las cadenas globales de suministro; y, con un peso cada vez mayor, el ciclo monetario contractivo de la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed), con sus consecuencias en la actividad económica y las condiciones financieras globales.

En Estados Unidos, el producto volvió a caer en el segundo trimestre (-0,2% trimestral s.e.), sorprendiendo los pronósticos de mercado que preveían una vuelta al crecimiento (ver Gráfico 2.2a). La inversión en inventarios fue el principal factor tras la contracción del PIB, seguido por la inversión residencial y el gasto del gobierno. La inversión fija de las empresas y el consumo de los hogares crecieron, pero a una menor tasa trimestral, mientras que el comercio neto hizo una contribución positiva por primera vez en dos años. Esta dinámica generó un debate sobre si la economía norteamericana habría entrado en recesión: cumple con el criterio técnico de dos trimestres consecutivos de caída del PIB, pero el mercado laboral sigue mostrándose fuerte, con una creación de empleo no agrícola bien por encima de los niveles de prepandemia (528 mil nuevos puestos en julio frente a un promedio de 164 mil en 2019) y la tasa de desempleo en un nivel mínimo que no se registraba desde fines de los años sesenta (3,5% en julio).

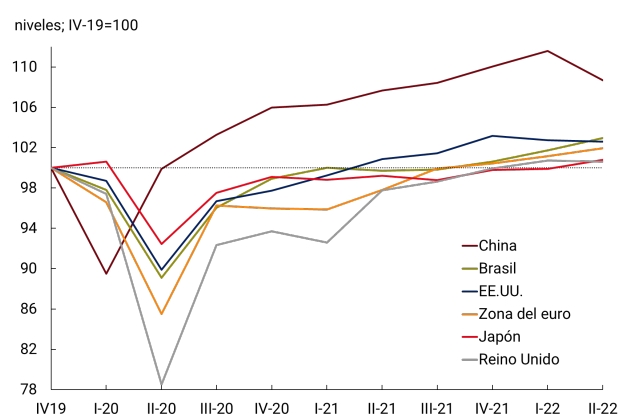
En China, el PIB acusó el impacto pleno de la política de COVID 0, con una fuerte contracción en el segundo trimestre (-2,6% trimestral s.e.), mientras que, en el Reino Unido, la economía también cayó luego de cuatro trimestres de expansión (-0,1% trimestral s.e.) (ver Gráfico 2.2a). Por otra parte, el crecimiento se mantuvo en la zona del euro (+0,8% trimestral s.e.), aunque con perspectivas más negativas para los próximos meses ante las dudas que genera la provisión de energía rusa, en Brasil (+1,2% trimestral s.e.), y volvió en Japón con la reapertura de la economía ante la baja de casos de COVID-19 (+0,9% trimestral s.e.). A dos años y medio del inicio del COVID-19 las economías mencionadas, salvo China, no logran superar en más del 3% sus niveles de prepandemia (ver Gráfico 2.2b).

Gráfico 2.2 | Evolución del PIB de países seleccionados (PIB real sin estacionalidad)

a. Variación % trimestral



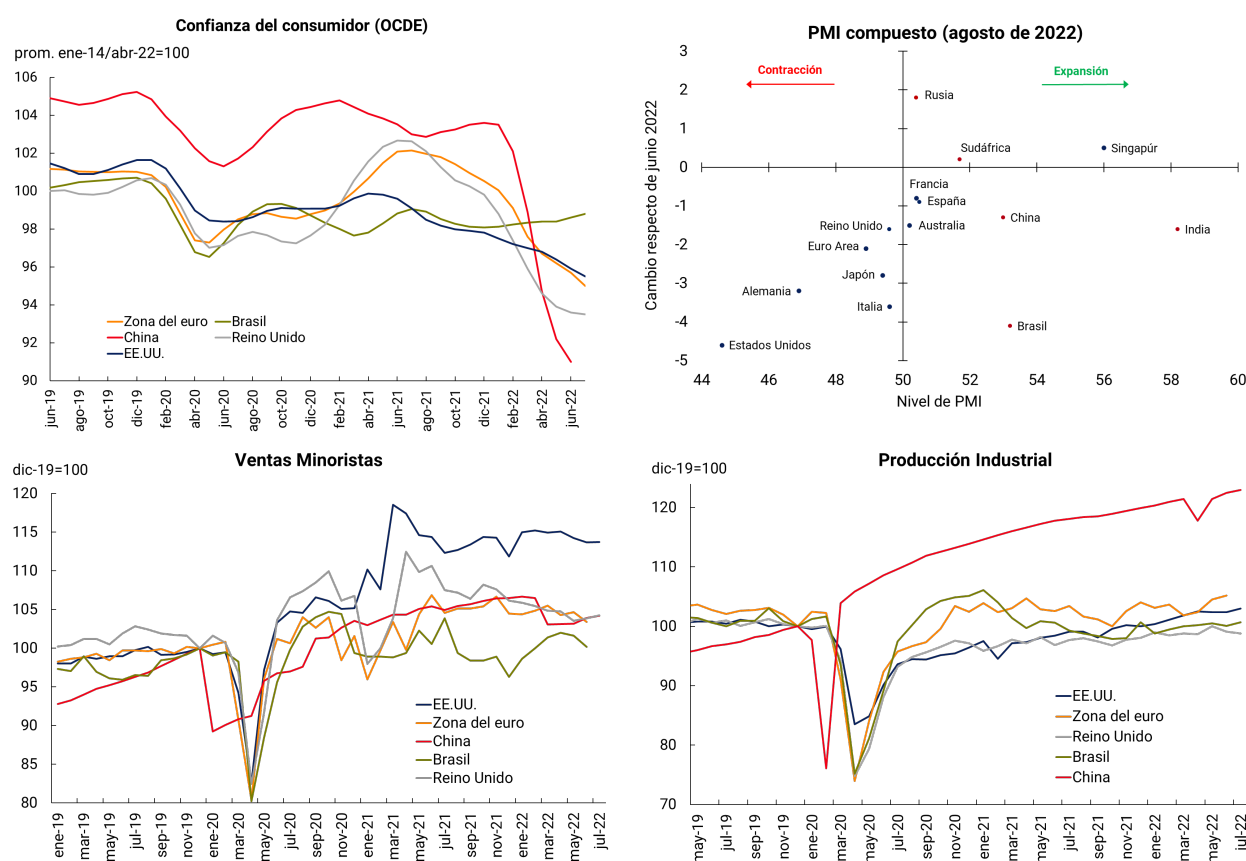
b. En niveles, 4to. trimestre de 2019=100



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

Los principales indicadores prospectivos sugieren una menor actividad económica global en el tercer trimestre. A partir de junio, la confianza del consumidor continuó cayendo en la zona del euro, Reino Unido y Estados Unidos, alcanzando niveles mínimos en términos históricos en julio, en tanto, los indicadores de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) siguieron bajando en julio y agosto, ubicándose en zona de contracción económica (por debajo de 50) principalmente en los países avanzados (ver Gráfico 2.3).¹ Por su parte, la producción industrial cayó en el Reino Unido y la zona del euro en julio y en Estados Unidos en agosto (ver Gráfico 2.3). En China, si bien la economía evidenció señales de recuperación en julio y agosto con la flexibilización de las restricciones a la movilidad durante la baja de casos que tuvo lugar en junio, los indicadores de actividad muestran un menor dinamismo que el registrado en los meses previos al segundo trimestre. El particular endurecimiento de las restricciones desde agosto como respuesta al aumento de los contagios, probablemente debiliten el desempeño de la economía.

Gráfico 2.3 | Indicadores de actividad



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

Los pronósticos de crecimiento mundial continuaron reduciéndose. Al igual que el Banco Mundial en junio, el FMI redujo la proyección de crecimiento global para este año de 3,6% en abril a 3,2% en su informe de julio (ver Cuadro

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

2.1). Según el organismo internacional, el menor crecimiento a principios de este año, la reducción del poder adquisitivo de los hogares y la política monetaria contractiva impulsaron una revisión a la baja de 1,4 p.p. en Estados Unidos para 2022. En China, los nuevos confinamientos y la profundización de la crisis inmobiliaria han hecho que el crecimiento se revise a la baja en 1,1 p.p. Mientras que en Europa, las rebajas significativas de los pronósticos reflejan los efectos secundarios de la guerra en Ucrania y una política monetaria más estricta. En 2023, el FMI espera que la política monetaria antiinflacionaria repercuta en los niveles de actividad, con un crecimiento de la producción mundial de solo 2,9% (con una revisión a la baja de 0,7 p.p.). El consenso de mercado coincide también en prever menor actividad global durante el resto del año. Por otra parte, el FMI aumentó el pronóstico de inflación mundial debido a los precios de los alimentos y la energía, así como a los persistentes desequilibrios en las cadenas de suministro, y prevé que este año alcance 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo: revisiones al alza de 0,9 y 0,8 p.p., respectivamente.

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

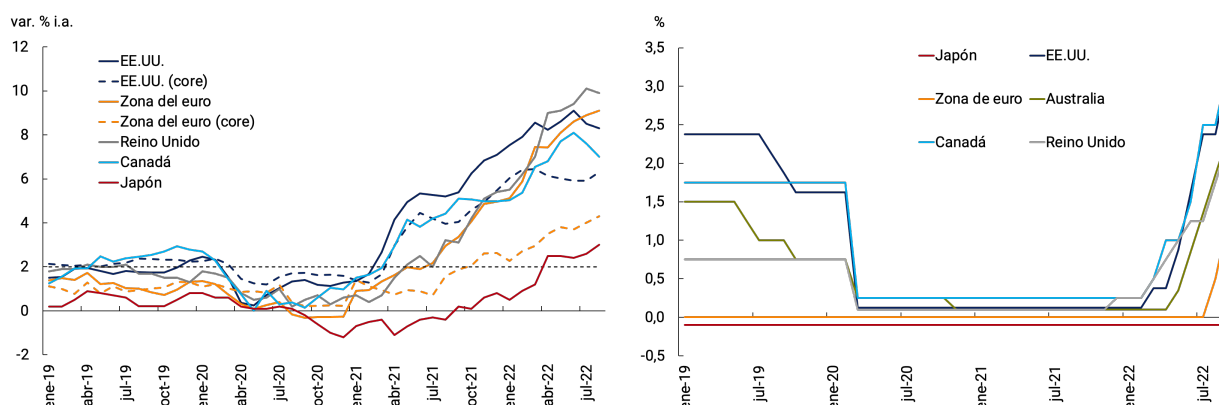
	2021 (FMI)	FMI						Banco Mundial				Consenso de mercado				Otras fuentes (OCDE, BCE, Fed, BCB)			
		Proyecciones		Dif. con proy.		Dif. con proy.		Proyecciones		Dif. con proy.		Proyecciones		Dif. con proy.		Proyecciones		Dif. con proy.	
		julio 2022	2023	2022	2023	2022	2023	julio 2022	2023	2022	2023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

Fuente: FMI (WEO), Banco Mundial, Reuters (consenso de mercado) y otras fuentes: OCDE (mundo y China), Banco Central Europeo (zona del euro), Reserva Federal de los EE.UU. (Estados Unidos), Banco Central de Brasil - Encuesta Focus (Brasil).

2.3. La inflación en niveles récord en las últimas décadas impulsa la continuidad de políticas contractivas

Los factores que han impulsado la inflación en los últimos meses se mantienen: el aumento en los precios de las materias primas acentuados por la guerra y los brotes de COVID-19 en ciertas partes de China que afectaron las cadenas globales de valor. En este contexto, las autoridades monetarias continuaron tomando medidas contractivas, aunque con una velocidad distinta entre los países desarrollados y los emergentes.

Gráfico 2.4 | Tasa de inflación y de política monetaria de las principales economías avanzadas

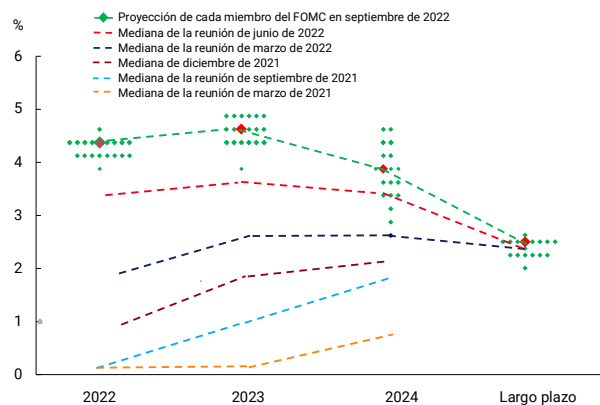


Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos bancos centrales.

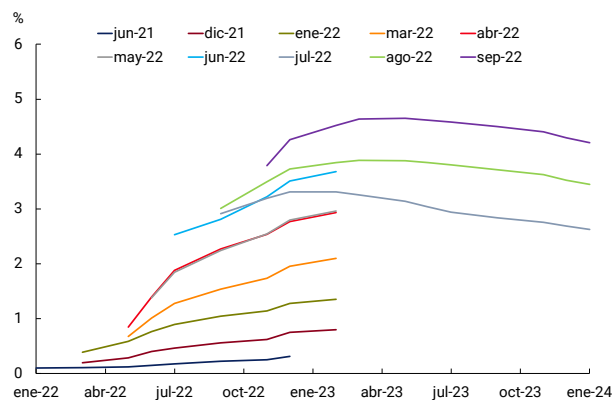
Las tasas de inflación de los principales países avanzados continúan en valores muy elevados (ver Gráfico 2.4). La inflación en EE.UU. se ubica en 8,3%, en la zona del euro en 9,1%, en el Reino Unido en 9,9%, en Japón en 3,% y en Canadá en 7%. La inflación tocó valores récords en las últimas décadas en Europa (la más afectada por la guerra en Ucrania), y para el resto de los países avanzados se observa una desaceleración en el margen, salvo en Japón. La inflación núcleo siguió incrementándose con efectos de segunda ronda en Europa y en los EE.UU.

Gráfico 2.5 | Proyección del objetivo de la tasa de interés de fondos federales de la Fed

a. Proyección de la Fed



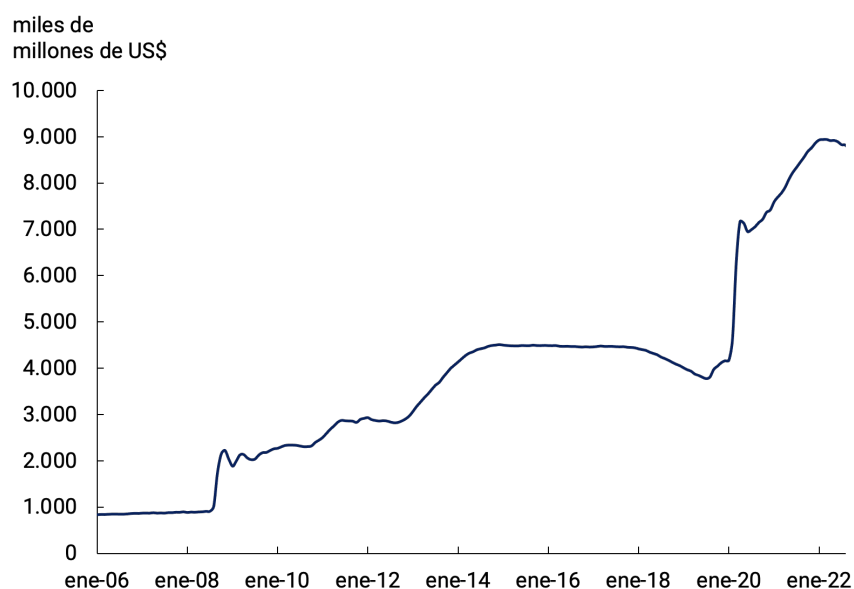
b. Proyección del Mercado



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

Ante este panorama la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas aceleraron el ritmo de sus medidas contractivas. La Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) incrementó por tercera vez consecutiva su tasa de interés de política monetaria (TPM) en 0,75 p.p. Junto a ello, en uno de los discursos muy seguidos por el mercado (simposio de Jackson Hole), el presidente de la Fed tomó una postura muy contractiva que impactó en la curva de futuros de la TPM de la Fed. Lo mismo sucedió con el discurso del presidente de la Fed tras el anuncio del incremento de la TPM de septiembre (ver Gráfico 2.5). Además, desde septiembre (como lo había anunciado meses atrás) la Fed aceleró el ritmo de reducción de su activo a una velocidad que es al menos tres veces superior a la que alcanzó a mediados de 2019 (previo al problema de liquidez en el mercado de bonos del tesoro, ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | Activo de la Reserva Federal de los EE.UU.



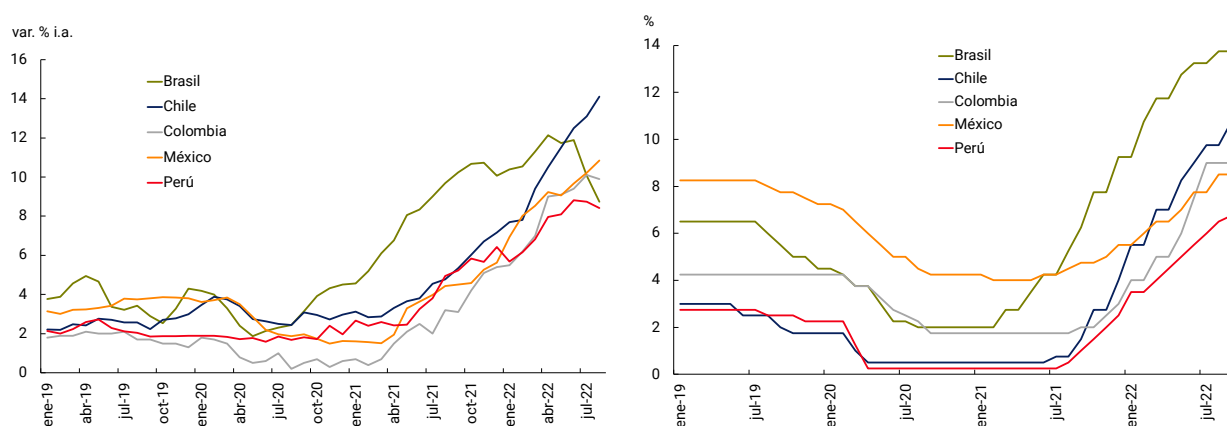
Fuente: Reserva Federal de los EE.UU.

El Banco Central Europeo (BCE) dejó, tras ocho años, de tener la tasa de su facilidad de depósito en terreno negativo, subiéndola en 1,25 p.p. (0,5 p.p. en la reunión de julio y 0,75 p.p. en la de septiembre), en igual magnitud que su TPM, y la tasa de su facilidad de préstamos, esperándose nuevas subas de como mínimo 0,5 p.p. en las próximas reuniones. En julio, había dado por finalizado su programa de compra de activos. Pero al mismo tiempo, se aprobó el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés): el BCE podrá realizar compras en el mercado secundario de bonos emitidos en jurisdicciones cuyas condiciones de financiación se deterioren sin que ello esté justificado por los fundamentos de la economía del país. La escala de las compras de TPI dependerá de la gravedad de estos riesgos y no estarán restringidas *ex ante*.

En tanto, el Banco de Inglaterra elevó su TPM (conocida como *bank rate*) por séptima vez consecutiva hasta 2,25%, su nivel más alto desde 2009. El Banco de Canadá elevó su TPM en un punto porcentual al 3,25%. El Banco de Japón fue la única excepción, pues siguió con su política monetaria expansiva (ver Gráfico 2.4).

La tasa de inflación de las economías emergentes continuó subiendo y las autoridades monetarias de esas economías siguieron tomando medidas contractivas, con la excepción de Turquía. En el caso particular de las economías de Latinoamérica, la inflación también alcanzó niveles récord en décadas, con la excepción de Perú y Brasil, que registraron una leve caída en el margen (en último caso tras una baja de impuestos), pero continúa en niveles muy por encima de la meta de inflación. En este contexto, los bancos centrales de la región no fueron una excepción. Aquellos que habían comenzado a subir antes su TPM y cuya inflación se redujo (Brasil y Perú), pusieron en pausa o ralentizaron la implementación de políticas contractivas (Brasil y Perú, en ese orden), mientras que los que empezaron más tarde, mantuvieron niveles muy significativos de incrementos de su TPM (ver Gráfico 2.7).

Gráfico 2.7 | Tasa de inflación (izq.) y de política monetaria (der.) de economías emergentes de América Latina



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

En el caso de Chile, su banco central, con el objeto de facilitar el ajuste de la economía chilena a las cambiantes condiciones internas y externas, decidió implementar un programa de intervención cambiaria y provisión preventiva de liquidez en dólares, por un monto de hasta US\$25.000 millones desde el 18 de julio hasta el 30 de septiembre de 2022. En el caso de la intervención cambiaria anunció: 1) venta de dólares spot por un monto de hasta US\$10.000 millones; 2) venta de instrumentos de cobertura cambiaria por un monto de hasta US\$10.000 millones; y 3) un programa swap de divisas por un monto de hasta US\$5.000 millones. Hacia fines de septiembre, la autoridad monetaria anunció que el programa de intervención cambiaria había logrado sus objetivos, y, por lo tanto, reducirá su intervención en dicho mercado.

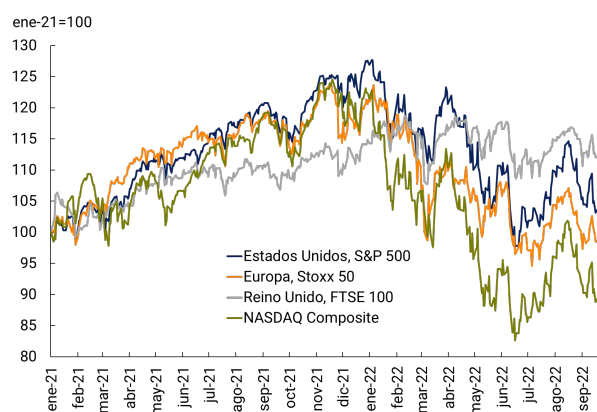
2.4. Se endurecen las condiciones financieras globales

Los mercados tuvieron un desempeño determinado por las expectativas de movimientos de tasas de interés por parte de los bancos centrales de los países avanzados, en especial la Fed. Desde fines de junio las bolsas comenzaron a subir, previendo un menor endurecimiento monetario ante el riesgo de una recesión, y ya descontando bajas de tasas de interés en el 2023. Ante aclaraciones de la Fed, marcando que este escenario era poco realista, las bolsas volvieron a una tendencia a la baja. Tanto el S&P 500 como el Stoxx 50 de Europa acumulan caídas del 20% en el año (ver Gráfico 2.8a).

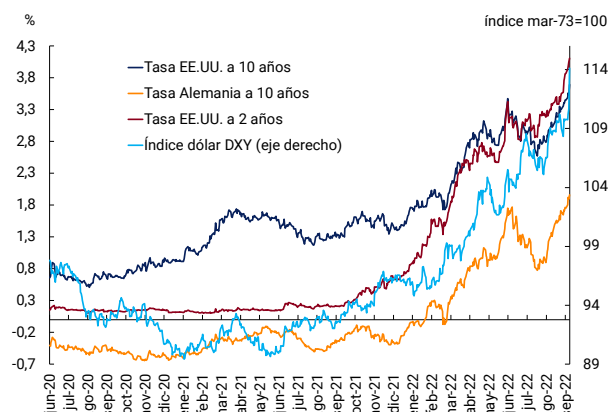
Como un espejo de los movimientos señalados, las tasas de interés de los bonos a 10 años, tanto de los EE.UU. como de Alemania, bajaron ante las expectativas de menor endurecimiento por parte de los bancos centrales, para volver a subir en las últimas semanas. Así, la tasa a 10 años de los EE.UU. se ubica en 3,69%, 105 p.b. por encima del cierre del IPOM anterior. El dólar estadounidense continuó apreciándose, marcando máximos frente al yen y al euro. Contra una canasta de monedas el dólar se apreció un 16% en el año, alcanzando su nivel más alto en 20 años (ver Gráfico 2.8b). Todo lo anterior implica condiciones financieras más duras para los países en desarrollo.

Gráfico 2.8 | Mercados de activos

a. Índices bursátiles



b. Rendimientos de títulos públicos e índice dólar

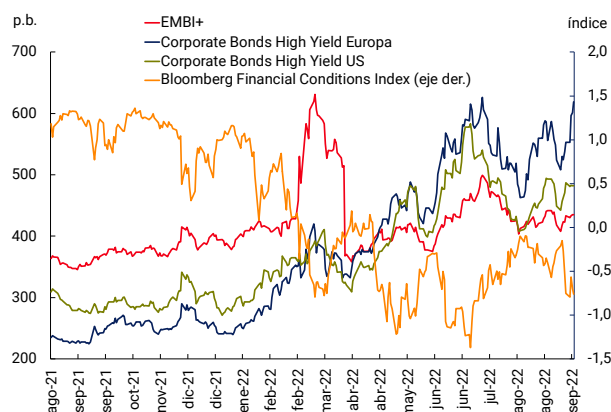


Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

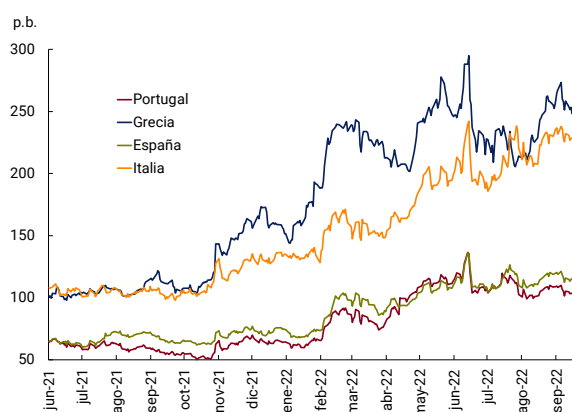
Este mayor endurecimiento se reflejó en los rendimientos de los activos financieros de países en desarrollo, con aumento en los spreads soberanos (medidos por el EMBI+) y también en los activos que son sustitutos de los activos de países en desarrollo en las carteras de inversión, como los bonos corporativos de alto rendimiento de los países avanzados (ver Gráfico 2.9a). En el trimestre continuaron las salidas de capitales de países emergentes. Además, aumentaron los rendimientos de los bonos de los países europeos más riesgosos (ver Gráfico 2.9b), lo que llevó al BCE a tomar medidas para controlarlo (ver sección anterior).

Gráfico 2.9 | Mercados de activos

a. Rendimientos activos de riesgo



b. Rendimientos títulos públicos europeos



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

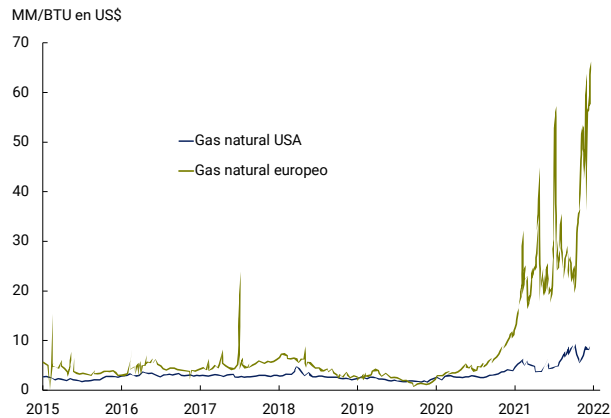
2.5. Los precios de las materias primas cayeron fuertemente en el último trimestre exceptuando a las energéticas

Los precios de las materias primas tendieron a volver a los niveles previos al conflicto bélico, fundamentalmente afectados por el riesgo de una recesión global. Los *commodities* energéticos fueron una excepción, y continuaron acusando la volatilidad derivada del conflicto. El crudo WTI tuvo tres meses consecutivos de caída, luego de haber alcanzado el 30 de mayo los US\$116 por barril, actualmente cotiza en US\$83 debido a los temores de una desaceleración económica mundial que pueda ser generada por la suba de tasas de interés de la Fed, perjudicando la demanda de combustible. Un verano más caluroso de lo habitual en Europa, las sanciones impuestas a Rusia y la decisión de este último país de proveer solamente un 20% del suministro habitual de gas por el gasoducto de *Nord Stream* impactaron fuertemente tanto en el nivel como en la volatilidad del precio del gas, que alcanzó un precio récord de US\$66 MM BTU el 18 de agosto en el mercado mayorista de gas europeo en los Países Bajos. Este diferencial de precios con el mercado norteamericano llevó a un redireccionamiento de las exportaciones de gas desde Estados Unidos, donde el precio interno alcanzó el 22 de agosto el valor más alto en 15 años US\$8,78 por MM BTU (ver Gráfico 2.10a).

Luego del acuerdo alcanzado entre Rusia y Ucrania bajo auspicio de la ONU el 22 de julio², comenzaron a liberarse de forma paulatina los 20 millones de toneladas de grano ucraniano que se encontraban acumulados en los puertos desde que comenzó el conflicto. El trigo y el maíz, que alcanzaron los US\$523 y US\$321 por tonelada respectivamente en el momento más arduo del conflicto, actualmente cotizan en US\$327 y US\$272 por tonelada, retrotrayendo los precios de ambos cereales hasta valores de comienzos de año, previos al conflicto en Ucrania. La soja por su parte disminuyó de precio en el último trimestre luego de que diversos países revisaran sus pronósticos de producción hacia cosechas récord, como Rusia, o simplemente más elevadas, como en Estados Unidos. Adicionalmente la demanda no generó suficiente presión sobre el precio debido a la incertidumbre sobre la economía mundial. Actualmente la soja cotiza en US\$543, que representa valores de febrero de este año (ver Gráfico 2.10b). Hacia adelante, el ingreso de los granos al mercado internacional que se han acumulado en los silos portuarios ucranianos desde que comenzó la invasión el 24 de febrero, podría ser un factor determinante para evitar una nueva suba del precio. Por otra parte, el precio de los *commodities* energéticos, en particular el del gas, podría presentar repercusiones de índole estructural o de largo plazo aportando una mayor volatilidad, la cual podría persistir aun con posterioridad a la finalización del conflicto bélico.

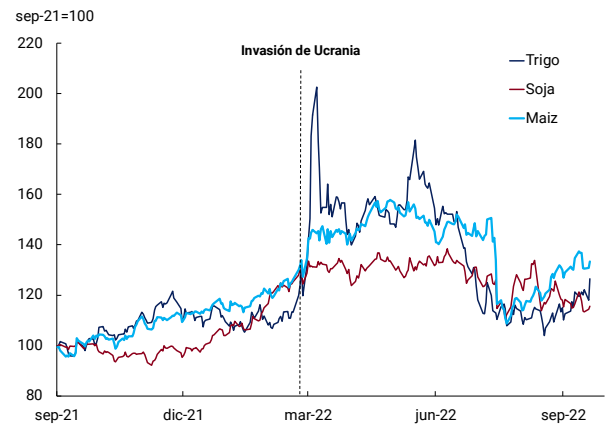
² Ver el siguiente [enlace](#).

Gráfico 2.10 | Precios de *commodities* seleccionados
a. Precio del gas natural



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

b. Precio del maíz, trigo y soja



2.6. En resumen

La economía global se ha desacelerado, y los riesgos de una recesión aumentaron. A la vez, la inflación creciente ha disparado una contracción monetaria más acentuada en los países avanzados, mientras los países en desarrollo ya venían subiendo las tasas de interés. Las condiciones financieras globales son más adversas para los países emergentes (tasas más altas, dólar apreciado y mayores diferenciales de riesgo); e interactúan con precios de las materias primas que se ubican en niveles previos al conflicto bélico, a excepción de la fuerte suba en energía. Aunque las cadenas globales de suministro se están regularizando, su continuidad depende de la evolución de la pandemia en China. El balance de riesgos apunta a una menor actividad global y condiciones financieras más ajustadas, dependiendo de cuanto siga contrayéndose la política monetaria en las economías avanzadas frente a la persistente inflación.

Apartado 1 / La economía global actual y las estanflaciones de los años setenta y ochenta

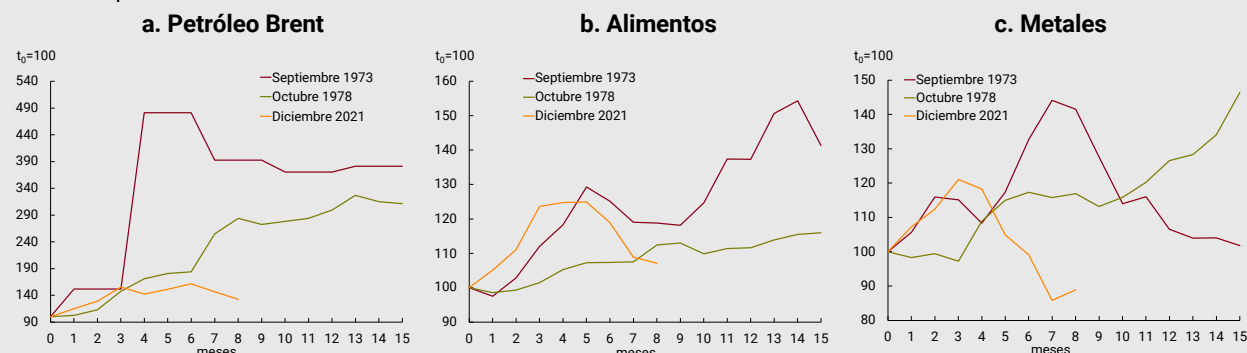
La economía mundial enfrenta riesgos de estanflación (ver Capítulo 2. Contexto Internacional), con revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento y al alza de la inflación. Esta situación recuerda a lo acontecido durante las dos crisis petroleras de los años setenta del siglo pasado.

En la primera de estas crisis, en octubre de 1973 la Organización de Países Árabes Exportadores de Petróleo (OPEP) estableció un embargo petrolero a los Estados Unidos por su apoyo a Israel en la guerra de Yom Kippur que llevó a un incremento del precio internacional del petróleo. En marzo de 1974 se levantó oficialmente el embargo, pero los precios se mantuvieron elevados.

La segunda crisis del petróleo se asoció con la revolución iraní, que comenzó a principios de 1978 y terminó un año después, cuando el reinado de Shah colapsó y Sheikh Khomeini tomó el control como gran *ayatolá* de la república islámica. La producción de petróleo iraní disminuyó fuertemente. El temor a nuevas interrupciones estimuló el acaparamiento especulativo, lo que incrementó la demanda de petróleo, y presionó al alza sobre su precio.

El episodio actual presenta algunas diferencias con los *shocks* de los setenta. Al efecto de la guerra en Ucrania sobre los precios de los alimentos y la energía se sumó a las tendencias alcistas previas provenientes de la recuperación post-COVID-19, que incluye un componente de demanda (por la reducción de las restricciones a la movilidad) y uno de oferta relacionado a los problemas que la pandemia generó en las cadenas globales de suministro (con aumento de los precios de los fletes internacionales y de los tiempos de demora en la entrega de bienes). En este episodio, el precio del petróleo (Brent) registró un menor impacto, con un aumento máximo en junio de este año de 62% respecto de diciembre de 2021, mientras que en el primer *shock* petrolero casi se cuadruplicó entre septiembre de 1973 y enero de 1974 y en el segundo casi se triplicó entre fines de 1978 y fines de 1979 (ver Gráfico 1.a). A esto se agrega, en el caso actual, una fuerte repercusión en el precio del gas natural, particularmente en Europa, por el corte de suministro de parte de Rusia. En el caso de los *commodities* agrícolas y los metales, el *shock* generado por el conflicto en Ucrania alcanzó alzas similares de precios en los meses iniciales, en particular si se los compara con el episodio de 1973, pero está mostrando por el momento una persistencia más baja que en los episodios de los setenta (ver Gráficos 1.b y 1.c).

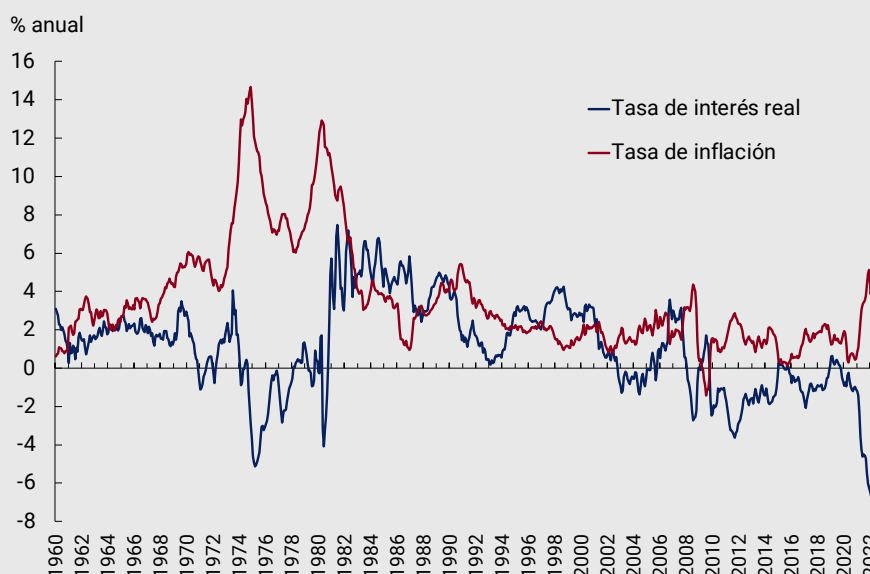
Gráfico 1 | Precios de los *commodities*



Fuente: BCRA en base a datos del Banco Mundial.

El contexto inflacionario previo también fue diferente. La crisis de 1973 tuvo lugar tras varios años de inflación mundial en aumento (sobre todo desde 1967), señales de que las expectativas de inflación se estaban desanclando. Todo lo anterior puede haber contribuido a que el aumento en el precio del petróleo se haya difundido a otros bienes y servicios. En una muestra de países avanzados (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón), el promedio de inflación hasta 1967 fue de 2,8% anual (ver Gráfico 2), mientras que desde 1967 a 1972, el promedio de la tasa de inflación interanual pasó a 4,6%. Tras el aumento del petróleo (que alcanzó una variación máxima de 381% en el caso del Brent), se registró un promedio de 10,7% de inflación interanual entre 1973 y 1975, llegando en su peor registro a 14,7% (noviembre de 1974, ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Tasa de inflación y tasa de interés de países avanzados seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de la Fed y Banco de Inglaterra.

La inflación mundial también fue más elevada en el período previo a la crisis del petróleo de 1979. La inflación anual del promedio de países avanzados seleccionados fue de 7,2% entre 1976 y 1978, mientras que luego del shock petrolero (con un aumento máximo del precio del petróleo Brent de 228%) la inflación interanual promedio alcanzó el 10,5% entre 1979 y 1980, llegando en su peor momento a 12,9% (abril de 1980). El promedio de la tasa de interés real *ex post* pasó de -0,8% previo al shock (1976-78) a -0,1% durante el shock (1979-80), alcanzando un pico de 7,5% durante la fase más contractiva de la política monetaria en junio de 1981, lo que en parte propició la crisis de la deuda de la década de 1980.

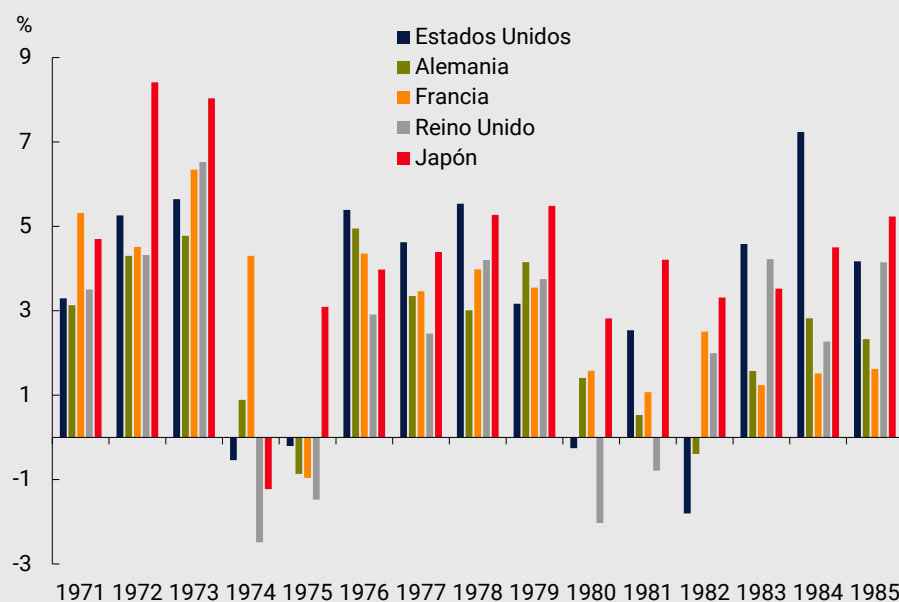
En el episodio actual, la inflación del promedio de los países avanzados seleccionados previa al aumento de los precios de los *commodities* se ubicaba en 1,3% interanual (para el período que va de octubre de 2008 a diciembre de 2019). Por otra parte, el sesgo de la política monetaria, medido por la tasa de interés real *ex post*, resultó más expansivo al inicio del actual episodio, influenciado por las medidas adoptadas para afrontar el impacto recesivo de la crisis del COVID-19, con una tasa real de política monetaria de -4,7% en 2021 (sin tomar en cuenta el efecto expansivo de la política monetaria no convencional), claramente más negativa que en los dos shocks de los setenta donde era de -1% y -0,1%, respectivamente (ver Gráfico 2).

De todas formas, la tasa de inflación promedio para el grupo de países avanzados seleccionados se ubica actualmente en 7%, por debajo de la inflación promedio de ambas crisis petroleras. Varios factores podrían

explicar esta dinámica. El menor tamaño y persistencia del *shock* de precios de *commodities* generado por la invasión a Ucrania y la menor intensidad actual del uso de la energía son factores que juegan a favor de un menor impacto en la tasa de inflación. Además, las expectativas inflacionarias se encuentran mejor ancladas en el episodio actual, tras dos décadas de baja inflación, con mandatos de las autoridades monetarias que ponen mayor énfasis en la estabilidad de precios, muestran una mayor claridad respecto de los instrumentos utilizados y tienen un mayor desarrollo de las estrategias de comunicación que en el pasado. Junto a ello, entre otros factores que también ayudan a anclar la inflación en la actualidad se encuentran las tendencias de desregulación de los mercados laborales y apertura comercial, junto a los efectos de la globalización.

Los *shocks* de los setenta tuvieron consecuencias también en el desempeño de la actividad económica. El primero frenó el fuerte crecimiento de posguerra, que venía a un ritmo promedio de 5% anual. Las economías de Estados Unidos y del Reino Unido cayeron en 1974 y 1975, en Alemania y Francia el PIB desaceleró su crecimiento en 1974 y se contrajo en 1975, y en Japón retrocedió en 1974 y creció bien por debajo del ritmo previo a la crisis en 1975. El impacto del segundo *shock*, sumado a la política monetaria contractiva en varios de esos países para lidiar con la creciente inflación, llevó a una fuerte desaceleración o a una caída del PIB, según el país considerado, en el período 1980-1982 (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | PIB real de países avanzados seleccionados
Variación % anual



Fuente: BCRA en base a datos de la Fed.

En el episodio actual, hasta el momento se observa un menor crecimiento global en el segundo trimestre del año con, por ejemplo, caídas trimestrales del PIB en Estados Unidos, China y el Reino Unido, y una corrección generalizada a la baja de las perspectivas de crecimiento global para este año de 4% en los pronósticos de enero a 3% en los de julio (ver sección 2.2). De todas formas, la dinámica de la economía global está guiada en la actualidad por varios factores simultáneos, lo que agrega una dificultad adicional a la comparación con los de los setenta. Así, al impacto de la guerra en Ucrania se suman las restricciones a la movilidad en China para lidiar con la pandemia, con su efecto sobre el comercio internacional y las cadenas globales de suministro; y, con un peso creciente, el ciclo monetario contractivo de los países avanzados, en particular de Estados Unidos con sus consecuencias en la actividad económica y las condiciones financieras globales.

3. Actividad Económica y Empleo

En el segundo trimestre de 2022 el Producto creció por encima de lo esperado a comienzos de año. La actividad del conjunto de sectores no agropecuarios más que compensó el impacto negativo que la escasez de lluvias provocó en el desempeño económico del complejo sojero y maicero.

Tal como se esperaba, los sectores particularmente dinámicos durante la primera mitad de 2022 han sido los servicios que más habían retrocedido durante 2020 y que en conjunto ya lograron recomponer sus niveles prepandemia. También se destaca la evolución de algunas actividades primarias como Minería y Pesca que superan ampliamente los máximos de fines de 2017 y las de Industria, el Comercio y la Construcción que fueron los de mayor incidencia en la recuperación postpandemia.

Desde el punto de vista de la demanda, la tasa de inversión alcanzó un máximo histórico y se observó cierta aceleración en la tasa de crecimiento del Consumo privado, que venía más rezagado.

Con un arrastre estadístico de 5,3 puntos porcentuales (p.p.) que dejó el crecimiento observado en el segundo trimestre, el crecimiento de la actividad económica se habría detenido en julio y agosto, en un contexto de mayor volatilidad financiera y aceleración inflacionaria. Se espera que el conjunto de medidas de política monetaria y fiscal adoptadas recientemente en el marco de las metas comprometidas con el FMI, permitan afianzar la estabilidad macroeconómica y mejorar la percepción de riesgos sobre la sostenibilidad fiscal, condición necesaria para retomar el sendero de crecimiento económico.

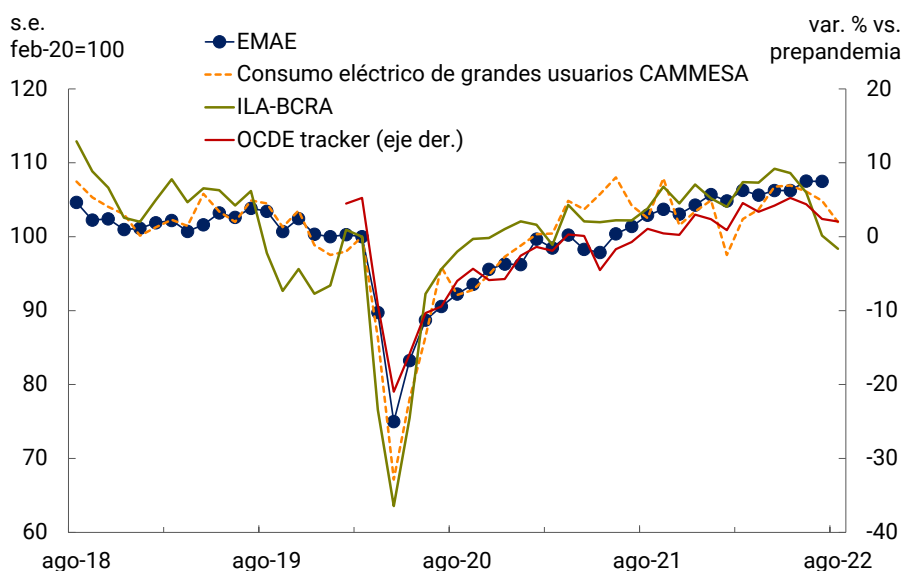
3.1. La actividad económica creció por encima de lo esperado durante el segundo trimestre de 2022 y desmejoró a partir de julio con el incremento de la volatilidad financiera

El PIB registró un crecimiento de 1% trimestral sin estacionalidad (s.e.) en el segundo trimestre (6,9% i.a.), significativamente por encima de las estimaciones de los principales analistas de mercado, que esperaban una caída de 0,7% según la mediana del REM correspondiente al relevamiento de junio. Este desvío respecto del crecimiento esperado se explicó fundamentalmente por el destacado desempeño de aquellos servicios que habían sido muy afectados por la pandemia y el menor daño respecto de lo que se estimaba tres meses atrás, de la sequía sobre la producción agrícola.

En un contexto local e internacional particularmente desafiante, en julio se observó un aumento de la volatilidad en los mercados financieros y se acrecentaron los temores acerca del devenir de la política económica. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) se mantuvo estancado en julio en el nivel del mes anterior. En comparación con igual mes de 2021, aumentó en julio 5,6% i.a. en tanto que en el promedio enero-julio el crecimiento acumulado fue de 6,4%.

Cabe señalar que, en julio, tanto el Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA) como el indicador de actividad elaborado por la OCDE —basado en las búsquedas en internet a través de Google— habían mostrado deterioros⁴. En agosto, los indicadores anticipados evidenciaron una retracción respecto a julio, por lo que se espera un deterioro en el desempeño de la actividad durante el tercer trimestre con relación al segundo (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Indicadores mensuales de actividad económica



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

3.1.1. La tasa de inversión se ubicó en el máximo desde 1993 en el segundo trimestre en tanto que el consumo privado respondió al aumento de la masa salarial

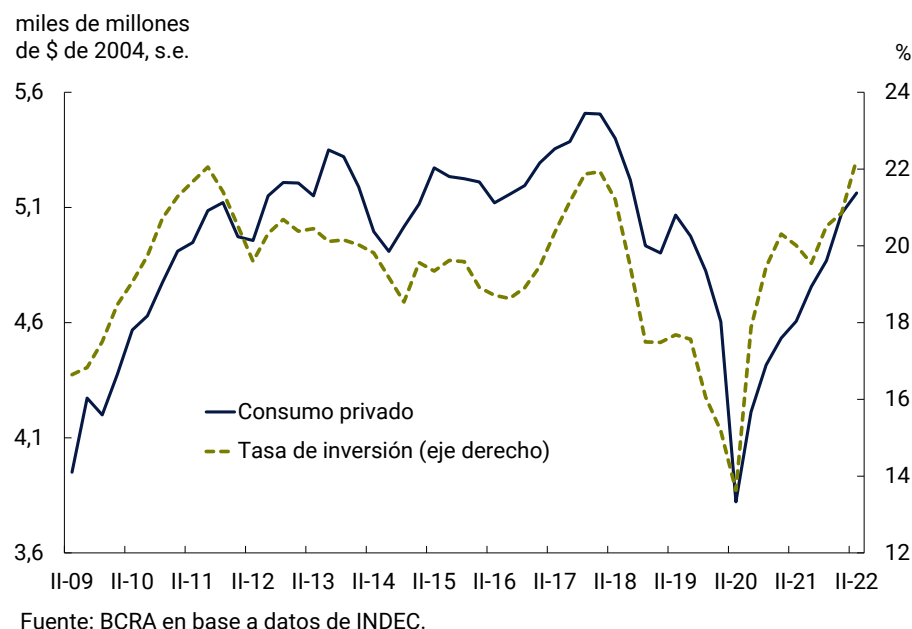
Desde el punto de vista del gasto, el incremento del PIB de 1% trimestral s.e. durante el segundo trimestre de 2022 se explicó por el desempeño de la demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión—, que continuó aumentando significativamente (2,8% trimestral s.e.) principalmente por efecto de la inversión⁵, la cual registró una suba de 7,8% trimestral s.e. (18,8% i.a.) y contribuyó con 1,6 p.p. a la variación trimestral del Producto. El Consumo privado creció 1,8% trimestral s.e. (10,7% i.a.) y el Consumo público, 0,2% trimestral s.e. (5,3% i.a.). El sector externo resultó neutral en cuanto a su aporte a la variación trimestral del PIB durante el segundo trimestre de 2022. Las exportaciones de bienes y servicios, que venían retrocediendo, aumentaron 3,5% trimestral s.e. (9,3% i.a.) en tanto que las importaciones atenuaron su ritmo de suba hasta 2,9% trimestral s.e. (23,1% i.a.).

4 En el caso del ILA-BCRA, cabe señalar que el indicador reunió en julio todos los criterios requeridos para indicar el inicio de una fase recesiva: retrocedió por tercer mes consecutivo, la difusión del crecimiento de los componentes del ILA se ubicó en 47,5% en promedio móvil de 4 meses, mientras que la profundidad acumulada en los últimos 6 meses cambió de signo y se situó en -11%. La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, desde una fase de recuperación o expansión a una recesión o viceversa, cuando se reúnen ciertos requisitos que tienen que ver con la difusión, duración y profundidad de los ciclos económicos. Para más detalles metodológicos del ILA ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM correspondiente a enero de 2017.

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

En perspectiva histórica, la tasa de inversión medida a precios constantes y calculada sobre las series ajustadas por estacionalidad, se situó en el segundo trimestre de 2022 en 22,3% del PIB, el máximo desde el primer trimestre de 1993. En cuanto al Consumo privado, el nivel del segundo trimestre resultó inferior al máximo del cuarto trimestre de 2017 (-6,3% s.e.) y resultó similar al observado a comienzos de 2019 (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2 | Nivel de Consumo privado y Tasa de inversión

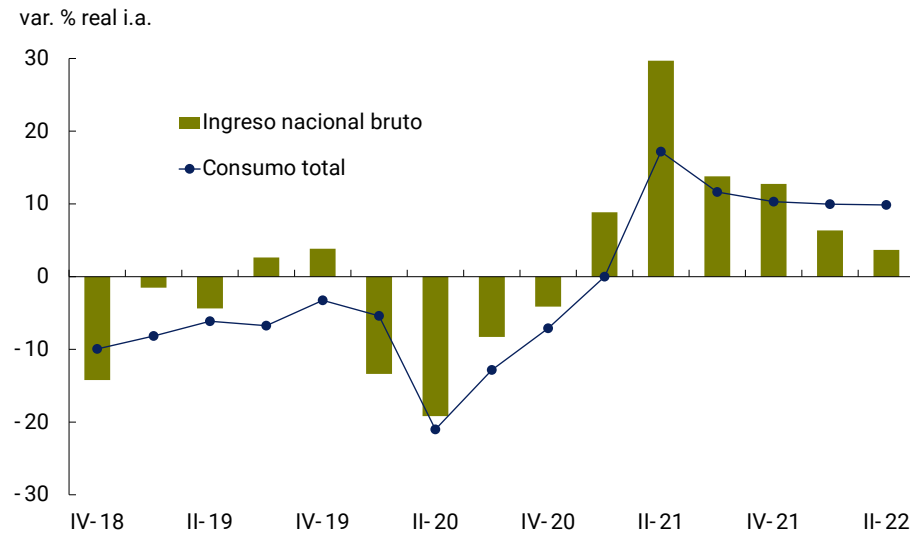


Cabe mencionar que las decisiones de consumo-ahorro y consecuente la identidad ahorro-inversión, se vieron fuertemente alteradas respecto de sus determinantes tradicionales, tanto durante el peor momento de la pandemia como en la recuperación posterior. Desde el segundo trimestre de 2020 y hasta el cuarto trimestre 2021, el Ingreso nacional creció por encima del Consumo total medidos en términos reales⁶, es decir que se observó un incremento del Ahorro nacional bruto que sustentó el incremento del Consumo en 2022 (ver Gráfico 3.3 y Apartado 2 / La recuperación postpandemia en las principales economías de América del Sur).

En 2021 la recuperación del Consumo total había sido traccionada por la masa de ingresos no salariales. El desplome del consumo durante el peor momento de la pandemia —segundo trimestre de 2020— también fue fundamentalmente explicado por la drástica caída de esa masa de ingresos, destacándose que la magnitud de la caída real de la Remuneración del Trabajo Asalariado (RTA) en ese período de confinamiento fue inferior a la observada en el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. Con datos al primer trimestre de 2022 y estimaciones para el segundo, la RTA, que contabiliza la evolución tanto del empleo como de los salarios, habría aumentado a una tasa promedio de 67% i.a., similar a la del Ingreso nacional, mientras que el Consumo total aumentó 77,6% i.a. en términos nominales y los precios implícitos del Consumo privado se incrementaron 62% i.a.

⁶ Ingreso Nacional (bruto a precios de mercado) es el PIB menos la Remuneración bruta a factores del exterior más las Transferencias corrientes del exterior. El Consumo total es la suma del Consumo privado y el Consumo público. El Ingreso Nacional menos el Consumo total es igual al Ahorro nacional bruto.

Gráfico 3.3 | Ingreso nacional y Consumo total



Nota: El deflactor del Ingreso y del Consumo total utilizado es el IPI del Consumo privado.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

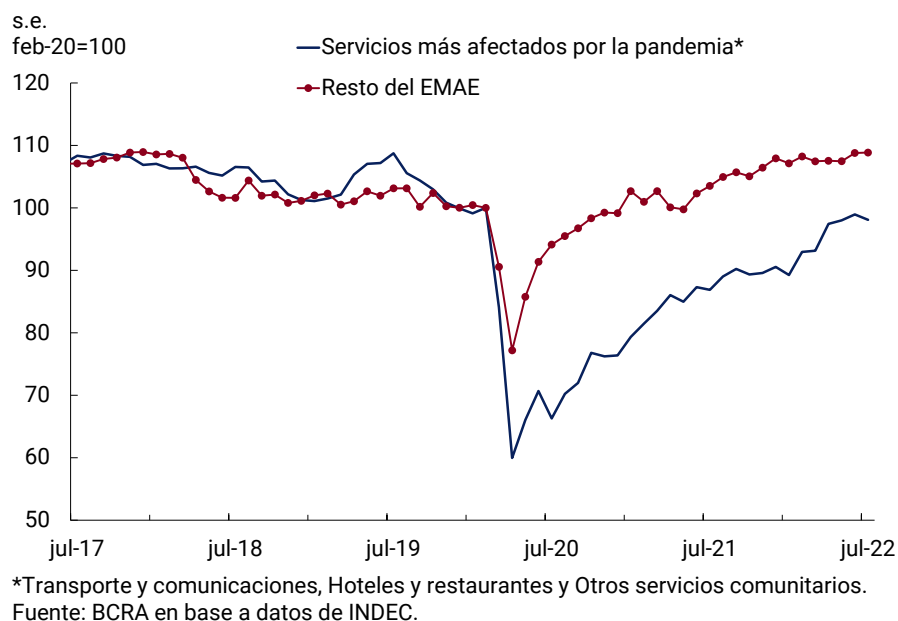
Este desempeño del ahorro nacional se reflejó en las cuentas externas. La Cuenta Corriente se deterioró en el transcurso de 2022 en un contexto de términos de intercambio menos favorables, y se espera una contribución negativa de las Exportaciones netas a la variación del Producto durante el tercer trimestre (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.1.2. Varios sectores productivos superaron los máximos niveles de actividad de fines de 2017 mientras que la industria y el comercio son los que más han crecido respecto a la prepandemia

En el segundo trimestre de 2022 los servicios volvieron a mostrar un mejor desempeño económico que los bienes. En conjunto, los sectores productores de bienes crecieron 1% trimestral s.e. (4% i.a.) mientras que los servicios lo hicieron a una tasa 1,4% trimestral s.e. (8,5% i.a.).

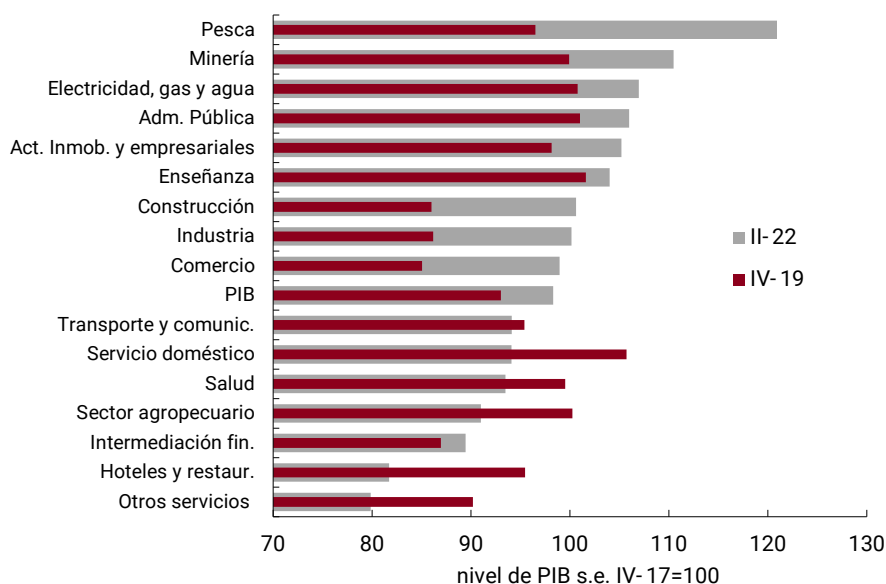
Se destaca el reciente desempeño económico del grupo compuesto por aquellos servicios que habían tenido más dificultades para operar con normalidad durante el período de confinamiento, que se acercó al nivel que registraban en febrero de 2020. Este conjunto de sectores está muy asociado a la movilidad social que conllevan las actividades culturales, recreativas y de esparcimiento, los deportes, el cuidado personal, entre otras y son las que evidenciaron el mayor dinamismo durante los últimos meses. El resto de los sectores productivos se mantuvo en niveles muy cercanos a los máximos de fines de 2017, en torno al 9% por encima de la prepandemia (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Servicios más afectados por la pandemia y resto del EMAE



Al observar el nivel de actividad ajustado por estacionalidad de cada sector productivo durante el segundo trimestre de 2022, en comparación con el correspondiente al cuarto trimestre de 2017 y también con el trimestre previo al inicio de la pandemia (el cuarto trimestre de 2019), se observa una gran heterogeneidad en el comportamiento de la oferta agregada, donde 8 de los 16 rubros que componen el PIB superaron los máximos alcanzados en el cuarto trimestre de 2017 (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5 | Nivel de actividad sectorial comparado



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

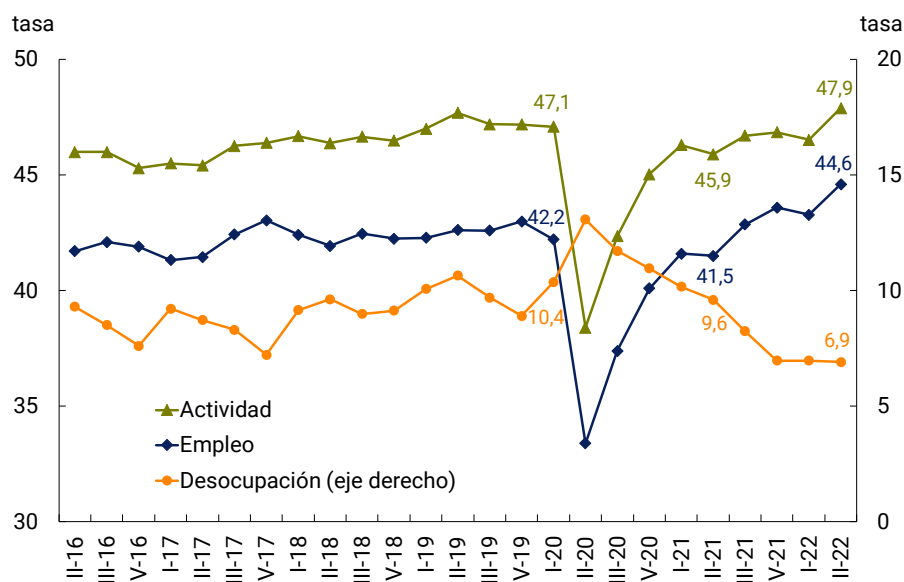
Los segmentos con mayor crecimiento económico respecto a esos dos períodos fueron la Pesca y la Minería —motorizada por la actividad de Vaca Muerta— que superaron en más del 10% sus niveles de cierre de 2017. La industria y el comercio, dos sectores muy relevantes con elevada demanda de empleo, alcanzaron los niveles máximos de 2017 y tienen la particularidad de presentar las mayores tasas de incremento con relación a la prepandemia (16,2% y 16,3% s.e., respectivamente). Particularmente en el segundo trimestre de 2022 ambos rubros presentaron subas superiores al 3% trimestral s.e.

En cuanto a los más afectados por la pandemia, tanto los Otros servicios comunitarios como Hoteles y restaurantes continúan operando todavía lejos de los niveles de actividad registrados a fines de 2017 a pesar de las fuertes mejoras exhibidas en los meses más recientes. El Sector agropecuario, afectado por la sequía, el Servicio doméstico y la Salud muestran también una trayectoria desfavorable comparada con esos máximos.

3.1.3. El mercado de trabajo mantuvo su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre de 2022

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el segundo trimestre de 2022 tanto la tasa de empleo (44,6%, +3,1 p.p. i.a.) como la de actividad (47,9%, +2,0 p.p. i.a.), mostraron un importante crecimiento respecto a lo observado en el primer trimestre de 2022 y se ubicaron en el valor más alto desde el inicio de la nueva serie de la EPH en el segundo trimestre de 2016. Por su parte, la tasa de desocupación abierta se ubicó en 6,9%, perforando el 7,0% registrado en los dos trimestres anteriores y ubicándose en su valor mínimo desde 2016 (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Principales tasas del mercado de trabajo

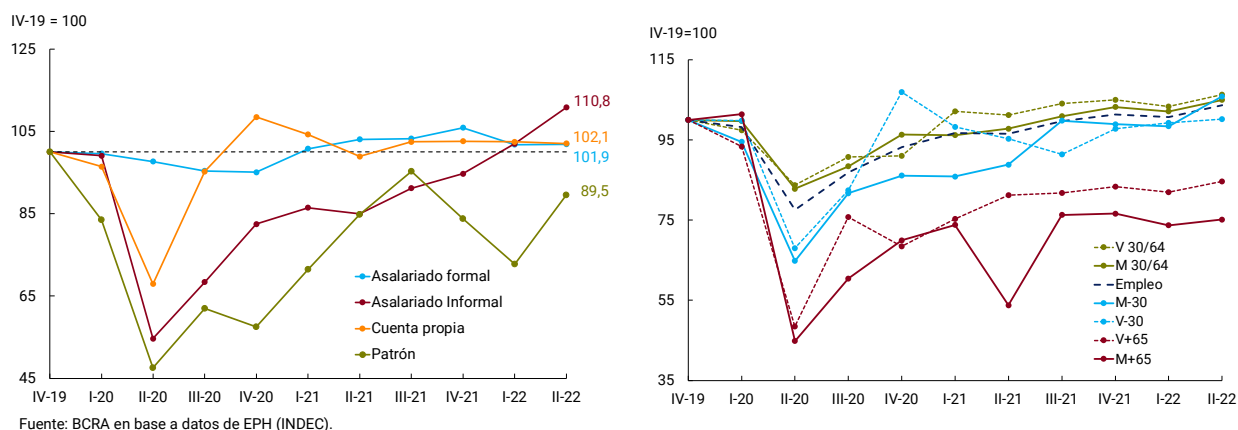


Fuente: BCRA en base a datos de EPH (INDEC).

En cuanto a la evolución de las distintas categorías ocupacionales, el cuentapropismo se mantuvo relativamente estable respecto de los dos trimestres anteriores. La categoría “patrones” se recuperó, después de dos fuertes caídas en los trimestres inmediatamente anteriores, pero aún no logró retornar a los niveles

previos a la pandemia. Dentro del empleo asalariado, las y los trabajadores formales⁷ se mantuvieron estables respecto al trimestre anterior, al tiempo que las y los trabajadores informales⁸ crecieron por cuarto trimestre consecutivo convirtiéndose en la categoría laboral de mayor dinamismo de los últimos dos años (ver Gráfico 3.7). Estas trayectorias han llevado a una composición del empleo en la cual han comenzado a ganar mayor peso las categorías menos formales en desmedro del empleo asalariado registrado.

Gráfico 3.7 | Evolución del empleo por categoría laboral y por grupo etario y género



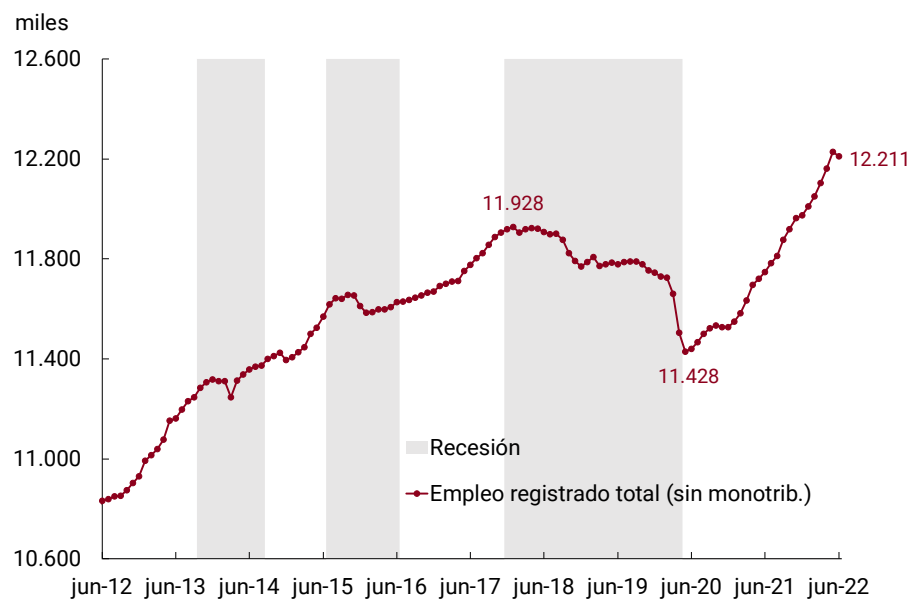
En lo que respecta al rango etario y al género, se sigue observando que la categoría de mayores de 65 años, tanto en mujeres como en hombres, es la única que aún no ha logrado recuperarse luego del impacto de la pandemia. En el caso de los jóvenes (menores de 30 años), las mujeres mostraron un buen desempeño en el segundo trimestre de 2022 superando significativamente los niveles del cuarto trimestre de 2019 mientras que los hombres se encuentran en dicho nivel. Tanto las mujeres como los hombres de entre 30 y 64 años que habían superado el nivel prepandemia con anterioridad mostraron una evolución favorable durante el segundo trimestre de 2022.

De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) el empleo registrado continuó creciendo durante el segundo trimestre de 2022 acentuando el proceso iniciado en junio de 2020. De esta manera el empleo registrado total (sin monotributo social) continúa en torno a niveles máximos históricos. El ritmo de expansión durante el segundo trimestre de 2022 se mantuvo relativamente estable respecto a trimestres anteriores, expandiéndose al 0,3% mensual en promedio (ver Gráfico 3.8).

7 Asalariados con descuento jubilatorio.

8 Asalariados sin descuento jubilatorio.

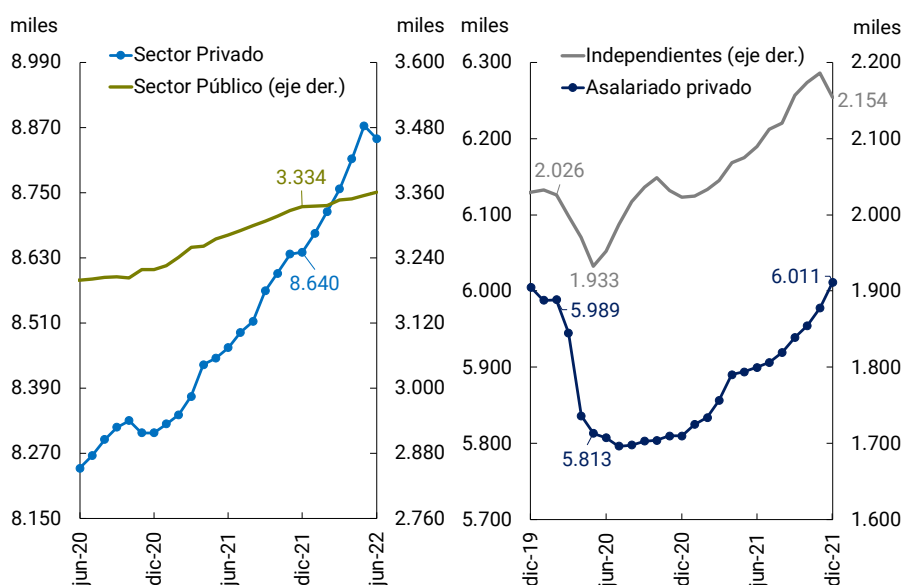
Gráfico 3.8 | Empleo registrado total (sin monotributo social)



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

Durante el segundo trimestre de 2022 la suba del empleo registrado estuvo principalmente traccionada por el empleo asalariado registrado privado (0,5% s.e. promedio mensual). El empleo público por su parte mantuvo el ritmo de crecimiento promedio mensual respecto del trimestre anterior (0,1% s.e.), aunque moderando la velocidad de expansión alcanzada en 2021 (0,3% s.e.; ver Gráfico 3.9). El trabajo independiente (autónomos y monotributistas) redujo la tasa de crecimiento a 0,1% s.e. (0,8% s.e. durante el primer trimestre). Esta merma se explicó en su totalidad por una baja puntual de los monotributistas durante el mes de junio (-2,9% s.e.) que a su vez fue más que compensada por un aumento de los y las monotributistas sociales.

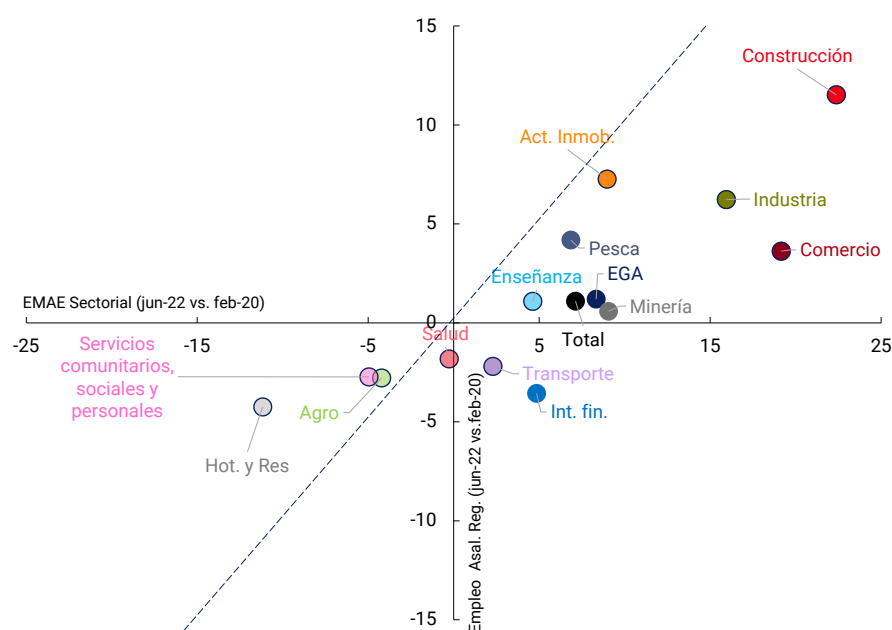
Gráfico 3.9 | Empleo público, privado, asalariado privado e independiente



Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

El crecimiento del empleo asalariado privado entre marzo y junio de 2022 ha sido muy difundido tanto regionalmente como sectorialmente: ha crecido en 22 de las 24 provincias y en 11 de los 14 sectores relevados. A su vez, es posible distinguir, al igual que el trimestre anterior, un fuerte dinamismo en ramas tales como Hoteles y restaurantes (6,2% s.e. acum.) y Construcción (4,4% s.e. acum.). No obstante, teniendo en cuenta los niveles prepandemia se observa que al sector Hoteles y restaurantes, así como también a Servicios comunitarios, sociales y personales y al Agro, les queda potencial de recuperación tanto en términos de actividad como de contratación de personal. Por otro lado, en los sectores que ya se recuperaron en términos de actividad el crecimiento del empleo asalariado registrado se ha dado en menor proporción (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Actividad y Empleo registrado. Variaciones porcentuales



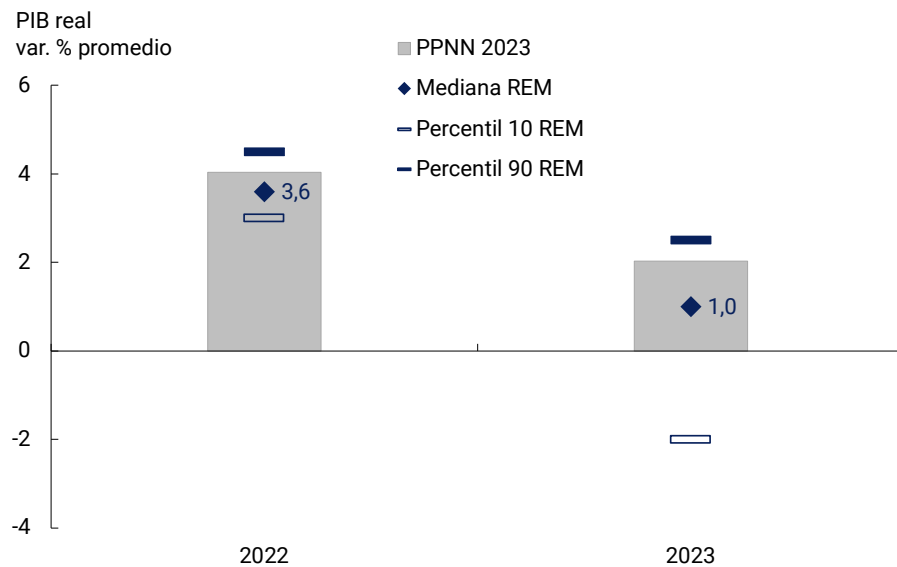
Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS e INDEC.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a julio de 2022 ratificó la tendencia positiva en las expectativas netas de contratación iniciada en febrero de 2021 encadenando 18 meses consecutivos de valores positivos. Por otro lado, las suspensiones, luego de una fuerte reducción durante 2021, se mantuvieron en niveles dentro del promedio histórico y la tasa de despidos se mantiene en un rango acotado, aunque mostró durante julio una leve alza probablemente asociada a la finalización del beneficio de la doble indemnización.

3.2. Perspectivas

Luego de recuperarse en promedio un 6,5% i.a. en el primer semestre del año, el crecimiento de la actividad económica se detuvo en julio y se deterioraron las expectativas de crecimiento para el resto del año. Según la mediana de las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de fines del mes de agosto de 2022 las y los analistas especializados señalaron caídas de la actividad económica de 1,1% y 1,2% trimestral s.e. para el tercer y cuarto trimestre del presente año, respectivamente. Implícitamente, dicho pronóstico implica que la economía arrancaría el próximo año con un arrastre estadístico negativo (-1,3 p.p.). De esta manera, luego de sucesivas correcciones al alza en línea con la publicación de los datos oficiales, la previsión de crecimiento económico para el promedio de 2022 se ubicó en 3,6% anual y en 1% para 2023 (ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 | Perspectivas de crecimiento económico 2022 y 2023



Fuente: REM-BCRA y proyecto de Ley del Presupuesto Nacional 2023.

En el plano internacional, las perspectivas de crecimiento contemplan una ralentización en los próximos meses, asociadas a la sistemática reducción de estímulos monetarios por parte de las economías avanzadas y la continuidad de cuellos de botella en algunas cadenas de suministro, producto de los conflictos geopolíticos y políticas sanitarias implementadas en China. Este escenario, continúa presionando sobre los costos de financiamiento externo para los países emergentes y sobre los precios internacionales de las materias primas —como la energía—, que continúan en niveles históricamente elevados pese a la corrección a la baja de los últimos meses (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

Las medidas de política económica recientemente implementadas vinculadas al fortalecimiento de las reservas, el ordenamiento fiscal y la preservación de los ahorros en pesos permitirán seguir afianzando la estabilidad macroeconómica. En el mismo sentido contribuirá más a mediano plazo la construcción y puesta en marcha del primer tramo del gasoducto Néstor Kirchner, que permitirá un importante ahorro de divisas y demandará más creación de empleo.

Un contexto de mayor estabilidad favorecerá la inversión mientras que la institucionalidad de las negociaciones salariales —que contribuye a sostener el ingreso real de las familias— combinada con el bajo nivel de desempleo reforzarán los niveles de consumo. Así, se espera que la actividad económica recupere dinamismo a partir de septiembre y durante 2023, pese a la incertidumbre asociada típicamente a los años electorales y el desafío que implica reducir los elevados niveles de inflación actuales. Este escenario se refleja en el proyecto de Ley del Presupuesto Nacional 2023 (PPN-23, ver Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023), que presenta un crecimiento de 4% para este año y de 2% para 2023, dentro del rango contemplado en el acuerdo con el FMI (entre 3,5% y 4,5%).

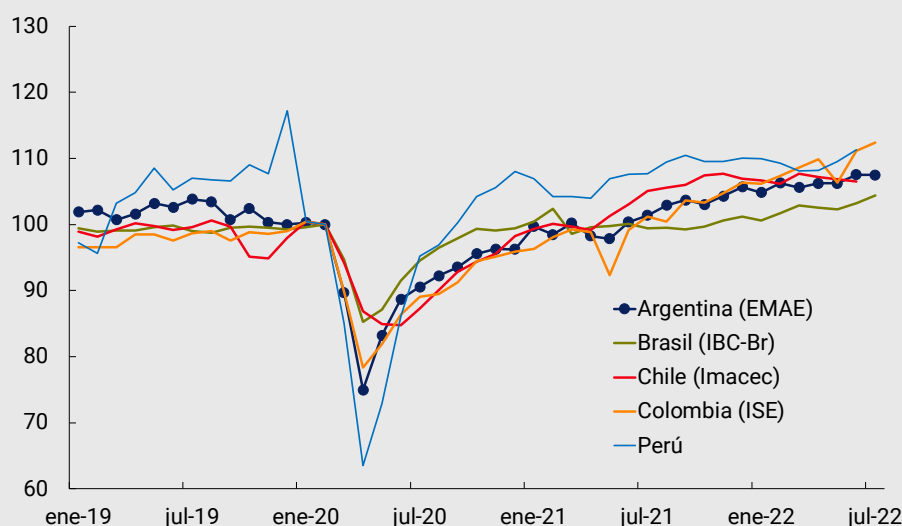
Apartado 2 / La recuperación postpandemia en las principales economías de América del Sur

Durante más de dos años transcurridos desde el inicio de la pandemia de COVID-19 las condiciones socioeconómicas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú fueron muy dispares. Sin embargo, estas economías, que son las de mayor tamaño en América del Sur, lograron recomponer los niveles de actividad previos y lo han hecho de manera sincronizada. En el presente apartado se presentan, a grandes rasgos, algunos matices que distinguen la recuperación postpandemia en cada uno de ellos.

Con datos disponibles a julio de 2022 el nivel de actividad económica de Colombia (que lideró la recuperación) se encontraba un 12,4% s.e. por encima del observado en febrero de 2020 y el de Brasil —país que experimentó el menor progreso relativo en el período—, un 4,4% por encima. En el caso de Argentina, la actividad económica se ubicó un 7,5% por encima de los niveles prepandemia (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Actividad mensual en las principales economías de América del Sur

series s.e. feb-20=100



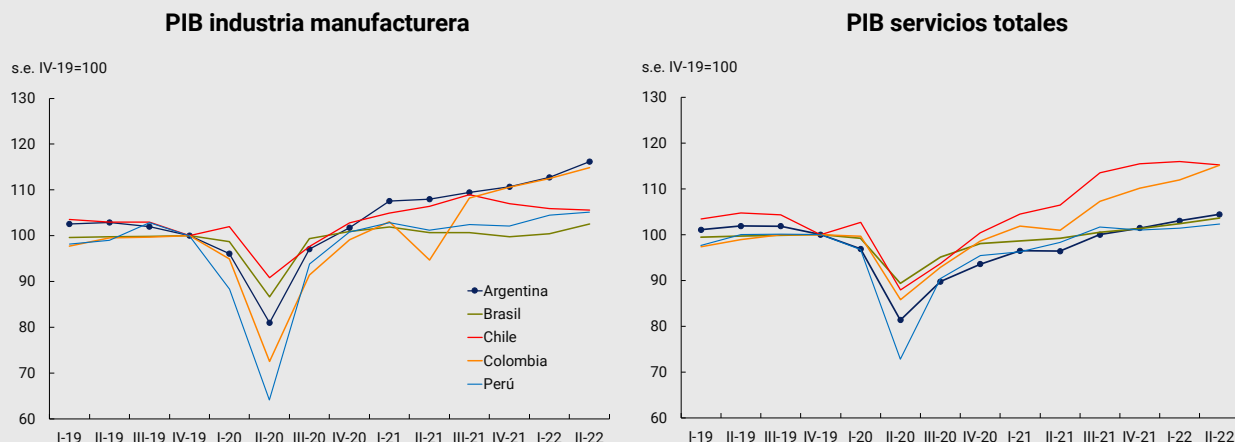
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Banco Central de Brasil, Banco central de Chile, Banco de la República (Colombia) e Instituto Nacional de Estadística e Informática (Perú).

Desde el punto de vista de la oferta, además del impacto diferencial de los cuellos de botella que provocó la pandemia y que afectaron a algunas cadenas de valor por la falta de insumos clave a escala global, las divergencias en cuanto a la recuperación de la actividad de los sectores productivos están asociadas a los precios relativos vigentes en cada uno de los países seleccionados, las políticas implementadas y sus estructuras productivas, entre otros determinantes habituales. Las diferencias más notorias tienen que ver con el desempeño industrial y la provisión de servicios.

En el caso del valor agregado por la industria, Argentina lidera la recuperación, con un incremento del PIB industrial de 16,2% s.e. acumulado al segundo trimestre de 2022 contra el último de 2019, previo a la pandemia. La economía con menor crecimiento industrial relativo fue Brasil, con un incremento del 2,6% s.e. en el mismo lapso. En cuanto a los servicios totales, caracterizados por una mayor intensidad relativa en el uso de la mano de obra, la economía que lidera el aumento fue Chile, que acumuló un 15,2% s.e. y la que menos

creció, Perú, al subir un 2,3% s.e. durante el mismo período. En nuestro país, en el segundo trimestre de 2022, la oferta de servicios totales superó en 4,4% s.e. al nivel del cuarto trimestre de 2019 (ver Gráfico 2).

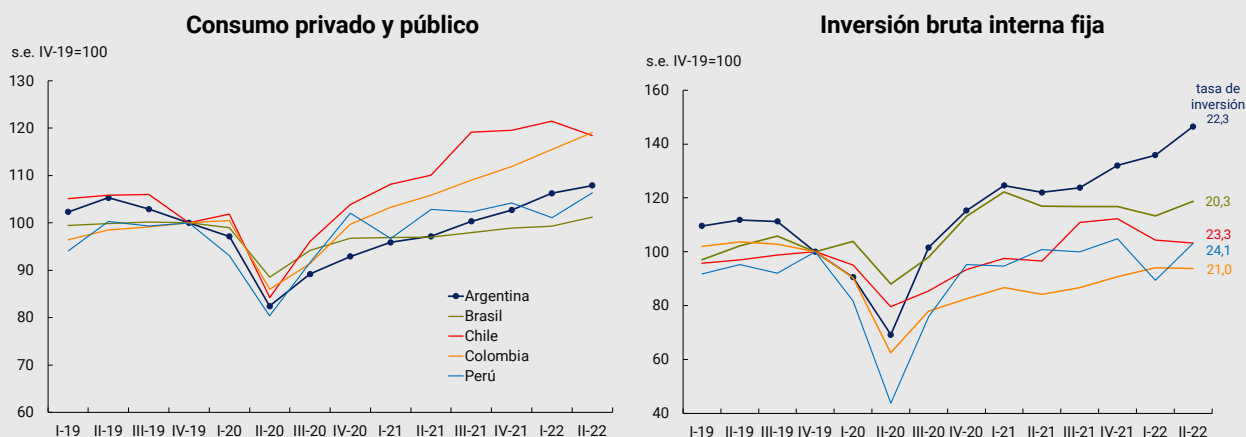
Gráfico 2 | Principales economías de América del Sur. Sectores productivos seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, Banco Central de Chile, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (Colombia) e Instituto Nacional de Estadística e Informática (Perú).

Entre los principales componentes de la demanda de cada país, se observan diferentes trayectorias tanto en la recuperación del consumo total como de la inversión, donde se presenta la mayor divergencia entre estos países. Mientras que en Argentina el consumo creció 7,9% s.e. entre el segundo trimestre de 2022 y el cuarto de 2019, por encima de Brasil y Perú, la inversión bruta interna fija lo hizo al 46,5% s.e.⁹, siendo la más dinámica del grupo de países seleccionados, particularmente a partir el cuarto trimestre de 2021. Las economías con mayor aumento relativo del consumo fueron Chile y Colombia, aunque en el caso de Colombia el crecimiento del consumo privado y público fue en detrimento de la inversión que aún se ubica un 6% por debajo de los niveles prepandemia (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Principales componentes del gasto agregado en las economías seleccionadas

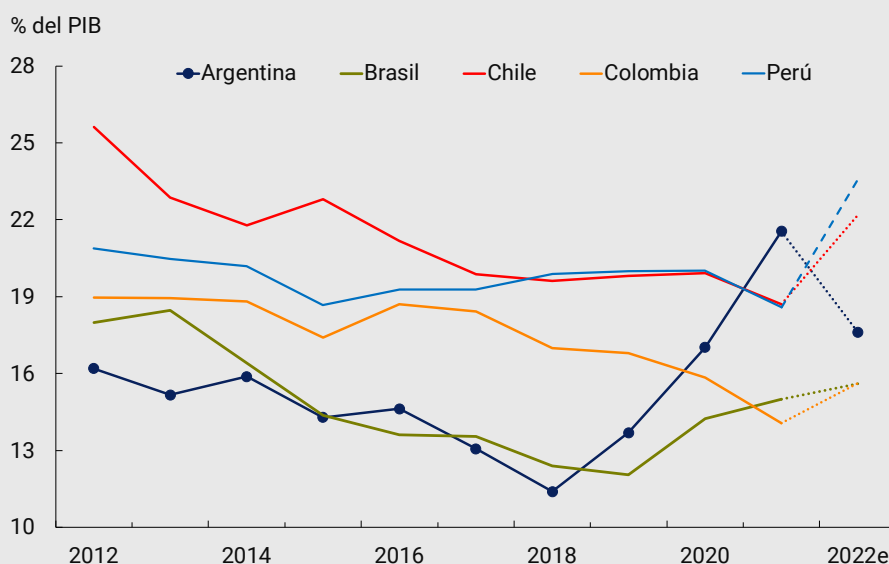


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, Banco Central de Chile, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (Colombia) e Instituto Nacional de Estadística e Informática (Perú).

9 Por el incremento de todos sus componentes: 28,1% s.e. la Construcción, 82,9% s.e. el Equipo durable de producción de origen nacional y 64,8% s.e. el Equipo durable de producción importado.

Estos comportamientos del gasto agregado esconden decisiones privadas de consumo/ahorro, afectadas por los cambios de hábitos que introdujo la pandemia, más allá de las diferencias en cuanto a los márgenes de acceso a financiamiento externo y grados de movilidad financiera de cada país. En el caso de Argentina, el desempeño de la inversión tiene un correlato en el ahorro nacional bruto disponible¹⁰ que aumentó notoriamente desde la crisis económica de 2018 hasta 2021 inclusive y que se interrumpe en 2022, ante la caída en el Ingreso disponible y el deterioro de los términos de intercambio comercial con el resto del mundo. En Brasil, la pandemia fomentó una suba más moderada del ahorro nacional que aún no parece alterarse. Para el resto de los países analizados, en cambio, el ahorro exhibía una tendencia relativamente más estable en los años anteriores a la pandemia, con caídas en 2021 que se revertirían este año (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Ahorro nacional bruto de las economías seleccionadas



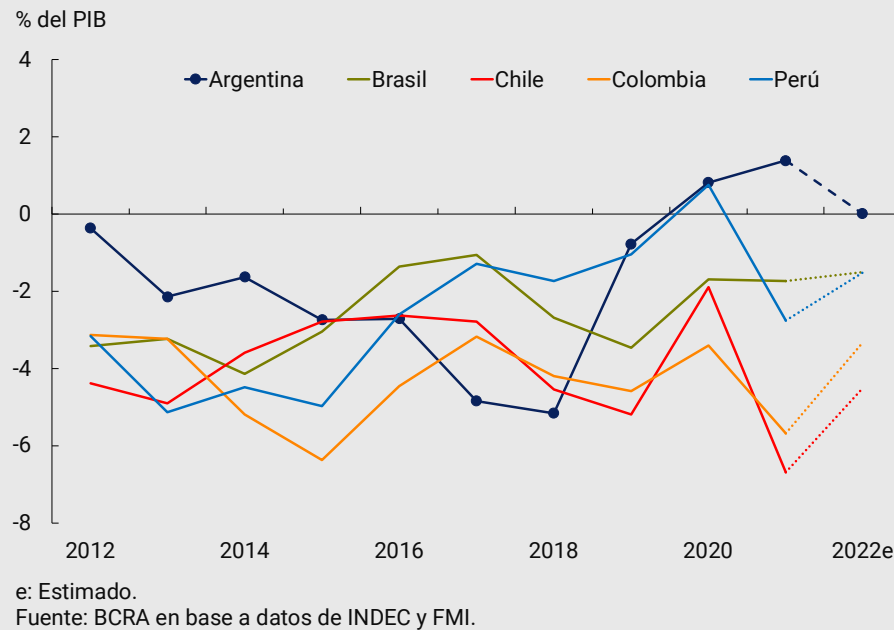
e: Estimado.

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

En el frente externo los desequilibrios previstos para estas economías para el corriente año se deterioran y tienden a acercarse a los observados en 2019, con excepción de Brasil. Ello constituye el principal reto de política económica para estos países teniéndose en cuenta el contexto internacional todavía adverso con el que se enfrentan, en particular por la prolongación en el tiempo del conflicto Rusia-Ucrania que impacta negativamente —aunque en distintos grados— a través del canal comercial, los precios de las materias primas y el canal financiero, con el endurecimiento de las condiciones financieras globales (ver Gráfico 5).

¹⁰ Calculado como el Ingreso nacional bruto disponible a precios de mercado (PIB a precios corrientes menos las Rentas netas de factores del exterior más las Transferencias corrientes netas del exterior) menos el Consumo efectivo total a precios de mercado (privado y público).

Gráfico 5 | Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos Internacionales
Países seleccionados



Como conclusión, el desempeño de la economía argentina tras la pandemia se ubicó en torno al promedio de lo observado en los principales países de América latina. Si bien se observó un desarrollo destacado de la inversión entre los impulsores de la recuperación (y de la industria manufacturera por el lado de la oferta), la Argentina evidenció en los últimos 5 años uno de los procesos más significativos de corrección de sus tasas de ahorro nacional bruto, dando cuenta de que se encuentra transitando un sendero con importantes desafíos para encarar un proceso de crecimiento económico sostenible.

4. Sector Externo

En el segundo trimestre de 2022, en un contexto de flujos comerciales en niveles récord (medidos en dólares corrientes, pero con caídas en cantidades) la economía operó con déficit de cuenta corriente, principalmente por un fuerte deterioro de los términos de intercambio. En el bimestre julio-agosto se profundizaron las tendencias previas: aumentos de los precios de importación que superan a los de las exportaciones y caídas de los volúmenes transados. En este contexto se espera que se sostenga el déficit de cuenta corriente en el tercer trimestre del año, y que recién en el cuarto trimestre se retorne a valores positivos.

La evolución de las exportaciones e importaciones de bienes, sumado a la dinámica de la deuda comercial por esos conceptos, derivaron en un resultado neto en el mercado de cambios por bienes de US\$10.989 millones en los primeros ocho meses de 2022, disminuyendo en un 13% respecto a lo observado en el mismo periodo del año previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$11.463 millones, mientras que las entidades realizaron compras por US\$64 millones. Por su parte, el BCRA tuvo un resultado neutro en sus intervenciones en el mercado de cambios y realizó pagos netos a través del Sistema de Monedas Locales (SML) por US\$536 millones.

Las operaciones en el mercado de cambios y el SML del BCRA junto con la disminución de los precios de los activos que componen las reservas internacionales en relación con el dólar estadounidense, que redundó en una disminución de estas por unos US\$2.196 millones, llevaron el nivel de reservas internacionales a US\$36.734 millones al cierre de agosto, lo que representó una caída de US\$2.928 millones por debajo de su valor a fines de 2021. Sin embargo, a partir de los incentivos generados por el “Programa de Incremento Exportador”, el sector oleaginosas y cereales liquidó mediante este mecanismo US\$5.300 millones al cierre de este informe. El repunte en las liquidaciones del sector permitió que el BCRA comprara en el mercado de cambios durante lo transcurrido del mes de septiembre unos US\$3.300 millones.

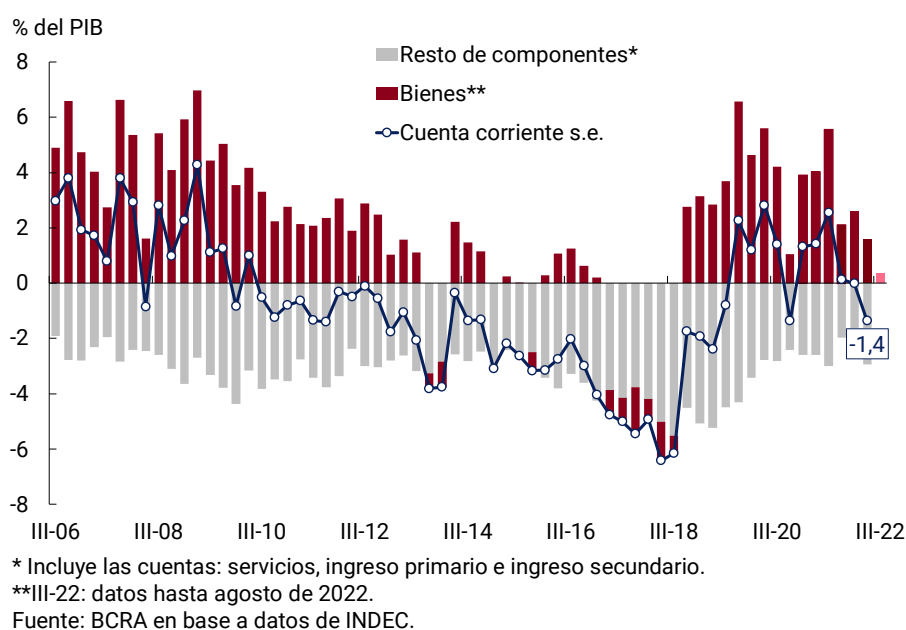
En el marco del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el FMI, la acumulación de Reservas Internacionales Netas para junio de 2022 fue levemente inferior al objetivo establecido, debido principalmente a los menores ingresos de Organismos Internacionales respecto de los proyectados. Sin embargo, en línea con los compromisos asumidos, la acumulación de reservas bajo las pautas de medición establecidas será de US\$9.800 millones durante 2022 y 2023. Contribuiría a este objetivo la construcción del gasoducto Néstor Kirchner que permitirá sustituir importaciones energéticas en el invierno de 2023.

4.1. En el segundo trimestre de 2022 la economía operó con un déficit de cuenta corriente por segundo período consecutivo

En el segundo trimestre de 2022 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un déficit de cuenta corriente de US\$894 millones —equivalente a 1,4% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. El fuerte deterioro de los términos de intercambio del comercio de bienes respecto al primer trimestre fue el principal motivo detrás del mayor déficit de cuenta corriente.

En el bimestre julio-agosto de 2022 el balance comercial de bienes profundizó su dinámica. En este contexto, la cuenta corriente ajustada por estacionalidad se habría sostenido en terreno negativo en el tercer trimestre de 2022 (ver Gráfico 4.1).

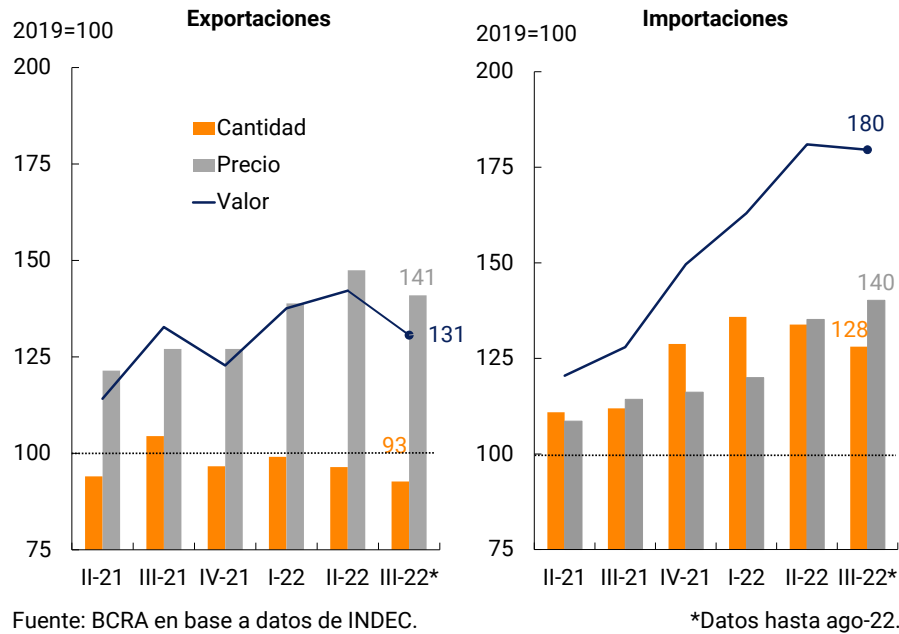
Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



Entre abril y junio de 2022 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$23.142 millones (*Free on Board* —FOB—) a precios corrientes, lo que representó una suba de 3,3% respecto al nivel registrado en el primer trimestre de 2022. Esta evolución obedeció principalmente al desempeño de los precios de exportación, que en este periodo crecieron 5,9% s.e. Por su parte, las cantidades exportadas de bienes cayeron 2,5% s.e. En el bimestre julio-agosto, a la caída de los volúmenes se le sumó un retroceso de los precios de exportación.

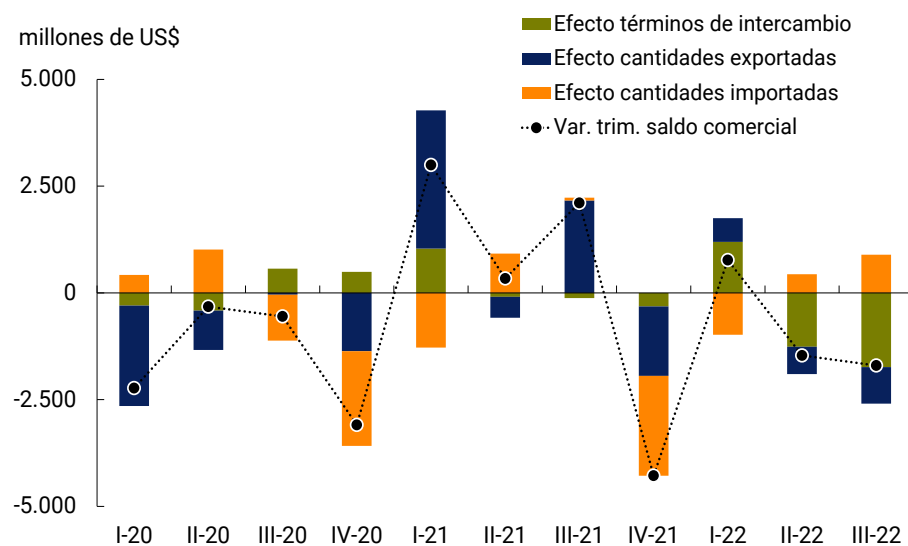
Por otro lado, en el segundo trimestre de 2022 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$22.225 millones (CIF) a precios corrientes, un 11,0% superior al primer trimestre del año. Este desempeño de los valores importados se explicó exclusivamente por el aumento de los precios (12,7% trim. s.e.) ya que las cantidades mostraron un leve retroceso (ver Gráfico 4.2). En el bimestre julio-agosto se sostuvo esta dinámica, con aumentos de precios y caídas de cantidades.

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



Como resultado de la evolución reciente de las exportaciones y de las importaciones el superávit comercial promedio mensual desestacionalizado pasó de US\$794 millones en el primer trimestre de 2022 a US\$306 millones en el segundo trimestre, llegando a un déficit de US\$261 millones en el bimestre julio-agosto. El deterioro de los términos de intercambio explicó US\$2.999 de los US\$3.164 de caída acumulada que tuvo el saldo comercial en los últimos dos trimestres (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Factores de variación trimestral del saldo comercial de bienes*

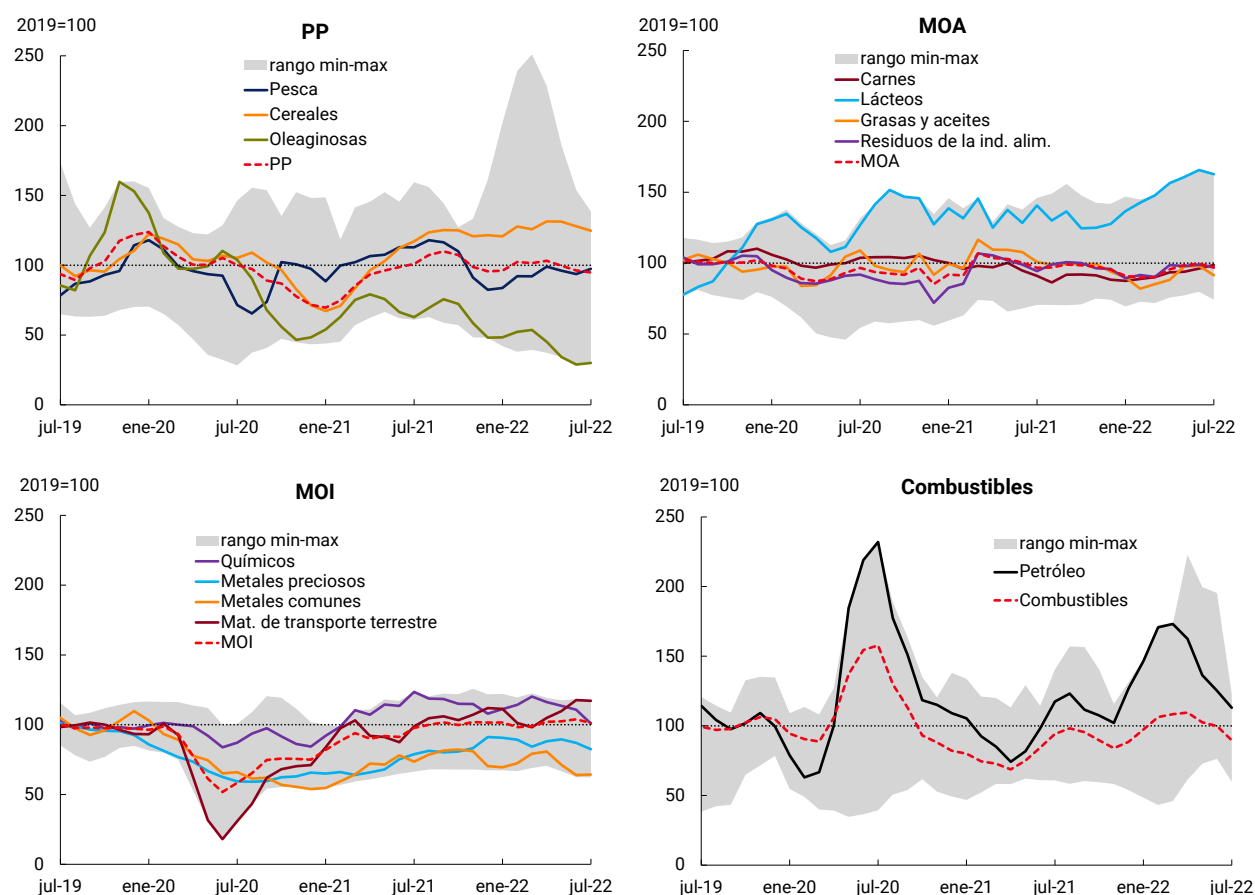


*Saldo FOB-CIF ajustado por factores estacionales. III-22 equiv a bimestre jul-ago trimestralizado.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Dos de los cuatro principales rubros de exportación tuvieron aumentos de los volúmenes exportados en el segundo trimestre de 2022. En el caso de los Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA, +11% trim. s.e.), el crecimiento fue muy difundido (13 de 14 agrupados presentaron subas), destacándose por su incidencia los mayores envíos de derivados de soja, luego de un primer trimestre muy débil. Las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se incrementaron 5% trim. s.e., apuntaladas principalmente por las mayores exportaciones de vehículos. Por su parte, los envíos de Productos Primarios (PP) cayeron (-5% trim. s.e.), con una fuerte incidencia negativa de oleaginosas, en particular, de porotos de soja. Por último, las cantidades exportadas de Combustibles y Energía (CyE) cayeron 8% s.e. en el trimestre, afectadas por una merma en los envíos de petróleo crudo, la principal categoría del rubro (ver Gráfico 4.4).

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



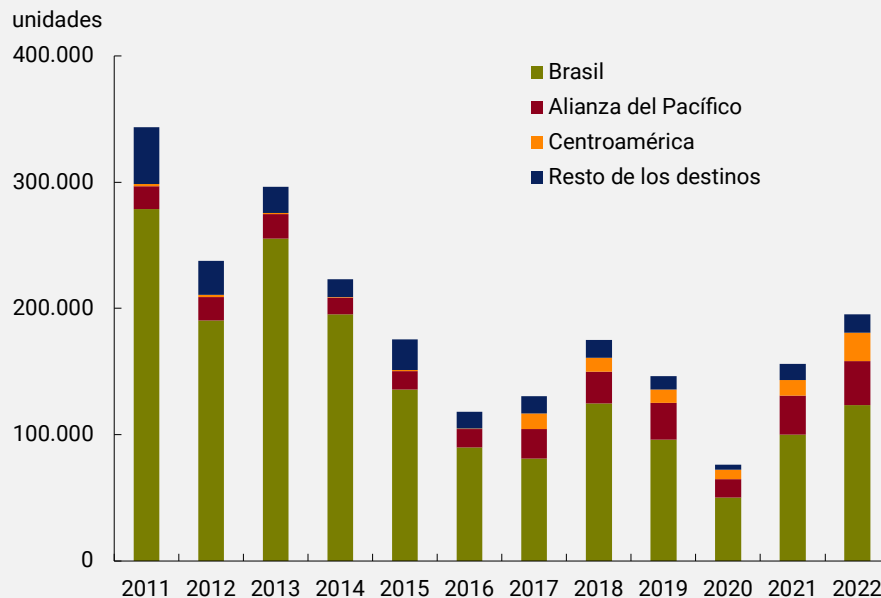
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Recuadro. Exportaciones de vehículos

Uno de los sectores que contribuyó al crecimiento de las MOI fue la industria automotriz, la cual tiene una elevada relevancia en términos de exportaciones con valor agregado además de la creación de puestos de empleo formales.

En los primeros 8 meses del año se exportaron un total de 195.385 vehículos, lo que representa un 25% más que lo acumulado al mismo mes de 2021 y un 250% más que lo exportado en el mismo período de 2020 (ver Gráfico 4.5).

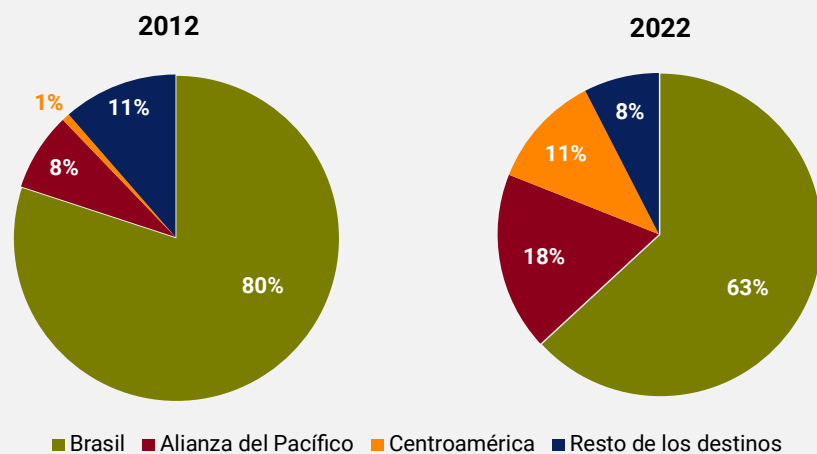
Gráfico 4.5 | Vehículos exportados por principales destinos
Enero-agosto de cada año



Fuente: ADEFA.

En conjunto con este crecimiento agregado se observa también una mayor diversificación de los mercados de exportación, caracterizándose por un crecimiento más que proporcional del destino Centroamérica (84% i.a.). Este es un aspecto positivo ya que diversifica los riesgos y quita dependencia de la industria automotriz con respecto a la situación económica y decisiones comerciales tomadas por Brasil, quien sigue siendo el principal destino de exportación del sector (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Participación de los principales destinos de exportación de vehículos

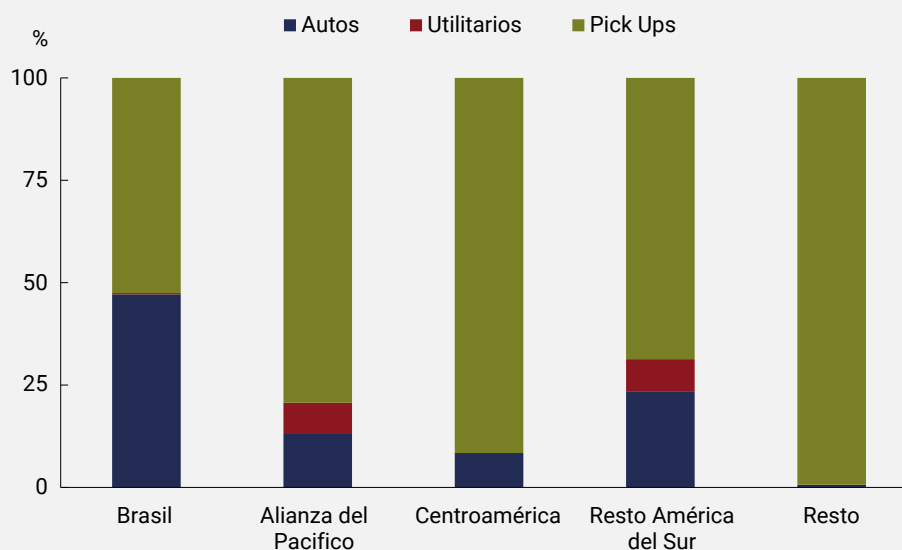


Fuente: BCRA en base a datos de ADEFA.

Esta diversificación de destinos se dio en simultáneo con un cambio en el patrón de compra de Brasil, nuestro principal comprador, el cual de manera tendencial está adquiriendo menores vehículos importados por una política de fomento de su industria nacional. En esta línea, se generó un marco de oportunidades de crecimiento de nuevos mercados con elevado potencial, principalmente en el segmento de vehículos utilitarios, en el que Argentina se muestra competitivo a nivel internacional.

La industria automotriz muestra, entre una de sus principales características, una fuerte especialización hacia la exportación de *pick-ups*, en especial con destino a Centro América y al resto del mundo donde su participación supera el 90%. Los envíos a Brasil están más repartidos con una mayor participación de vehículos particulares de pasajeros, aunque en este caso parecen incidir las estrategias corporativas de abastecimiento del Mercosur de firmas multinacionales que se ubican a ambos lados de la frontera. Por último, las exportaciones de vehículos utilitarios se concentran hacia países de la Alianza del Pacífico y del resto de América del sur (ver Gráfico 4.7).

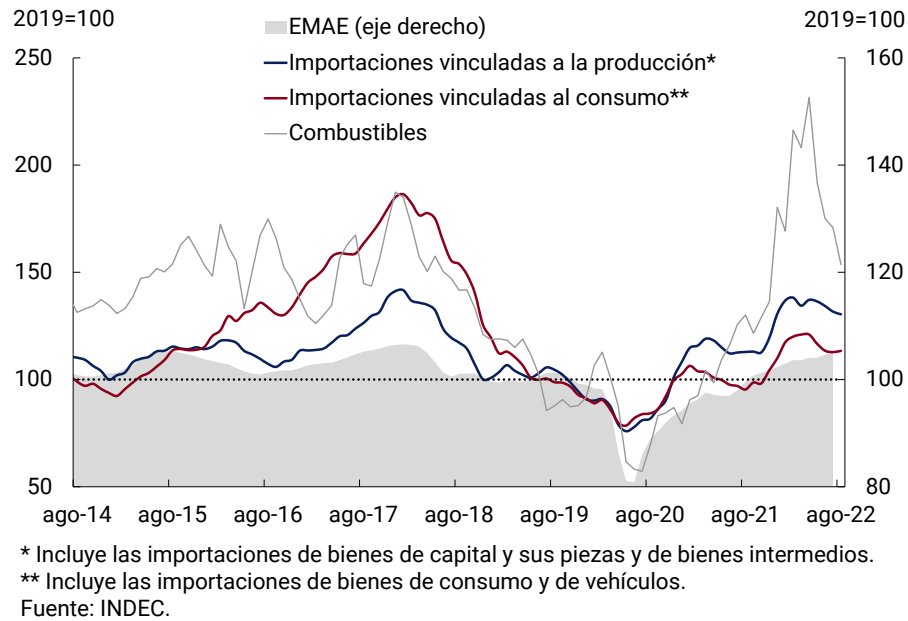
Gráfico 4.7 | Exportaciones de vehículos por tipo y destino
Acum. 8 meses de 2022



Fuente: BCRA en base a datos de ADEFA.

Por su parte, las cantidades importadas de bienes exhiben una tendencia bajista generalizada desde marzo de 2022. Desde ese momento y ajustando por factores estacionales, las caídas acumuladas fueron del 42% en el caso de los combustibles, del 13% el caso de los bienes asociados directamente con el consumo y del 7% de aquellos relacionados con la producción (ver Gráfico 4.8). En el primer caso, incidió sobre el cómputo de la caída reciente el elevado nivel que habían alcanzado las compras de combustibles elaborados en los primeros meses del año (ver Apartado 3 / Balanza comercial energética). El retroceso reciente de los volúmenes importados de los bienes asociados a la producción llevó al agrupado hacia un nivel similar al registrado en julio de 2017, momento en el que el nivel de actividad económica era semejante al actual.

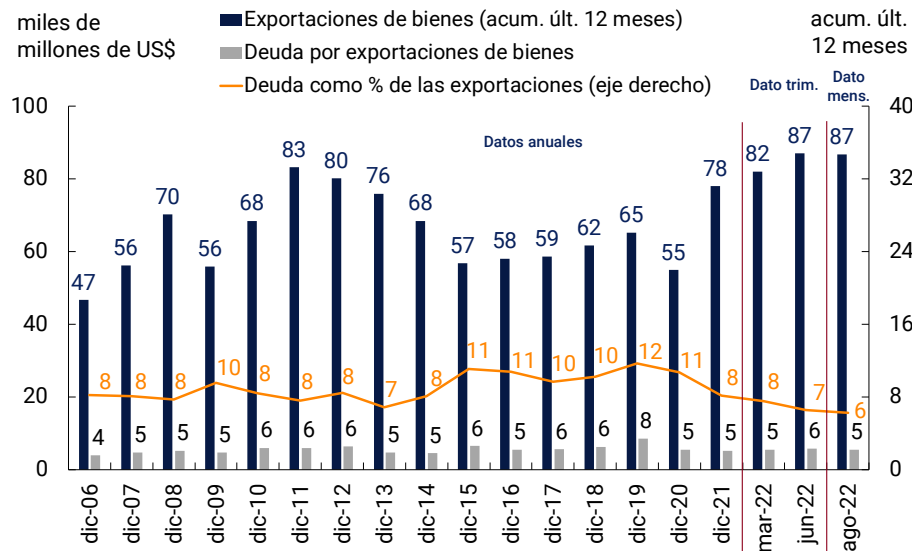
Gráfico 4.8 | Cantidades importadas. Series ajustadas por estacionalidad
Prom. móv. 3 meses



4.3. En lo transcurrido del año 2022 las compras del BCRA en el mercado de cambios acumularon US\$3.300 millones, apuntaladas por el Programa de Incremento Exportador

Durante los primeros ocho meses de 2022, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$59.100 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$59.500 millones, por lo cual se estima una leve baja de la deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de unos US\$400 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se reduce a 6,2% y representa el ratio más bajo verificado desde diciembre de 2006 (ver Gráfico 4.9).

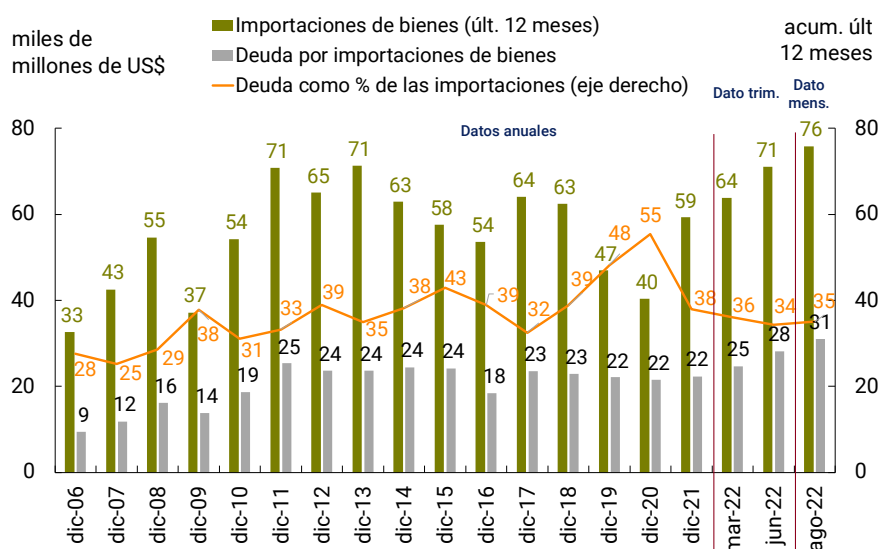
Gráfico 4.9 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



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

Durante 2020, el BCRA dispuso una serie de normas que apuntan a promover de forma más eficiente la asignación de las divisas, con impacto tanto la evolución de la deuda privada comercial como financiera. Estas normas se mantuvieron a lo largo de 2021 y se continuaron perfeccionando durante lo transcurrido del 2022. En este contexto, durante los primeros ocho meses de 2022, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios por alrededor de US\$48.100 millones, se ubicaron unos US\$6.150 millones por debajo de las importaciones FOB del período, lo que implicaría una suba del endeudamiento con el exterior por este concepto. Así, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones registró una suba en agosto de 2022, hasta alcanzar 35% (ver Gráfico 4.10).

Gráfico 4.10 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



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

La mencionada evolución del comercio de bienes y de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$10.989 millones en los primeros ocho meses del año, superior en unos US\$5.000 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo período y exhibiendo una caída respecto al año previo (13% i.a.).

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

En este contexto, las renegociaciones registradas durante los primeros ocho meses de 2022 impactaron en menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$1.470 millones respecto de los vencimientos originales para ese mismo período, acumulando desde su inicio menores pagos netos por unos US\$4.000 millones. Cabe destacar que en los primeros ocho meses del 2022 las cancelaciones netas representaron sólo el 26% de los vencimientos alcanzados, refinanciándose casi tres cuartas partes de los vencimientos de títulos y deudas financieras.

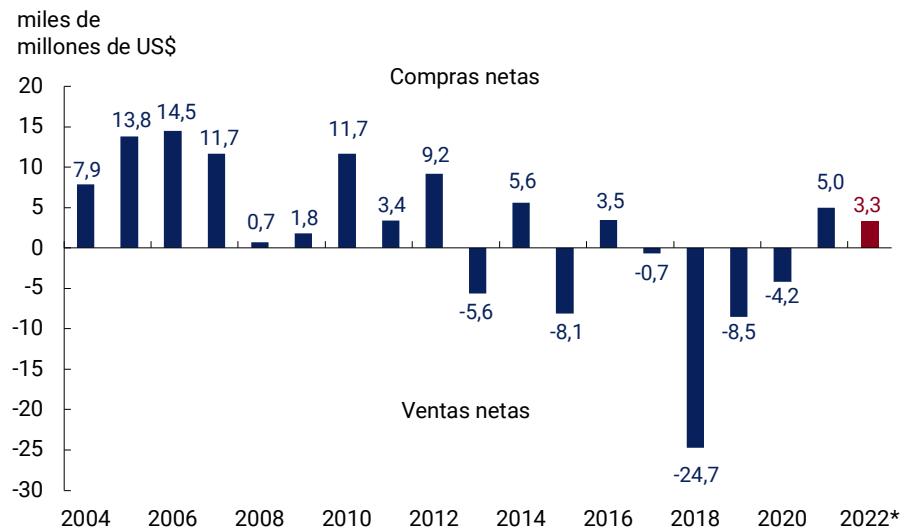
En cuanto al resultado del BCRA en el mercado de cambios en el acumulado del año hasta agosto, las compras y ventas de la entidad se compensaron, mientras que las Reservas Internacionales cayeron US\$2.928 millones en el mismo período.

La variación de las Reservas Internacionales hasta agosto se explicó por la disminución de la valuación de los activos por unos US\$2.196 millones, la caída en las tenencias en moneda extranjera de las entidades por unos US\$1.700 millones y las ventas en el Sistema de Monedas Locales por US\$528 millones. Estos movimientos fueron contrarrestados parcialmente por los ingresos netos de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional por unos US\$1.500 millones (ingresos netos del FMI por unos US\$3.500 millones y pagos netos de otra deuda en moneda extranjera por US\$2.000 millones).

Cabe remarcar que a las medidas implementadas desde julio¹¹ tendientes a incentivar las ventas y liquidación en el mercado de cambios de los productos agrícolas, se sumó el 5 de septiembre la creación mediante el Decreto 576/22, del “Programa de Incremento Exportador” a través del cual se estableció hasta el 30 de septiembre un tipo de cambio de \$200 por cada US\$1, para las exportaciones de soja y sus derivados.

A partir de los incentivos generados por este programa, el sector oleaginosas y cereales liquidó mediante este mecanismo en el mercado de cambios US\$5.300 millones al cierre de este informe. El repunte en las liquidaciones del sector permitió que el BCRA comprara en el mercado de cambios durante lo transcurrido del mes de septiembre unos US\$3.300 millones (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11 | Mercado de cambios. Resultado



*Datos al 20-sep-22.

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

Fuente: BCRA.

11 Se creó un nuevo instrumento que permitió que los productores realicen un depósito a la vista en las entidades financieras con retribución diaria variable en función de la evolución del tipo de cambio A3500, conocido como dólar link, por hasta el 70% del valor de la venta de granos y se les permitió formar activos externos de libre disponibilidad por el 30% restante. Asimismo, se aprobó la emisión de una Letra en Dólares, destinada a estimular el ingreso de fondos externos para prefinanciación de grandes exportadores, para brindar un rendimiento de SOFR más 0,9 a las divisas ingresadas por este mecanismo que queden depositados en cuentas locales en moneda extranjera, ampliando los plazos para la liquidación de estos fondos hasta los 180 días. Adicionalmente, se habilitó el acceso a las cuentas a la vista dólar linked a los exportadores que anticipen en más de treinta días la liquidación respecto al plazo determinado para cada sector.

4.4. Perspectivas

Para el año 2022 se espera que la economía registre un superávit comercial de bienes por cuarto año consecutivo, en el marco de una política cambiaria de flotación administrada. En tanto, el saldo de cuenta corriente retornaría a terreno positivo en el cuarto trimestre del año. Para el año próximo, el crecimiento de la producción agrícola, en particular de soja, y la puesta en funcionamiento del gasoducto Néstor Kirchner a fines de junio de 2023, que permitirá reducir la importación de combustibles, contribuirán al robustecimiento del superávit comercial de bienes y, en consecuencia, a la acumulación de Reservas Internacionales.

El contexto internacional continuará teniendo un rol protagónico sobre la matriz de riesgos del sector externo de la economía argentina. La velocidad con la que los bancos centrales de las economías avanzadas endu- rezcan su política monetaria en respuesta a los elevados registros inflacionarios en sus economías (en un contexto en el que no puede descartarse un recrudecimiento de los cuellos de botella de algunas cadenas globales de valor derivado de la política sanitaria COVID 0 de China), incidirá sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales y los precios de las materias primas en general. Por otro lado, la duración y potencial escalada del conflicto bélico en Ucrania influirá sobre la evolución del costo global de la energía y sobre los términos de intercambio de nuestra economía.

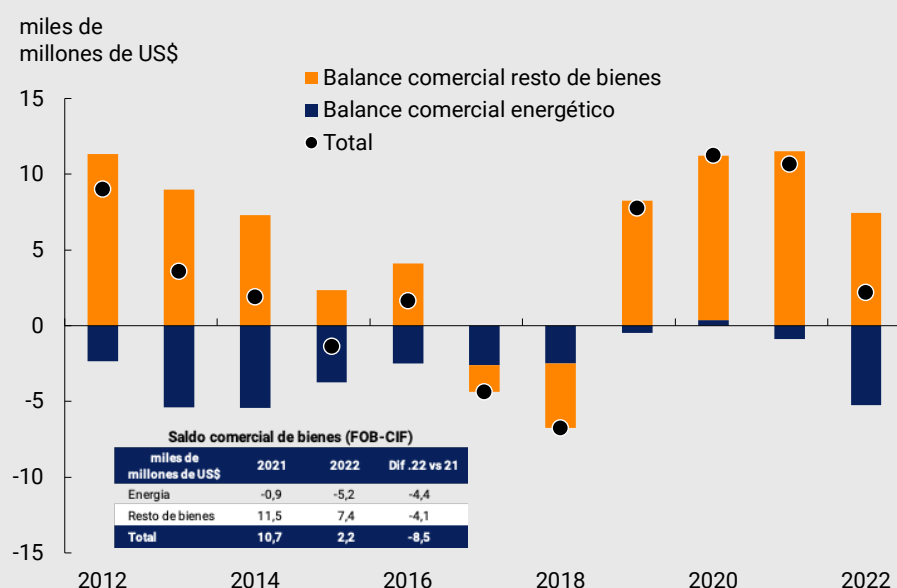
El BCRA continuará gestionando prudentemente las regulaciones cambiarias con el fin de adaptarlas a las necesidades de la coyuntura, favoreciendo la estabilidad monetaria y cambiaria. En esta línea, el 8 de septiembre de 2022 fue ampliado hasta fin de año, para dar tiempo a la normalización del comercio exterior, lo establecido en la Comunicación "A" 7532 que, para responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender la importación de energía y con el objeto de sostener el crecimiento económico y el desarrollo de las PyMEs, se extendió por un trimestre el sistema de financiación de importaciones a las realizadas bajo Licencia No Automática y a la importación de servicios. Asimismo, se dispuso en coordinación con él, en ese momento, Ministerio de Desarrollo Productivo ampliar las posiciones arancelarias de bienes equivalentes a los producidos en el país que tendrán acceso al mercado a partir de 180 días y la de bienes suntuarios que podrán acceder a partir de los 360 días.

Hacia delante y en la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones cambiarias, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real.

Apartado 3 / Balanza comercial energética

En los primeros ocho meses del año el saldo comercial¹² por el intercambio de combustibles y energía eléctrica con el resto del mundo resultó en un déficit por US\$5.248 millones para la economía argentina. Se trata del registro negativo por este concepto más abultado desde 2014. Más de la mitad del deterioro del superávit comercial total de bienes en lo que va de 2022 puede explicarse exclusivamente por la balanza energética (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Balance comercial de bienes
Primeros 8 meses de cada año



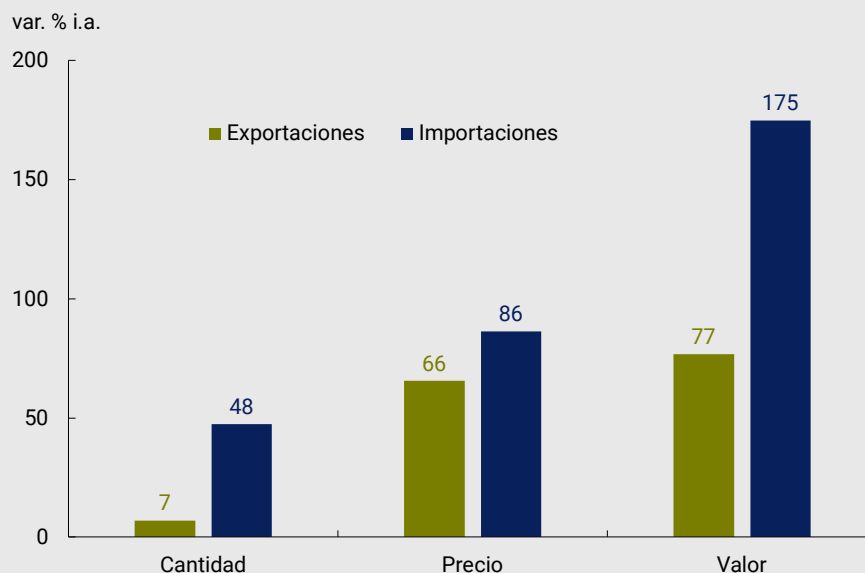
Fuente: INDEC.

El incremento en más de US\$4.400 millones de dólares del déficit comercial energético respecto al mismo periodo de 2021 se explica por un aumento mucho mayor de las importaciones que de las exportaciones de combustibles, tanto en precio¹³ como en cantidad. Las exportaciones acumuladas en los últimos 12 meses a agosto de 2022 fueron de US\$7.463 millones, el valor más alto de los últimos 13 años. Los volúmenes exportados del principal producto del rubro, el petróleo crudo, llevan una tendencia de crecimiento de casi 5 años, apoyada en la explotación de los recursos no convencionales de Vaca Muerta. Aun así, el crecimiento de las importaciones fue muy superior (ver Gráfico 2).

12 Se adopta el criterio de valoración FOB (*Free on Board*) para las exportaciones y CIF (*Cost, Insurance and Freight*) para las importaciones. Este es el criterio de exposición utilizado por INDEC para la elaboración del informe mensual sobre Intercambio Comercial Argentino (ICA).

13 El índice de precios implícito de las importaciones de bienes es del tipo Paasche, lo que significa que sus variaciones son sensibles a cambios en la canasta de los bienes. Lo mismo aplica para las exportaciones. La mayor proporción de combustibles líquidos en la canasta de importación de 2022, en detrimento de, por ejemplo, el gas natural desde Bolivia, teniendo los primeros un valor unitario superior, está detrás del fuerte incremento del índice de precios implícito de las importaciones de combustibles en 2022.

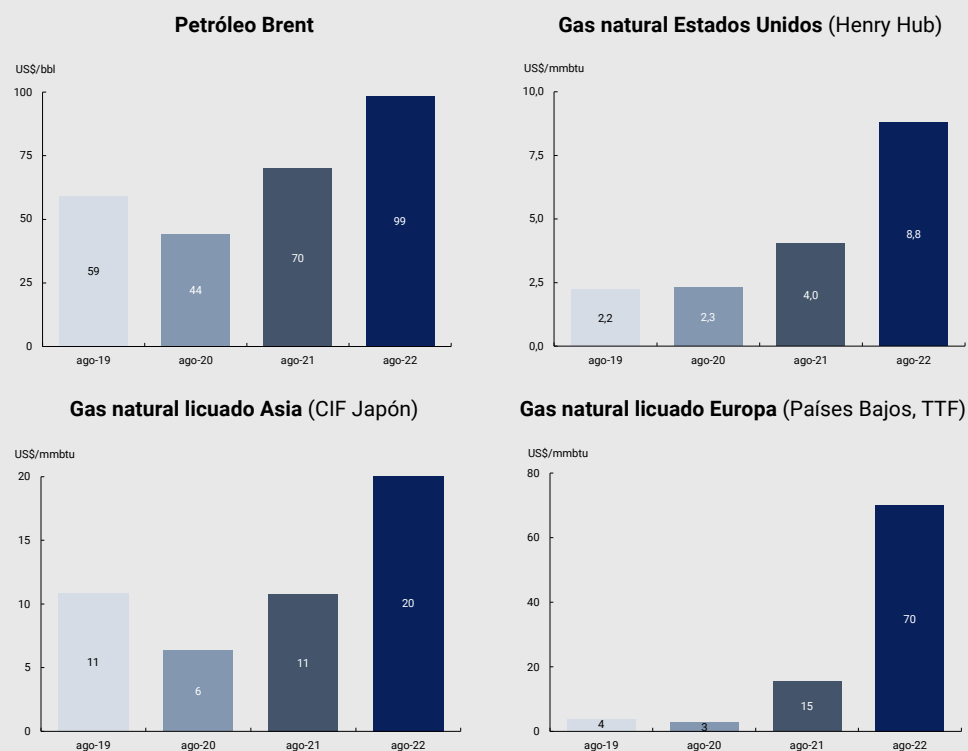
Gráfico 2 | Comercio de combustibles
Primeros 8 meses de 2022



Fuente: INDEC.

Sobre la dinámica de los precios incidió fuertemente, aunque de manera asimétrica, el contexto internacional, el cual se encuentra atravesado por la guerra en Ucrania y las repercusiones en el mercado global de la energía derivadas de las sanciones de los países occidentales a Rusia y de las reiteradas interrupciones de suministro de gas ruso a Europa como respuesta. Con relación a tan solo 1 año atrás, en agosto de 2022 el precio promedio del petróleo Brent había subido 41%, el del gas natural en Estados Unidos 117%, el del gas natural licuado en Asia 87% y el del gas natural licuado en Europa, epicentro del conflicto, 354%. Los precios actuales también resultan elevados comparados con el periodo prepandemia (ver Gráfico 3).

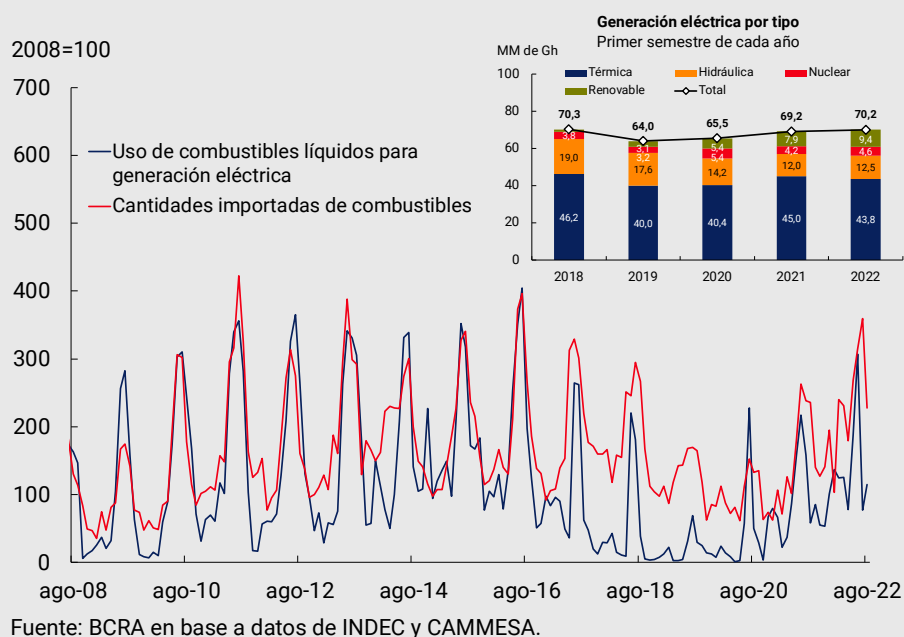
Gráfico 3 | Precios internacionales de combustibles



Fuente: Banco Mundial.

En el caso de las cantidades importadas influyeron una serie de factores exógenos que operaron en igual sentido: incrementar la demanda de importaciones. En un contexto de crecimiento económico y recuperación del consumo total de energía en el país, el bajísimo caudal de agua en los principales embalses del país derivó en una pronunciada caída de la oferta vía generación hidroeléctrica. En segundo lugar, nuestro principal proveedor de gas natural, Bolivia, está experimentando una caída tendencial de la producción de gas, y, en consecuencia, de la oferta disponible para exportar hacia Brasil y Argentina. Estas dos fuentes energéticas tuvieron que ser sustituidas por energía térmica. En tercer lugar, la suba excepcional del costo del gas natural licuado llevó a las autoridades energéticas a optar por una combinación de canasta de importación más sesgada a los combustibles líquidos (gas oil y fuel oil), cuyos rendimientos energéticos son inferiores. Por último, en la pospandemia, la producción doméstica total de gas creció a un ritmo inferior al de la demanda energética. La suma de todo lo anterior se reflejó en un fuerte aumento de las cantidades importadas de combustibles en lo que va del año (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Importaciones de combustibles y generación eléctrica



Para 2023 se espera una reducción del déficit comercial energético tanto por la continuidad del alza de las cantidades exportadas como también por una menor demanda de importaciones. Sobre esto último incidiría una parcial recuperación de la generación hidroeléctrica dados los mayores niveles de agua observados en los principales ríos en los últimos meses, y, sobre todo, la puesta en funcionamiento prevista para fines de junio de 2023 del primer tramo del gasoducto Néstor Kirchner que unirá Tratayén (Neuquén) con Saliqueló (Buenos Aires), con una capacidad de abastecimiento de 11 millones de metros cúbicos por día, equivalente al 65% del promedio diario de gas natural licuado importado de mayo a junio de este año.

5. Finanzas Públicas

En julio y agosto los ingresos crecieron por encima de los gastos primarios, en contraste con lo ocurrido durante el primer semestre de 2022. Así, el resultado fiscal primario en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló en los últimos 12 meses a agosto un saldo deficitario equivalente a aproximadamente 2,9% del PIB y se mantuvo en niveles inferiores a los de finales de 2021 (3,0% del Producto), valor que ya había resultado significativamente inferior al observado durante el año 2020 (6,4% del PIB). Por su parte, el déficit financiero del SPNF representó 4,5% del PIB en igual período. El Ministerio de Economía reafirmó el sendero fiscal compatible con un déficit primario anual del SPNF de 2,5% de PIB para 2022, sin modificar la meta originalmente planteada en el marco del programa con el FMI.

En el bimestre julio-agosto la recaudación creció 79,3% i.a. (+2,8% i.a. real). Contribuyeron a ese desempeño tributario el crecimiento económico y la mejora del empleo y de los salarios. Los impuestos asociados a las compras externas sostuvieron un elevado dinamismo, mientras que los derechos de exportación tuvieron un avance más acotado en el margen. Por el lado de los recursos tributarios, se implementaron medidas que contribuirán a alcanzar el objetivo fiscal propuesto. Se adelantaron los anticipos del Impuesto a las Ganancias para sociedades e incrementó la percepción a cuenta de ese impuesto a operaciones en moneda extranjera por compra de billetes y por gastos de turismo emisivo o mediante el uso de tarjetas. También se creó el “Programa de Incremento Exportador” destinado estimular la comercialización de soja, con efecto sobre la recaudación de derechos en septiembre.

Por el lado del gasto se adecuaron los créditos presupuestarios con el fin de reflejar la ejecución actualmente proyectada y se reforzó el congelamiento de la planta de personal de la Administración Pública Nacional incluyendo a las Empresas públicas descentralizadas. Asimismo, se dispusieron medidas para segmentar las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y agua), las cuales permitirán generar ahorros en los subsidios asociados. En tanto, se comenzó a implementar un programa que buscará la gradual incorporación a puestos de trabajo del sector privado de actuales beneficiarios de planes sociales. Por su parte, se priorizaron los gastos vinculados a la construcción del gasoducto Vaca Muerta-Salliqueló “Néstor Kirchner” que contribuirá a generar significativos ahorros en el futuro.

Se cumplieron las metas fiscales establecidas dentro del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el segundo trimestre del año. A su vez, el Gobierno Nacional, remitió al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2023, adaptándolo a las condiciones actuales del contexto macroeconómico, previendo la convergencia a un déficit primario para el año próximo de 1,9% del PIB, en línea con el acuerdo vigente con el FMI.

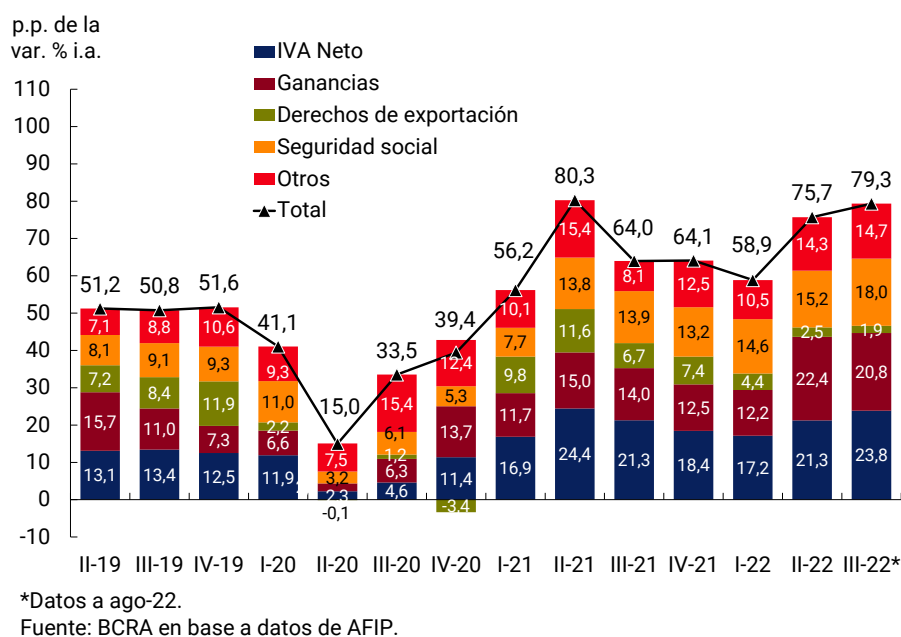
Iniciado el mes de junio, en un contexto de mayor volatilidad financiera a nivel internacional y local, se generaron tensiones en el mercado de deuda soberana en pesos. La intervención extraordinaria por parte del BCRA en el mercado secundario de deuda pública para preservar la estabilidad financiera, la exitosa instrumentación de un canje de la deuda de corto plazo y la suba de tasas implícitas en las licitaciones de los instrumentos demandados lograron estabilizar el mercado. La estrategia de financiamiento permitió obtener fondeo neto por unos \$1,5 billones en los primeros ocho meses del año. El stock de Deuda Pública Nacional a fines agosto¹⁴ de 2022 representó aproximadamente 80% del PIB, exhibiendo una reducción de cerca de 9,6 p.p. respecto de fines de 2019.

14 Datos preliminares.

5.1. La recaudación tributaria nacional fortaleció los ingresos fiscales nacionales al sostener su crecimiento en términos reales durante el segundo trimestre y principios del tercero

La recaudación tributaria nacional aumentó 75,7% durante el segundo trimestre de 2022 con relación al año previo (ver Gráfico 5.1), lo que significó un crecimiento real de 9%. Con datos a agosto, durante el tercer trimestre la recaudación avanzó 79,3% i.a. (+2,8% i.a. real). El desempeño de los tributos entre abril y agosto respondió a la consolidación de la recuperación económica y a la mejora en los salarios y el empleo formal. Los impuestos asociados a las compras externas tuvieron un avance real mientras que los derechos de exportación se redujeron: las cantidades de granos se vieron impactadas por menor oferta agrícola por la sequía y las decisiones comerciales de los actores del sector, mientras que los precios se redujeron en el margen.

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



La gran mayoría de los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado —IVA—, Ganancias, entre otros) continuaron mostrando un buen desempeño entre fines del segundo y principios del tercer trimestre debido al sostenimiento de la recuperación de la actividad económica. El IVA neto creció 73,6% i.a. en el segundo trimestre y 84,4% i.a. con datos parciales en el tercero. Por otro lado, el Impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias avanzó 71,2% i.a. y 83,8% i.a. en el segundo y tercer trimestre a agosto, respectivamente. Sobre este tributo operó negativamente hasta junio la exención al sector Salud. El impuesto a las Ganancias mostró gran dinamismo: creció 100,1% i.a. entre abril y junio y 97,9% i.a. entre julio y agosto. Esto se explica por las mejoras en el mercado laboral, así como por mejores resultados de sociedades con cierre de balance en diciembre de 2021 en relación con el período previo. Asimismo, impacto al alza incremento de 10 puntos porcentuales (p.p.) en la retención a cuenta de los impuestos a las Ganancias y sobre los Bienes Personales para los consumos de divisas para viajes y gastos en el exterior¹⁵.

Otros impuestos continuaron mostrando un avance más irregular: Impuestos Internos creció 54,3% i.a. entre abril y junio y 80,7% i.a. entre julio y agosto mientras que Combustibles avanzó sólo 30,5% i.a. y 9,0% i.a. en los mismos períodos debido fundamentalmente al retraso en la actualización del tributo. Por otro lado,

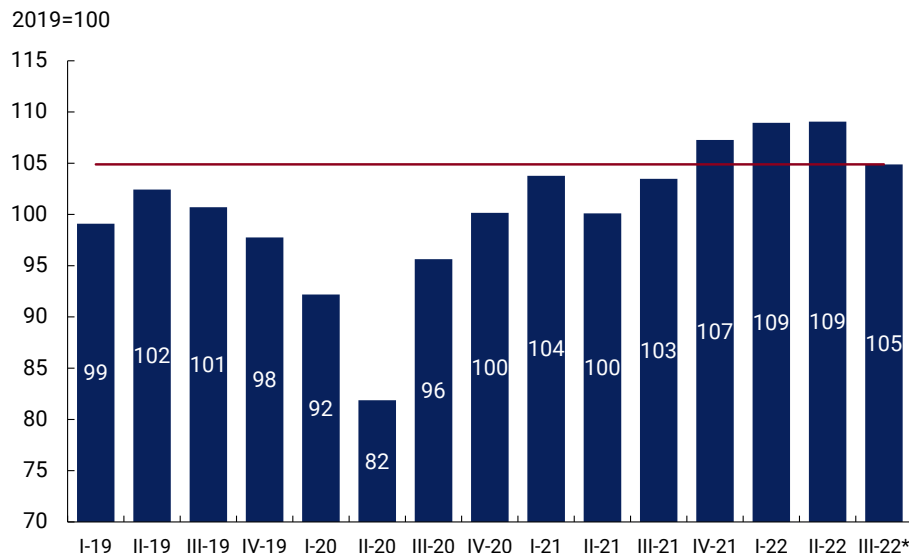
15 Resolución General 5232/2022.

Bienes Personales avanzó 64,9% i.a. y 41,4% i.a. en el segundo y lo transcurrido del tercer trimestre, respectivamente, afectado en parte por una alta base de comparación debido a diferente temporalidad en los vencimientos en 2021 y 2022.

Los recursos de la seguridad social, impulsados por las mejoras en el mercado laboral (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo), tanto por incrementos del empleo registrado como mejoras en el salario formal real, tuvieron un avance de 77,1% i.a. entre abril y junio y de 80,2% entre julio y agosto. Vale agregar que estos recursos estuvieron impactados negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional —vigentes hasta junio de 2022—, que redujeron las contribuciones patronales del sector de la salud, a los sectores críticos contemplados en el programa REPRO y a las empresas radicadas en las provincias del Norte Grande.

Los derechos de importación y la Tasa estadística exhibieron un incremento conjunto de 67,4% i.a. durante el segundo trimestre y 90,7% i.a. en el tercero. Este comportamiento se explicó por mayores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo). Finalmente, los derechos de exportación tuvieron un comportamiento más acotado: +25,7% i.a. entre abril y junio y +22,8% i.a. entre julio y agosto, en un contexto de sequía que afectó a la producción agrícola, lo cual se vio compensado en parte por el contexto internacional favorable para los precios internacionales de los principales productos de exportación y la recuperación de la demanda externa. Sin embargo, estos precios se redujeron en el margen. Con vigencia durante el mes de septiembre, se creó el Programa de Incremento Exportador¹⁶ destinado estimular la comercialización de soja, con efecto sobre la recaudación de derechos. El programa busca además mejorar la realidad de los productores, ayudar a las economías regionales y fortalecer reservas.

Gráfico 5.2 | Recaudación tributaria nacional real desestacionalizada



*Datos a ago-22.

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

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad creció 0,1% en el segundo trimestre de 2022 y cayó 3,8% durante el tercer trimestre con datos parciales a agosto. De todas formas, este indicador se ubicó entre julio y agosto un 5,0% por encima del nivel mostrado en 2019 (ver Gráfico 5.2). Este desempeño refleja el sostenimiento de la consolidación de los ingresos tributarios luego de los efectos

16 Decreto 576/2022.

adversos de la pandemia de COVID-19. Cabe señalar que en relación con 2019 la estructura tributaria se había modificado a fines de 2019 fundamentalmente a partir de la creación del Impuesto PAIS, los cambios de las alícuotas de derechos de exportación y sobre el impuesto a los Bienes Personales, así como la revisión de la reforma tributaria impulsada durante 2017 que afectaba los recursos de la seguridad social. Todo esto explica una mayor recaudación real.

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 63,6% i.a. en el segundo trimestre (+1,8% i.a. real) y 78,3% i.a. en el tercero (+2,2% i.a. real, con datos parciales a ago-22). Sobre el desempeño de los recursos incidió positivamente el mayor registro de rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos en 2022¹⁷ y negativamente el registro de ingresos no tributarios del Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia durante 2021 a partir del mes de mayo. Neto de esos efectos los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 75,7% i.a. en el segundo trimestre y 77,3% i.a. en julio y agosto. Los ingresos tributarios y de la seguridad social tuvieron un avance de 70,5% i.a. en el segundo trimestre y 76,6% i.a. en el tercero con datos a agosto.

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias mostró un comportamiento similar al observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible, en el segundo trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento en torno a 70% i.a., mientras que en el inicio del tercero se habría expandido cerca de 80% i.a.

5.2. El ordenamiento fiscal impactó positivamente en los resultados de julio y agosto

En línea con lo establecido por el Ministerio de Economía en el sentido de ordenar las cuentas públicas para cumplir con el presupuesto vigente, durante julio y agosto los ingresos públicos crecieron por encima del gasto primario, reafirmando un sendero fiscal compatible con un déficit anual del SPNF en base caja de 2,5% de PIB.

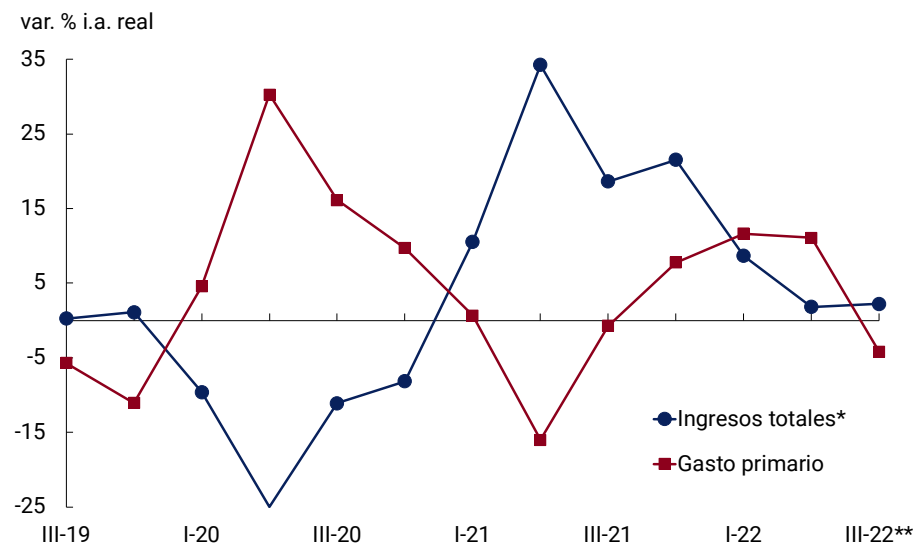
Entre otras medidas, se reforzó el congelamiento de la planta de personal para todos los sectores de la Administración Pública Nacional, alcanzando esta limitación a las empresas públicas descentralizadas. Asimismo, se procedió a adecuar los créditos presupuestarios vigentes¹⁸ con el fin de reflejar la ejecución actualmente proyectada, procurando contribuir al cumplimiento del objetivo de ordenamiento fiscal. Adicionalmente, se dispusieron medidas para segmentar las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y agua), las cuales permitirán generar ahorros en los subsidios asociados. En tanto, se comenzó a implementar un programa que buscará la gradual incorporación a puestos de trabajo del sector privado de actuales beneficiarios de planes sociales. Por su parte, se priorizaron los gastos vinculados a la construcción del gasoducto que contribuirá a generar significativos ahorros en el futuro.

Así, el gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 67,5% i.a. durante el tercer trimestre de 2022 —con datos a ago-22—, 11 p.p. por debajo del avance nominal de los ingresos en igual período. Por lo tanto, durante el tercer trimestre, los gastos primarios reales se estarían contrayendo 4,2% respecto al mismo período de 2021, luego de haber tenido una expansión de 11,1% i.a. real en el segundo trimestre (ver Gráfico 5.3).

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

18 Decisiones Administrativas N°826/2022, N°879/2022 y N°880/2022.

Gráfico 5.3 | Ingresos y gastos primarios reales del SPNF



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

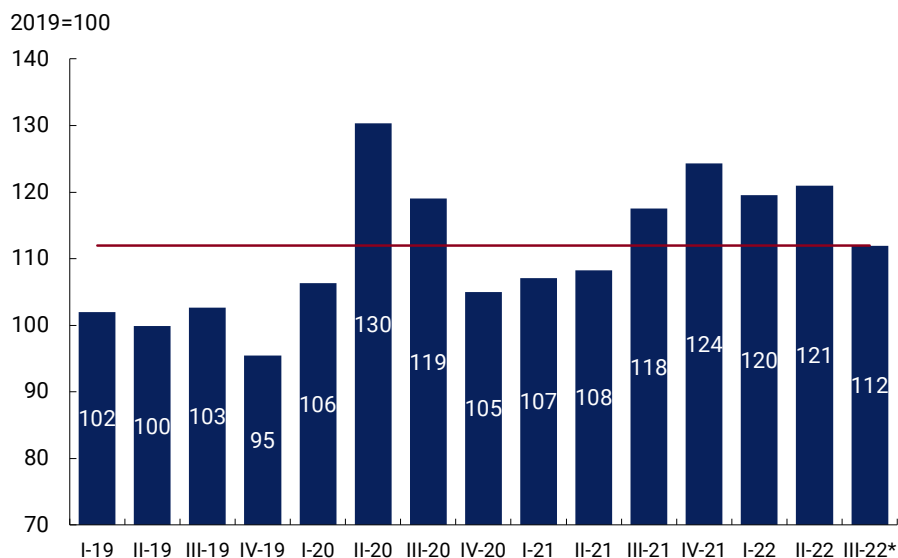
**Datos a ago-22.

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

El gasto real avanzó durante el segundo trimestre, respecto de un año atrás, principalmente impulsado por las prestaciones sociales, remuneraciones y el gasto de capital. Dicha evolución reflejó el impulso del Gobierno Nacional a implementar refuerzos extraordinarios de ingresos de los hogares ante el impacto de la aceleración del nivel general de precios. A partir del tercer trimestre del año las medidas anunciadas en relación con el ordenamiento de las cuentas públicas, comenzaron a tener efecto. La reducción del gasto público primario en términos reales en los meses de julio y agosto dio cuenta de ello.

En tal sentido, el gasto primario real desestacionalizado se contrajo respecto de los dos trimestres anteriores. Sin embargo, aún se ubica un 12% por encima del promedio del año 2019 (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 | Gasto primario real desestacionalizado del SPNF

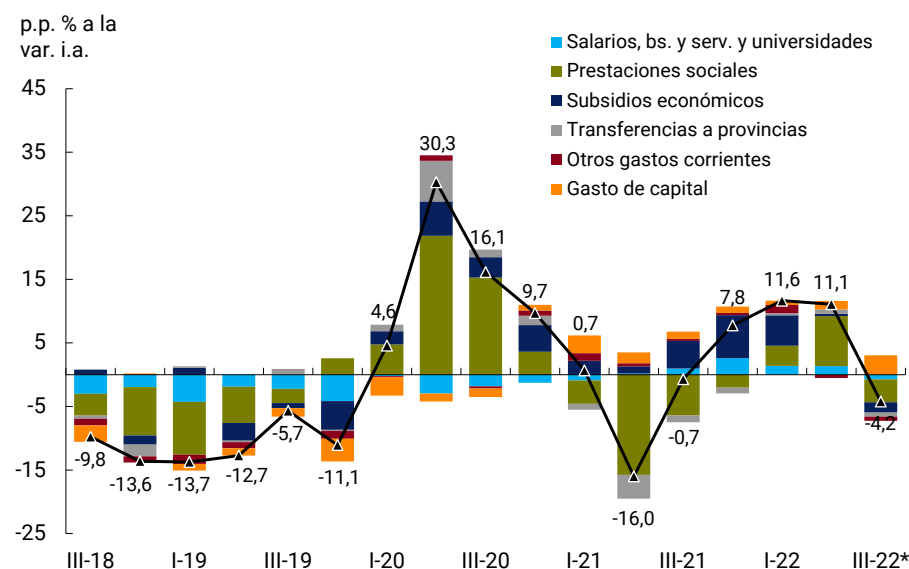


*Datos a ago-22.

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

Entre los principales rubros de gasto que explican dicha evolución durante el tercer trimestre se destacan las prestaciones sociales y los gastos en subsidios económicos (ver Gráfico 5.5). Los gastos en prestaciones sociales se habían incrementado 13,7% i.a real en el segundo trimestre, especialmente impulsados por los gastos en transferencias en ayudas a personas por las políticas de refuerzo de ingresos llevadas adelante por el Gobierno Nacional para proteger y mejorar el poder adquisitivo de los hogares ante el incremento de los precios de los alimentos.

Gráfico 5.5 | Contribución al crecimiento real del gasto primario del SPNF



*Datos a ago-22.

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

Las prestaciones previsionales (jubilaciones y pensiones) aumentaron 4,4% i.a. real en el segundo trimestre del año y se habrían contraído 3,6% i.a. durante los meses de julio y agosto, sin contemplar los refuerzos de ingresos abonados en esos meses a quienes perciben menores prestaciones. Incide en dicho comportamiento el hecho de que la Ley de Movilidad Previsional¹⁹, estableció una variación de 62,7% i.a. en los haberes a junio, 1,3 p.p. inferior a la inflación acumulada durante igual período. En septiembre las más de 7 millones de personas titulares de jubilaciones y pensiones habrán percibido sus haberes previsionales con el incremento del 15,53% correspondiente al tercer aumento trimestral en el año dispuesto por la Ley de movilidad previsional²⁰. Junto a este incremento se pagará, en los meses de septiembre, octubre y noviembre, un refuerzo mensual de \$7.000 para más de 6 millones de jubiladas, jubilados, pensionadas y pensionados. El incremento trimestral también incluye a las asignaciones familiares, incluidas la Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo, impactando sobre los ingresos que reciben casi 9 millones de niñas, niños y adolescentes. En cuanto a las restantes prestaciones sociales, estos gastos tuvieron una reducción en términos reales durante el julio y agosto, tras un fuerte impulso real en el segundo trimestre (36,7% i.a.).

19 Los aumentos en el último año fueron 12,12% en jun-21, 12,39% en sep-21, 12,11% en dic-21, 12,28% en mar-22 y 15,00% en jun-22. De esta manera, totalizaron un incremento de 58,6% i.a. en mar-22, 3,5 p.p. más que la inflación acumulada en 12 meses a mar-22. año.

20 El haber mínimo previsional ascenderá a \$43.353. Con el bono mensual de \$7.000 totaliza una suma de \$50.353 y acumula en el año una suba de 73,3%. El monto del refuerzo irá decreciendo progresivamente hasta los \$4.000 para quienes tengan ingresos de hasta 2 haberes mínimos. Por su parte, el monto de la Asignación Universal por Hijo y por Embarazo pasará de \$7.332 a \$8.471. Asimismo, se dispuso para los meses de septiembre, octubre y noviembre un refuerzo de las asignaciones familiares por hija/o para las trabajadoras/es en relación de dependencia con ingresos familiares de hasta \$131.000, que pasarán a recibir por cada menor a cargo un monto total de \$20.000 mensuales, en lugar de los \$10.126 que estaban cobrando desde octubre del año pasado (asignación familiar + complemento).

Los programas Potenciar Trabajo, Prestación Alimentar y Progresar, continúan siendo las tres políticas principales de asistencia a la población en situación de vulnerabilidad, con una cobertura de 1,3 millones, 2,4 millones y 1,5 millones de prestaciones, respectivamente. Cabe destacar el incremento en los montos del beneficio que reciben las personas beneficiarias del Potenciar Trabajo por el adelanto a agosto del 45% de aumento del SMVM previsto inicialmente para diciembre y por el incremento del 21% entre septiembre y noviembre, a lo que se sumaron bonos de \$6.000 en abril y \$11.000 en agosto. Respecto a la Prestación Alimentar, en mayo se incrementaron 50% los montos, ubicándose en \$9.000/\$13.500/\$18.000 según 1/2/3 o más hijos o hijas a cargo. En relación con el programa Progresar desde diciembre de 2021 se extendió la cobertura a jóvenes de 16 a 17 años, hasta entonces limitado al grupo de 18 a 24 años, y se incrementó el monto de las becas en 50% además de una suma extra de \$1.000 mensuales por conectividad. Por otra parte, en agosto se elevó de \$6.400 a \$7.400 el monto mínimo de la beca de todas las líneas del programa y se creó el Programa de “Formación y certificación en lenguas extranjeras” para becarios/os del Progresar y de las Becas Estratégicas Manuel Belgrano. El programa ofrecerá cursos y al finalizarlos las/os beneficiarias/os recibirán un plus de \$6.000.

Asimismo, con la creación del Fondo de Incremento Exportador²¹, está prevista la instrumentación de una prestación monetaria extraordinaria no contributiva y de alcance nacional que asegure una adecuada alimentación para las personas en situación de extrema vulnerabilidad, además de programas que estimulen la producción y el desarrollo de pequeños y medianos productores y de economías regionales. También recientemente, se creó el Programa Puente al Empleo²² que tiene por objetivo transformar de manera gradual y con un criterio federal a los programas sociales, educativos y de empleo en trabajo registrado de calidad; mejorar la empleabilidad y la generación de nuevas propuestas productivas y promover la inclusión social plena de aquellas personas que se encuentran en situación de vulnerabilidad social y económica. Las personas y empresas empleadoras del sector privado que contraten nuevo personal podrán imputar por 12 meses la asignación dineraria de los programas sociales, educativos o de empleo a cuenta del pago de la remuneración, y podrán beneficiarse de la reducción del 100% de las contribuciones patronales financiadas por el Tesoro Nacional.

Por su parte, los crecientes costos de la energía y los combustibles —producto del conflicto bélico en Ucrania— y los mayores costos domésticos de producción de electricidad ante el menor aporte de la generación hidráulica (en un contexto de bajante de los ríos por la sequía), condujo a que los subsidios económicos explicaran una porción creciente del gasto primario durante la primera mitad del año. Este aumento de participación respondió en mayor medida al avance del gasto asociado a subsidios a la energía que a los subsidios destinados al transporte público de pasajeros.

En relación con las tarifas de electricidad y gas, concluido el proceso de segmentación de subsidios²³, se reglamentó un esquema de quita gradual de subsidios definiendo tres segmentos de personas usuarias, clasificadas por la Secretaría de Energía según criterios objetivos. Aquellas personas de mayores ingresos abonarán el costo pleno de los servicios de energía eléctrica y de gas natural. Habrá un proceso de armonización y la quita de subsidio se realizará en tres etapas, de modo tal que las personas dentro de este segmento se encontrarán abonando el costo pleno de la energía a comienzos del año próximo. En segundo lugar, para el segmento de menores ingresos los aumentos de energía no podrán superar el 40% del incremento del Coeficiente de Variación Salarial (CVS) del año anterior y quienes tengan “tarifa social” conservarán el subsidio en su totalidad. Por último, para las personas usuarias de ingresos medios seguirá vigente la

21 Decreto 576/2022.

22 Decreto 551/2022.

23 Decreto 332/2022.

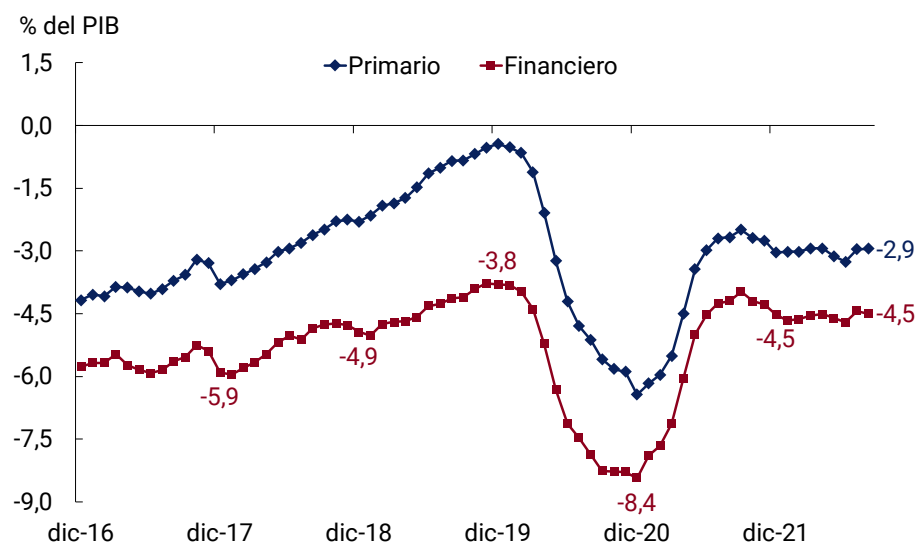
tarifa con subsidio hasta consumos de 400 kWh mensuales, en el caso de la electricidad, y por encima de ese tope, comenzarán a pagar la tarifa plena por los consumos incrementales. En el caso del gas, la quita de subsidio se hará por regiones, partiendo de las diferencias climáticas y costos de distribución, así como la estacionalidad. Con estas medidas se prevé un ahorro en la partida de subsidios energéticos bastante acotado para el año 2022 pero de alrededor de 0,7% PIB en el caso de 2023.

Las partidas asociadas a remuneraciones (incluyendo transferencias a Universidades Nacionales) se incrementaron en términos reales 8,2% i.a. en julio y agosto (+9,6% i.a. durante el segundo trimestre), en tanto el gasto en bienes y servicios y el resto de los gastos corrientes se redujo fuertemente, 36,4% i.a. Cabe señalar que en este último rubro se incluyen las erogaciones asociadas a la compra de vacunas contra el COVID-19 durante 2021 y los gastos asociados a la organización del Censo Nacional en 2022, entre otros. Por su parte las transferencias corrientes a las provincias²⁴ se redujeron en términos reales durante los meses de julio y agosto (-18,3% i.a.) tras haber dinamizado su ritmo de incremento en la primera mitad del año (+10,6% i.a. real durante el primer trimestre y 21,2% i.a. real en el segundo trimestre).

El gasto de capital, en línea con la definición de prioridades expuestas para sostener la recuperación de la actividad económica, creció 21,0% i.a. en términos reales durante el segundo trimestre y 53,7% i.a. en julio y agosto. Dentro de estas inversiones se destaca la priorización de la obra del nuevo gasoducto Néstor Kirchner realizada por Energía Argentina (ex IEASA) y, en menor medida, la realizada por la Administración de Infraestructura Ferroviaria (ADIF). En lo que respecta a Transferencias de Capital a las Provincias, se destaca el incremento en el Fondo Fiduciario para la Vivienda Social, el Fondo Fiduciario de Infraestructura Hídrica y el Fondo para la Integración Socio Urbana.

Gráfico 5.6 | Resultado fiscal del SPNF

Acumulado 12 meses



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

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

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

Considerando que en los primeros ocho meses de 2022 los ingresos del SPNF crecieron 68,7% i.a. (4,3% i.a. real), y que los gastos primarios avanzaron 72,9% i.a. (+7,1% i.a. real), el déficit primario del SPNF acumulado en el año es de aproximadamente 1,3% del Producto, en torno a 2,9% del PIB²⁵ en los últimos 12 meses (ver Gráfico 5.6). Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado se ubicó en 2,3% del PIB estimado de 2022, aproximadamente 4,5% contemplando los últimos 12 meses.

La estrategia fiscal permitió el cumplimiento de la meta de resultado primario del SPNF establecida dentro del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el segundo trimestre del año. En los primeros ocho meses de 2022, si se contempla el límite anual para el cómputo de los ingresos provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos, equivalente al 0,3% del PIB (establecido a los fines de los objetivos de política contenidos en el Programa económico consistentes con una meta de déficit primario de 2,5% del PIB), el déficit primario del SPNF fue de \$1,1 billones (-1,3% del PIB). A su vez, el Gobierno Nacional, remitió al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2023, adaptándolo a las condiciones del actual contexto macroeconómico, contemplando la convergencia a un déficit primario para el año próximo de 1,9% del PIB luego de un saldo deficitario por 2,5% del Producto en el presente año (ver Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023).

5.3. Tras superar un episodio de volatilidad en el mercado de deuda soberana, el Tesoro recuperó el acceso al financiamiento en el mercado doméstico

Iniciado el mes de junio se desarrolló un evento de volatilidad financiera que generó tensiones en el mercado de deuda soberana en moneda local. La intervención extraordinaria por parte del BCRA en el mercado secundario de deuda pública para preservar la estabilidad financiera, la exitosa instrumentación de un canje de la deuda de corto plazo y la suba de tasas implícitas en las licitaciones de los instrumentos demandados lograron estabilizar el mercado.

En los que va del año 2022 el TN logró un refinanciamiento del 139,2% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$1.530.005 millones. Cabe destacar que, en el acumulado de los meses de julio, agosto y septiembre, se obtuvo un significativo refinanciamiento de 217,7% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$881.177 millones.

Las emisiones de instrumentos de deuda pública en lo que va del tercer trimestre se concentraron mayoritariamente en letras a descuento y en títulos ajustables por Coeficiente de estabilización de referencia (CER), mientras que, en menor medida, se colocaron títulos ajustados a la evolución del dólar y a tasa variable.

La extensión de plazos de los instrumentos emitidos a descuento aumentó mientras que, la de aquellos atados a la evolución del CER disminuyeron en el margen. Esta situación fue impulsada principalmente por el aumento de tasa de interés, la cual considerando como referencia las letras a descuento, paso de otorgar una TNA promedio del 57% en el mes de junio a remunerar con una TNA promedio del 83% en el mes de septiembre.

Por su parte, durante los meses de junio, julio y agosto de 2022 se realizaron operaciones de conversión voluntaria de deuda, que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos de corto plazo. La última revistió de mayor importancia ya que logro descomprimir la mayor parte de los vencimientos de agosto,

²⁵ Contemplando el límite anual para el cómputo de los ingresos provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos equivalente al 0,3% del PBI a los fines de los objetivos de política contenidos en el programa con el FMI.

septiembre y octubre de 2022 otorgando a cambio instrumentos duales (atados a la mayor evolución entre la inflación y tipo de cambio) los cuales vencen en junio, julio y agosto de 2023.

En lo que va de 2022, y en línea con las previsiones presupuestarias en el marco del acuerdo con el FMI, el financiamiento neto del TN contempló, además del financiamiento obtenido en las licitaciones de instrumentos de mercado y por los desembolsos netos del FMI y otras instituciones financieras internacionales, la transferencia neta de \$620.051 millones de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA. Cabe destacar la cancelación neta de \$10.000 millones de AT en el mes de agosto y el compromiso por parte del Ministerio de Economía de no realizar solicitudes adicionales de esta fuente para el resto de 2022.

Con el objetivo de desarrollar el mercado local de deuda en pesos se continuó fortaleciendo la participación de los Aspirantes a Creadores de Mercado 2021, y se siguieron ofreciendo inversiones de corto plazo para los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a partir de las licitaciones de Letras de Liquidez del Tesoro (LELITES; instrumentos de muy corto plazo y elevada liquidez destinados exclusivamente a la suscripción por parte de FCI).

El stock de Deuda Pública Nacional a fines de agosto de 2022 alcanzó aproximadamente US\$381.070 millones y representó cerca de 78,5% del PIB, exhibiendo una reducción de unos 11 p.p. respecto de fines de 2019.

Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023

El 15 de septiembre el Poder Ejecutivo elevó al Congreso Nacional el mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023 (PPN-23). El proyecto busca afianzar la estabilidad macroeconómica, la recomposición del poder adquisitivo de los ingresos y el fortalecimiento del mercado interno, al tiempo que fomenta un ordenamiento de las cuentas públicas que permitirá reducir el financiamiento monetario del sector público y conducir hacia una situación de solvencia fiscal inter-temporal.

Los supuestos macroeconómicos incluidos en el PPN-23 contemplan un crecimiento de la economía de 4,0% en 2022 y de 2,0% anual para el período 2023-2025. La expansión prevista será difundida entre los componentes de la demanda, destacándose avances de 7,1% en las exportaciones y de 2,9% en la inversión en el promedio de 2023.

El PPN-23 proyecta exportaciones de bienes y servicios por US\$105.550 millones (+2% i.a.) e importaciones por US\$93.203 millones (-2,7% i.a.) para 2023, dando lugar a un superávit de la balanza de bienes y servicios de US\$12.347 millones. La inflación interanual estipulada en el proyecto desciende respecto de los registros actuales hasta 60% i.a. para diciembre del año próximo. Por último, se estima que el tipo de cambio en diciembre de 2023 sea de \$269,9/US\$ (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | PPN 23 Principales supuestos macroeconómicos

Concepto	PPN-23	
	2022	2023
PIB real (var. % i.a.)	4,0	2,0
Tipo de Cambio (\$/US\$ a dic. de cada año)	166,5	269,9
Inflación (var. % i.a., a dic. de cada año)	95,0	60,0
Exportaciones de Bienes y Servicios, en mill. US\$	103.523	105.550
Importaciones de Bienes y Servicios, en mill. US\$	95.772	93.203
Saldo comercial, en mill. US\$	7.751	12.347

Fuente: BCRA en base a Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023.

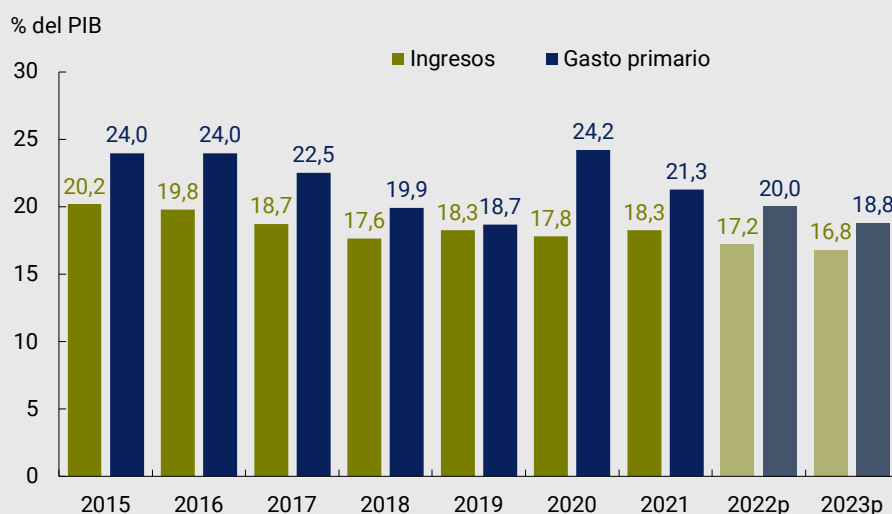
En el plano fiscal, el documento estima que la recaudación tributaria nacional alcance \$35,0 billones en 2023, lo que implica una suba de 78,6% i.a. respecto de la proyección para 2022; la misma sería impulsada principalmente por el IVA neto (+80,7% i.a.), los recursos de la seguridad social (+83% i.a.), el impuesto a las Ganancias (78,3% i.a.) y el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (+81,5% i.a.). De este modo, la Recaudación pasaría a representar 23,77% del PIB en 2023, 0,18 p.p. menos que en 2022. Este desempeño de la recaudación impulsaría los recursos tributarios del SPNF hasta 76,2% i.a. en 2023. Los ingresos totales del SPNF totalizarían \$24,8 billones y representarían 16,8% del PIB (-0,4 p.p. vs. lo estipulado en el PPN-23 para el cierre del 2022; ver Gráfico 1).

Un aspecto saliente del proyecto de ley se relaciona con la creación de un Régimen de Incentivo a la Inversión y Producción Argentina mediante el cual las personas podrán declarar voluntariamente ante la AFIP sus tenencias en moneda extranjera, tanto en el país como en el exterior, que no hubiera sido declarada previamente.

Los fondos declarados deberán afectarse, únicamente, al giro de divisas por el pago de importaciones destinadas a procesos productivos. El PPN-23 establece un impuesto especial que se determinará sobre el valor de la tenencia que se declare expresada en moneda nacional al momento de ingreso a la cuenta especial. Las alícuotas del tributo varían entre 5%, 10% y 20% dependiendo de la fecha de ingreso de la declaración (90, 91 a 180, 181 a 360 días, respectivamente).

Por otra parte, el PPN-23 contempla una moderada aceleración en el ritmo de crecimiento de los gastos primarios del SPNF al pasar de un crecimiento de 66,1% i.a. a uno de 69,2% i.a. el año próximo, totalizando \$27,7 billones (18,8% del PIB; -1,2 p.p. i.a.; ver Gráfico 1). La reducción interanual del gasto primario se concentra fundamentalmente en las transferencias corrientes. El principal rubro que impulsaría el crecimiento de las erogaciones primarias continuaría siendo el de las prestaciones de la Seguridad social que crecerían un 81,1% i.a. en 2023 y representarían el 40% del total del Gasto primario. En tanto, se prevé que el gasto de capital mantenga un alto dinamismo en 2023 al crecer 88,7% y pasar a representar 1,6% del PIB (+0,1 p.p. vs. 2022).

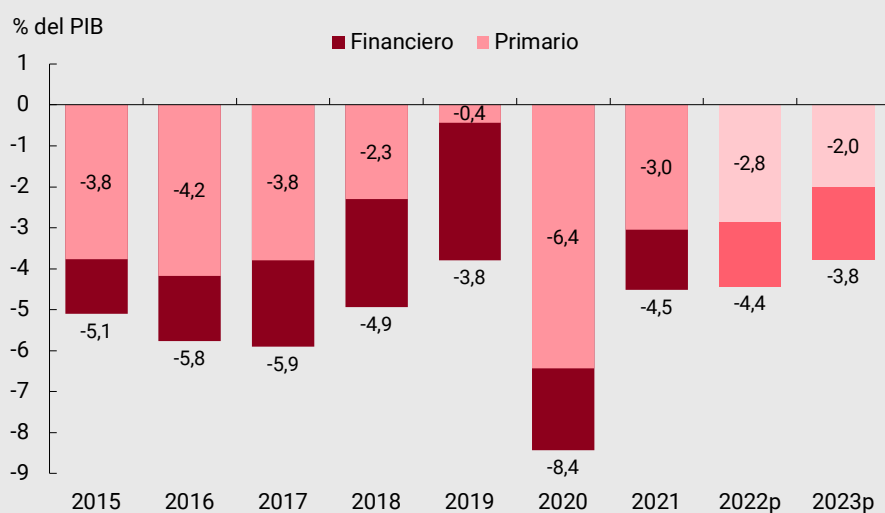
Gráfico 1 | Ingresos y gasto primario del SPNF



p: Proyectado. Nota: Hasta 2021 base caja. Desde 2022, en base devengado. En 2022 en los ingresos no incluye rentas por colocaciones que si se contabilizan para la meta con el FMI hasta 0,3% del PIB. En 2021 se detrajo de ingresos asignación de DEG por \$427.400 millones.
Fuente: Secretaría de Hacienda, Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023 e INDEC.

Como resultado de la dinámica de los ingresos y los gastos, se estima que en 2023 el SPNF presente un déficit primario de \$2,9 billones (2% del PIB). Este resultado primario en base devengado sería compatible con un déficit primario en base caja de 1,9% del PIB, en línea con lo esperado en el acuerdo con el FMI. Los intereses con privados, bilaterales, y organismos públicos financieros considerados para el año próximo totalizarían \$2,6 billones (1,8% del PIB). Así, el PPN-23 prevé un resultado financiero del SPNF deficitario en \$5,5 billones para el próximo año (3,8% del PIB; ver Gráfico 2). De esta forma, el déficit financiero, sin contabilizar la asignación de DEG del FMI en 2021, se ubicaría en el nivel más bajo desde 2015, un nivel similar al observado en 2019.

Gráfico 2 | Resultados del Sector Público Nacional no Financiero



p: Proyectado. Nota: Hasta 2021 base caja. Desde 2022, en base devengado. En 2022 en los ingresos no incluye rentas por colocaciones que si se contabilizan para la meta con el FMI hasta 0,3% del PIB. En 2021 se detrajo de ingresos asignación de DEG por \$427.400 millones. Fuente: Secretaría de Hacienda, Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023 e INDEC.

En cuanto al financiamiento de la Administración Pública Nacional, el PPN-23 contempla necesidades totales por el equivalente a 5,5% del Producto. Esas necesidades serían financiadas a partir de colocaciones netas con títulos y letras en moneda nacional por 4,7% del PIB²⁶, Adelantos Transitorios netos del BCRA al Tesoro Nacional por 0,6% del PIB y el resto a partir de financiamiento neto en moneda extranjera (que incluye el saldo positivo de organismos multilaterales, bilaterales y otros).

Cuadro 2 | Financiamiento neto de la Administración Pública Nacional (PPN-23)

Concepto	En \$	En % del PIB
Déficit primario del SPNF en base caja (acuerdo FMI)	2.796.266	1,9
+ Diferencia base caja vs. devengado	132.060	0,1
Déficit primario del SPNF PPN-23 (base devengado)	2.928.327	2,0
+ Superávit de empresas, fondos fid. y otros entes púb.	815.218	0,6
Déficit primario de la Adm. Púb. Nac. PPN-23 (base devengado)	3.743.544	2,5
+ Intereses con acreed. priv., IFIs, bilat., s. púb financ. y fdos. fid.	2.656.308	1,8
Déficit financiero Adm. Púb. Nac. PPN-23 (base devengado)	6.399.852	4,3
+ Otras necesidades netas	1.707.745	1,2
Necesidades netas totales	8.107.597	5,5
Financiamiento neto	8.107.597	5,5
Financiamiento neto con títulos y letras en mon. nac.	6.906.618	4,7
Financiamiento neto en mon. ext. (títulos y otros)	237.827	0,2
Financiamiento neto en mon. ext. (org. int. y bilat.)	80.120	0,1
Financiamiento neto con AT del BCRA	883.031	0,6

Fuente: BCRA en base al Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2023.

26 El presupuesto contempla un financiamiento neto de alrededor de 2,7% el PIB por parte del sector privado.

6. Precios

Luego de la aceleración del nivel general de precios durante marzo (6,7%) y abril (6,0%), que había sido traccionada principalmente por el alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas, las tasas mensuales de inflación comenzaron a descender gradualmente en mayo y junio (5,2% promedio). Esta desaceleración fue más marcada en la categoría Núcleo (desde 6,7% en abril a 5,1% en junio). El segundo trimestre del año finalizó así con una inflación promedio mensual de 5,5% (+0,4 p.p. respecto al trimestre previo). Sin embargo, la incipiente tendencia a la baja de las tasas de inflación mensuales fue interrumpida en julio como resultado de un aumento en la volatilidad financiera local, una mayor incertidumbre cambiaria y el consecuente incremento de las expectativas de inflación.

En ese contexto, se produjeron incrementos de precios en una gran cantidad de bienes y servicios en forma simultánea, con un nivel de difusión y coordinación que sólo suele verificarse en episodios de saltos del tipo de cambio oficial. Como resultado, la tasa de inflación registró una pronunciada suba en julio hasta 7,4% mensual (+2,1 p.p. respecto a junio), alcanzando el registro más elevado desde abril de 2002. En agosto la inflación mensual (7,0%) se redujo respecto al mes previo, aunque se mantuvo en un nivel mayor al observado en junio, en cierta medida por el efecto arrastre de incrementos ocurridos en julio. La tasa de inflación interanual también fue elevándose hasta alcanzar el 78,5% en el octavo mes del año.

El Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron una serie de medidas para enfrentar la volatilidad financiera y contener la inflación. El BCRA intervino en el mercado secundario de deuda en pesos y elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria. También se implementaron políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal para disminuir las necesidades de financiamiento monetario, incentivar la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales del BCRA y además, se alcanzaron acuerdos de precios de referencia sobre algunos conjuntos de bienes y servicios. Los primeros resultados han sido una recuperación en los precios de los bonos en moneda doméstica, un aumento en el nivel de reservas internacionales y una reducción de los tipos de cambio implícitos en las cotizaciones de los títulos públicos.

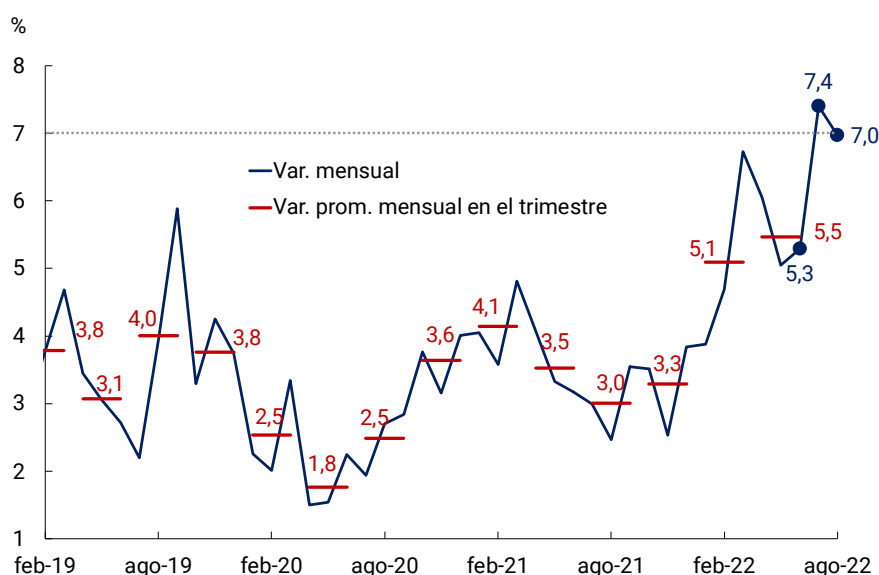
Para el resto de 2022 se prevé una paulatina reducción en la inflación núcleo en respuesta a la mayor estabilidad cambiaria, que contrastaría con una aceleración de los precios estacionales y regulados, en especial en septiembre y octubre. La gradualidad prevista para el proceso de reducción de la inflación núcleo contempla ciertos factores que operarían en sentido contrario, tales como las elevadas expectativas de inflación, adelantamiento y concentración de las paritarias salariales, y posibles efectos de segunda ronda de las actualizaciones de tarifas de servicios públicos y de combustibles.

El Gobierno Nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas para bajar la inflación, previendo un contexto de mayor estabilidad financiera doméstica. El BCRA conducirá su política monetaria ajustando las tasas de interés para mantenerlas en un terreno positivo en términos reales, sin otorgar asistencia financiera al Tesoro Nacional en lo que resta del año, administrando la liquidez en forma adecuada para preservar el equilibrio monetario y dando continuidad al esquema cambiario de *crawling peg* para mantener la competitividad externa.

6.1. En un contexto de incremento de la volatilidad financiera se produjeron aumentos de precios difundidos y simultáneos que elevaron la tasa de inflación de julio y agosto

Luego de la aceleración del nivel general de precios durante marzo (6,7%) y abril (6,0%), que había sido traccionada principalmente por el alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas como resultado de la guerra en Ucrania, las tasas mensuales de inflación comenzaron a descender gradualmente en mayo y junio (5,2% promedio). Esta desaceleración fue más marcada en la categoría Núcleo (desde 6,7% en abril a 5,1% en junio). No obstante, el segundo trimestre del año finalizó con un aumento del nivel general de inflación de 5,5% promedio mensual (+0,4 p.p. respecto al I-22), explicado por la evolución de la categoría Núcleo 5,7% (+1,0 p.p.). La categoría Estacionales (5,1%, -2,8 p.p.) evidenció una desaceleración, tal como sucede típicamente en los segundos trimestres, mientras que los precios Regulados mantuvieron un ritmo similar al del primer trimestre (5,0%, +0,2 p.p.). La inflación interanual del segundo trimestre se elevó hasta 61,0% (+8,2 p.p. respecto al I-22). La incipiente tendencia a la baja de las tasas de inflación mensual observada entre abril y junio fue interrumpida en julio como resultado de un aumento en la volatilidad financiera local, una mayor incertidumbre cambiaria y el consecuente incremento de las expectativas de inflación (ver Gráfico 6.1).

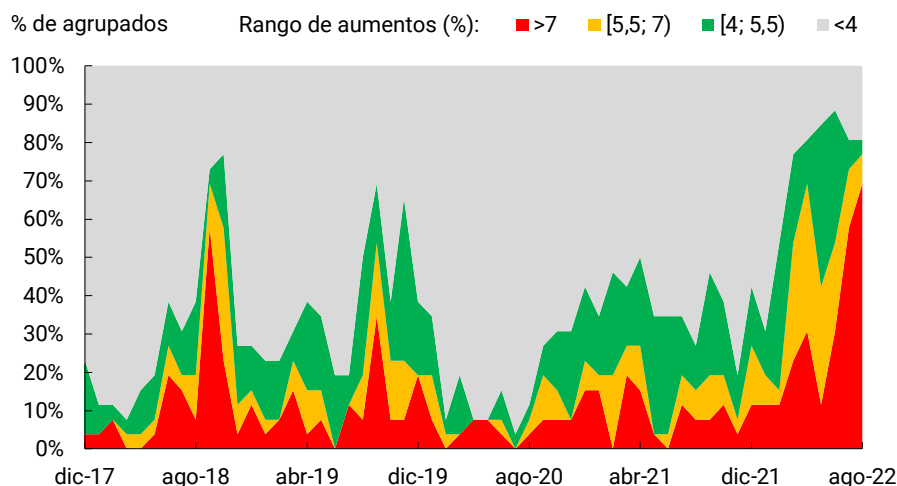
Gráfico 6.1 | IPC. Evolución mensual y trimestral del Nivel general



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En las primeras semanas de junio se produjeron fuertes caídas en los precios de los bonos de deuda pública en moneda doméstica, lo que motivó la intervención del BCRA con el fin de estabilizar sus cotizaciones en el mercado secundario (ver Apartado 5 / Intervención del BCRA en el mercado de deuda en pesos). Luego, en el comienzo de julio, se verificaron significativos incrementos en los tipos de cambio implícitos en las cotizaciones en los mercados financieros. En ese contexto de mayor incertidumbre cambiaria y ante el consecuente incremento en las expectativas de inflación, se observaron subas de precios en una gran cantidad de bienes y servicios en forma simultánea, con un nivel de difusión y coordinación que suele verificarse sólo en episodios de saltos del tipo de cambio oficial. Como resultado, la tasa de inflación registró un pronunciado incremento en julio hasta 7,4% mensual (+2,1 p.p. respecto a junio), alcanzando el registro más elevado desde abril de 2002. En agosto (7,0%) la inflación mensual se redujo levemente, aunque se mantuvo en un nivel mayor al observado en junio, en cierta medida por el efecto arrastre de incrementos ocurridos en julio (ver Gráfico 6.2). La tasa de inflación interanual también fue elevándose hasta alcanzar el 78,5% en agosto.

Gráfico 6.2 | IPC. Porcentaje de agrupados según rango de aumentos*



*Elaborado en base a la información del IPC considerando la mayor apertura disponible. Se utilizaron 26 agrupados, 9 de los cuales pertenecen a la división Alimentos y bebidas no alcohólicas. Se excluyeron las series de Elec., gas y otros combustibles, Comunicación y Educación.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

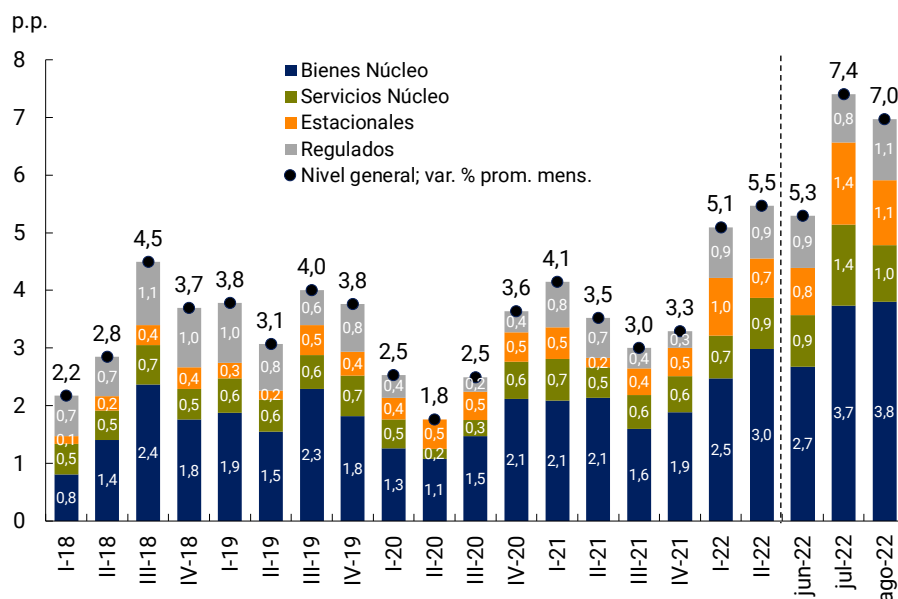
El incremento de la inflación de julio respecto a junio se dio tanto en la categoría Núcleo (7,3%, +2,2 p.p.), de mayor incidencia en el nivel general, como en Estacionales (11,3%, +4,7 p.p.). La aceleración de precios fue ampliamente difundida entre los bienes y servicios que componen ambas categorías, en el caso de los Estacionales se destacó un fuerte incremento (en torno al 30%) en los servicios asociados al turismo, superior al que típicamente se observa en julio durante el receso invernal. La reducción de la inflación mensual de agosto (7,0%, -0,4 p.p. respecto a julio) se explicó principalmente por la desaceleración de los precios estacionales (8,7%, -2,6 p.p.), luego del excepcional incremento de julio. Por su parte, la categoría Regulados mantuvo un ritmo de suba relativamente estable durante el período junio-agosto (5,6% en julio-agosto, +0,1 p.p. respecto a junio; ver Gráfico 6.3).

Los bienes (7,4% promedio julio-agosto, +2,2 p.p. respecto a junio) contribuyeron en mayor medida que los servicios en la aceleración de la inflación de julio y agosto respecto a junio. A nivel divisiones del IPC, entre las conformadas completamente por bienes, Alimentos y bebidas no alcohólicas (6,6% promedio mensual, +1,9 p.p. respecto a junio) fue la de mayor contribución a la aceleración debido a su mayor peso relativo, seguida por Prendas de vestir y calzado²⁷ (9,2% promedio mensual, +3,4 p.p.), con fuertes incrementos incluso en julio, un mes en el que típicamente se mantienen estables en el marco de las liquidaciones por cambio de temporada. Por su parte, la división de Bebidas alcohólicas y tabaco no se aceleró respecto a junio, pero sostuvo un elevado ritmo de suba (6,7%, +0,0 p.p.). Entre los agrupados compuestos por bienes, que pertenecen a otras divisiones, se destacó la aceleración en Adquisición de vehículos (7,0%, +2,7 p.p.) y Periódicos, diarios y revistas (10,4%, +5,7 p.p.). En sentido contrario, los Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud (5,7%, -1,4 p.p.) se desaceleraron en el período julio-agosto respecto a junio, como resultado del acuerdo entre el Gobierno y las empresas del sector farmacéutico²⁸.

27 El 22 de septiembre la Secretaría de Comercio alcanzó un acuerdo con representantes de la Cámara Industrial Argentina de la Indumentaria (CIAI) para retrotraer los precios al 5 de septiembre y mantenerlos estables hasta el 1° diciembre, alcanzando hasta 60 marcas del sector.

28 El acuerdo anunciado el 19 de julio de 2022 fue consensuado entre el Ministerio de Salud de la Nación, la Secretaría de Comercio Interior y los representantes del sector farmacéutico con el objetivo de favorecer el acceso de la población a los medicamentos y consiste en el aumento máximo para los siguientes 60 días de hasta 1 punto por debajo del IPC general del mes anterior para todos los medicamentos que se comercializan a través de farmacias, incluidos los de venta libre. Para su aplicación se tomaron de base los precios vigentes al 30 de junio de 2022 (ver el siguiente [enlace](#)). Este acuerdo fue luego prorrogado hasta el 18 de noviembre de 2022.

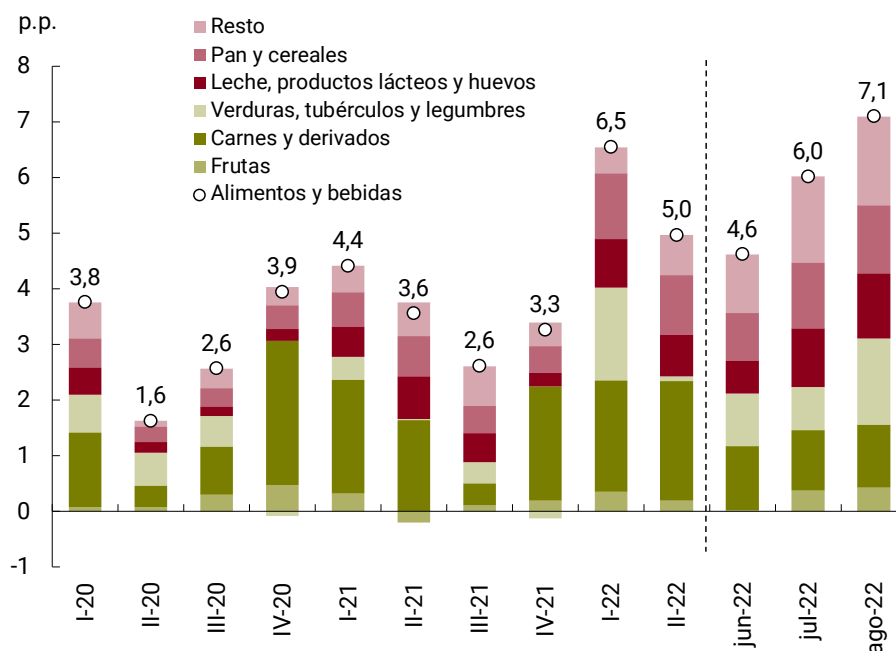
Gráfico 6.3 | IPC. Estacionales, Regulados y bienes y servicios Núcleo
Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En los alimentos, el mayor ritmo de suba durante julio y agosto se verificó en verduras (promedio mensual 11,7%, +1,5 p.p.), en frutas (8,8%, +8,3 p.p.) y en los envasados (7,9%, +2,7 p.p. respecto a junio). Entre los alimentos envasados, se trató de un aumento difundido, en el cual los mayores incrementos se evidenciaron en los agrupados Azúcar, dulces y otros (11,2%. +4,9 p.p.), Aceites, grasas y mantecas (9,5%. +2,4 p.p.) y en Leche, productos lácteos y huevos (8,3%, +3,9 p.p.; ver Gráfico 6.4).

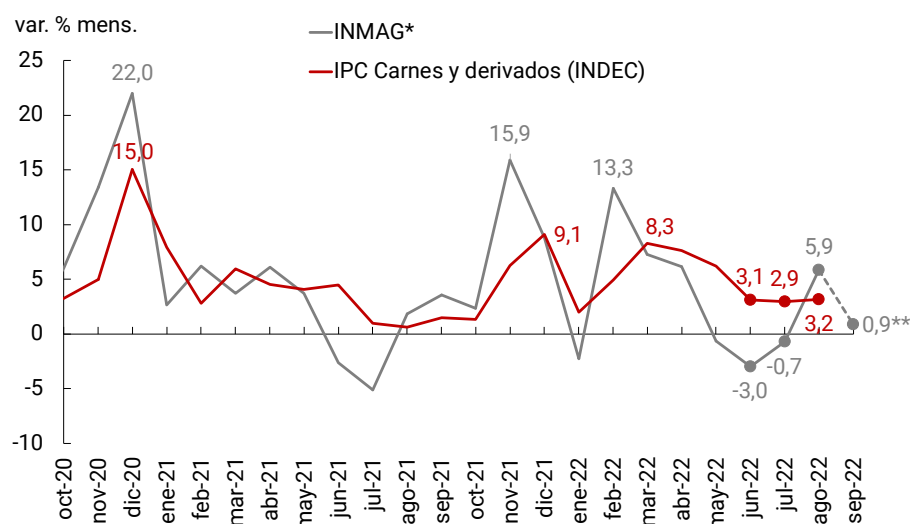
Gráfico 6.4 | IPC Alimentos y bebidas no alcohólicas
Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual por componentes



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En contraste, las Carnes y derivados mantuvieron incrementos relativamente acotados en el bimestre julio-agosto (3,1%, estable respecto a junio). Este agrupado del IPC también habría evidenciado subas relativamente moderadas en septiembre, aunque algo mayores a las de los meses anteriores, de acuerdo con datos de alta frecuencia de los precios mayoristas medidos por el Índice de Novillo del Mercado Agroganadero (INMAG; ver Gráfico 6.5). Los precios de la carne vacuna, de gran ponderación en el IPC, suelen seguir un comportamiento estacional verificándose subas promedio más acotadas durante los meses correspondientes a los segundos y terceros trimestres y aceleraciones significativas hacia finales de cada año y comienzos del siguiente.

Gráfico 6.5 | Evolución mensual de los precios de la carne minorista y mayorista



*Índice de Novillo del Mercado Agroganadero de Cañuelas (ex Mercado de Liniers).

** Sep-22: Promedio 19 días de septiembre vs promedio 19 días de agosto.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Mercado Agroganadero de Cañuelas.

Los servicios también aumentaron su ritmo de suba en el bimestre julio-agosto respecto a junio, creciendo a un ritmo levemente inferior al de los bienes (6,6% promedio mensual en el bimestre; +1,1 p.p. respecto al junio). A un nivel más desagregado, la aceleración fue difundida entre los servicios privados mientras que los servicios públicos aminoraron su ritmo de suba respecto a junio.

Los factores que desencadenaron el aumento de la inflación en los bienes también afectaron a los servicios privados no regulados, a los que se sumaron cuestiones estacionales asociadas al receso invernal en julio. En efecto, los Hoteles²⁹ evidenciaron un excepcional incremento de aproximadamente 51,1% en julio y si bien luego se corrigieron a la baja durante agosto (-1,2%), promediaron una variación estimada de 22,2% en el bimestre (+14,1 p.p. respecto a la suba de junio). El agrupado Restaurantes y comidas fuera del hogar —con una elevada ponderación entre los servicios— promedió una suba de 8,2% mensual en el bimestre (+2,0 p.p.), aceleración en parte explicada por el aumento en los precios de los alimentos. Los Servicios recreativos y culturales mostraron una tendencia similar, con incrementos en torno a 9,0% en el bimestre (+4,7 p.p.). A diferencia de lo que se observó en la mayoría de los servicios privados, el agregado de Alquiler de la vivienda y gastos conexos sostuvo un ritmo de suba relativamente acotado e inferior al de junio (4,4%; -1,0 p.p. respecto a junio), debido principalmente a un menor impacto de los tramos salariales de las paritarias del personal encargado de edificios sobre las expensas.

29 La variación del agrupado Hoteles se estimó a partir de los datos publicados por INDEC para la división Restaurantes y hoteles, excluyendo al grupo Restaurantes y comidas fuera del hogar. Según el IPCBA la variación mensual de los servicios de alojamiento fue de 35,5% en julio y de 0,2% en agosto.

En cuanto a la aceleración de los Servicios privados regulados, se destacó la incidencia de la división Educación que subió 5,5% promedio mensual en el bimestre julio-agosto (+3,5 p.p. respecto a la variación de junio), traccionada principalmente por los aumentos en las cuotas de colegios privados. Los Servicios de telefonía e internet, si bien registraron subas moderadas, contribuyeron a la aceleración del total de los servicios al promediar una suba de 4,3% mensual en el bimestre, mientras que en junio se habían mantenido constantes respecto al mes previo. Por último, los Gastos de prepagas se desaceleraron respecto a junio, al aumentar 7,5% promedio mensual en el bimestre (-2,8 p.p.).

En sentido contrario, los Servicios públicos sujetos a regulación gubernamental promediaron en el bimestre julio-agosto aumentos menores a los del junio y continuaron creciendo por debajo del Nivel general. En este agrupado se destacaron los aumentos en transporte público que verificaron un alza promedio de 6,5% en el bimestre considerado (-1,9 p.p. respecto a junio), reflejando principalmente las subas autorizadas en trenes y colectivos en GBA a partir del 1 de agosto³⁰. También impactó la suba del servicio de provisión de agua corriente en GBA³¹ y otras regiones del país entre julio y agosto. En sentido contrario, el agrupado Electricidad, gas y otros combustibles tuvo un menor ritmo de suba en el bimestre considerado (2,9%, - 6,8 p.p. respecto a junio). Esta moderación obedece en buena medida al hecho de que los cuadros tarifarios de electricidad³² y gas natural³³ habían registrado incrementos en junio en términos comparativos superiores a los de julio y agosto, si bien volverán a aumentar en forma más significativa a partir de septiembre en el marco de la segmentación tarifaria en curso.

6.2. Los precios mayoristas subieron a un ritmo superior al de los minoristas durante el bimestre julio-agosto

Registrando una evolución similar a la evidenciada por los precios minoristas, los mayoristas capturados por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIIM) se desaceleraron entre abril y junio luego del shock de precios internacionales que impactó en marzo, aunque promediaron en el segundo trimestre un ritmo mayor al evidenciado en el primero (5,3% en el II-22, +0,4 p.p. respecto a I-22; ver Gráfico 6.6). De esta forma continuaron manteniendo subas promedio inferiores a las verificadas por los bienes minoristas (5,6%). La tendencia a la baja de los registros mensuales del IPIIM se interrumpió en julio (7,1%), al igual que en el caso del IPC, afectado por el aumento de la volatilidad financiera y de la incertidumbre cambiaria que se observó en junio y principios de julio. En agosto el IPIIM, a diferencia del IPC, se aceleró a 8,2% (+1,1 p.p.) traccionado por los aumentos en Productos primarios e Importados, mientras que los Manufacturados se mantuvieron un ritmo de suba similar al de julio. Es importante resaltar que la mayor correlación entre las variaciones mensuales del IPIIM y del IPC se verifica en forma contemporánea.

Al interior del IPIIM, la mayor tasa de expansión durante el segundo trimestre reflejó principalmente la aceleración de los Productos manufacturados —categoría con mayor ponderación en el índice—, que subieron 5,6% en promedio mensual (+1,0 p.p. respecto al I-22). Entre las demás categorías, se destacó el alza promedio mensual de la Energía eléctrica (13,4%, + 8,4 p.p.) que reflejó principalmente la actualización de las tarifas medias dispuestas por el ENRE a las distribuidoras Edenor y Edesur para el período mayo-julio³⁴. Los Productos importados (3,5%, +1,1 p.p.) también se aceleraron, por cuarto trimestre consecutivo, influidos por el mayor ritmo de variación del tipo de cambio nominal y el efecto arrastre de las subas de precios internacionales de marzo y abril. Por su parte los Productos Primarios moderaron su tasa de aumento promedio

30 Resolución N° 514/2022 Ministerio de Transporte.

31 Resolución N° 91/2022 Secretaría de Obras Públicas.

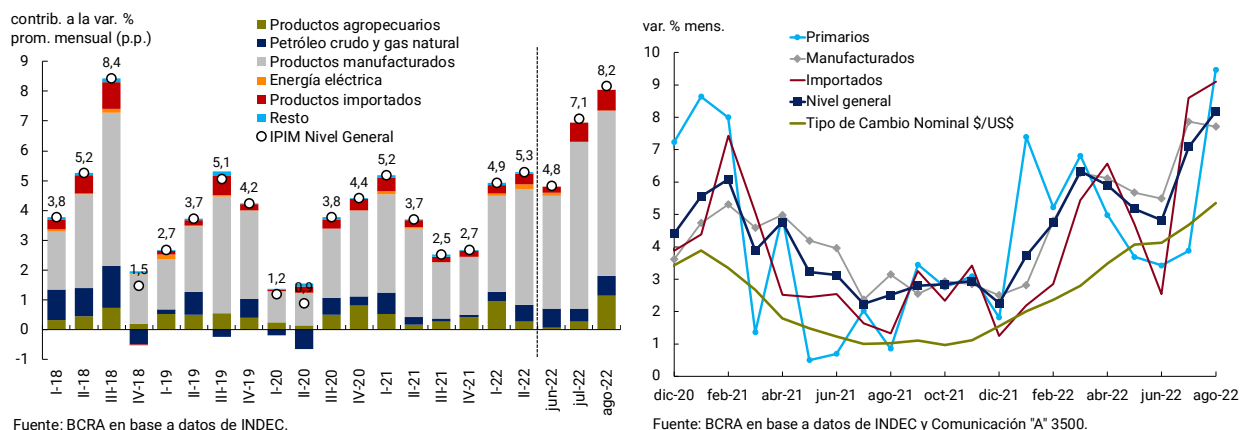
32 En GBA los aumentos fueron autorizados por la Resolución N° 172/2022 y 171/2022 ENRE, en junio también se dieron incrementos en otras regiones del país.

33 Resolución N° 208/2022 a 216/2022 ENARGAS.

34 Resolución N° 145/2022 y 146/2022 ENRE.

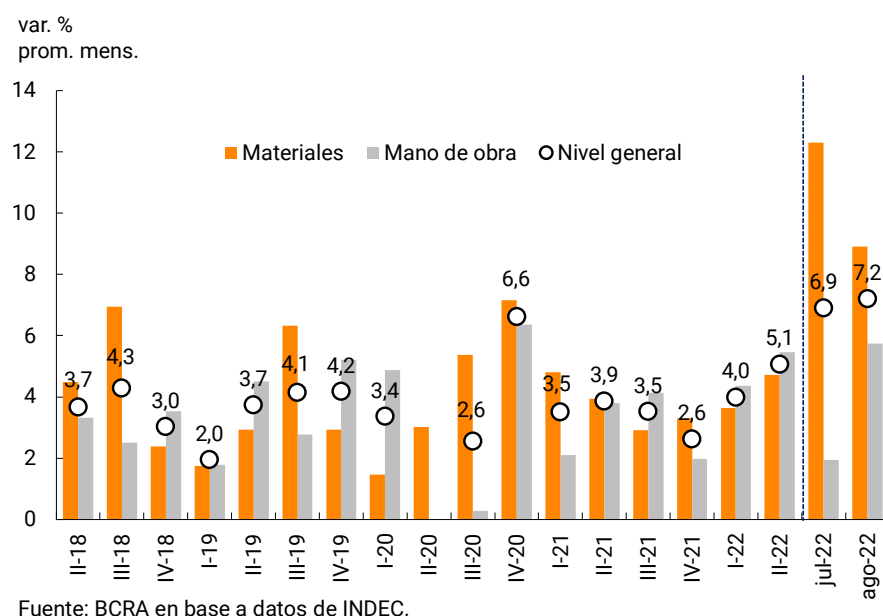
en el segundo trimestre (4,0%, -2,4 p.p.), verificándose una desaceleración en los Productos agropecuarios y un mayor ritmo de suba en Petróleo Crudo y gas. La significativa aceleración del IPIM en julio y agosto con respecto a junio fue difundida entre los principales componentes, destacándose la incidencia de los Productos manufacturados. Particularmente en la variación de agosto, se destacó la contribución de los Productos agropecuarios debido a las fuertes subas de las frutas, verduras y hortalizas (ver Gráfico 6.6).

Gráfico 6.6 | Evolución y contribuciones del IPIM y del tipo de cambio nominal



Por su parte, los costos de la construcción medidos por el ICC (Índice de Costos de la Construcción) también incrementaron su ritmo de expansión en el segundo trimestre hasta 5,1% promedio mensual (+1,1 p.p. respecto a I-22), aceleración que fue difundida entre sus categorías. Los Materiales aumentaron su ritmo de suba hasta 4,7% promedio mensual (+1,1 p.p.), mientras que el componente Mano de obra promedió un incremento de 5,4% (+1,1 p.p.), reflejando la entrada en vigencia de tramos paritarios relativamente mayores durante este periodo (ver Gráfico 6.7). En lo que va del tercer trimestre, los costos de la construcción evidenciaron una nueva aceleración, con subas de 6,8% en julio y 7,2% en agosto. En esos meses se evidenciaron significativos incrementos en las cotizaciones de los materiales, en los gastos generales—reflejando el impacto de las subas autorizadas en gas y electricidad— y en los costos salariales, debido al efecto de los nuevos tramos acordados en la paritaria del sector, en especial en agosto.

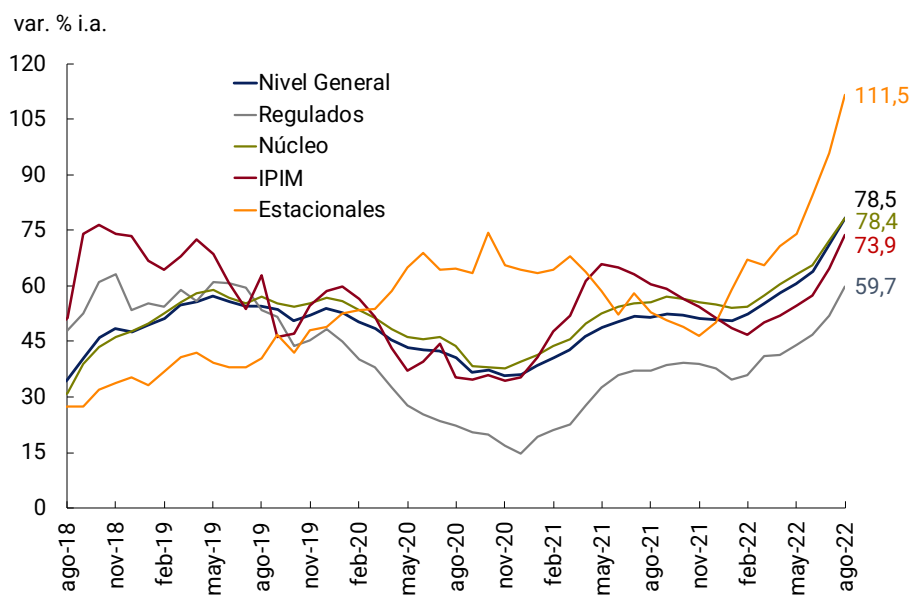
Gráfico 6.7 | Costos de la construcción



6.3. La tasa de inflación interanual continuó elevándose, destacándose la suba de los bienes y servicios Estacionales

La tasa de inflación interanual a nivel minorista fue incrementándose en que va del año hasta ubicarse en 78,5% i.a. en agosto, la más elevada desde dic-91 y 27,6 p.p. por encima del dato de diciembre de 2021 (50,9% i.a.). Esta tendencia al alza se observó en las tres principales categorías que conforman al IPC. La variación interanual de los Estacionales se elevó hasta 111,5% en agosto, superando ampliamente a las del resto de las categorías. La inflación Núcleo alcanzó el 78,4% i.a. y continúa siendo ligeramente superior a la variación interanual del Nivel general. Los bienes y servicios regulados (59,7% i.a. en agosto), si bien también han ido acelerándose en lo que va del año, conforman la categoría cuyos precios relativos se han deteriorado nuevamente en lo que va de 2022. Por su parte, la inflación mayorista interanual (73,9% en agosto) verificó una trayectoria similar, incrementándose en los últimos meses, aunque con tasas inferiores a las del IPC en lo que va del año, luego de que en 2021 se diera la situación contraria (ver Gráfico 6.8).

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

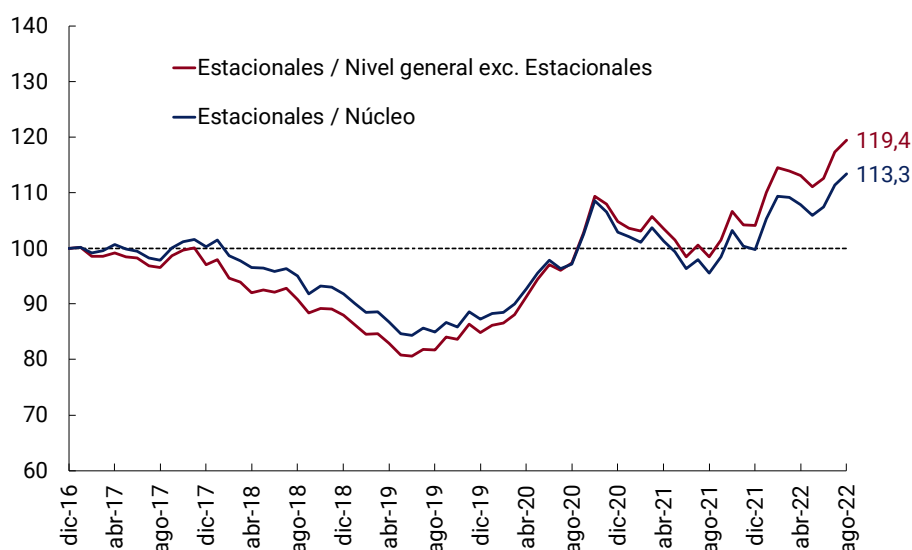


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Respecto a la inflación minorista acumulada en lo que va de 2022, la misma alcanzó 56,4% (equivalente a un ritmo promedio mensual de 5,7% para los primeros 8 meses del año), y superó la inflación alcanzada durante todo 2021 (50,9%). Pese a su relativamente baja ponderación en el IPC, una parte significativa de la aceleración del Nivel general se explicó por el mayor ritmo de suba de la categoría Estacionales, que en los primeros 8 meses de 2022 promedió un alza mensual de 7,4% (76,4% acumulada en 2022). Distintos episodios contribuyeron a explicar dicha evolución, entre los que se destacaron las significativas subas de las verduras y frutas en el primer bimestre del año asociadas a cuestiones climáticas, los fuertes incrementos de los servicios asociados al turismo ante la recuperación del sector, en especial durante el reciente receso invernal, y los sucesivos aumentos de gran magnitud en los precios de la indumentaria. Estos incrementos, en parte atípicos, contribuyeron a lo largo del año a explicar el aumento del precio relativo de los estacionales frente al resto de las categorías, situándose en niveles máximos desde que se publica el actual IPC (ver Gráfico 6.9).

Gráfico 6.9 | Precio relativo de la categoría Estacionales

dic-16=100



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

6.4. Perspectivas

Luego del incremento de la inflación verificado en julio, el Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron una serie de medidas para enfrentar la volatilidad financiera y bajar la inflación. El BCRA intervino en el mercado secundario de deuda en pesos y elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria. También se implementaron políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y del financiamiento monetario, incentivar la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales del BCRA y además, se alcanzaron acuerdos de precios de referencia sobre algunos conjuntos de bienes y servicios. Los primeros resultados han sido una recuperación en los precios de los bonos en moneda doméstica, un aumento en el nivel de reservas internacionales y una significativa reducción de los tipos de cambio implícitos en las cotizaciones de los títulos públicos.

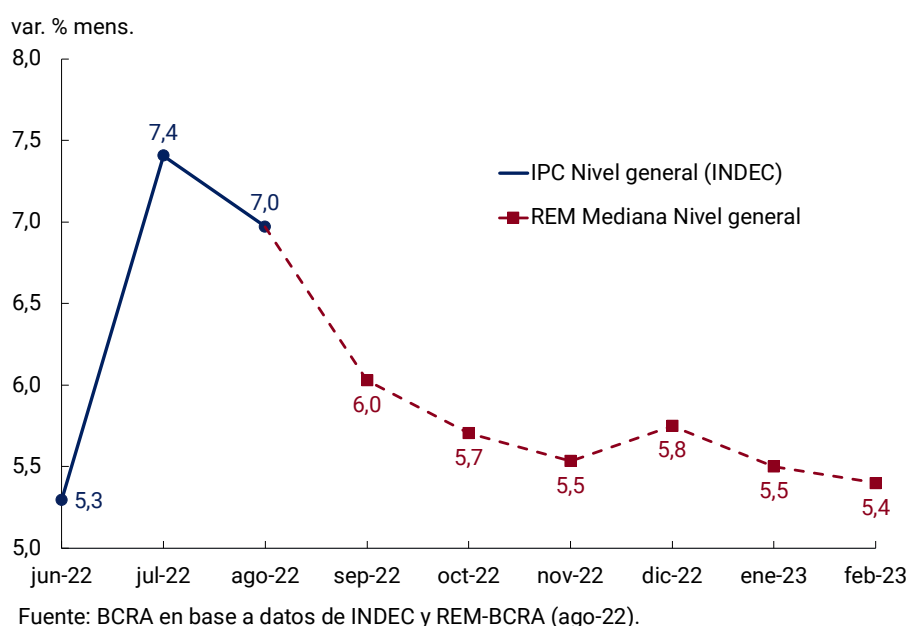
Se espera que a partir de septiembre la inflación núcleo se reduzca gradualmente acompañando el proceso de mejora de la situación financiera y la reducción de la incertidumbre cambiaria como resultado de las medidas implementadas. Sin embargo, se prevé una aceleración en las categorías Estacionales y Regulados que contrarrestaría en gran medida la baja de la inflación núcleo durante septiembre y octubre. Los precios estacionales suelen aumentar su ritmo de suba en dichos meses respecto a junio, en especial en indumentaria y turismo. Con relación a la categoría Regulados, en septiembre impactará la primera etapa del sendero de actualización de los cuadros tarifarios para consumo residencial de gas natural y electricidad que siguen los criterios de segmentación de hogares definidos por la Secretaría de Energía, mientras que la segunda y tercera etapa impactarán en noviembre de este año y enero del 2023, respectivamente³⁵. Además de la actualización de las

35 Hasta enero 2023, se prevé que se complete la quita total de subsidios para los hogares de mayores ingresos y aquellos usuarios que hayan renunciado a los mismos (Nivel 1, según la categorización de la Secretaría de Energía), que pasarán a pagar la tarifa plena. Los hogares de bajos ingresos (Nivel 2) continuarán con la tarifa vigente en tanto que los hogares de ingresos medios (Nivel 3) mantendrán una porción de su consumo subsidiado y el excedente se regirá por la tarifa plena. Para estos últimos, en el caso de la electricidad, se subsidiará un consumo de hasta 400kW/mes y el consumo excedente se valorizará según la tarifa plena. En el caso del gas natural, se mantendrá un subsidio en función de una cantidad fija de m3 por tipo de usuario y subzona –calculado en base al promedio de consumo de los últimos 5 años– que representa aproximadamente el 70% de esa categoría y subzona, siendo el consumo excedente valorizado a la tarifa plena.

tarifas de energía, se anunciaron aumentos en transporte público que se sumarían a los incrementos habituales en el resto de los regulados.

La gradualidad prevista para la reducción de la inflación núcleo contempla ciertos factores que le otorgan persistencia al proceso inflacionario: posibles efectos de segunda ronda de las actualizaciones de tarifas de servicios públicos y de combustibles, adelantamiento y concentración de las paritarias salariales, y elevadas expectativas de inflación. Por su parte, los y las analistas que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) pronostican que, tras el descenso de la inflación observado en agosto, las tasas de variación mensuales del IPC Nivel general descenderían progresivamente en el corto plazo y se ubicarían más próximas al registro de junio de este año (ver Gráfico 6.10).

Gráfico 6.10 | Expectativas de inflación mensual (REM ago-22)



Luego de las subas de la tasa de interés de política monetaria y las iniciativas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y del financiamiento monetario, tanto el Gobierno Nacional como el BCRA continuarán adoptando medidas para bajar la inflación previendo un contexto de mayor estabilidad financiera doméstica. En lo que respecta al BCRA, este conducirá su política monetaria ajustando las tasas de interés para mantenerlas en un terreno positivo en términos reales y sin otorgar asistencia financiera al Tesoro Nacional en lo que resta del año, administrando la liquidez para preservar el equilibrio monetario y manteniendo el esquema cambiario de *crawling peg* para no perder competitividad externa.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria para adaptarla a un entorno macroeconómico cambiante. La actividad económica moderó su ritmo de crecimiento; en tanto, la tasa de inflación volvió a acelerarse en la mitad del año. Sobre la inercia inflacionaria se sumaron factores transitorios que impulsaron los precios, entre los que se destaca una mayor volatilidad financiera local. En particular, en lo que refiere al mercado financiero doméstico, hacia finales del segundo trimestre se observó un escenario de elevada volatilidad en el mercado de deuda en pesos.

Este contexto condujo a que el BCRA avanzara con mayor intensidad en la implementación de las políticas enunciadas en diciembre pasado en los Objetivos y planes 2022³⁶. Se elevaron en varias oportunidades las tasas de interés de referencia para llevarlas gradualmente a niveles positivos en términos reales, con el objetivo de garantizar la estabilidad cambiaria y financiera. Por otro lado, el BCRA utilizó su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana, propendiendo a una mayor estabilidad financiera. En particular, la autoridad monetaria buscó reducir la volatilidad financiera, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local, garantizando que los rendimientos en el mercado secundario no superen a los que surgen de las licitaciones primarias.

Finalmente, en el frente cambiario se continuó adaptando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas y potenciar la acumulación de reservas internacionales.

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

7.1. El BCRA continuó calibrando sus políticas a las novedades del entorno macroeconómico

7.1.1. El BCRA aceleró el proceso de suba de las tasas de interés de referencia

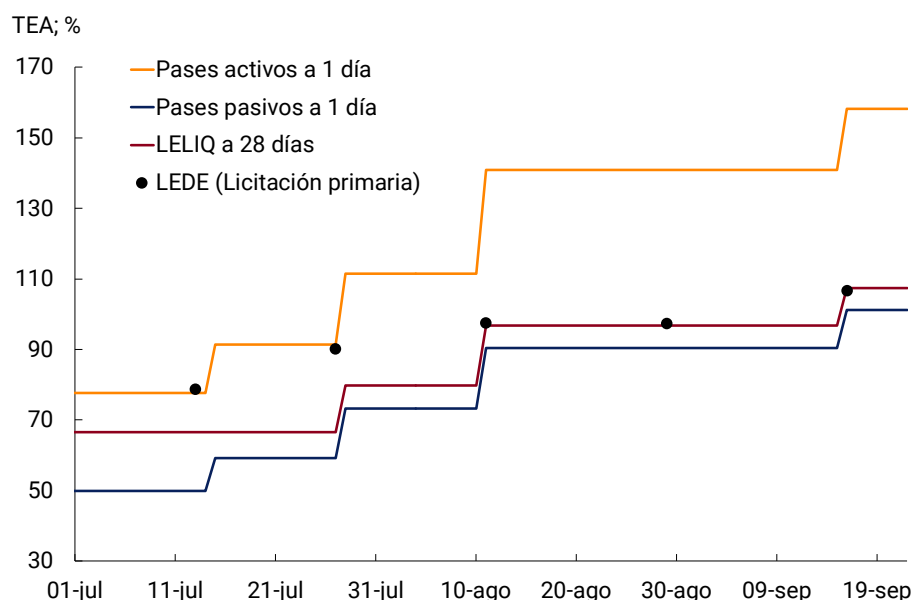
En línea con sus Objetivos y planes 2022 el BCRA aceleró el proceso de suba en las tasas de interés de los instrumentos de regulación monetaria. En una economía como la argentina, con un canal del crédito relativamente pequeño, la suba de tasas de interés actúa principalmente incentivando el ahorro en pesos. Su acción antinflacionaria pasa en gran medida por contribuir a la estabilidad cambiaria y financiera, debiendo estar complementada con otros instrumentos de la política económica para reducir la inercia inflacionaria.

El BCRA conduce en la actualidad su política monetaria a través de la tasa de interés de las Letras de Liquidez a 28 días (LELIQ), siendo este el principal instrumento de la política monetaria. Así, desde fines de junio se

³⁶ https://bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/ObjetivosBCRA_2022.pdf.

elevó la tasa de interés en tres oportunidades. La tasa de interés de las LELIQ de 28 días quedó en 75% n.a. (107,3% e.a.), lo que implicó una suba de 23 p.p. en el período (ver Gráfico 7.1). La tasa de interés de pasivos pasivos a 1 día se ubicó en 70% n.a. (101,2% e.a.) y la de pasivos activos en 95% n.a. (158,3% e.a.). Finalmente, la tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo se fijó en 83,5% n.a. (101,2% e.a.) y se elevó el spread fijo de las NOTALIQ, también a 180 días, quedando actualmente en 8,5 p.p.

Gráfico 7.1 | Tasas de interés de política monetaria



Fuente: BCRA.

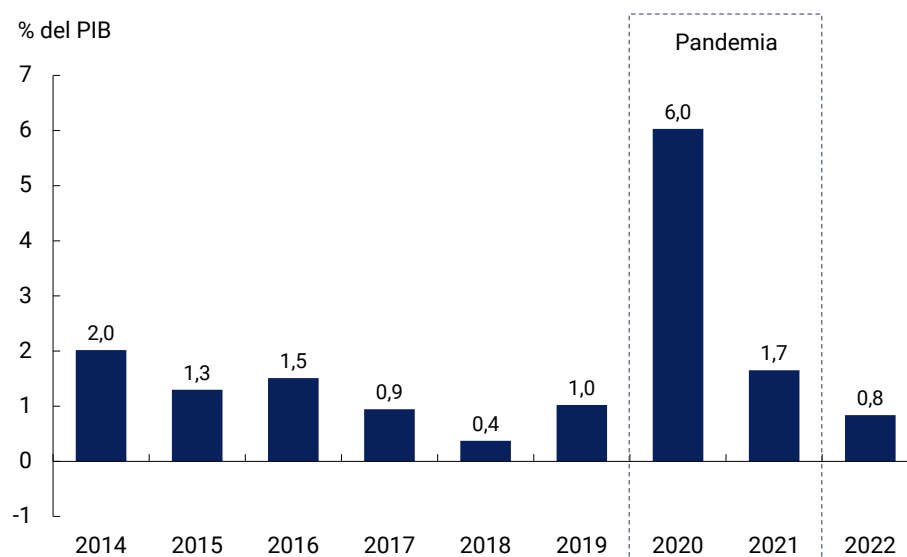
Este accionar se complementó con una profundización de los esfuerzos de coordinación con el Ministerio de Economía de la Nación para la construcción de una curva de tasas de interés de instrumentos públicos³⁷. Así, la tasa de interés del instrumento más corto de la última licitación de Tesoro Nacional, la Letra de Descuento (LEDE) con vencimiento el 31 de enero 2023, se licitó en el mercado primario con una tasa de 83,4% n.a. (106,6% e.a.), en línea con la tasa de LELIQ a 28 días del BCRA.

7.1.2. El BCRA gestionó sus pasivos para evitar desequilibrios en el mercado de dinero

La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional, a través de los Adelantos Transitorios, se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. De esta forma, la expansión primaria acumulada del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,8% del PIB (ver Gráfico 7.2). Cabe destacar que para el resto del año el Tesoro Nacional se comprometió a no utilizar el saldo restante de adelantos transitorios.

³⁷ El BCRA dispuso su participación en el mercado secundario de los títulos emitidos por el Gobierno Nacional a partir de julio con plazo residual mayor a 15 días comprando a tasas similares a las de corte de las últimas subastas, más un spread máximo de 2%.

Gráfico 7.2 | Emisión primaria vinculada al Tesoro Nacional*
Acumulado a agosto de cada año



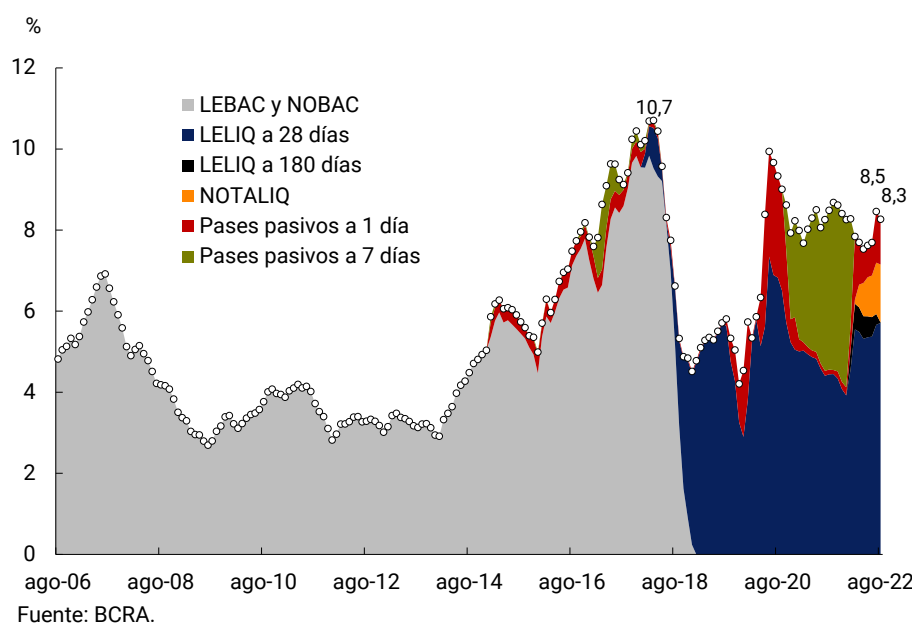
* Incluye transferencia de utilidades y adelantos transitorios.
Fuente: BCRA.

Entre junio y julio se observó una mayor volatilidad en los precios en el mercado secundario de deuda pública, lo que llevó a que el BCRA interviniera en dicho mercado con el fin de estabilizar las cotizaciones de los instrumentos del Tesoro. De este modo, la autoridad monetaria reafirmó su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local, garantizando que los retornos en el mercado secundario se mantengan en una relación razonable con los que se determinan en el marco de las licitaciones primarias del Tesoro y propendiendo a una estrategia de mediano plazo que permita conducir la política monetaria valiéndose de operaciones de mercado abierto (ver Apartado 4 / Intervención del BCRA en el mercado de deuda en pesos).

También con el objetivo de acotar la volatilidad financiera en el mercado de títulos públicos, el BCRA instrumentó una ventanilla de liquidez para este tipo de instrumento en cartera de los Fondos Comunes de Inversión (FCI). Asimismo, comenzó a ofrecer a las entidades del sistema financiero una opción de venta (*put option*) sobre títulos del Gobierno Nacional, adjudicados a partir de julio de 2022 y que tengan vencimiento antes del 31 de diciembre de 2023.

Las operaciones en el mercado secundario dieron lugar a una expansión de la liquidez del sistema, que se canalizó en última instancia hacia instrumentos de regulación monetaria. Así, entre fines del segundo trimestre e inicios del tercero se vio un incremento en el saldo de los pasivos remunerados. Estas operaciones tendrían un impacto acotado sobre el balance del BCRA, ya que los títulos del Tesoro fueron adquiridos en condiciones de precio y rendimiento que resultan más favorables que las de los pasivos remunerados emitidos para administrar la cantidad de dinero. El stock de pasivos remunerados del BCRA alcanzó en agosto un valor de 8,3% del PIB, ubicándose 2,4 p.p. por debajo del máximo alcanzado durante 2018 (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 | Pasivos Remunerados del BCRA en términos del PIB



En agosto los pasivos remunerados quedaron conformados en alrededor de 69% por LELIQ a 28 días de plazo, de 17,3% por NOTALIQ y de apenas 0,1% del total por LELIQ a 180 días. El resto correspondió a pases pasivos a 1 día (alrededor de 13,5% del total). De este modo, el plazo promedio residual de los instrumentos de regulación monetaria (LELIQ, Pases y NOTALIQ) se ubicó en aproximadamente 26 días en el promedio de agosto, casi triplicando el registro de diciembre del 2021. Finalmente, hacia mediados de septiembre, se suscribieron por primera vez Letras en dólares y liquidables en pesos por el tipo de cambio de referencia (LEDIV)³⁸.

Actualmente la tenencia de pasivos remunerados del BCRA se encuentra prácticamente en su totalidad en poder de las entidades financieras³⁹. Así, los instrumentos de política monetaria del Banco Central están casi enteramente en manos de instituciones reguladas por la propia autoridad monetaria, cumpliendo exclusivamente su rol de administración de la liquidez. Estos instrumentos también tienen un rol central como contraparte de una porción sustancial del ahorro de los argentinos. El Banco Central impulsa el desarrollo del mercado de capitales para canalizar ese ahorro, pero mientras se avanza en dicho sentido los rendimientos de los pasivos son los que permiten a las entidades financieras remunerar a los ahorristas preservando el valor de sus ahorros.

En este sentido y con el objetivo de reforzar el canal de transmisión de la política monetaria se inició un proceso de simplificación del esquema de efectivo mínimo (ver Recuadro. Simplificación del esquema de efectivo mínimo). Asimismo, y en igual sentido, desde mediados de agosto el BCRA comenzó a ofrecer pases pasivos a 1 día a Fondos Comunes de Inversión (FCI). La tasa de interés a la que se remuneran estos pases equivale al 75% de la de pases pasivos para entidades financieras⁴⁰. Estas medidas se suman al esquema vigente de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado.

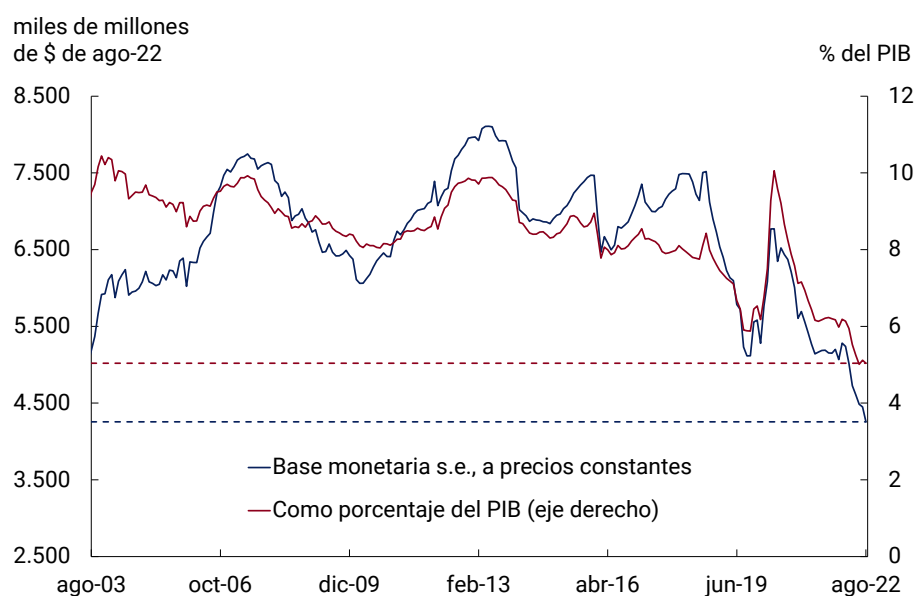
38 Estas letras se crearon a fines de julio y se encuentran disponibles para entidades financieras que tengan en cartera depósitos con tasas de interés variable calculada conforme al valor mayorista del dólar.

39 Con datos al cierre de agosto la fracción restante que corresponde al 0,04% del total se encuentra en manos de Fondos Comunes de Inversión.

40 Comunicación "A" 7579.

Todas estas dinámicas impactaron sobre la Base Monetaria, tanto en el segundo como en el tercer trimestre. Así, en el segundo trimestre se observó una ligera expansión de la base monetaria. Las operaciones del sector público, las operaciones de mercado abierto con títulos públicos y la compra neta de divisas al sector privado aportaron positivamente a la expansión del agregado y fueron parcialmente compensadas por el efecto contractivo del aumento en los pasivos remunerados. En lo que va del tercer trimestre, la expansión por las intervenciones en el mercado y la compra neta de divisas fueron parcialmente compensadas por el resto de los factores, que aportaron negativamente al crecimiento. A pesar del aumento nominal de la Base Monetaria verificado en los últimos meses, ajustada por estacionalidad y a precios constantes continuó contrayéndose y se ubica en niveles históricamente bajos. Así, en los últimos doce meses acumula una caída real del orden del 18%. En igual sentido, en términos del PIB, a finales de agosto la Base Monetaria se ubicaría en 5%, cifra en torno a los mínimos valores desde 2003 (ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 | Evolución histórica de la base monetaria



Fuente: BCRA.

Recuadro. Simplificación del esquema de efectivo mínimo

En junio el Directorio del BCRA dispuso una simplificación del Régimen de Efectivo Mínimo en pesos (REfMin) para reforzar el canal de transmisión de la política monetaria, la cual entrará en vigor a partir de octubre⁴¹.

La simplificación contempla una reducción en el número de deducciones, manteniendo aquellas que favorecen el crédito productivo a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) y el financiamiento de consumo de los hogares. Complementariamente, se recalibran las alícuotas de exigencia que se aplican sobre las partidas comprendidas en el REfMin, con el objeto de que el efecto monetario sea neutro.

Específicamente, se mantendrán únicamente las franquicias asociadas a: 1) La participación de los préstamos otorgados a MiPyMEs sobre el total, 2) Las financiaciones correspondientes al Programa "AHORA 12" 3) Los créditos comprendidos en la "Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME" (LFIP)

41 Comunicación "A" 7536.

y 4) Los préstamos otorgados a personas humanas y/o MiPyMEs no informadas en la “Central de deudores del sistema financiero” (CENDEU), bajo ciertas condiciones.

Por su parte, se eliminarán a partir de octubre las franquicias asociadas a: financiaciones en el marco de la emergencia sanitaria por el COVID-19, financiaciones por los programas “Créditos a Tasa Cero”, “Créditos a Tasa Subsidiada para Empresas” y “Créditos a Tasa Cero Cultura”, préstamos a MiPyMEs no informadas en la “Central de deudores del sistema financiero” (otorgadas hasta el 01/04/2021), la tasa de crecimiento en el uso de medios electrónicos a través de cuentas a la vista cuyos titulares sean personas humanas, la evolución de los ECHEQ y FCE MiPyME, y la operatividad de los cajeros automáticos⁴². Además, a partir del enero de 2023 se eliminará la franquicia por los retiros de efectivo realizados a través de cajeros automáticos⁴³.

Además, se eliminará la distinción en las tasas de efectivo mínimo entre las entidades del Grupo “B” y Grupo “C”⁴⁴, así como la diferenciación en función de la categorización de localidades para entidades financieras.⁴⁵

Esta iniciativa se enmarca en los Objetivos y planes 2022, permitiendo dar cumplimiento a uno de los parámetros de referencia estructural contenidos dentro del programa de facilidades extendidas con el FMI. El BCRA seguirá evaluando la conveniencia de realizar nuevas modificaciones en el RefMin en función de la coyuntura, atendiendo a sus funciones de regulación prudencial y de instrumento de política monetaria, y teniendo en cuenta las posiciones de capital y de liquidez de las entidades financieras.

7.2. Dinámica de la demanda de saldos monetarios

7.2.1. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB se mantuvieron en un nivel similar al verificado con anterioridad al inicio de la pandemia

Los medios de pago transaccionales⁴⁶ continuaron cayendo en términos reales y sin estacionalidad, a una tasa promedio de 3,5% entre julio y agosto. Este comportamiento se explicó tanto por el circulante en poder del público como por los depósitos a la vista no remunerados. Así, en agosto el M2 privado transaccional anotó una contracción interanual de 13,3% a precios constantes.

En términos del Producto, los medios de pago se habrían ubicado en 8,3% en agosto, entre los registros más bajos de los últimos 15 años. El circulante en poder del público alcanzó un mínimo y los depósitos a la vista se encuentran en valores similares a los del promedio de los últimos años. La mayor demanda relativa de depósitos a la vista se explica por el auge de los medios electrónicos de pago (ver Gráfico 7.5).

42 Puntos 1.5.4., 1.5.5, 1.5.6, 1.5.7 y 1.5.10 del Texto Ordenado (TO) de las normas sobre “Efectivo mínimo” (EM) vigentes hasta el 30/09/2022.

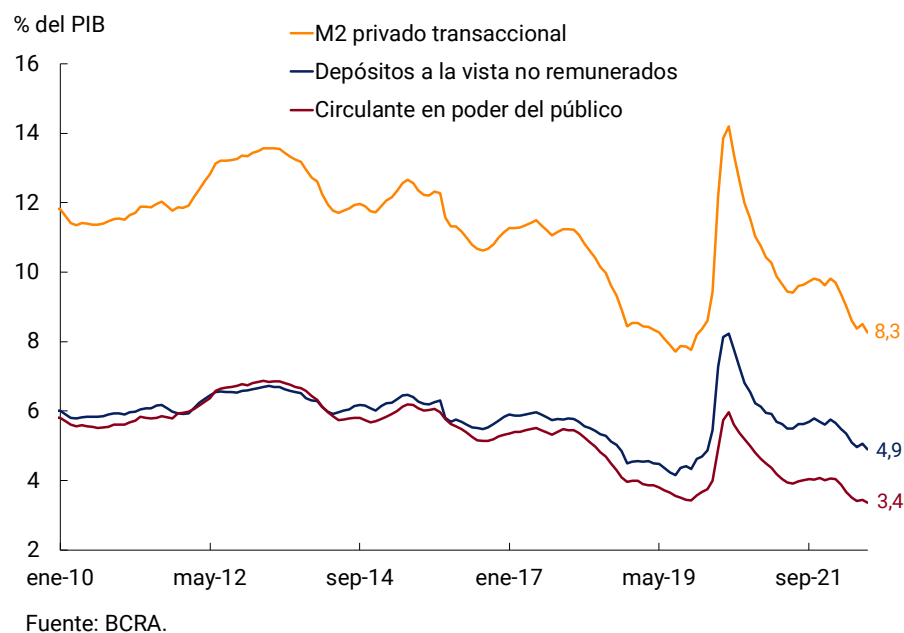
43 Punto 1.5.3 del TO de EM vigente hasta el 30/09/2022.

44 Punto 6.3 del TO de EM vigente hasta el 30/09/2022.

45 Punto 1.3.16 del TO de EM vigente hasta el 30/09/2022.

46 Medidos a través del M2 privado transaccional.

Gráfico 7.5 | Medios de pagos en términos del PIB
Series sin estacionalidad



7.2.2. Con la suba de las tasas de interés de referencia el BCRA también elevó el rendimiento mínimo de los instrumentos de ahorro en pesos para apuntalar su demanda

El Directorio del BCRA elevó las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo, dada la aceleración de la inflación y en línea con sus Objetivos y planes 2022. Así, desde fines de junio el piso para las colocaciones de personas humanas por hasta \$10 millones aumentó 22 p.p. hasta 75% n.a (107,1% e.a.). Para el resto la tasa mínima garantizada subió 16,5 p.p. hasta 66,5% n.a. (91,1% e.a.). Las tasas de mercado de corto plazo aumentaron en el período bajo análisis, en un contexto de suba de la tasa de pasivos pasivos a 1 día y la reapertura de la ventanilla de pasivos para FCI. Así, la tasa de interés que pagan los depósitos a la vista remunerados se incrementó 21 p.p. entre fines de junio y mediados de septiembre, hasta ubicarse en 56,2% n.a. (75,3% e.a.).

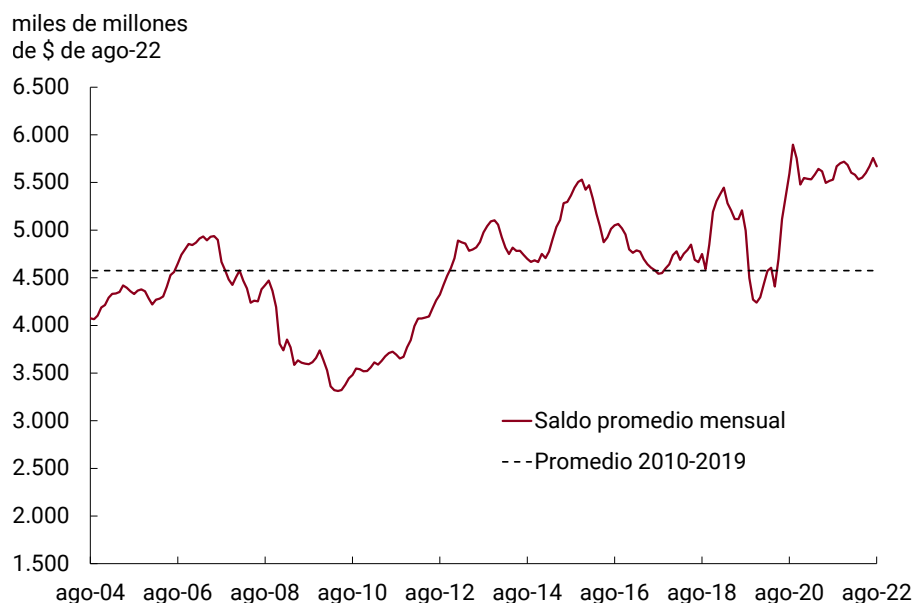
Las mayores tasas incrementaron el costo de oportunidad de mantener saldos no remunerados, explicando en parte la caída real del M2 privado transaccional. Estos fondos se canalizaron hacia instrumentos remunerados⁴⁷, destacándose los FCI *Money Market* (FCI MM). Estos últimos optaron por instrumentos relativamente líquidos, verificándose un aumento de su participación relativa en la cartera. Así, entre julio y agosto, los depósitos a la vista remunerados a precios constantes y sin estacionalidad se expandieron a una tasa promedio mensual de 5,4%.

Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado registraron una relativa estabilidad, en términos reales y ajustados por estacionalidad, en igual período. No obstante, estos permanecieron en torno a sus máximos de los últimos años (ver Gráfico 7.6). Como ratio del PIB aumentaron 0,4 p.p. respecto de junio y se ubicarían en 6,7%, también en torno a sus registros más elevados de los últimos años.

⁴⁷ Las personas jurídicas (excluyendo las prestadoras de servicios financieros) también incrementaron sus tenencias de depósitos a la vista remunerados.

Gráfico 7.6 | Depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado

A precios constantes y sin estacionalidad



Fuente: BCRA.

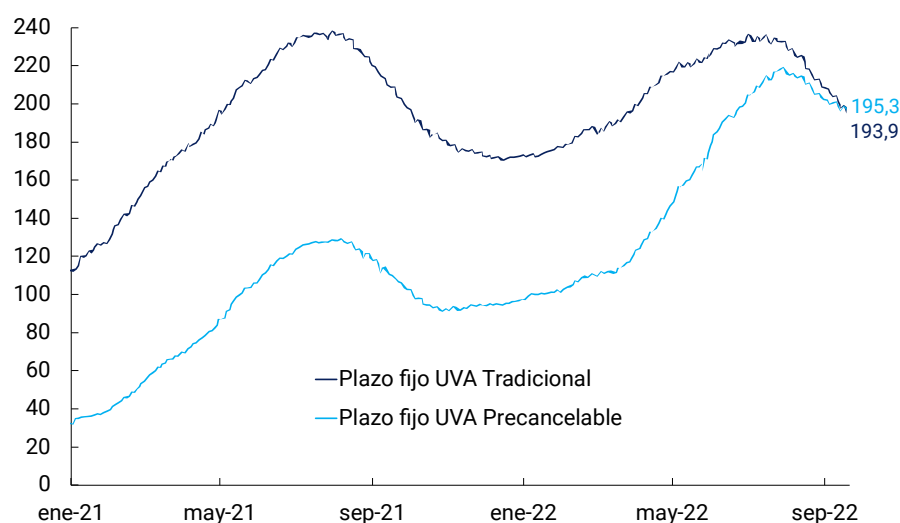
Los depósitos a plazo de personas humanas de menos de \$10 millones exhibieron una ligera caída en términos reales entre julio y agosto. El resto de los depósitos del sector privado no financiero⁴⁸ aumentaron en el período, compensando prácticamente en su totalidad la dinámica de los primeros. Dentro de estos últimos se destacaron las Prestadoras de Servicios Financieros (PSF), y en particular los FCI MM que representan aproximadamente el 90% de esta categoría.

Los depósitos a plazo con ajuste UVA mostraron un crecimiento promedio mensual de 0,5% s.e. real entre julio y agosto. Sin embargo, este crecimiento promedio corresponde a un alza en julio que fue parcialmente compensada por una caída en agosto (ver Gráfico 7.7). La disminución observada en el octavo mes del año podría estar asociada al menor rendimiento relativo de estas colocaciones dadas las subas de tasas de interés impulsadas por el BCRA y la perspectiva de una moderación en la tasa de inflación. A finales de agosto el saldo estos depósitos era de \$394.000 millones (7% del total de depósitos a plazo).

48 Personas jurídicas, independientemente del monto, y personas humanas por más de \$10 millones.

Gráfico 7.7 | Depósitos a plazo en UVA del sector privado
A precios constantes

miles de millones
de \$ de 21-sep-22



Fuente: BCRA.

Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado⁴⁹ registró una disminución promedio mensual de 1,1% s.e. a precios constantes considerando los meses de julio y agosto (-4,6% i.a.). Como ratio del Producto este agregado monetario se ubicó en 16,8%, lo que implicó una caída de 1,3 p.p. respecto a fin del año pasado.

7.3. La política crediticia continuó enfocada en el desarrollo productivo

La continuidad en el proceso de recuperación de la actividad económica, aunque a un ritmo más moderado, le permitió al BCRA mantener su política de crédito focalizada en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables⁵⁰.

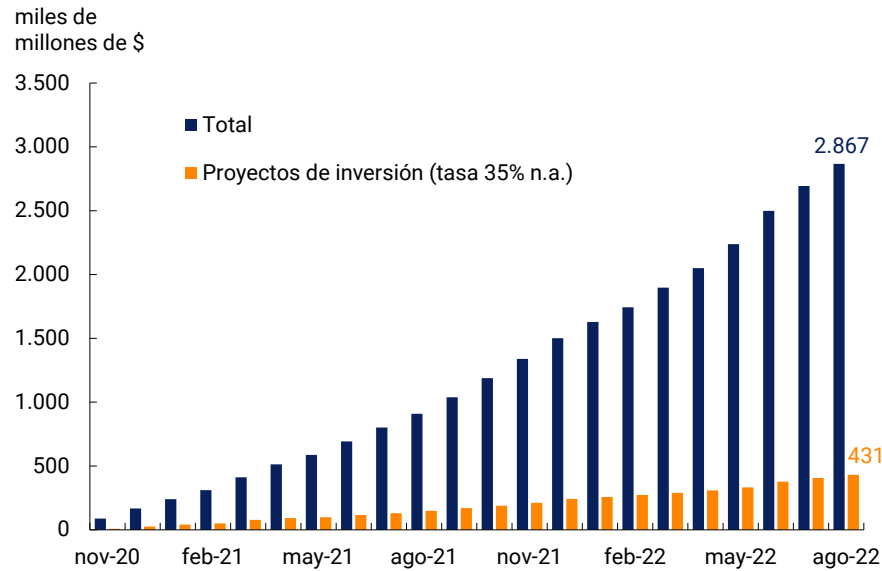
Desde su implementación, y hasta agosto de 2022, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$2,87 billones (ver Gráfico 7.8). Esto implicó una relativa estabilidad en términos reales entre julio y agosto. Al término de agosto, aproximadamente 300 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. El saldo promedio desde la renovación de la LFIP, con datos disponibles a julio, se ubicó en \$875.000 millones, lo que representó cerca del 38% de los préstamos comerciales y el 16% del total del crédito al sector privado. Cabe señalar que recientemente se renovó la vigencia de esta línea hasta el 31 de marzo de 2023, bajo condiciones similares a las de la anterior renovación⁵¹.

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

50 En consonancia con la suba de tasas de interés de política monetaria, se incrementó la tasa de interés de los préstamos para proyectos de inversión a 59% n.a. y la de capital de trabajo a 69% n.a.

51 Comunicación "A" 7612.

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

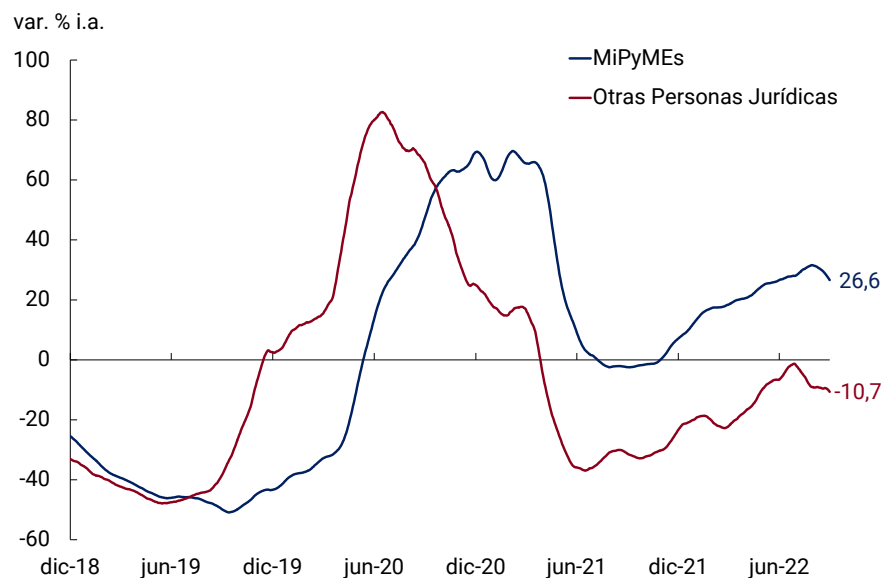


Fuente: BCRA.

En lo que va del tercer trimestre los préstamos comerciales exhibieron una contracción promedio de 0,9% mensual s.e. a precios constantes, aunque se ubican 9,3% por encima del registro de un año atrás. Al interior de los préstamos comerciales, todas las líneas cayeron medidas a precios constantes y sin estacionalidad. Sin embargo, esta disminución fue más marcada en el caso de los documentos a sola firma.

Cuando analizamos la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor se aprecia que los préstamos a MiPyMEs a precios constantes y sin estacionalidad se mantuvieron estables entre julio y agosto, en línea con lo ocurrido con la LFIP. De esta forma, en términos interanuales, el crédito a MiPyMEs se expandió aproximadamente 25% (ver Gráfico 7.9). En tanto, el financiamiento destinado a grandes empresas registró una leve contracción promedio mensual en el período (-0,9 % s.e.) al tiempo que exhibió una caída del orden del 10% respecto a un año atrás.

Gráfico 7.9 | Préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor
Saldo estimado a precios constantes



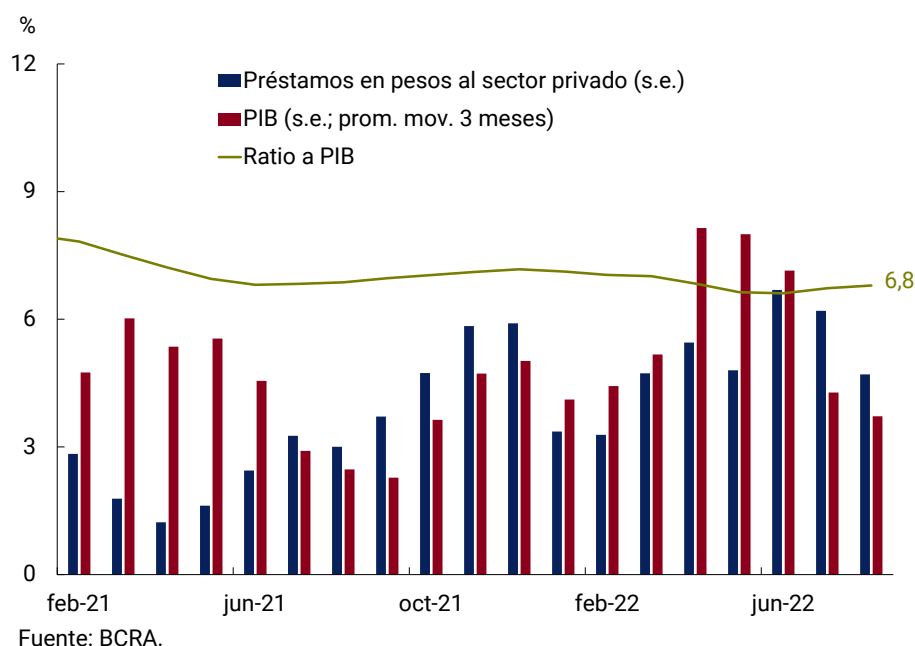
Fuente: BCRA.

En cuanto a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios se contrajeron en el período a una tasa promedio mensual de 0,9% s.e. a precios constantes entre julio y agosto. No obstante, en los últimos doce meses acumularon una expansión de 29,8%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio de 3,6% s.e. mensual en términos reales, registrando una contracción de 19,8% i.a. en agosto.

Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mostraron una disminución promedio mensual de 1,9% s.e. a precios constantes y se encuentran 7,5% por debajo del nivel de un año atrás. Algo similar ocurrió con los préstamos personales, cuya tasa de variación promedio mensual en el trimestre julio y agosto fue de -2,4% s.e. real y de -7,5% interanual en agosto.

Con todo, en términos reales y ajustados por estacionalidad, los préstamos en pesos al sector privado exhibieron entre julio y agosto una caída mensual promedio de 1,5% y prácticamente no variaron respecto a un año atrás. En términos del PIB, el financiamiento bancario en pesos al sector privado ascendió en agosto a 6,8% (ver Gráfico 7.10).

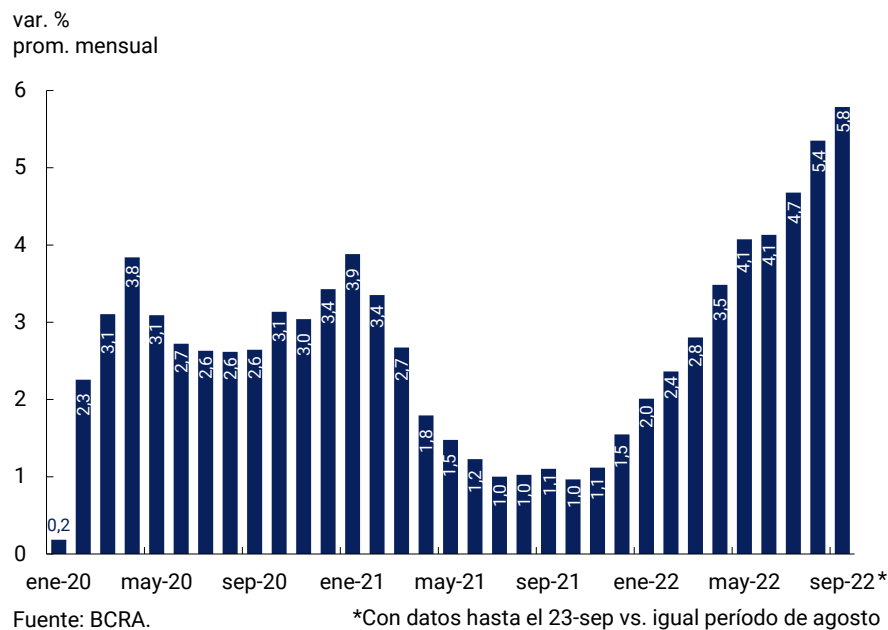
Gráfico 7.10 | Préstamos en pesos al sector privado en % del PIB



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

En los últimos meses el BCRA continuó readecuando gradualmente la variación diaria del tipo de cambio en el marco del régimen vigente de flotación administrada, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa (ver Gráfico 7.11). De este modo, se buscó fortalecer la posición de Reservas Internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.

Gráfico 7.11 | Variación mensual del tipo de cambio nominal



Paralelamente, se continuó adaptando el marco normativo del mercado de cambios a las necesidades de la coyuntura, de manera de preservar la estabilidad monetaria y cambiaria.⁵² Para incrementar la oferta de divisas se avanzó en diversas líneas de acción. Entre estas se destacan las políticas orientadas a la venta de la cosecha de soja. Si bien esta política fue variando en los últimos meses, actualmente está vigente el “Programa de incremento exportador”.⁵³ Este programa permitirá que las exportaciones de soja y sus subproductos se liquiden entre el 5 y el 30 de septiembre a un tipo de cambio de \$200 por dólar. Además, aquellos productores que hayan vendido más del 85% de su cosecha 2021/22 se les habilitará el acceso a los programas que se creen para la campaña 2022/23. Para otros sectores exportadores de bienes, se les permitirá hasta noviembre del corriente año, acceder a cuentas a la vista con ajuste en base al tipo de cambio de referencia, para aquellos que anticipen en al menos 30 días respecto al plazo determinado para cada sector. También vinculado a la oferta de divisas se flexibilizó el requisito de liquidación para personas humanas y jurídicas vinculadas a la economía del conocimiento, sujeto al cumplimiento de una serie de requisitos.

Asimismo se tomaron una serie de medidas tendientes a mejorar la eficiencia en la asignación de las divisas, entre las que se destacan: la incorporación de excepciones y marcos regulatorios particulares para las importaciones vinculadas a ciertas actividades productivas, con el objetivo de responder a las necesidades extraordinarias de divisas para atender a la importación de energía, promover el desarrollo de las PyMEs y sostener el crecimiento económico; también se permitió que las personas beneficiarias de rentas previsionales puedan cobrarlas en una cuenta bancaria de su titularidad en el exterior; se elevó del 35% al 45% la percepción a cuenta del impuesto a las ganancias o sobre los bienes personales (según corresponda) para los pagos registrados con tarjeta de crédito en moneda extranjera en el exterior⁵⁴; se restringió la posibilidad de financiar en cuotas las compras de productos o servicios del exterior y los consumos en las tiendas libres de impuestos; y, finalmente, se limitó el acceso al mercado de cambios para la compra de moneda extranjera y la realización de operaciones

52 Para ver un mayor detalle referirse a los Informes Monetarios Mensuales (IMM) de los meses de jul-22 y ago-22.

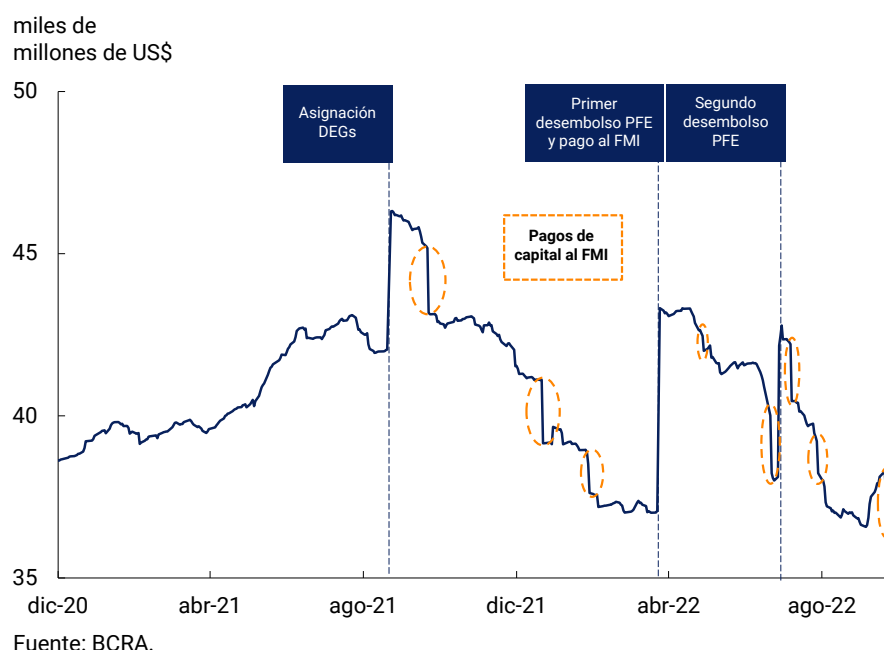
53 Decreto 576/2022 del Poder Ejecutivo Nacional.

54 Resolución General 5232/2022 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

con títulos y valores con liquidación en moneda extranjera a beneficiarios de subsidios en los servicios públicos⁵⁵ y a personas jurídicas que hayan vendido soja en el marco del Programa de Incremento Exportador⁵⁶.

Las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 23 de septiembre del 2022 en US\$36.075 millones, reflejando una reducción de US\$6.711 millones respecto a fines de junio (ver Gráfico 7.12). En la dinámica de estos meses impactaron los pagos a dicho organismo por un total de US\$5.015 millones (US\$4.563 capital y US\$452 intereses), los cuales se afrontaron, en parte, con el segundo desembolso del PFE vigente que tuvo lugar a fines de junio. También incidieron negativamente otros pagos de deuda del Gobierno Nacional, las pérdidas por valuación de los activos externos netos y la caída de los saldos en cuenta corriente en el BCRA de las entidades financieras. Finalmente, las compras netas de divisas al sector privado se ubicaron en terreno positivo, impulsadas hacia fines del período por la liquidación de divisas del sector sojero, compensando parcialmente al resto de los factores.

Gráfico 7.12 | Reservas Internacionales



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

La volatilidad en el mercado financiero local, entre otros factores, dio lugar a mayores presiones inflacionarias en los últimos dos meses. En este escenario resultó fundamental la intervención del BCRA en el mercado secundario para estabilizar las cotizaciones de los instrumentos del Tesoro. Para profundizar esta línea de acción el BCRA busca converger gradualmente hacia una administración de la liquidez de la economía mediante operaciones de mercado abierto (OMA) con letras del Tesoro y otros títulos de corto plazo denominados en moneda local. Este tipo de mecanismo es similar al utilizado en otros países y se encuentra en sintonía con lo expresado en el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras en el marco del vigente programa con el

55 Comunicación "A" 7606.

56 Comunicación "A" 7609.

FMI, donde se considera dicha reforma una alternativa conveniente para reducir el costo cuasifiscal de la política monetaria. Para lograr esto el mercado de capitales local debe asumir una importancia creciente en el financiamiento de los actores económicos (público y privado).

El BCRA continuará calibrando sus políticas con el objetivo de bajar la tasa de inflación. En materia de tasas de interés, continuará monitoreando la situación macroeconómica y calibrando las tasas de interés de referencia en el marco del proceso de normalización de la política monetaria, prestando especial atención a la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios y la dinámica del mercado de cambios, siempre dentro del objetivo de propender hacia un sendero de retornos que permita resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y de consolidar la estabilidad cambiaria y financiera.

La política cambiaria seguirá estando orientada a preservar niveles adecuados de competitividad externa y a potenciar la acumulación de reservas internacionales. El BCRA continuará readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. El BCRA seguirá llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente de manera de preservar la estabilidad monetaria y cambiaria. En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real.

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

Apartado 5 / Intervención del BCRA en el mercado de deuda en moneda doméstica

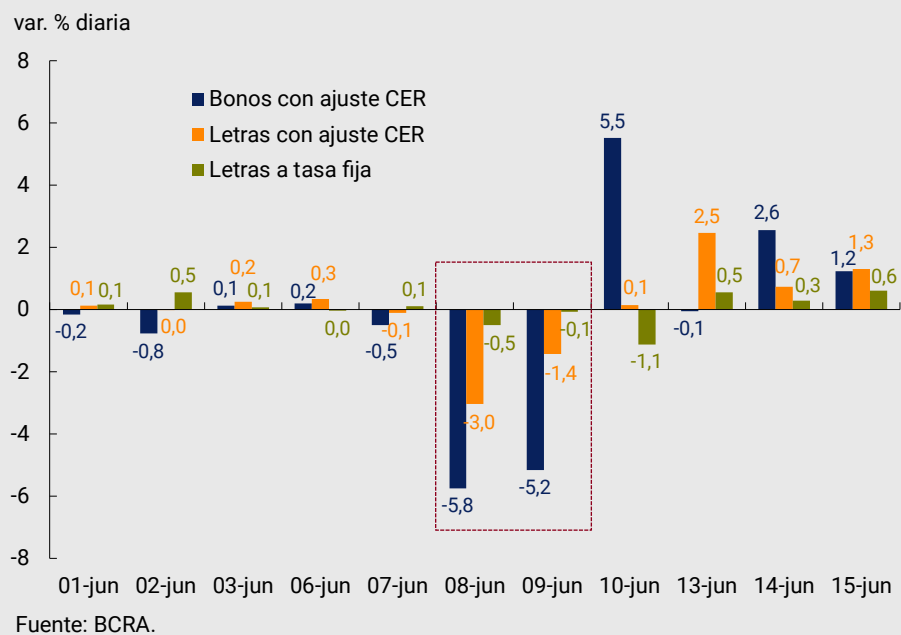
El BCRA fijó en sus objetivos y planes establecer un sendero de la tasa de interés de política monetaria de manera de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, para preservar la estabilidad monetaria y cambiaria. Con ese fin, el BCRA conduce en la actualidad su política monetaria mediante cambios en la tasa de interés de la Letra de Liquidez a 28 días (LELIQ), instrumento de referencia de la política monetaria. Asimismo, para que las entidades financieras puedan calibrar su liquidez de corto plazo tienen a disposición una ventanilla de pases pasivos y activos. También, en el entorno actual de elevados niveles de ahorro en el sistema financiero y reducida profundidad del crédito, el BCRA administra la liquidez bancaria estructural mediante la licitación periódica de sus instrumentos (LELIQ y NOTALIQ).

En el mediano plazo, el BCRA busca converger gradualmente hacia una administración de la liquidez de la economía mediante operaciones de mercado abierto (OMA) con letras del Tesoro y otros títulos de corto plazo denominados en moneda local, como sucede en otros países y en sintonía con lo expresado en el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras en el marco del vigente programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI), donde se considera dicha reforma una alternativa conveniente para reducir el costo cuasifiscal de la política monetaria. La prosecución de este objetivo requiere una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana.

Recientemente se enfrentó un escenario de elevada volatilidad en el mercado secundario de deuda en pesos, que llevó a que el rendimiento de los instrumentos del Tesoro se ubicara por fuera de sus fundamentos macroeconómicos. En este contexto, el BCRA utilizó su capacidad de intervención a través de OMAs, a los efectos de estabilizar los mercados de deuda soberana, con el fin de preservar la estabilidad financiera.

Concretamente, a principios de junio se produjo un desarme de posiciones en títulos del Gobierno Nacional, que redundó en una marcada caída en su precio. En efecto, se trató de la baja de precios más importante desde la registrada durante las Elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto de 2019. El segmento de títulos con ajuste CER fue el que mostró la mayor caída (ver Gráfico 1). Así, los bonos del Tesoro ajustables por CER registraron una contracción de 10,6% en el lapso de dos días, seguidos por las letras soberanas con ajuste CER, cuyo precio se redujo 4,4%. Por su parte, las letras de corto plazo a tasa fija verificaron una caída de menor magnitud (-0,6% acumulada entre el 8 y el 9 de junio).

Gráfico 1 | Evolución del precio de los de los títulos públicos
Variación diaria promedio ponderado por monto operado



Entre los bonos y letras con ajuste CER, se observa que las especies de menor plazo fueron las que presentaron las menores bajas y las recuperaciones más rápidas (ver Gráficos 2 y 3). En los días posteriores al 8 de junio se observó una reversión parcial de la dinámica en el precio de los títulos de deuda pública, que fue interrumpida transitoriamente a mediados de mes, para finalizar julio con valores superiores a los observados a principio de junio.

Gráfico 2 | Precio de los Bonos del Tesoro Nacional con ajuste CER

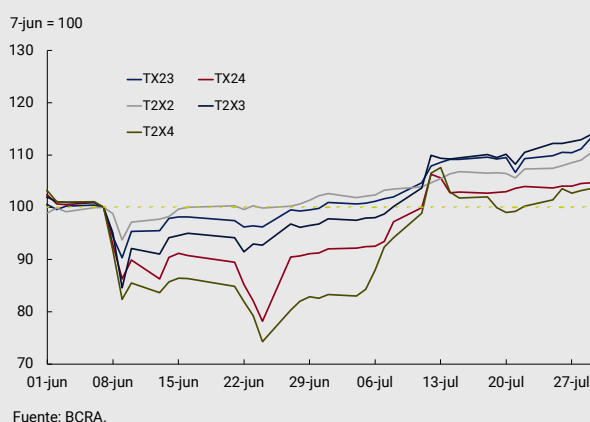
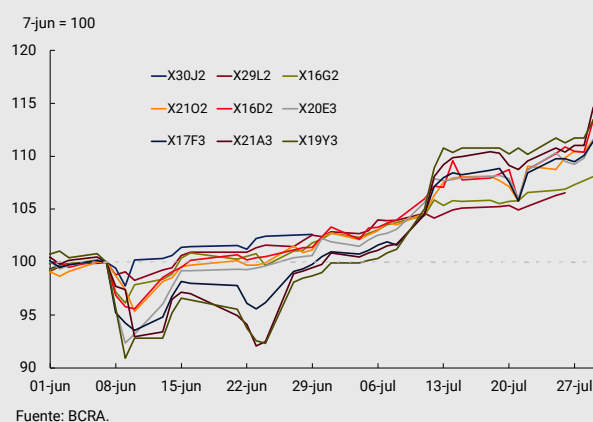
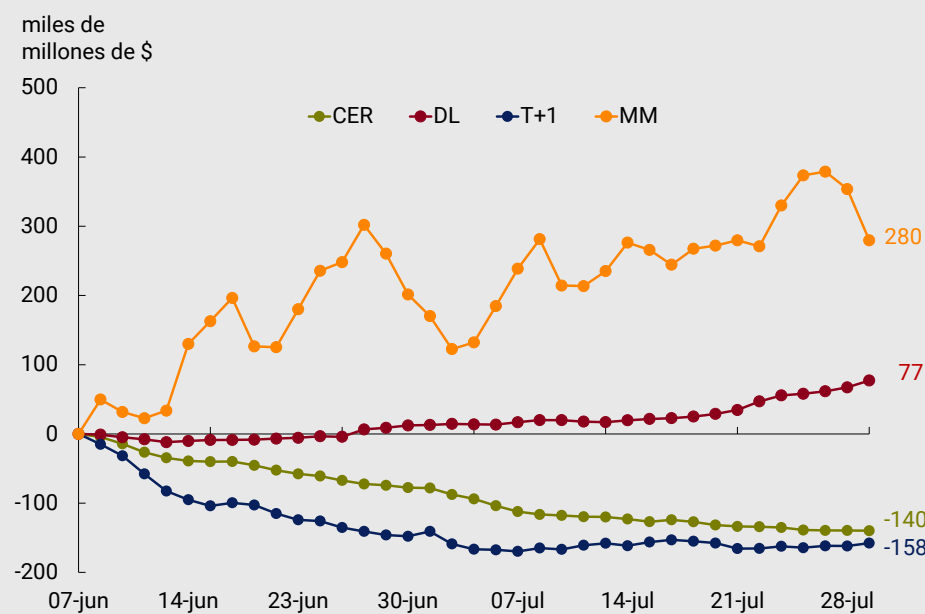


Gráfico 3 | Precio de las Letras del Tesoro Nacional con ajuste CER



La caída inicial en el precio de los instrumentos del Tesoro se vio reforzada por las decisiones de cartera de los agentes que tenían cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión de Renta Fija (FCI RF) que presionaron aún más las cotizaciones a la baja (ver Gráfico 4). Esta liquidez se canalizó mayormente en Fondos Comunes de Inversión de *Money Market* (FCI MM). A diferencia de lo ocurrido con los precios, que revirtieron rápidamente la tendencia bajista, los rescates de cuotapartes de FCI MM continuaron a lo largo de junio y durante los primeros días de julio.

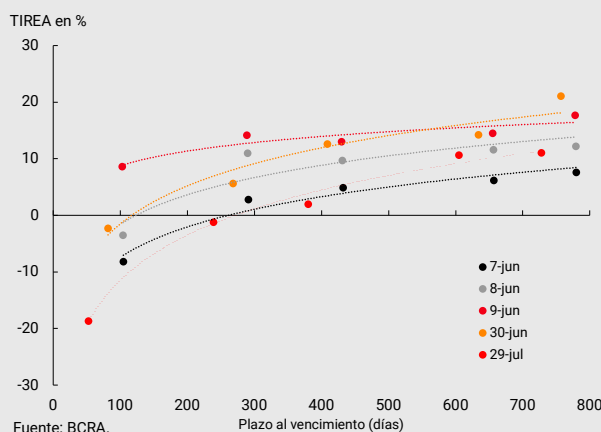
Gráfico 4 | Evolución acumulada de las suscripciones netas de rescates según tipo de FCI



Fuente: BCRA.

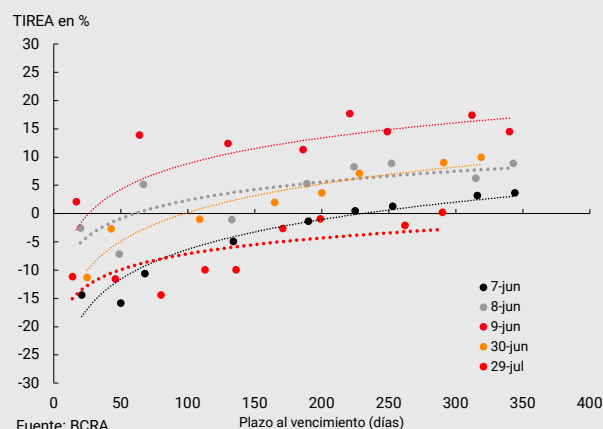
Frente a este escenario, la autoridad monetaria buscó reducir la volatilidad en los precios de los instrumentos del Tesoro, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local y garantizando que los rendimientos en el mercado secundario se mantengan en una relación razonable con los que se determinan en el marco de las licitaciones primarias del Tesoro. En este sentido, el BCRA dispuso su participación en el mercado secundario de los títulos emitidos por el Gobierno Nacional a partir de julio con plazo residual mayor a 15 días comprando a tasas similares a las de corte de las últimas subastas, más un spread máximo de 2%⁵⁷. De este modo, la autoridad monetaria logró revertir el marcado incremento en la curva de tasas de interés (ver Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5 | Curva de tasas de interés de Bonos del Tesoro Nacional con ajuste CER



Fuente: BCRA.

Gráfico 6 | Curva de tasas de interés de Letras del Tesoro Nacional con ajuste CER



Fuente: BCRA.

⁵⁷ Ver Comunicación "A" 7546.

Las compras de títulos públicos por parte del BCRA ascendieron a unos \$1.290.000 millones entre el 9 de junio y el 27 de septiembre, aunque la mayor parte se concentró fundamentalmente en el mes de junio y en los primeros días de julio. Cabe destacar que la expansión de la liquidez que generaron estas operaciones fue esterilizada, en gran medida, a través de los instrumentos de regulación monetaria que posee el BCRA.

Hacia delante el BCRA continuará monitoreando el mercado secundario de títulos públicos y la evolución de sus precios en relación con las licitaciones primarias, participando para acotar su volatilidad, en consistencia con la estructura de tasas de interés vigentes. De esta forma, apunta a evitar que el rendimiento de estos títulos se ubique por fuera de sus fundamentos macroeconómicos, lo que podría alterar los mecanismos normales de transmisión de la política monetaria.

Este accionar implica una profundización de los esfuerzos de coordinación con el Ministerio de Economía de la Nación para que la estructura de tasas de interés del BCRA presente spreads razonables con las letras del Tesoro Nacional. A estos efectos, el Directorio del Banco Central decidió incorporar como referencia para el diseño y las decisiones de la política monetaria a la tasa de interés de las Letras del Tesoro de corto plazo (actualmente las Letras a Descuento —LEDES— con plazos de vencimiento a 60-90 días). Esta decisión se inscribe como parte de la estrategia para (i) tender a una estructura de tasas de interés positivas en términos reales, tomando como referencia los principales activos financieros de la economía, (ii) fortalecer el mercado de deuda pública en pesos para que logre profundidad y liquidez y (iii) avanzar gradualmente en el uso de instrumentos del Tesoro como instrumentos de política monetaria.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASPO: Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DISPO: Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

PFE: Programa de Facilidades Extendidas

PIB: Producto Interno Bruto

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

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI