

# **Informe de Política Monetaria**

Noviembre de 2021



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# **Informe de Política Monetaria**

Noviembre de 2021

## Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de noviembre de 2021.

# Contenidos

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

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

Pág. 17 | *Apartado 1 / La suba de la inflación internacional*

**Pág. 22 | 3. Actividad Económica y Empleo**

Pág. 32 | *Apartado 2 / La vacunación como determinante clave de la evolución de la actividad económica*

**Pág. 36 | 4. Sector Externo**

Pág. 44 | *Apartado 3 / Las exportaciones de bienes a diez años del récord*

**Pág. 47 | 5. Finanzas Públicas**

Pág. 56 | *Apartado 4 / Reestructuraciones de las deudas públicas provinciales*

**Pág. 60 | 6. Precios**

Pág. 68 | *Apartado 5 / Los precios de la categoría Estacionales y su influencia sobre la volatilidad de la inflación mensual*

**Pág. 71 | 7. Política Monetaria**

Pág. 84 | *Apartado 6 / La industria de los Fondos Comunes de Inversión y su participación en el mercado de dinero*

Pág. 88 | *Apartado 7 / Desdolarización financiera. Reflexiones en base a la experiencia argentina*

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

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: [politica.monetaria@bcra.gob.ar](mailto:politica.monetaria@bcra.gob.ar)

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

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

## **Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación**

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

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

# 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El contexto internacional continúa siendo favorable para la Argentina. La economía global siguió recuperándose durante el tercer trimestre del año, aunque a un ritmo menor que en los meses previos. Los últimos pronósticos mantuvieron prácticamente sin cambios las proyecciones de crecimiento de la economía global para este año y el próximo (5,8% y 4,8%, respectivamente). Por otra parte, si bien con una reducción en el margen, los precios de las materias primas que exporta el país permanecieron en niveles elevados en términos históricos. Hacia delante, los riesgos externos están vinculados principalmente a las implicancias de la suba del precio internacional de la energía que, en un marco de expectativas inflacionarias al alza en los países avanzados, podría acelerar la reducción de los estímulos monetarios desplegados durante la crisis y ralentizar el crecimiento global. En el mismo sentido podrían repercutir eventuales rebrotes de la variante Delta o la expansión de nuevas cepas del COVID-19 que obliguen a reimponer medidas sanitarias que restrinjan la circulación.

En Argentina desde junio se observó una sistemática caída en la tasa de contagios de COVID-19, la cual alcanzó niveles mínimos en octubre. Esta mejora en la situación epidemiológica fue posible gracias al importante avance logrado en la campaña de vacunación. El menor impacto económico de la segunda ola y la rápida recuperación posterior permitieron lograr una continuidad en el proceso de reapertura y dinamización de la economía local, aunque con desempeños sectoriales aún heterogéneos. Se estima que la actividad continuará recuperándose en lo que resta del año, impulsada por las flexibilizaciones tanto de actividades como de aforos, respaldadas por una mayor cobertura de vacunación con esquemas completos de la población, y por las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. Con todo, el PIB crecería cerca de 9% en 2021, traduciéndose también en mejoras en el empleo.

En este entorno macroeconómico más dinámico, la inflación minorista de septiembre y octubre se ubicó en 3,5%, por encima del promedio mensual observado durante el tercer trimestre de 3%. La inflación núcleo, esencialmente menos volátil, también se mantuvo en un valor elevado desde julio, cercano a 3,2%. Sobre una inercia inflacionaria que se mantiene en valores altos en los últimos meses se sumaron, con mayor intensidad a la esperada, factores transitorios anticipados en versiones anteriores del IPOM. Entre ellos se destacan la incidencia de los precios internacionales, últimamente más vinculados a los precios de la energía y al costo de las manufacturas globales, la recomposición observada de los márgenes de comercialización en ciertos sectores y el reacomodamiento de precios relativos de los servicios privados ante la reapertura de actividades en el marco de la mejora en la situación epidemiológica y, en menor medida, a las actualizaciones de las paritarias salariales. Ello se dio en un contexto donde el proceso electoral imprimió mayor volatilidad a las expectativas cambiarias.

El BCRA enfrentó estas semanas de mayor volatilidad financiera, calibrando su intervención en los mercados de cambios spot y a término y adaptando la regulación cambiaria a los fines de preservar la estabilidad cambiaria. Cabe destacar que, entre enero y octubre la autoridad monetaria acumuló compras en el mercado de cambios por US\$6.421 millones, constituyendo el máximo valor desde 2012 para los primeros 10 meses del año, mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$3.430 millones en el mismo período, considerando principalmente las cancelaciones netas de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional y las operaciones de mercado abierto del BCRA. Al cierre de esta edición, contando también con el ingreso de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) por parte del FMI para mitigar los efectos de la pandemia, las reservas internacionales su ubicaban en torno a US\$42,6 mil millones y, pese

al menor dinamismo del tipo de cambio nominal de los últimos meses, el ITCRM permanecía en niveles competitivos y en torno al promedio de los últimos 24 años.

El BCRA calibra la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes, para contribuir a preservar el equilibrio monetario. Al respecto, en lo que va del año la expansión primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles sensiblemente menores a los del año previo de pandemia, reflejando valores respecto del PIB similares a los de años previos. En este sentido, en el tercer trimestre del año el crecimiento de la base monetaria fue de 8,6%, manteniendo en octubre una tasa de expansión similar a la de los tres meses previos. En términos interanuales y a precios constantes la base continuó contrayéndose, alcanzando en octubre una variación de -17,1%, lo que la ubicó en términos del PIB en registros similares a los de mediados de 2003.

En apoyo a la recuperación económica, el BCRA continuó con su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados y en el impulso al desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo el principal vehículo para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones financieras favorables. Desde su implementación, y con datos al 31 de octubre, la LFIP acumula desembolsos por un total de \$1.187.780 millones. Recientemente el BCRA dispuso prorrogar la vigencia de la LFIP hasta fines de marzo de 2022, extendiéndola a algunos sectores específicos. Con el impulso de la LFIP el saldo de crédito a las empresas de menor tamaño relativo presentó un sostenido aumento en términos reales desde principios de agosto, registrando una suba promedio mensual en el tercer trimestre de 2% y acelerándose hasta 4,9% real s.e. en octubre. Entre los préstamos vinculados al consumo, las financiaciones con tarjetas de crédito se recuperaron desde fines de septiembre, fundamentalmente por el relanzamiento de los créditos a tasa cero destinados a personas monotributistas.

En los próximos meses, se espera que a medida que vayan cediendo los factores transitorios que presionaron sobre el nivel general de precios, la inflación retome un sendero de desaceleración gradual. En este sentido, el BCRA orientará sus esfuerzos para propiciar un entorno macroeconómico con niveles de inflación menores que los observados en la actualidad, sin dañar la recuperación económica en marcha. Por su parte, la fijación temporal de precios máximos de venta al consumidor final establecida recientemente por el Gobierno Nacional, orientada a retrotraer los precios de un conjunto de productos a sus valores de principios de octubre y mantenerlos sin cambios hasta enero próximo, también contribuirá a moderar la inflación en los últimos meses del año. Con vistas al 2022, un próximo acuerdo con el FMI ayudará a mejorar las expectativas de aquellos actores que condicionan su visión acerca de la sostenibilidad del sector externo al resultado de dicha negociación, contribuyendo a contener las presiones cambiarias y las expectativas de inflación. En este sentido, 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, que se ubicarían en torno al valor medio registrado durante la década previa (2010-2019). En esta nueva etapa, es esperable que las menores necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional y el mayor protagonismo del mercado de deuda en pesos contribuyan a reducir el esfuerzo de esterilización monetaria. 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.

## 2. Contexto Internacional

Durante el tercer trimestre del año, los nuevos casos mundiales de COVID-19 siguieron aumentando hasta un pico de 4,2 millones semanales hacia fines de agosto, y desde entonces bajaron hasta 2,8 millones hacia fines de octubre. Si bien a la fecha de publicación de este informe los casos volvían a aumentar, ubicándose en 3,4 millones semanales, la letalidad es menor que en fases anteriores de la pandemia. Asimismo, la vacunación se aceleró en Latinoamérica y Asia, aunque siguen registrándose divergencias significativas entre países de ingresos altos y bajos.

La economía global siguió recuperándose durante el tercer trimestre del año, aunque a un ritmo menor, dadas la interrupción de las cadenas globales de suministros y la continuidad de la pandemia. Los últimos pronósticos mantuvieron prácticamente sin cambios las proyecciones de crecimiento de la economía global para este año y el próximo (5,8% y 4,8% en promedio, respectivamente), mientras se sigue esperando una evolución divergente entre países avanzados y en desarrollo. La inflación global se aceleró, y lo hizo de manera más marcada en los países en desarrollo. Los bancos centrales de estos últimos han reaccionado con marcadas subas de las tasas de interés, mientras que los de países avanzados comenzaron a retirar sus estímulos monetarios cuantitativos.

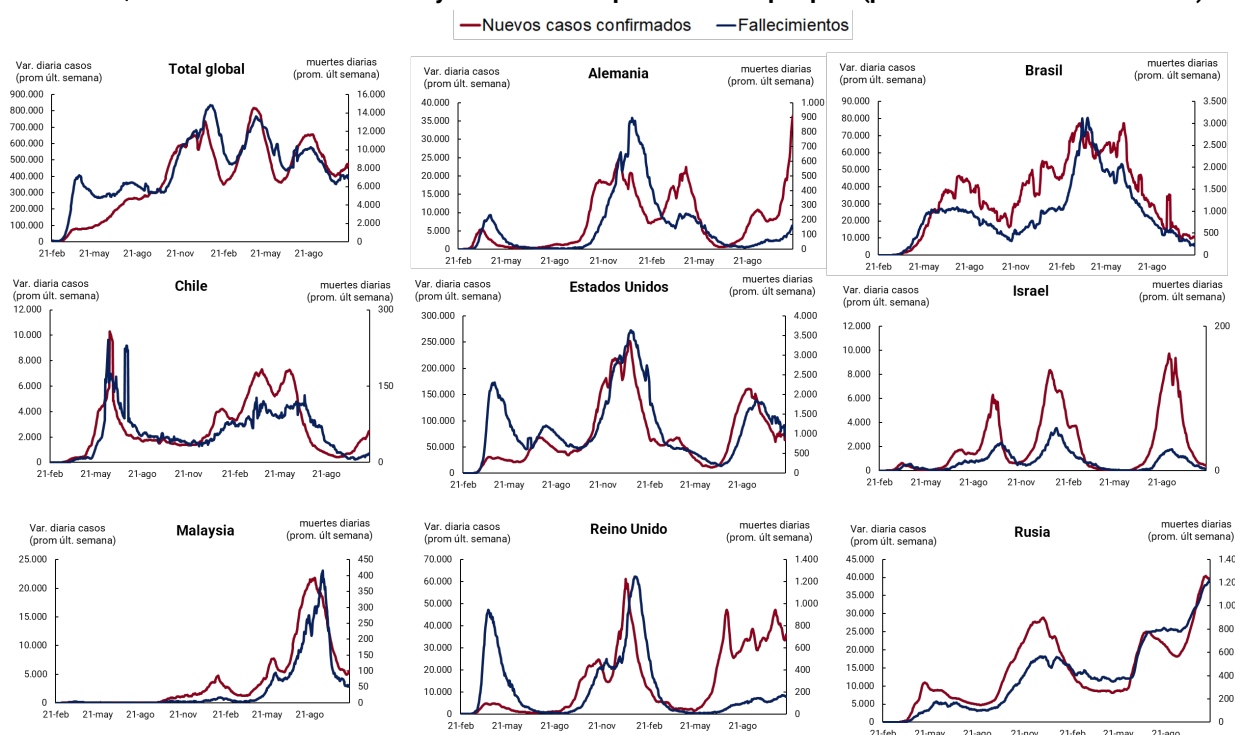
Hacia delante, la recuperación económica global sigue sujeta a una alta incertidumbre. La disparidad de las campañas de vacunación y la continuidad (o no) de las políticas de apoyo dan lugar a un escenario en que las economías en desarrollo demorarán varios años más en alcanzar los niveles de actividad anteriores a la pandemia. La respuesta de los países avanzados a la inflación podría dar lugar a condiciones financieras más duras para el resto del mundo. En sentido similar, el auge del mercado accionario y de las criptomonedas presenta el riesgo de una “corrección súbita”, con impacto potencialmente adverso sobre los flujos de capitales hacia países emergentes.

### **2.1. Los casos diarios subieron con menor letalidad que en fases anteriores y se comenzaron a aplicar dosis de refuerzo de las vacunas**

Durante el tercer trimestre del año, los nuevos casos mundiales de COVID-19 siguieron en aumento hasta un pico de 4,2 millones semanales a fin de agosto, y desde entonces bajaron hasta 2,8 millones hacia fines de octubre. Primero descendieron los casos en el sudeste de Asia, y luego en Estados Unidos. En cambio, en Europa se mantuvieron relativamente estables, y desde fines de septiembre comenzaron un marcado ascenso, particularmente en Alemania, Rusia y el Reino Unido. Sudamérica, hasta el momento, no volvió a registrar una suba fuerte en los casos, aunque en los días previos a la publicación de este informe se observaron aumentos en algunos países. A la fecha de la publicación de este informe, los casos mundiales se hallaban en 3,4 semanales y volvían a aumentar, con epicentro en Europa (ver Gráfico 2.1).

Las muertes siguieron la evolución de los casos, pero aumentaron menos que en fases anteriores: la letalidad global descendió desde 2,5% en junio (durante el pico de muertes en India) hasta 1,40%, y a mediados de noviembre se ubicaba en 1,66%.

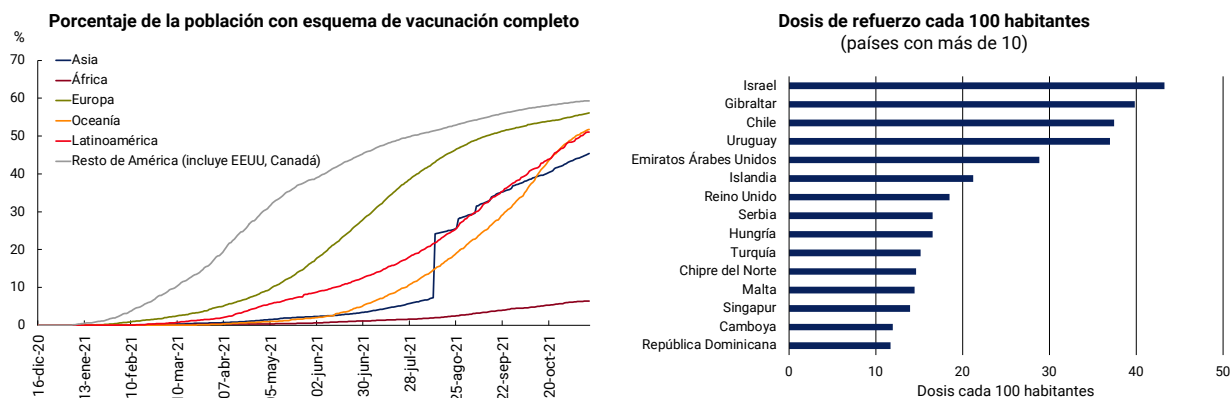
**Gráfico 2.1 | Nuevos casos confirmados y fallecimientos por COVID-19 por país (promedio móvil últimos 7 días)**



Fuente: BCRA en base a datos de OMS.

La vacunación se aceleró notablemente en Sudamérica, Oceanía y Asia, que convergen hacia los niveles de porcentaje de población con esquema completo de Europa y Norteamérica. En tanto, la vacunación en África se encuentra notablemente rezagada (ver Gráfico 2.2). Así, mientras que más del 65% de la población de los países de altos ingresos está completamente vacunada, menos del 4% completó el esquema en los de ingresos bajos. Ante la mayor contagiosidad de la variante Delta y la evidencia del desvanecimiento de la efectividad de las vacunas con el paso del tiempo, más de 50 países ya comenzaron a aplicar dosis de refuerzo. Israel ya las ha aplicado al 43% de su población, Uruguay y Chile al 37%.

**Gráfico 2.2 | Evolución de las campañas de vacunación**

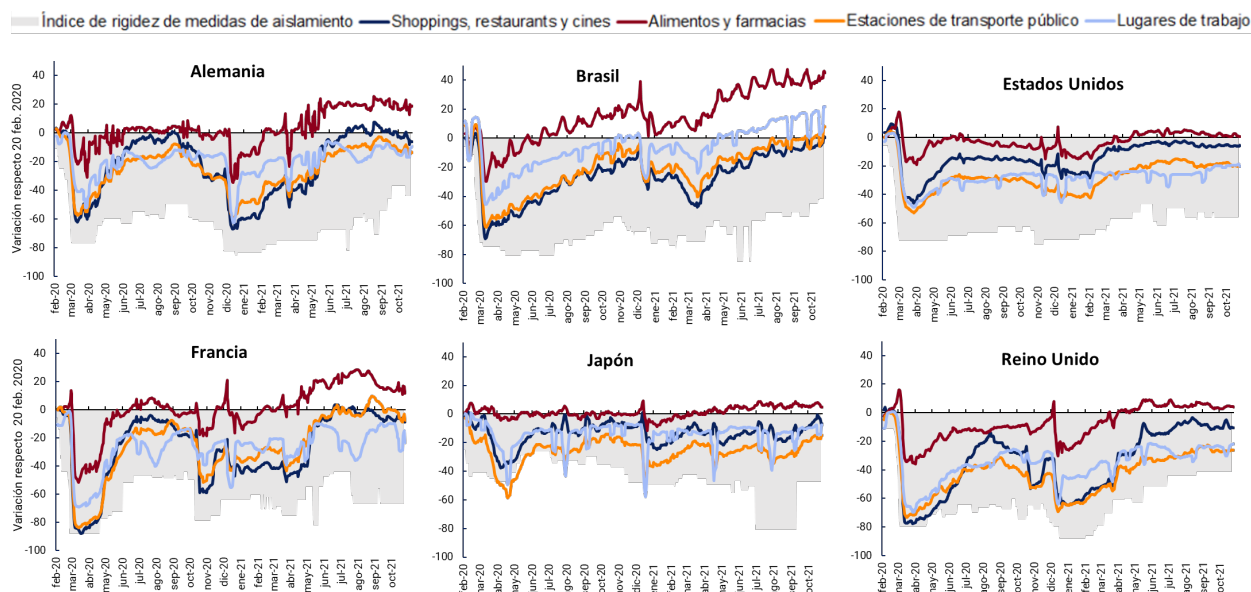


Fuente: BCRA en base a datos de Our World in Data.

En los países donde aumentaron los casos, se frenó la tendencia creciente de la movilidad que se venía observando, o incluso cayó. Algunos (como Alemania y Francia) reintrodujeron restricciones que, excepto por Japón, en general no alcanzaron los niveles del año pasado (ver Gráfico 2.3).



**Gráfico 2.3 | Variación de la movilidad (promedio móvil 7 días) e índice de rigidez de medidas de distanciamiento social (-100 = máxima rigidez) de países seleccionados**

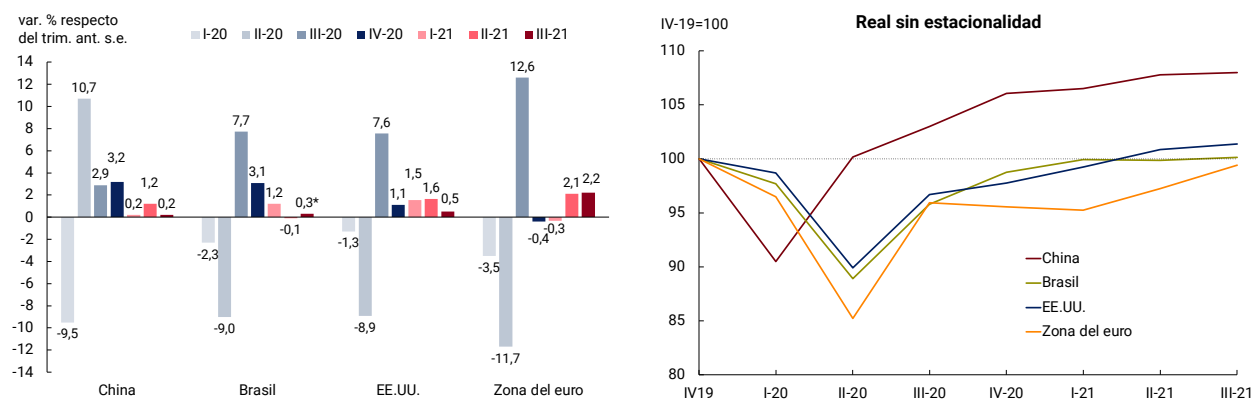


Fuente: BCRA en base a datos de Google Global Mobility Report y Blavatnik School of Government (Oxford University).

## 2.2. Prosigue la recuperación económica global, pero desacelerándose en el tercer trimestre

La economía global continuó creciendo en el tercer trimestre del año, aunque a un menor ritmo que en los trimestres previos (ver Gráfico 2.4). Ello obedeció a la interrupción de las cadenas globales de suministros y la continuidad de la pandemia en algunos países. Entre los principales socios comerciales de Argentina, se destacan las desaceleraciones en la expansión de la actividad económica en Estados Unidos y, especialmente, en China, y el bajo crecimiento de Brasil. En la zona del euro, la actividad económica volvió a incrementarse a una tasa elevada, similar a la del segundo trimestre. De esta manera, en el tercer trimestre de 2021, los niveles de actividad de los principales socios comerciales de Argentina se ubicaban por encima o en niveles cercanos a los anteriores a la pandemia (ver Gráfico 2.4).

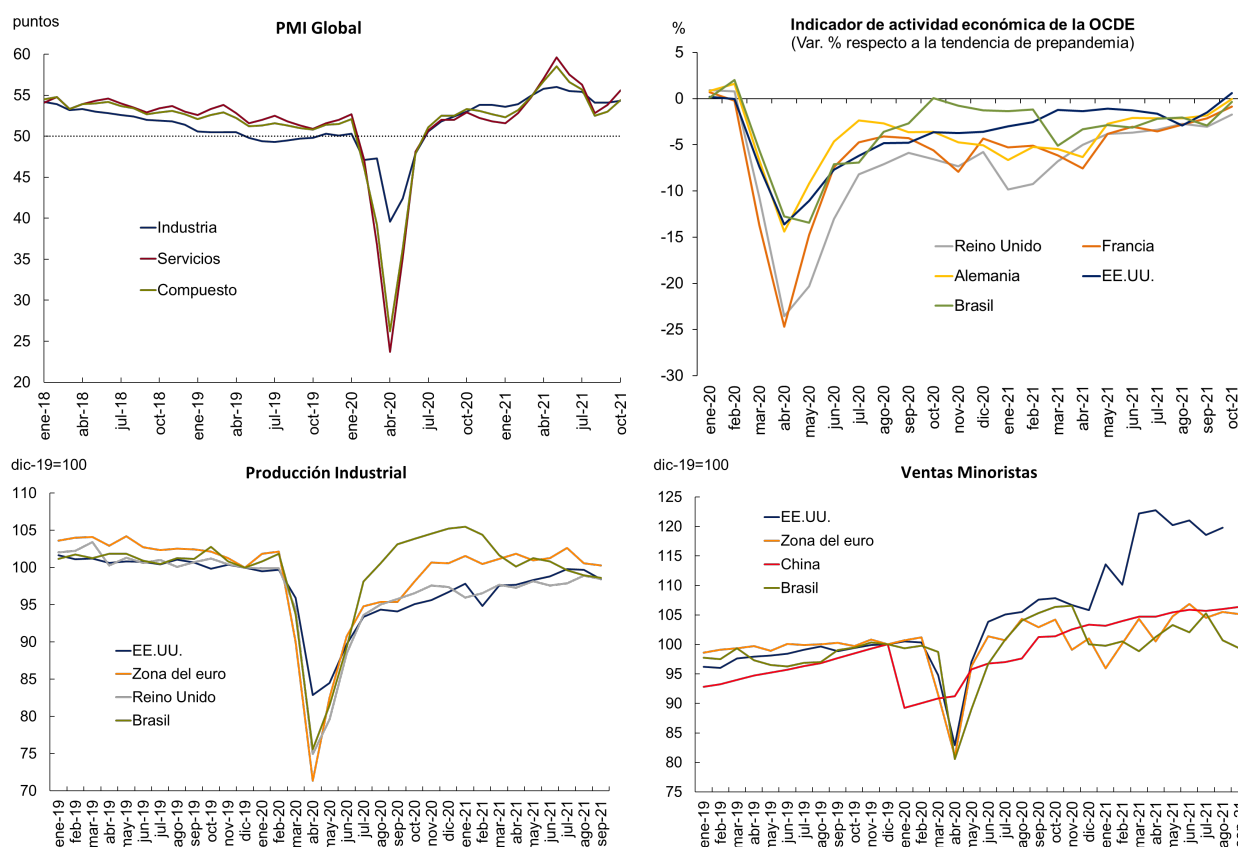
**Gráfico 2.4 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina**



Fuente: Institutos oficiales de estadísticas. Brasil: el dato del tercer trimestre de 2021 corresponde al consenso de pronósticos de *Tranding Economics*.

Los datos de alta frecuencia reflejan también un menor crecimiento de la economía global en el tercer trimestre del año. El indicador de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global muestra una tendencia decreciente desde el máximo de 15 años registrado en mayo, con una caída más marcada del sector de servicios, aunque continuó en terreno expansivo (por encima de 50)<sup>1</sup>. Por otra parte, los indicadores de producción industrial se estancaron en el tercer trimestre, debido principalmente a los “cuellos de botella” globales en materias primas, semiconductores y transporte marítimo; mientras que las ventas minoristas evidenciaron una menor tasa de crecimiento que trimestres previos (ver Gráfico 2.5). Entre septiembre y octubre se aprecia una recuperación del PMI en Estados Unidos y China. El indicador de actividad económica de la OCDE también muestra un mejor desempeño en octubre en Estados Unidos, los principales países de la zona del euro y Brasil (ver Gráfico 2.5)<sup>2</sup>.

**Gráfico 2.5 | Indicadores de actividad**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis y OCDE.

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

2 El indicador semanal de actividad económica de la OCDE (*OECD Weekly Tracker of Economic Activity*) proporciona un indicador de alta frecuencia y en tiempo real del crecimiento del PIB utilizando datos de Google Trends (búsquedas relacionadas con el consumo, los mercados laborales, la compra de viviendas, las ventas minoristas, la actividad industrial y la incertidumbre económica) para 46 países de la OCDE y del G20. El indicador representa el cambio porcentual en los niveles semanales del PIB con respecto a la tendencia de crecimiento estimada antes de la pandemia (en las Perspectivas Económicas de la OCDE de noviembre de 2019).

Los últimos pronósticos mantuvieron prácticamente sin cambios las proyecciones de crecimiento de la economía global para este año y el próximo (ver Cuadro 2.1). El Fondo Monetario Internacional bajó levemente la previsión de crecimiento para 2021 de 6% a 5,9% y mantuvo en 4,9% la de 2022. La corrección a la baja de este año se concentró en las economías avanzadas (de 5,6% a 5,2%), particularmente en Estados Unidos (de 7,0% a 6,0%) ante el impacto de los cuellos de botella de algunos insumos y una moderación del consumo en el tercer trimestre. La previsión de crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo mejoró levemente (de 6,3% a 6,4%), basada en parte en el desempeño reciente de los precios de materias primas. Otras fuentes de pronósticos, como los de OCDE (economía global y China), la Reserva Federal (Estados Unidos) y el Banco Central Europeo (zona del euro) muestran un panorama similar para 2021 y 2022 (ver Cuadro 2.1). En tanto, el crecimiento esperado de Brasil para el próximo año se redujo significativamente (de 2,0% a 1,5%, para el promedio de pronósticos), ante la expectativa de una política monetaria más contractiva para lidiar con la inflación y la mayor incertidumbre fiscal vinculada a la flexibilización de la regla de gasto público y al año electoral.

**Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas**

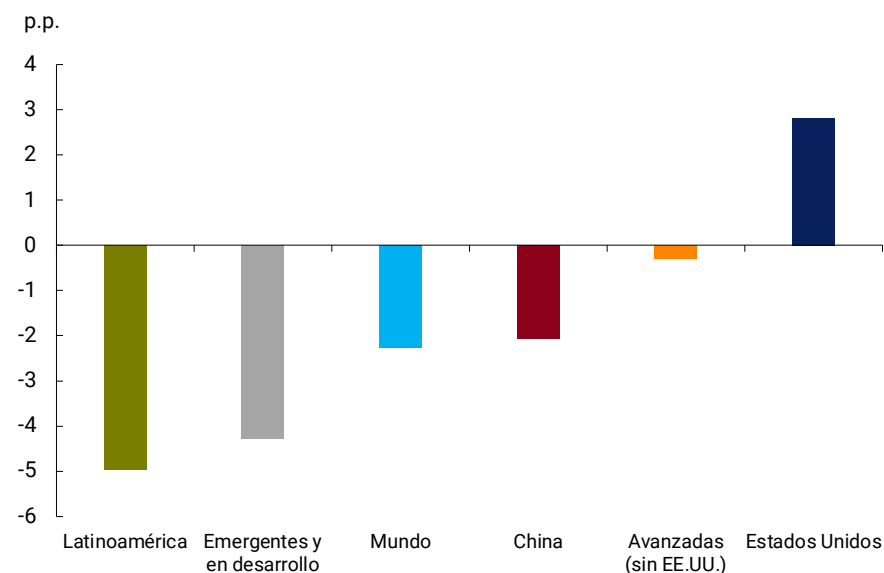
	2019 (FMI)	2020 (FMI)	FMI				Otras fuentes			
			Proyecciones octubre 2021	2022	Diferencia con proy. julio 2021	2022	Proyecciones septiembre 2021	2022	Diferencia con proy. previa	2022
<b>PIB Mundial</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2 <sup>(2)</sup></b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>				
Estados Unidos	2,2	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3	5,9	3,8	-1,1	0,5 <sup>(3)</sup>
Zona del euro	1,3	-6,3	5,0	4,3	0,4	0,0	5,0	4,6	0,4	-0,1 <sup>(3)</sup>
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>3,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>				
China	6,0	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1	8,5	5,7	0,0	-0,1 <sup>(2)</sup>
América Latina y el Caribe	0,2	-7,0	6,3	3,0	0,5	-0,2				
Brasil	1,4	-4,1	5,2	1,5	-0,1	-0,4	5,0	1,5 <sup>(1)</sup>	0,0	-0,6 <sup>(3)</sup>

Fuente: FMI (WEO) y otras fuentes: OCDE (mundo y China), ECB (zona del euro), Fed (Estados Unidos), Bacen - Encuesta Focus (Brasil). (1) Corresponde a octubre 2021. (2) Corresponde a mayo de 2021. (3) Corresponde a junio de 2021.

Para el mediano plazo, se mantienen las perspectivas de una recuperación divergente entre economías avanzadas y países emergentes y en desarrollo ante las diferencias en el acceso a las vacunas y en el espacio de política para la implementación de medidas de estímulo. Considerando las previsiones de crecimiento hasta 2024 del FMI, la actividad económica en las economías avanzadas superaría la trayectoria pronosticada antes de la pandemia en 0,9 p.p. mientras que la de las economías emergentes y en desarrollo se mantendría 4,3 p.p. por debajo de la tendencia previa a la pandemia (ver Gráfico 2.6).

### Gráfico 2.6 | Evolución del PIB respecto de las tendencias prepandemia

Pérdida del PIB en 2024 con respecto a las tendencias de prepandemia

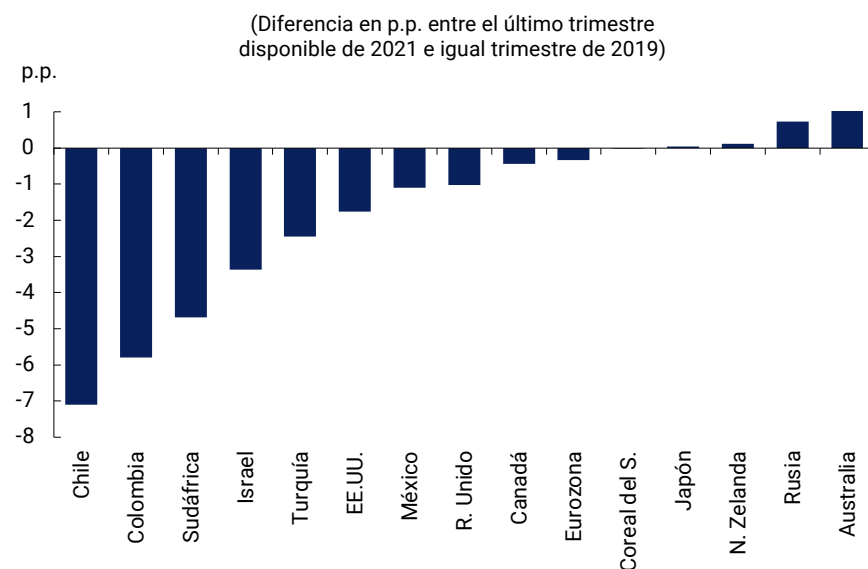


Fuente: FMI, WEO de octubre 2021.

El mercado laboral continúa evidenciando un menor dinamismo en la mayoría de las economías de mundo. Las tasas de empleo se han incrementado desde el punto mínimo del segundo y tercer trimestre de 2020 pero, en general, se mantienen por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia, incluso en países donde el nivel de actividad ha regresado o estaría cerca de alcanzar dichos niveles (ver Gráfico 2.7). Este fenómeno se presenta con mayor fuerza aún en los países en desarrollo. Y está afectando en mayor medida a las y los trabajadores poco calificados, a las personas jóvenes y a las mujeres, lo que deriva en una desigualdad creciente y dificulta la reversión del aumento de la pobreza generado por la pandemia. El FMI estima que alrededor de 65 a 75 millones de personas más se encontrarán en pobreza extrema en 2021 en comparación con las proyecciones previas a la pandemia.

### Gráfico 2.7 | Tasa de empleo de países seleccionados

% de la población en edad de trabajar



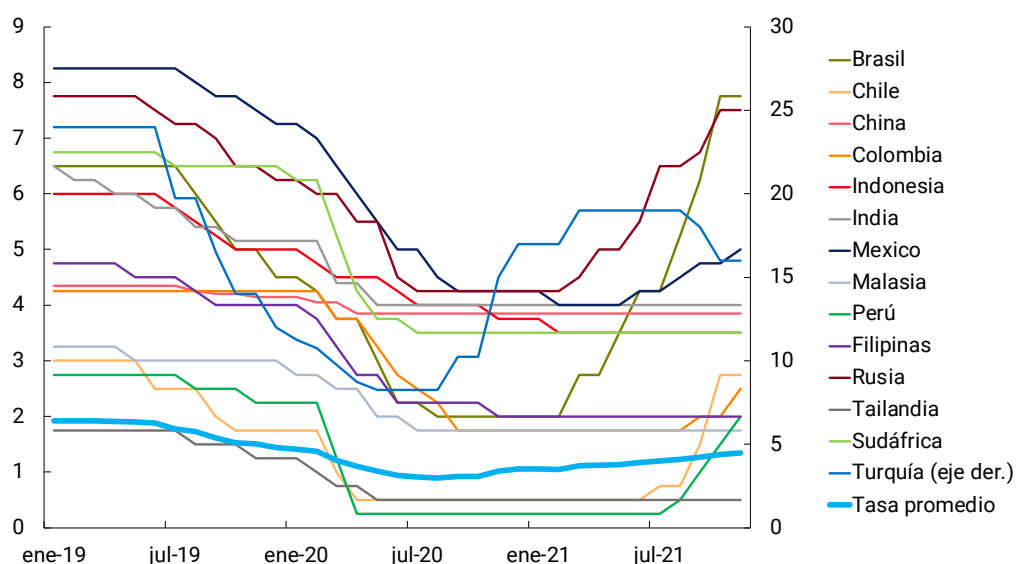
Junio 2021, salvo Canadá, Corea del Sur y Estados Unidos (septiembre 2021) y Turquía (diciembre 2020).

Fuente: OCDE.

### 2.3. Los bancos centrales empezaron a reducir el estímulo frente a una inflación creciente

Los bancos centrales de países emergentes continuaron tomando medidas de política monetaria con sesgo contractivo. En tanto, los bancos centrales de países desarrollados han mantenido en buena medida las medidas monetarias expansivas, pero han empezado a retirar parte del estímulo cuantitativo; ello genera el riesgo de derrames negativos sobre los países en desarrollo.

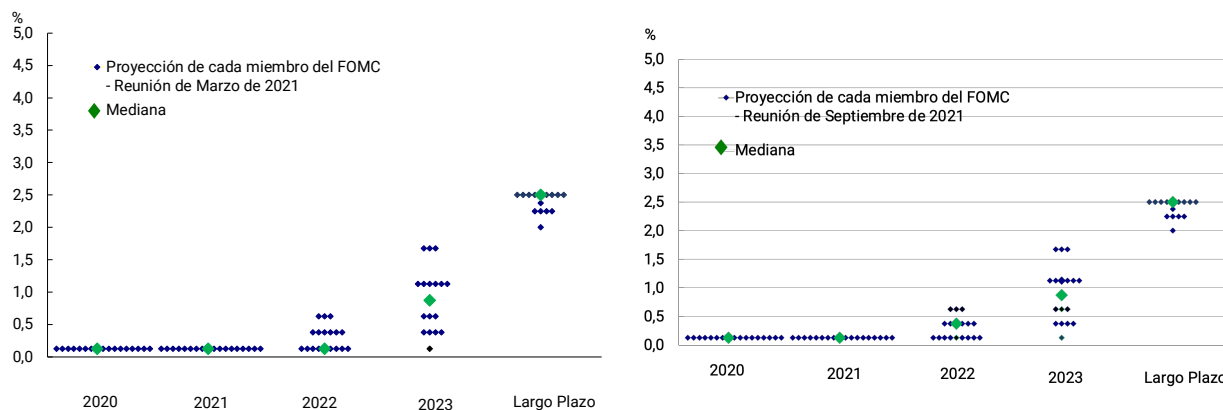
**Gráfico 2.8 | Tasas de política monetaria en países emergentes**



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

El promedio de la tasa de interés de los países emergentes relevados pasó de 3% en octubre de 2020 a 4,5% un año después (ver Gráfico 2.8). En algunos casos, las medidas contractivas se aceleraron. En su reunión de octubre pasado, el Banco Central de Chile decidió el mayor incremento de su tasa de interés de política monetaria de las últimas dos décadas (+1,25 p.p.). Análogamente, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil aumentó el objetivo sobre la tasa SELIC en 1,5 p.p. a fines de octubre; se trató también de un aumento récord en más de dos décadas, y 50 p.b. por encima de lo previsto en encuestas de mercado.

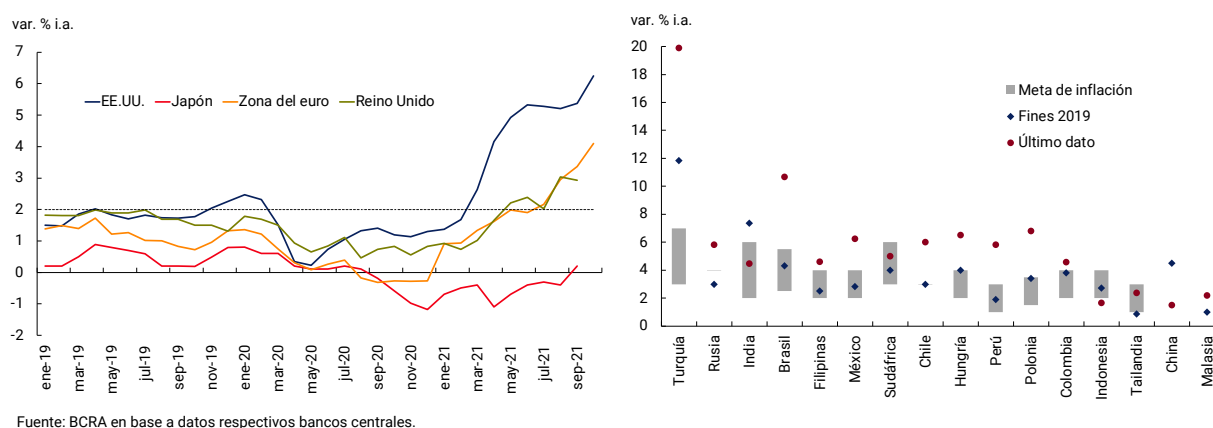
**Gráfico 2.9 | Proyección de la evolución de las tasas de interés de los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Fed**



Fuente: BCRA en base a datos de la Fed.

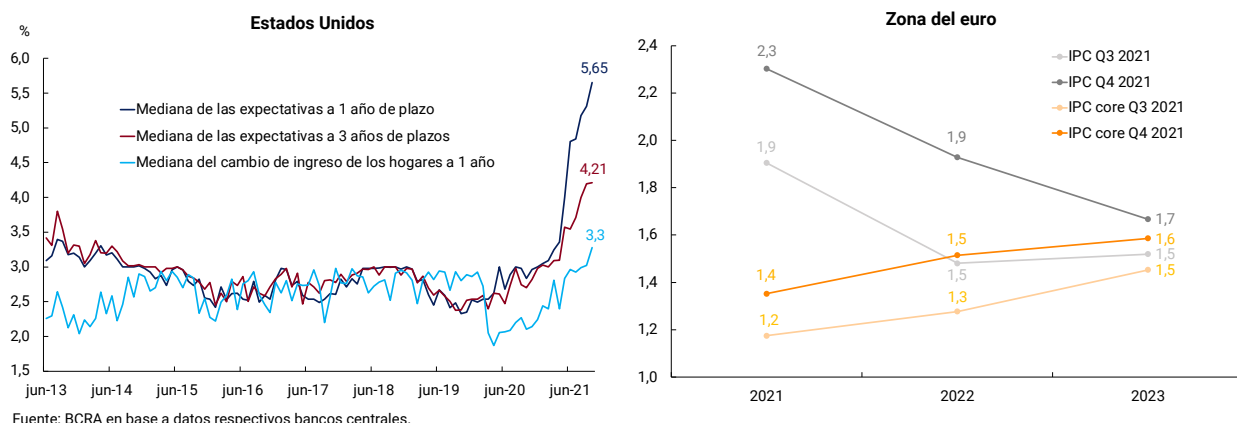
En cambio, para los países desarrollados en igual período la tasa de interés de política se mantuvo sin modificaciones. Los bancos centrales de EE.UU., Australia y Canadá han comenzado a retirar las políticas monetarias no convencionales, reduciendo a cero las compras netas de activos a fines de octubre en el último caso. Este sesgo contractivo podría generalizarse a la mayoría de los bancos centrales de países desarrollados en los próximos meses. Es así que la Reserva Federal (Fed) dio claras señales de que antes de fin de año anunciaría la reducción de su programa de compra de activos. A su vez, también adelantaría el primer incremento del objetivo sobre la tasa de interés de fondos federales. Esto surge de las proyecciones que realizan los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Fed (ver Gráfico 2.9). Adicionalmente, el Banco de Inglaterra podría aumentar antes de lo previsto la *bank rate*, inclusive quizás a fines de 2021. En cambio, el Banco Central Europeo mantendría su política expansiva sin grandes cambios.

**Gráfico 2.10 | Inflación en distintos grupos de economías**



Los cambios de la política monetaria global responden a una inflación creciente. La misma se explica a partir de descalces de oferta, el efecto base de comparación, el aumento del precio de las materias primas, principalmente las energéticas; todo ello en un contexto de medidas de apoyo monetario tomadas desde marzo del año pasado (ver Apartado 1). En las economías emergentes, el impacto de los mayores precios de materias primas fue potenciado por la depreciación cambiaria; esto es a la inversa de lo que ocurría durante el auge de las materias primas (2003-2008), cuando sus mayores precios se compensaban con apreciaciones cambiarias. Los bancos centrales de países emergentes han respondido más rápido ante una aceleración mayor de la inflación (ver Gráfico 2.10 y el Gráfico 2 del apartado 1), y al riesgo de que las expectativas de precios se desanclen. En tanto, las expectativas de inflación de los países desarrollados han aumentado, pero se mantienen en la mayoría de los casos ancladas en el mediano plazo. En Estados Unidos los indicadores de inflación esperada por el mercado muestran un leve aumento en el margen, pero se observa un mayor repunte de la inflación esperada en encuestas a consumidores. La inflación esperada en la Zona del euro se encuentra anclada (ver Gráfico 2.11).

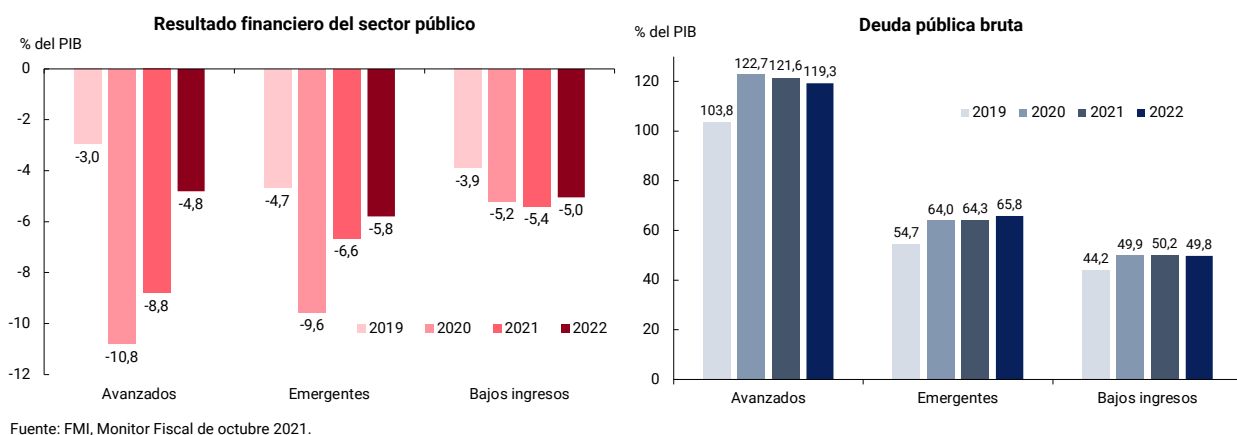
**Gráfico 2.11 | Expectativas de inflación en Estados Unidos y la Zona del euro**



En muchas economías avanzadas, la política fiscal siguió siendo expansiva y se está orientando hacia gastos más vinculados con infraestructura, acumulación del capital humano, cambio climático y transformación digital. El Plan de Empleo y del Plan de Familias en Estados Unidos y el plan "Nueva Generación" en la Unión Europea son los ejemplos más relevantes. Por el contrario, en las economías emergentes y en desarrollo el impulso fiscal se ve más limitado ante los desafíos de financiar grandes déficits, dado el menor acceso al mercado y el escaso margen para recaudar impuestos en el corto plazo.

Según las estimaciones del FMI, la mayoría de los países registrarían en el año déficits de sus cuentas públicas menores a los de 2020, tendencia que continuaría en 2022. Para este año, los mayores desequilibrios se registrarían en los países avanzados, que cerrarían el año con un déficit fiscal promedio de 8,8% del PIB, mientras que las economías emergentes y las de menores ingresos terminarían con desequilibrios de -6,6% del PIB y -5,4% del PIB, respectivamente (ver Gráfico 2.12). Esta dinámica fiscal, junto con la recuperación prevista para la actividad económica, llevaría a una moderación en la evolución de los ratios de deuda a PIB a nivel global durante este año y 2022, incluso con leves caídas en los países avanzados (ver Gráfico 2.12).

**Gráfico 2.12 | Resultado financiero y deuda pública**

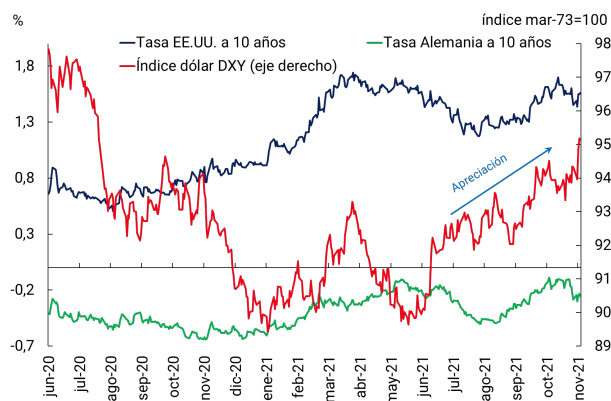


## 2.4. Mercados: subas en las tasas de interés globales y continúan los aumentos bursátiles

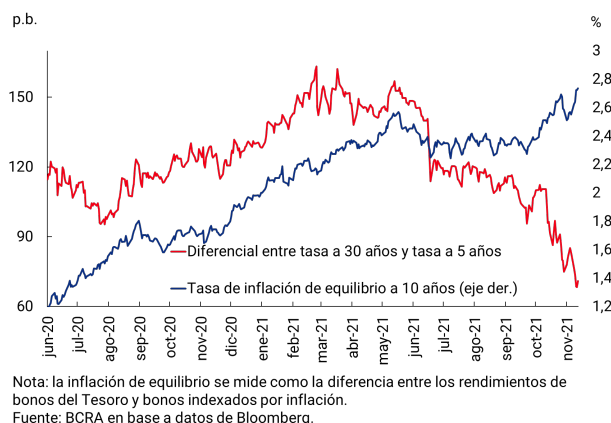
Desde el cierre del IPOM anterior hubo un endurecimiento en el margen de las condiciones financieras para países emergentes. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de países avanzados continuaron subiendo desde agosto. En los Estados Unidos, la expectativa de una más pronta suba en la tasa de política monetaria ante la mayor inflación esperada (ver Gráfico 2.13) impulsó a las tasas más cortas. La tasa a 10 años, que llegó a un pico de 1,70% en mayo, para luego caer hasta un mínimo de 1,20% a principios de agosto, continuó subiendo y se ubica en 1,56%, con un alza de 32 p.b. desde el cierre del IPOM anterior. Por el momento, no son movimientos bruscos ni de magnitud que puedan generar turbulencias, especialmente en los países emergentes. A pesar de la suba de la tasa a 10 años, la tasa a 30 años apenas subió en los últimos tres meses, por lo que la curva de rendimientos se ha aplanado (ver gráfico 2.13), un indicio de que los mercados están esperando una desaceleración del crecimiento global. Este fenómeno de suba de tasa a 10 años y aplanamiento en las curvas de rendimientos también se está observando en Europa y Gran Bretaña (ver Gráfico 2.13). En tanto, el dólar estadounidense, que llegó a un mínimo a fines de mayo, continuó apreciándose contra una canasta de monedas.

Gráfico 2.13 |

Rendimiento de los títulos públicos en Estados Unidos e índice dólar



Diferencial de tasas y tasa de inflación

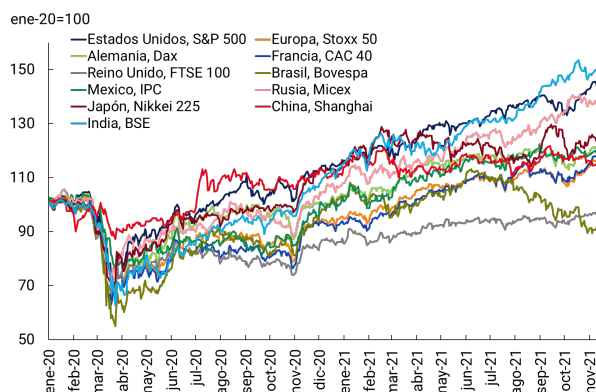


Si bien las cotizaciones de los bonos pueden sugerir un menor crecimiento esperado, las acciones globales siguen en valores elevados (ver Gráfico 2.14). El S&P500 está 6% arriba del cierre del IPOM anterior y con un alza de 25% en el año. Las acciones europeas, medidas por el índice Stoxx 50 también subieron 6% desde el cierre del IPOM anterior y acumulan una ganancia de 23% en el año. Esta dinámica continúa presentando el riesgo de una corrección súbita de los mercados de acciones.



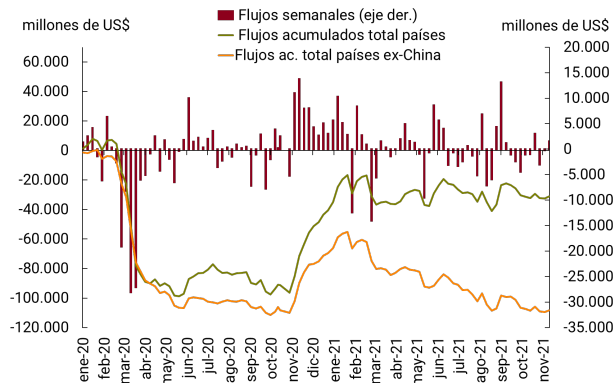
## Gráfico 2.14 |

### Rendimientos índices bursátiles



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

### Flujos de capitales a países emergentes desde inicios de la pandemia



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

En septiembre hubo algunos días de turbulencias en los mercados de acciones ante el temor de cual podría ser el impacto global de los problemas para enfrentar los vencimientos de deuda por parte de Evergrande y otros desarrolladores inmobiliarios chinos; aunque se fue diluyendo el temor de contagio financiero, se estima que el impacto en el sector real puede ser considerable. Los mercados de cryptoactivos continuaron con euforia y elevada volatilidad. La capitalización de mercado se triplicó en 2021 a un máximo histórico de US\$2.6 billones actuales, aunque pasando antes por un máximo de US\$2,4 billones en mayo para caer a US\$1,2 billones en julio, lo que muestra la elevada volatilidad.

Los flujos de capitales hacia países emergentes no tuvieron grandes cambios en los últimos meses, acumulando una entrada neta de US\$9,9 mil millones desde el IPOM anterior y un número similar desde comienzos de año (ver Gráfico 2.14). De todas maneras, hay que remarcar que gran parte de ellos se dirigieron a China y son negativos hacia el resto de los países. Desde el inicio de la pandemia, los países emergentes (excluyendo China) acumulan salidas de capitales por US\$31 mil millones, mientras que China registra influjos por US\$77 mil millones. Finalmente, los precios de materias primas no mostraron mayores movimientos (caída de 2% desde el cierre del IPOM anterior de acuerdo al IPMP del BCRA), a excepción del precio del petróleo que subió un 25% en el mismo período.

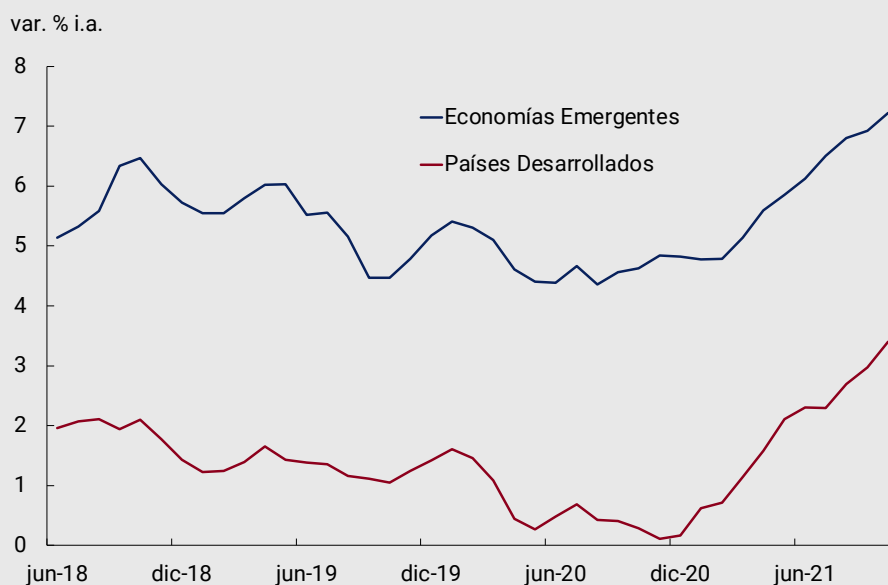
## 2.5. En resumen

La economía global se recupera, pero de manera dispar entre países avanzados y en desarrollo, y con una inflación creciente. Por una parte, ello reduce el espacio de política monetaria y fiscal con que cuentan estos últimos países para continuar dando impulso a la recuperación. Por otra, la reacción de política monetaria de los países avanzados podría “derramar” negativamente sobre el resto del mundo a través de condiciones financieras menos favorables: mayores tasas de interés, apreciación global del dólar y su eventual impacto sobre los flujos de capitales y los precios de las materias primas. Los mercados financieros entrañan riesgos adicionales: un colapso en los precios de los cryptoactivos, que podría tener ramificaciones desconocidas en este momento; un posible contagio de la crisis inmobiliaria en China a otros activos. El balance de riesgos de la economía global puede resumirse así: crecimiento esperado positivo, pero con riesgos bajistas; inflación esperada estable o reduciéndose, pero con riesgos al alza.

## Apartado 1 / La suba de la inflación internacional

El avance en el proceso de vacunación contra el COVID-19 a nivel global posibilitó un levantamiento progresivo de las restricciones sanitarias y un marcado incremento en la movilidad de las personas, retomando, paulatinamente, los valores que se registraban previamente a la pandemia (ver Capítulo 2. Contexto Internacional Sección 2.3). Ello propició la recuperación de la actividad económica, aunque también trajo aparejada una mayor inflación: en muchos casos, a niveles que no se habían visto en décadas, dinámica que se verificó tanto en países desarrollados como en emergentes (ver Gráfico 1). Ella se debe a descalces de oferta, al efecto base de comparación, al aumento del precio de las materias primas, principalmente las energéticas; todo ello en el contexto de medidas de apoyo monetario tomadas desde marzo del año pasado. En el caso de las economías emergentes, el impacto de los mayores precios de materias primas fue potenciado por la depreciación cambiaria.

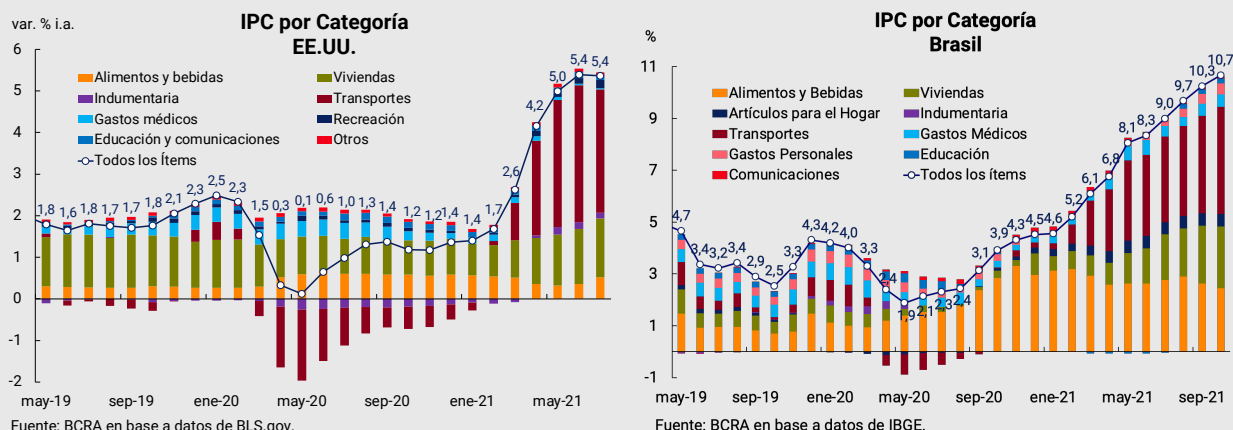
**Gráfico 1 | Inflación global, 2018-2021**



Fuente: BCRA en base a datos de FRED.

Los precios de alimentos y energía dan cuenta de buena parte de la mayor inflación. En el caso de los países desarrollados, tomando como ejemplo a los EE.UU. el mayor precio de la energía se traduce tanto en un mayor costo de transporte como en el de la vivienda, rubros que explican 2,9 p.p. y 1,9 p.p. del alza interanual registrada en octubre de 2021, respectivamente. En el caso del transporte también es importante la contribución del mayor precio de los automóviles y en el de la vivienda, la dinámica de los alquileres. Los alimentos, por su parte, aportan una contribución de 0,6 p.p. a los 5,4 p.p. que crece el índice general. En el caso de los mercados emergentes, a estos factores se suman las depreciaciones cambiarias de 2020 y los mayores precios del resto de las materias primas: donde como ejemplo en Brasil, de la inflación de octubre de 10,7% i.a. transporte explica 4 p.p., alimentos y bebidas 2,7 p.p. y vivienda 2,2 p.p. (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Inflación en EE.UU. y en Brasil , 2019-2021**

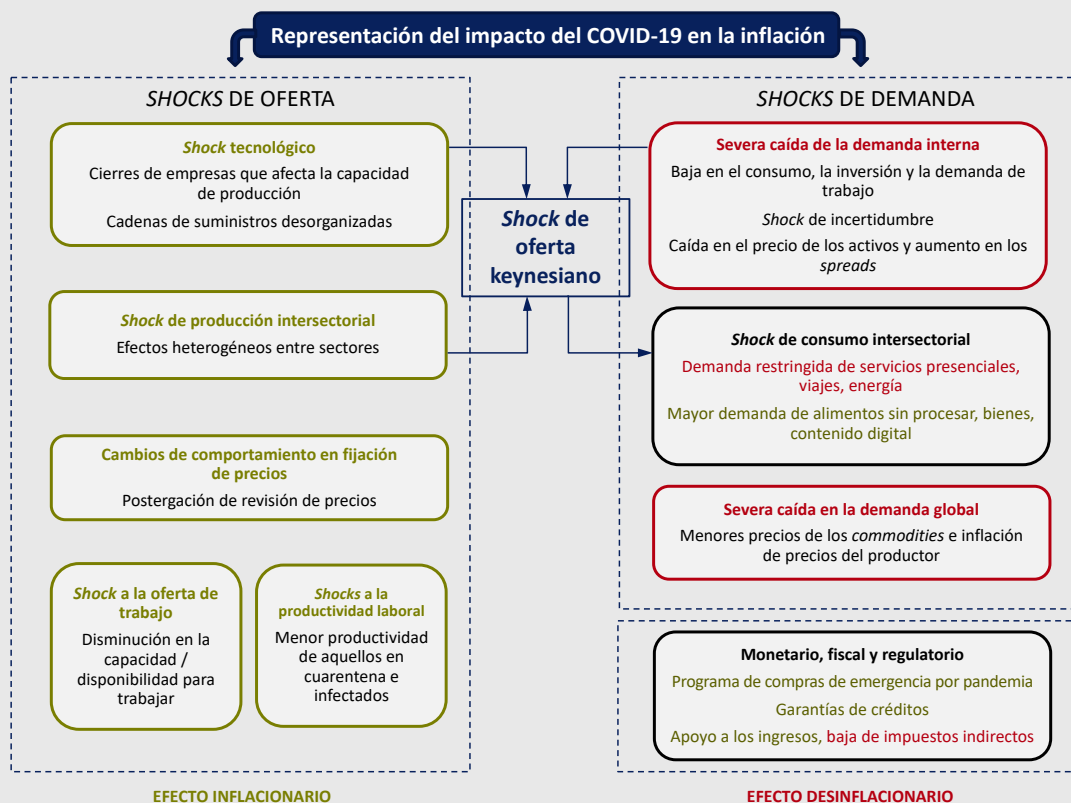


La pandemia y las medidas sanitarias implementadas implicaron un cambio profundo en el comportamiento, en la forma de trabajar y organizar la producción, y en los hábitos de consumo —ver Anayi et al. (2021)—. Algunos de estos cambios parecen haber sido transitorios y estar revirtiéndose rápidamente, mientras que otros tendrán más largo alcance. Para identificar correctamente las presiones inflacionarias, es útil distinguir los shocks de demanda de los shocks de oferta y cuan transitorios o permanentes se espera que estos sean.

### Factores permanentes o transitorios detrás de la reciente suba inflacionaria global

El episodio de la pandemia de COVID-19 difiere dramáticamente de un shock habitual ya que abarca diversos y complejos canales de oferta y demanda interrelacionados y respuestas de política económica —ver Bobeica et al. (2021)—. Inicialmente, se manifestó como shocks de oferta, relacionados con las medidas de distanciamiento social y los cierres de empresas y, simultáneamente, una serie de shocks de demanda, debido a la mayor incertidumbre y los riesgos de infección. Pero esta distinción entre los efectos de la oferta y la demanda se volvió menos clara a medida que los consumidores se fueron adaptando y los cambios en la oferta desencadenaron efectos de demanda, y los cambios en la demanda probablemente desencadenaron fricciones por el lado de la oferta en algunos bienes. Y a esto se le sumaron las respuestas de política sin precedentes (ver Esquema 1).

## Esquema 1 | El impacto del COVID-19 en la inflación



Fuente: Bobeica et al. (2021).

A medida que las restricciones sanitarias se fueron levantando la actividad económica se recuperó, pero aparecieron presiones inflacionarias en algunos sectores, originadas por las distintas velocidades en las que se fueron revirtiendo los shocks de oferta y los de demanda. Los shocks de demanda resultaron naturalmente más rápidos de revertir, lo que se potenció por el hecho de que muchos agentes acumulaban consumos postergados durante la cuarentena, particularmente en países avanzados donde hubo aumentos de las tasas de ahorro a niveles récord históricos, en un contexto en el que las medidas de apoyo de los gobiernos sostuvieron los ingresos de los hogares. Mientras que el reaprovisionamiento de insumos, la recontratación de trabajadores y la logística necesaria para el transporte de insumos y productos hicieron que fuera más lenta y complicada la reversión de los shocks de oferta. Estos problemas se agravaron en el caso de aquellas actividades realizadas mediante complejas cadenas globales. Por ello, se generaron cuellos de botella en numerosos sectores que impulsaron los precios al alza.

Un ejemplo notorio es el importante aumento del precio de los autos usados en los EE.UU. Con la pandemia, aumentó la demanda de computadoras portátiles y otros aparatos electrónicos de consumo que utilizan microprocesadores. Con la vuelta a la normalidad se observó un importante aumento en la demanda de automóviles, que había estado deprimida durante la pandemia, y dada la limitada oferta de dichos insumos, esto generó un cuello de botella. De este modo se produjo una fuerte reducción de inventarios y largas demoras en las entregas de nuevas unidades, y alza de precios, que fue especialmente acentuada en el mercado de autos usados. Los vehículos usados registraron un aumento de precios de 24,4% i.a. en septiembre de 2021 (y alcanzaron un pico de 45% en junio), mientras que las unidades nuevas, acumularon un alza de 8,7% i.a.

En el caso de los costos de vivienda, parecería ser un fenómeno algo más persistente, en particular en los EE.UU., donde, la mediana del precio de las viviendas vendidas subió 20% i.a. en julio, aunque esto no se traslada directamente al IPC ya que en este último se incluye el costo de los alquileres y el costo de vivienda que se le imputa a quienes son propietarios. Durante la cuarentena, los precios de los alquileres estuvieron deprimidos, dado que muchas de las familias que debieron permanecer en sus casas sin poder trabajar consiguieron negociar alquileres más bajos, situación que estuvo reforzada por la moratoria de desalojos que el gobierno de los EE.UU. dispuso durante 2020. Una vez que el plazo de esta moratoria venció, y los inquilinos debieron renegociar contratos, los precios se dispararon. También hay motivos para pensar que las presiones al alza en estos precios puedan resultar más duraderas. Por un lado, los dueños de las propiedades en alquiler trasladan los mayores precios de sus propiedades a los precios de los alquileres que cobran gradualmente y con cierto rezago, y por otro lado, los contratos de alquiler se renegocian generalmente una vez al año, mientras que los relevamientos de precios para la confección de los índices de precios se realizan, generalmente, cada seis meses. Con todo, de acuerdo a la evolución de los precios de las viviendas, la incidencia de los alquileres en el IPC y los rezagos con lo que se ajustan, el FMI estima, a nivel global, que esto le agregue 1,5 p.p. a la inflación en un lapso de dos años —ver FMI (2021)—.

En el caso del precio de la energía se conjugan distintos factores. Algunos más permanentes, como una transición gradual a un uso más intensivo de energías renovables, lo cual motiva menor volumen de inversión en la exploración y explotación de petróleo, gas y carbón. Otros factores son más puntuales, como la aparición de ciertas dificultades logísticas en el transporte de combustibles o en el comercio internacional de algunos insumos. Y también la necesidad de mejorar la posición financiera de algunos miembros de la OPEP, que prefirieron no aumentar la producción y aprovechar algún tiempo de precios más altos, tras un largo período previo de precios bajos. Con todo, el aumento del precio de estas formas de energía más contaminante, si bien representa un desafío para la conducción de la política monetaria, es propicio para acelerar el proceso de transición hacia la adopción más generalizada de fuentes alternativas de energía más benignas para el ambiente.

Por último, no parecería haber tensiones por el lado del mercado laboral, y las expectativas de inflación se han subido más que nada en horizontes cortos. En efecto, si bien el crecimiento de los salarios ha sido elevado en algunos sectores, y los salarios de las personas con ingresos más bajos o menores niveles educativos han mejorado más que el promedio, en general, la inflación salarial nominal de toda la economía permanece contenida. Algunas medidas, basadas en encuestas de hogares y las medidas implícitas en el mercado, apuntan a presiones inflacionarias en un horizonte de corto plazo, pero las expectativas de inflación a mediano plazo implícitas en el mercado han aumentado levemente (ver Gráficos 2.11 y 2.13 del Capítulo 2. Contexto Internacional).

## **La distinta actitud de los Bancos Centrales ante la reciente suba de la inflación**

La coyuntura actual presenta un enorme desafío para los hacedores de política. Cambiar la postura de la política monetaria para atacar las presiones inflacionarias originadas por shocks transitorios, si las expectativas continúan ancladas y no se producen efectos de segunda ronda, podría resultar inadecuado y se corre el riesgo de entorpecer la recuperación económica. Por otro lado, no tomar medidas a tiempo si los shocks son más permanentes puede hacer que las expectativas se desanclen y se activen efectos de segunda ronda que hacen que la dinámica inflacionaria sea mucho más costosa de revertir.

En los años recientes, algunos Bancos Centrales (BCs) de países desarrollados, como la Fed y el BCE, habían reformulado sus esquemas de política monetaria, dotándolos de más simetría (permitiendo que la inflación esté tanto por encima como por debajo del nivel planteado como objetivo), o mayor flexibilidad (permitiendo compensar periodos de inflación por debajo del valor deseado, con otros donde se toleraría que esté por

encima, de forma tal que en un promedio de más largo plazo fluctúe en torno al valor buscado). Esto implica un cambio de actitud respecto al pasado, donde los BCs eran más propensos a tomar políticas de acción preventiva, ante indicios de que pudieran estar gestándose condiciones para que la inflación subiera por encima del valor buscado. Esto, junto con un diagnóstico que los shocks eran más bien transitorios, los cuellos de botella eran en sectores puntuales, y las expectativas de inflación se mantenían ancladas, inclinaron la balanza a favor de no endurecer aun las posturas de sus políticas monetarias. Pero dada la dinámica que siguieron mostrando los precios y la creciente preocupación que esta genera, esto sigue siendo fuente de discusión, tanto dentro como fuera de dichas autoridades monetarias.

En cambio, en los países emergentes, como los riesgos de que las expectativas de inflación se desanclen son más altos, y el traspaso de las subas en los precios de las materias primas al nivel general de precios es más grande, muchos BCs endurecieron sus políticas monetarias. Y a diferencia de lo ocurrido en anteriores ciclos de subas en los precios de las materias primas, donde los tipos de cambio de las economías emergentes que las exportan tendieron a apreciarse (lo que contribuía a contrarrestar las presiones inflacionarias), en esta oportunidad muchas economías emergentes experimentaron depreciaciones de sus tipos de cambio, lo que agregó presiones inflacionarias adicionales.

Para los países emergentes, un endurecimiento de la postura de política monetaria en los países desarrollados implicará un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, salidas de capitales y presiones sobre sus tipos de cambio, que deberán estar preparados para lidiar. Si bien en otras oportunidades recientes los países emergentes no han mostrado dificultades serias ante este tipo de situaciones, las medidas adoptadas durante la pandemia los encuentran algo más vulnerables, ya que debieron financiar políticas fiscales extraordinarias, lo que elevó sus niveles de endeudamiento.

## Referencias

Anayi, L., Bloom, N., Bunn, P., Mizen, P., Thwaites, G. & Young, C. (2021) Covid-19 and structural change. VoxEU.org – CEPR's policy portal.

Bobeica, E., Hartwig, B. & Nickel, C. (2021) The euro area Phillips curve: Damaged but not dead. VoxEU.org – CEPR's policy portal.

Phillips, M (2021) Used Car Prices Catch Wall Street's Eye as a Predictor of Inflation. The New York Times

The Economist (2021a) Another upward force on American inflation: the housing boom. Oct 16<sup>th</sup> 2021 Edition.

The Economist (2021b) The age of fossil-fuel abundance is dead. Oct 9<sup>th</sup> 2021 Edition.

FMI (2021) World Economic Outlook - Recovery During a Pandemic. Oct 2021.

### 3. Actividad Económica y Empleo

La actividad económica retomó el sendero de recuperación en el tercer trimestre del año, luego de retroceder transitoriamente como consecuencia del impacto de la segunda ola de COVID-19, en línea con lo anticipado en el IPOM anterior. Los datos disponibles del EMAE de agosto mostraron que el desempeño sectorial es aún heterogéneo, en el que conviven actividades que lograron operar y mantenerse en niveles relativamente altos y otras que recientemente comenzaron a tomar mayor impulso. De acuerdo con la evolución de diversos indicadores adelantados la actividad económica continuaría mejorando en lo que resta del año, traccionada fundamentalmente por el desempeño de los servicios.

Tal como se anticipó en el IPOM anterior, las medidas implementadas por el Gobierno Nacional orientadas a retrasar el ingreso de nuevas variantes del virus en un contexto de mayor disponibilidad de vacunas permitieron acelerar el proceso de vacunación y con ello mejorar significativamente el contexto sanitario local. La menor probabilidad de un nuevo rebrote de COVID-19 permitió avanzar sobre un plan de mayor apertura de actividades, de manera progresiva y sostenida, acelerando el proceso de recuperación económica.

El Gobierno Nacional estableció nuevas políticas durante el tercer trimestre orientadas al crecimiento económico sostenible e inclusivo basado en la innovación tecnológica y en la recuperación del empleo y de los ingresos, al tiempo que implementó medidas de apoyo a los sectores aún postergados por la crisis del COVID-19. Por su parte, el BCRA continuó contribuyendo al proceso de normalización económica a través de líneas de crédito con fines productivos orientadas a potenciar una recuperación equilibrada y sostenida y la continuidad de medidas de fomento al consumo privado, como el Programa “Ahora 12”.

El BCRA prevé que la actividad continúe recuperándose en lo que resta del año, impulsada por las flexibilizaciones tanto de actividades como de aforos, con una mayor cobertura de vacunación con esquemas completos de la población y por las políticas de apoyo a la actividad de sectores estratégicos implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. Con todo, el PIB crecería cerca de 9% en 2021, traduciéndose también en mejoras en el empleo. Aunque con menor probabilidad, persiste el riesgo asociado a la circulación de la variante Delta del virus en el país, como de otras cepas que eventualmente podrían comprometer la favorable evolución epidemiológica.

#### **3.1. La actividad se recuperó en el marco de un gran avance en el proceso de vacunación que permitió controlar la situación sanitaria**

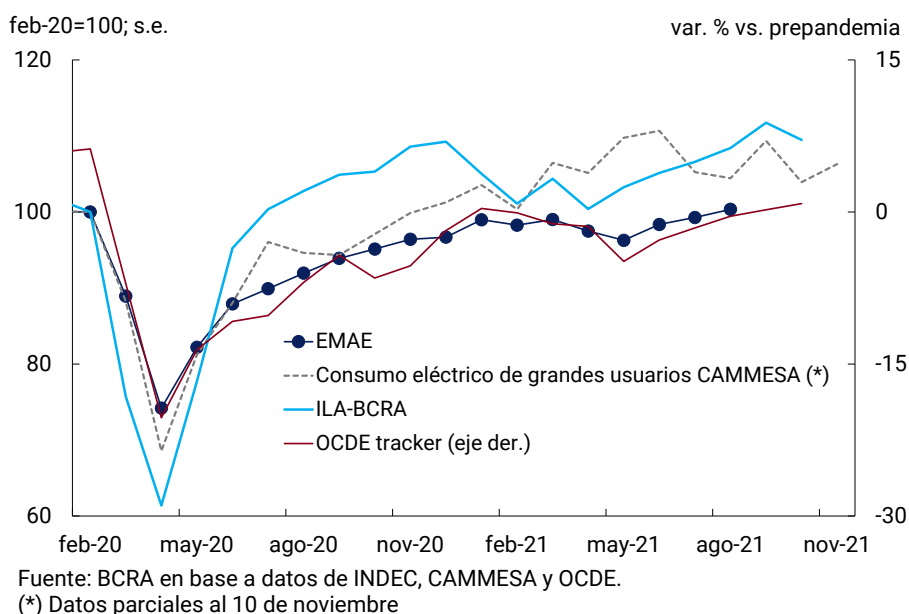
El avance acelerado del proceso de vacunación desde el mes de junio permitió mejorar significativamente la situación epidemiológica e implementar un proceso de reaperturas progresivas y sostenidas, en simultáneo con la ampliación gradual —y en algunos casos eliminación— de los aforos en diversas actividades (Ver Apartado 2 / La vacunación como determinante clave de la evolución de la actividad económica). En este contexto de avance hacia una nueva normalidad, el Gobierno Nacional estableció diversas políticas orientadas a sectores estratégicos para el aumento de exportaciones y la recuperación del empleo y de los ingresos, sosteniendo políticas focalizadas en los sectores en los que la velocidad de recuperación ha sido más lenta.

Por su parte, el BCRA continuó contribuyendo al proceso de normalización económica a través de nuevas líneas de crédito orientadas a fomentar una recuperación equilibrada y sostenida y de la continuidad de políticas de fomento al consumo privado (Ver Capítulo 7. Política Monetaria).

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) se recuperó rápidamente tras el impacto de la segunda ola de contagios en abril-mayo. De esta manera, luego de registrar una caída de 1,4 % s.e. en el segundo trimestre —reflejando el impacto de la segunda ola de contagios— el Producto registraría una mejora cercana al 3% trimestral s.e. en el tercero, superior a la prevista inicialmente por los analistas de mercado<sup>3</sup>.

Los datos de alta frecuencia disponibles para el cuarto trimestre anticipan la continuidad de la recuperación de la actividad económica, con un avance acelerado del proceso de vacunación y, consecuentemente, una favorable situación epidemiológica. El Indicador Líder de la Actividad Económica (ILA-BCRA) se mantuvo en fase de recuperación<sup>4</sup> en tanto que el indicador semanal de actividad de la OCDE continuó aumentando en octubre (ver Gráfico 3.1).

**Gráfico 3.1 | Indicadores mensuales de actividad económica**



### 3.1.1. La demanda interna continuó recuperándose y se destacó un mayor dinamismo del consumo privado

En el segundo trimestre de 2021, el Producto se retrajo 1,4% trimestral s.e. (+17,9% i.a.) y se ubicó 3,3% por debajo de su nivel del último trimestre de 2019 en tanto que la demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— se recuperó 0,8% trimestral s.e. logrando alcanzar su nivel prepandemia.

<sup>3</sup> La mediana del REM correspondiente al mes de agosto de 2021 (antes de conocerse los datos del EMAE de julio), señalaban una mejora trimestral del PIB de 1,3% s.e. en el tercer trimestre y una recuperación de sólo 0,6% trimestral s.e. en el cuarto.

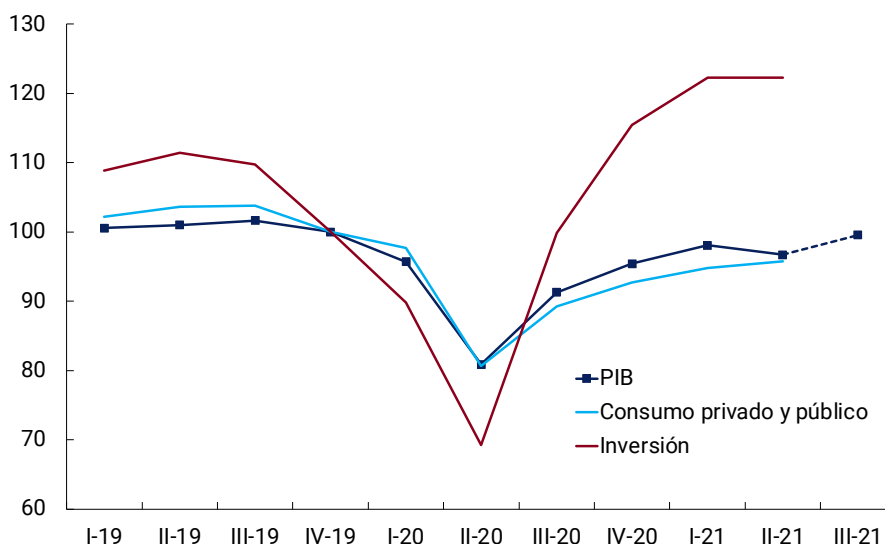
<sup>4</sup> La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE. En sep-20 el ILA-BCRA cumplió los 3 criterios (duración, difusión y profundidad) que señalaron el inicio de una fase de recuperación. La suba fue difundida entre sus componentes, superando el umbral requerido de 52,5% en promedio de los últimos 4 meses y la variación acumulada por el ILA en 6 meses (profundidad de la suba) sobrepasó ampliamente el mínimo requerido de 2,3%. A partir de dic-20 el ILA presentó oscilaciones, pero no volvió a reunir todos los criterios necesarios para señalar un punto de giro de la actividad económica. Para más detalles metodológicos del ILA ver [Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA](#), publicado en el IPOM de enero de 2017.



El consumo privado se recuperó 1,1% trimestral s.e. (21,9% i.a.) y el consumo público aumentó 0,5% s.e. (8,2% i.a.) y la inversión<sup>5</sup> se mantuvo estable en relación con el trimestre anterior (76,6% i.a.). Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 5,7% trimestral s.e. (6,3% i.a.) y las importaciones, 5,4% trimestral s.e. (36,6% i.a.)<sup>6</sup>. Los datos disponibles del tercer trimestre<sup>7</sup> anticipan aumentos tanto del consumo privado como de la inversión (ver Gráfico 3.2).

**Gráfico 3.2 | PIB y principales componentes de la demanda**

IV-19=100; s.e.



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En cuanto al Consumo privado, el Indicador Líder del BCRA<sup>8</sup> arroja una suba en el tercer trimestre, recuperando el nivel del último trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.3). La gradual recomposición del nivel de consumo privado se asocia a la evolución de la masa de ingresos de las familias que contempla mejoras tanto en los niveles de empleo como de los salarios reales, y fueron favorecidos por las políticas de ingresos del Gobierno Nacional. En este contexto, la paulatina normalización de la movilidad social se reflejó fundamentalmente en un aumento del consumo de servicios.

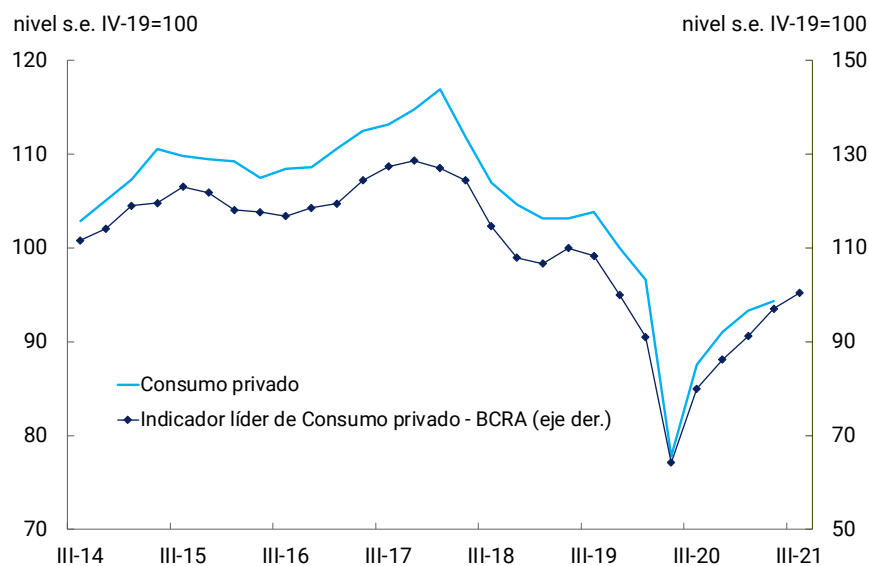
5 Formación bruta de capital fijo, está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, nacional e importado).

6 Cabe destacar que la interferencia de un shock de magnitud como fue la pandemia en el II-20 alteró fuertemente el análisis de las series ajustadas por estacionalidad, al dificultar el correcto aislamiento de los efectos puramente estacionales. Tanto el INDEC como el BCRA incorporaron criterios internacionales en el proceso de desestacionalización, que consisten básicamente en la inclusión de observaciones atípicas (outliers) en los modelos de filtrado de las series temporales. En algunos casos, esas observaciones atípicas no fueron puntuales y concentradas en un período de tiempo, sino que perduran, afectando aun hoy los factores de estacionalidad. Es por este motivo que las variaciones desestacionalizadas resultan muy volátiles e inestables, por lo que deben ser interpretadas cautelosamente.

7 Los datos desestacionalizados del EMAE correspondiente a agosto dejaron un arrastre estadístico de 2,7 p.p. para el tercer trimestre.

8 El Indicador Líder de Consumo privado es un índice propio, que incluye indicadores tradicionales y no tradicionales del consumo de bienes y servicios, entre ellos las cantidades vendidas en supermercados, los consumos con tarjeta de crédito (deflactados por IPC), las unidades vendidas de automóviles, los volúmenes importados de bienes de consumo, la recaudación de IVA en términos reales y el Índice de Confianza del Consumidor. Los datos del III-21 son parciales. Para mayores detalles ver [Apartado 1 / El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real](#), publicado en el IPOM de julio de 2017.

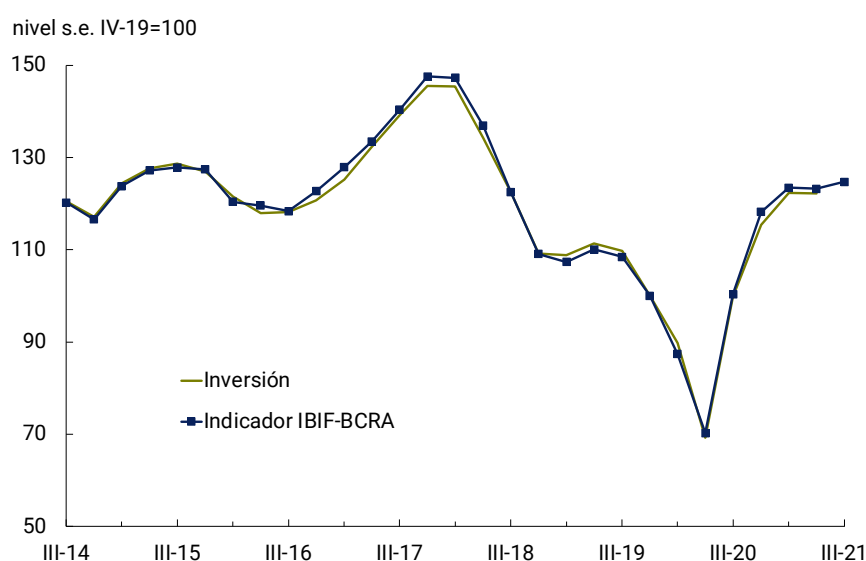
**Gráfico 3.3 | Consumo privado**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, AFIP, ADEFA y UTDT.

Por su parte, el indicador IBIF-BCRA continuó en aumento y presentó una mejora trimestral de 1,3% s.e. en el tercer trimestre de 2021 (ver Gráfico 3.4). Dicha suba respondió a incrementos de la inversión en equipamiento durable de origen nacional y de la construcción, parcialmente compensados por una caída en el equipamiento importado<sup>9</sup>. Con respecto al sector externo y de acuerdo con la información referida al Intercambio Comercial de Bienes del INDEC, en el tercer trimestre el aporte de las Exportaciones netas de bienes y servicios a la variación trimestral del Producto habría sido positiva. Las cantidades exportadas de bienes registraron una fuerte suba trimestral (7,6% s.e.), mientras que los volúmenes importados de bienes permanecieron en niveles muy similares a los del trimestre anterior en términos desestacionalizados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

**Gráfico 3.4 | Inversión bruta interna fija**



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

9 Con datos parciales a ago-21, la actividad de la construcción creció 0,9% trimestral s.e. La producción nacional de bienes de capital aumentó 6,1% trimestral s.e. según FIEL en tanto que las cantidades importadas de bienes de capital y equipo de transporte industrial cayeron 2,8% trimestral s.e.

### 3.1.2. Los servicios que más sufrieron el impacto de la pandemia en 2020 son los que más están contribuyendo al crecimiento de la actividad económica en el margen

Durante el tercer trimestre de 2021, en el que la actividad logró recomponer el nivel observado a comienzos de 2020, los servicios habrían explicado casi dos tercios de la variación trimestral desestacionalizada del Producto. Según se desprende del EMAE<sup>10</sup>, los sectores con mayor aporte a la variación trimestral del nivel general fueron: Otros servicios sociales y comunitarios y Hoteles y Restaurantes. Estos dos rubros de servicios habían sido los que sufrieron el mayor impacto de la pandemia, habiendo registrado caídas acumuladas de 65,6% s.e. y de 81,7% s.e. entre marzo y abril de 2020, respectivamente.

A modo de síntesis, en el siguiente gráfico pueden observarse los niveles desestacionalizados de actividad de los distintos sectores productivos en el peor momento de la crisis de COVID-19 (abril de 2020) y el último dato disponible (agosto de 2021), siempre en relación con el nivel al cual cada sector operaba al momento previo a la irrupción de la pandemia (febrero de 2020) momento al que se asignó un valor de 100, a fin de facilitar las comparaciones.

En el cuadrante superior izquierdo se encuentran los bloques que han alcanzado o superado su nivel prepandemia, liderados por la construcción y el comercio. Estos sectores sufrieron un fuerte impacto por la pandemia en 2020, pero se recuperaron velozmente y superan en más de 10% s.e. el nivel observado en febrero de 2020. En el cuadrante inferior izquierdo se ubican las ramas con peor performance relativa, siendo el segmento de Hoteles y restaurantes el que ha mostrado la recuperación más débil y aun continua muy lejos de sus niveles prepandemia (-28,5% s.e.). El sector “Otros servicios sociales y comunitarios”, que incluye entre otras la actividad de cines, teatros, peluquerías, actividades culturales y deportivas, logró recuperarse más rápidamente y operar prácticamente en niveles prepandemia (-0,9% s.e.).

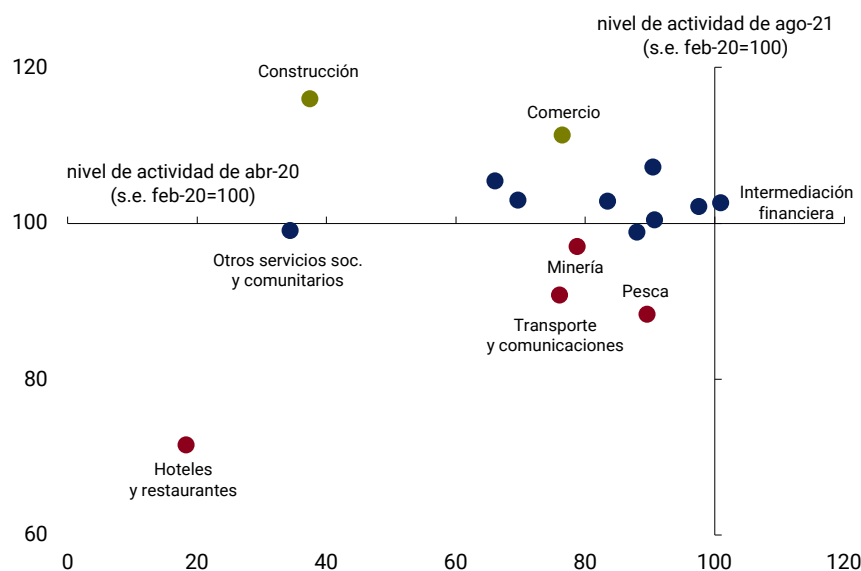
Otros sectores que hasta agosto de 2021 no pudieron recomponer el nivel de actividad que tenían en el momento previo al inicio de la crisis del COVID-19 son Pesca (-11,7% s.e.), Transporte y comunicaciones (-9,2% s.e.) y Minería (-3% s.e.). La Intermediación Financiera fue el único sector de actividad que se mantuvo en aumento durante la pandemia, a diferencia de lo que sucedía en las recesiones anteriores, en esta oportunidad impulsada por una activa política de crédito del BCRA y del Gobierno Nacional (ver Gráfico 3.5).

La situación sanitaria permitió implementar nuevas flexibilizaciones a partir del tercer trimestre, con disminuciones graduales de los aforos —hasta cero en algunos casos—, habilitación de viajes grupales, apertura de fronteras terrestres, aéreas y del turismo extranjero sin cupo, ampliación de aforos para actividades recreativas y eventos sociales y el retorno a la presencialidad en la Administración Pública. Estas medidas comenzaron a reflejarse en los indicadores más recientes de actividad. Se espera que la reactivación de las actividades que estaban muy restringidas por la situación sanitaria se intensifique y traccione el crecimiento de la actividad en el último trimestre y durante todo el período estival, favorecida por las medidas de impulso al turismo<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Disponible al mes de agosto

<sup>11</sup> La recomposición de los niveles prepandemia del conjunto de los servicios incluidos en “Servicios básicos” y “Servicios con mayor riesgo de contagio” significaría un aporte adicional de 3,9 puntos porcentuales al PIB desestacionalizado del II-21.

**Gráfico 3.5 | Actividad económica sectorial. Recuperación heterogénea**

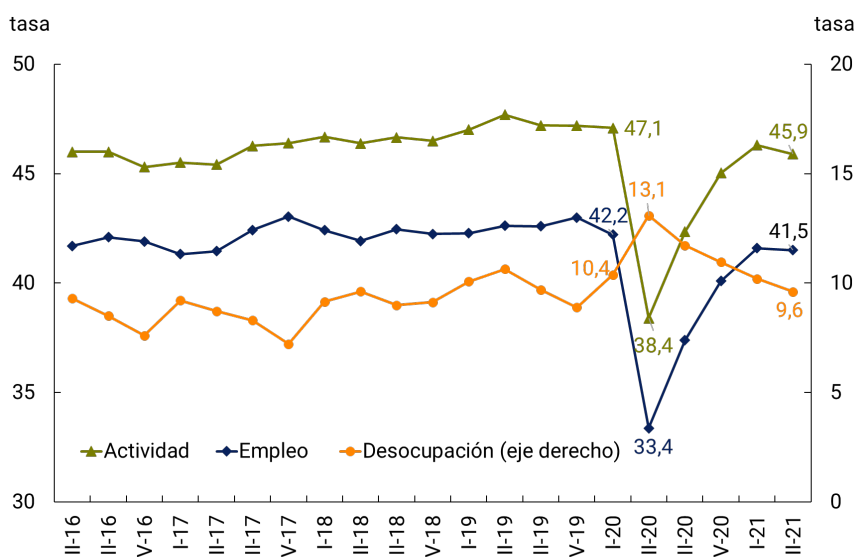


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

### 3.1.3. El mercado laboral mostraría una gradual y sostenida recuperación luego del menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el II-21, el mercado laboral detuvo el ritmo de recuperación verificado en los tres trimestres anteriores. Este fenómeno se asocia a la merma transitoria del nivel de actividad fruto de las restricciones implementadas durante la segunda ola de contagios. Las tasas de Empleo y de Población Económicamente Activa (PEA) se situaron levemente por debajo de los niveles vigentes en el primer trimestre (45,9% y 41,5% respectivamente), al tiempo que la tasa de desocupación abierta se ubicó en 9,6%, mostrando una reducción respecto a la del primer trimestre (10,2%; ver Gráfico 3.6)<sup>12</sup>.

**Gráfico 3.6 | Principales tasas del mercado de trabajo**

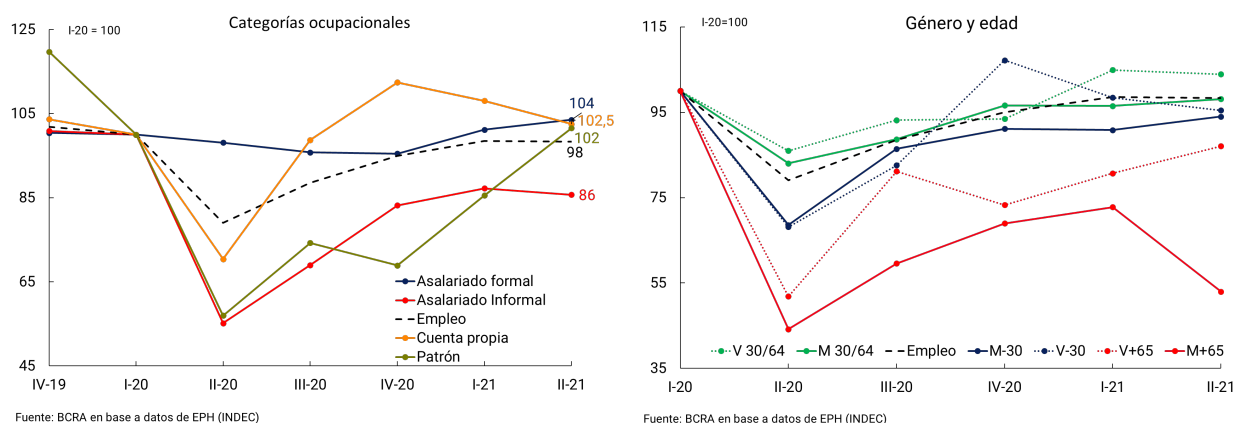


Fuente: BCRA en base a datos de EPH (INDEC)

<sup>12</sup> El paso de las y los desocupados a la inactividad (caída de la PEA) podría ser indicativo de una subestimación de la desocupación abierta.

En cuanto a la evolución de las distintas categorías ocupacionales, se puede observar que durante el II-21 el cuentapropismo volvió a caer (aunque aún se encuentra por encima de los niveles prepandemia del I-20) y que los patrones mantienen un crecimiento sostenido desde IV-20. Esta dinámica podría obedecer a una continuidad del efecto sustitución entre ambas categorías (cuentapropistas que incorporan empleados a sus tareas y pasan a ser patrones). Por otro lado, el crecimiento de las y los asalariados informales se estancó lejos aún de los niveles prepandemia. Asimismo, el dato más destacado fue el crecimiento por segundo período consecutivo de las y los asalariados con descuento jubilatorio que, con un alza importante, superaron el nivel de I-20<sup>13</sup>. Por último, el rango etario más afectado continuó siendo el de mayores de 65 años y las mujeres en general fueron las que se encontraron más rezagadas en términos de recuperación del empleo (ver Gráfico 3.7).

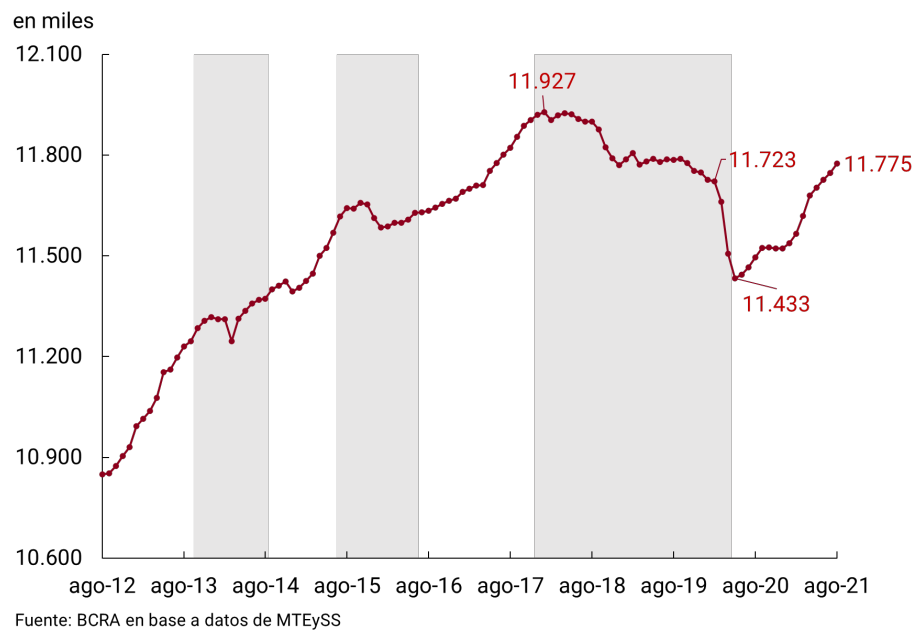
**Gráfico 3.7 | Tasas de empleo por categoría, sexo y edad**



Con datos a agosto para el empleo registrado, el ritmo de expansión durante el tercer trimestre mantendría la dinámica evidenciada desde abril. Según el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) el empleo registrado total sostuvo la tendencia positiva iniciada desde principio de año, acumulando entre junio y agosto una suba de 0,6% s.e. Así, este indicador mostró una mejora de 0,4% s.e. respecto a febrero de 2020, nivel previo a la irrupción de la pandemia (ver Gráfico 3.8).

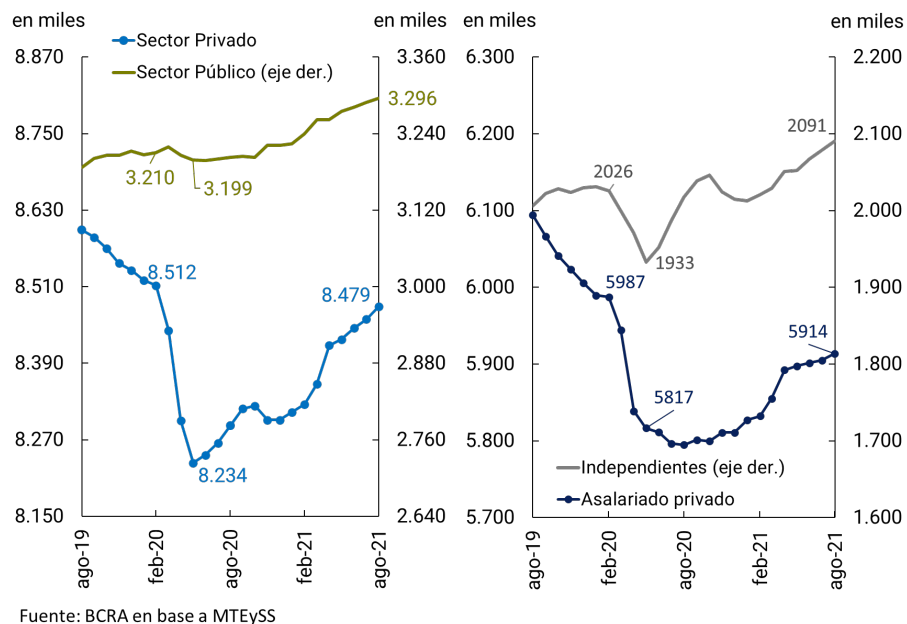
13 Cabe destacar que el crecimiento de los asalariados formales en EPH difiere ostensiblemente en cuanto a la magnitud del crecimiento del empleo registrado si se lo compara con los datos de registro publicados por MTEySS.

**Gráfico 3.8 | Empleo registrado total**



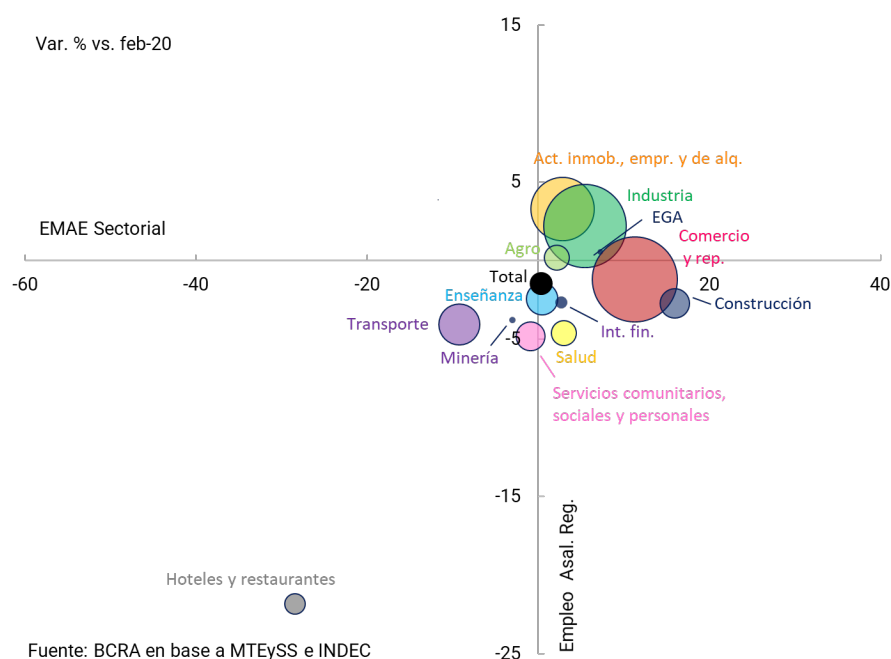
Esta recuperación en el empleo total registrado está relacionada con una dinámica positiva tanto del empleo independiente como de las y los asalariados registrados del sector público. En particular, desde junio el alza sostenida del trabajo independiente registrado (personas monotributistas y autónomas) fue de 1,9% s.e. (38,2 mil personas) mientras que el de las y los asalariados públicos fue de 0,6% s.e. (21,1 mil personas), manteniendo la tendencia observada desde octubre de 2020. Por su parte, el sector asalariado privado sostuvo el ritmo de crecimiento, acumulando 0,3% s.e. (16,4 mil personas) para el mismo período sin alcanzar aún los niveles prepandemia (-1,2% s.e. vs. Feb-20; ver Gráfico 3.9).

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



El comportamiento del empleo asalariado privado entre junio y agosto permite distinguir a nivel sectorial un mayor dinamismo en ramas tales como Construcción (3,7% s.e.), Pesca (1,5% s.e.) y Minería (1,4% s.e.). Por otra parte, los sectores más afectados en términos de empleo son Servicios sociales y de salud (-0,5% s.e.) y Transporte (-0,4% s.e.). Comparado con niveles prepandemia, quedan algunos sectores rezagados, tanto a nivel de actividad como de empleo (tomando ambos datos a ago-21), como Hoteles y restaurantes, Servicios comunitarios, sociales y personales y Transporte, los cuales conservaban un importante margen para su recuperación, apoyados en las condiciones favorables generadas por la flexibilización de las restricciones en el contexto de una significativa mejora de la situación sanitaria y las medidas de estímulo al turismo (ver Gráfico 3.10).

**Gráfico 3.10 | Empleo asalariado registrado privado y actividad por sectores hasta agosto de 2021**  
Datos ajustados por estacionalidad



La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a septiembre de 2021 mostró una tendencia positiva en las expectativas netas de contratación, sumado a la baja sostenida en las suspensiones y la estabilidad de la tasa de despidos. Las expectativas netas de contratación de personal a tres meses se mantuvieron en terreno positivo entre julio y septiembre, con valores que fueron creciendo desde 2,7 p.p. hasta 5,1 p.p. Las suspensiones descendieron a 12,5 cada mil trabajadores, cifra cercana a los niveles prepandemia. Por su parte, a pesar de la vigencia del decreto 413/2021, la tasa de despidos se mantuvo estable desde junio.

### 3.2. Perspectivas

Tras los avances en el esquema de vacunación de la población que permitió controlar la situación epidemiológica, se espera que todos los sectores productivos afiancen el proceso de “normalización” de sus niveles de actividad. Durante el tercer trimestre el Gobierno Nacional anunció una serie de medidas adicionales orientadas a favorecer a aquellos sectores más rezagados y a las familias que quedaron postergados en el proceso de recuperación, las cuales contemplaron políticas de estímulo al crédito. Se favoreció la innovación

tecnológica, la creación de empleo formal, el aumento de la inversión productiva y la capacidad exportadora de algunos sectores considerados estratégicos<sup>14</sup>.

El escenario de actividad “normalizada” comienza a vislumbrarse de forma progresiva, expresándose en una favorable evolución del empleo y del salario real. Sin embargo, el riesgo sanitario aún no ha desaparecido y está asociado a un eventual e incierto impacto de la circulación de la variante Delta en el país o de nuevas cepas que pudieran surgir a nivel global.

En tanto, las perspectivas de crecimiento mundial dan cuenta de un contexto internacional que todavía tracciona a la dinámica doméstica. Los riesgos externos están vinculados principalmente a la suba reciente del precio internacional del petróleo que, además de encarecer los costos de producción, en un marco de expectativas al alza de inflación en los países avanzados, podría anticipar la reducción de estímulos monetarios en esos países. Esta situación generaría incentivos para el egreso de capitales desde los países emergentes, ralentizando la recuperación mundial, incluyendo la de nuestros principales socios comerciales. También amenazan al crecimiento mundial, los problemas globales asociados al rebrote de la variante Delta en algunos países centrales, los cuellos de botella en las cadenas de suministros —como los microchips— y una desaceleración de la actividad en China (ver Capítulo 2. Contexto Internacional y Apartado 1 / La suba de la inflación internacional).

Los términos de intercambio continuarían siendo favorables en términos históricos para nuestras exportaciones. Factores climáticos e hídricos en la región podrían generar una merma en la producción agrícola, aunque este efecto podría verse parcialmente compensado por eventuales subas de los precios internacionales de esos productos.

En cuanto a la magnitud de la recuperación económica de Argentina, los datos desestacionalizados del EMAE de agosto dejaron un elevado arrastre estadístico de 2,7 p.p. de crecimiento para el tercer trimestre y de 8,4 p.p. para 2021. Los indicadores de alta frecuencia disponibles a noviembre señalan la continuidad de la recuperación, explicada fundamentalmente por el desempeño de los servicios, por lo que se espera que la variación promedio del PIB en 2021 sea cercana al 9%, dejando un piso de crecimiento de 2,5 p.p. para el año próximo. Este guarismo superaría las previsiones de crecimiento del REM (8,3%), el FMI (7,5%) y también las difundidas en ocasión de la presentación del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 en septiembre pasado (8%).

---

14 El BCRA dispuso en coordinación con el Gobierno Nacional nuevas líneas de asistencia para beneficiar a sectores productivos regionales y afectados por la pandemia incluyendo a la gastronomía, hotelería, servicios culturales y de esparcimiento. También incorporó nuevas líneas de financiamiento productivo para pequeñas empresas del sector agropecuario e impulsó una nueva ronda de créditos a monotributistas de bajos ingresos a tasa cero. Por su parte, el Gobierno Nacional extendió el Programa REPRO II (Resol. 643/21 del Min. Trabajo, Empleo y Seguridad Social) y el Programa de Asistencia de Emergencia a Trabajadoras y Trabajadores Independientes en sectores críticos. Asimismo, puso en marcha el Programa “Registradas”, implementó el Programa PreViaje PAMI para fomentar el turismo (Disposición 20/2021). Además, impulsó la conversión de programas sociales como el “Potenciar Trabajo” e “Inserción Laboral” en empleo registrado asalariado privado (DECTO 711/21) y dispuso el incremento del salario mínimo, vital y móvil (Resol. 11/2021), Jubilación mínima, Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo (AUE). Para favorecer la capacidad exportadora de sectores estratégicos el Gobierno Nacional anunció la presentación de la Ley de Promoción de la Movilidad Sustentable que incluirá incentivos para estimular la utilización de vehículos propulsados con fuentes no convencionales. También anunció el Plan de Exportaciones para el Desarrollo orientado a sectores estratégicos como Hidrocarburos, Electromovilidad, Minería, Agroindustria, Vinos, Automotriz, Biotecnología, Economía del conocimiento, Industria forestal, Pesca y Agricultura, Farmacia y Cannabis medicinal, dispuso la reducción de los derechos de exportación a la pesca y la eliminación de los mismos para PyMEs, y desde enero 2022 para los servicios basados en el conocimiento.



## Apartado 2 / La vacunación como determinante clave de la evolución de la actividad económica

Las vacunas han demostrado hasta el momento ser eficaces en mitigar los efectos de la pandemia sobre la gravedad de la enfermedad y los fallecimientos por COVID-19 en el mundo. El mayor acceso y la aplicación de las distintas vacunas han sido los principales determinantes de la favorable evolución reciente de la actividad económica tanto local como global (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

En nuestro país el proceso de vacunación comenzó a fines del año 2020 con el “Plan estratégico para la vacunación contra la COVID-19 en la República Argentina”. En un contexto inicial de oferta global limitada, problemas logísticos asociados a la distribución y demanda internacional masiva de vacunas, el Ministerio de Salud de la Nación decidió priorizar a los grupos de mayor exposición al contagio y de mayor riesgo de presentar enfermedad grave<sup>15</sup>. Ante una producción global de vacunas que fue tomando mayor dinamismo, a medida que se fueron logrando nuevos acuerdos y se puso en marcha la producción local de algunas de ellas<sup>16</sup>, la oferta local de vacunas aumentó fuertemente (ver Tabla 1).

**Tabla 1 | Recepción de vacunas contra la COVID-19 en Argentina**

Mes	Sputnik V	Sinopharm	AstraZeneca	CanSino	Moderna (*)	Pfizer
dic-20	300.150	-	-	-	-	-
ene-21	520.000	-	-	-	-	-
feb-21	916.890	904.000	580.000	-	-	-
mar-21	2.233.315	96.000	218.400	-	-	-
abr-21	2.065.390	3.000.000	864.000	-	-	-
may-21	2.080.000	-	3.853.800	-	-	-
jun-21	2.009.085	2.000.000	4.065.700	-	-	-
jul-21	1.342.385	8.768.000	2.235.400	-	3.500.000	-
ago-21	3.482.110	3.160.000	2.122.400	200.000	-	-
sep-21	2.363.010	10.928.000	4.398.900	400.000	-	581.490
oct-21	2.285.375	1.144.000	6.849.800	414.000	-	6.499.350
nov-21	-	-	-	690.000	-	1.792.420
<b>Total</b>	<b>19.597.710</b>	<b>30.000.000</b>	<b>25.188.400</b>	<b>1.704.000</b>	<b>3.500.000</b>	<b>8.873.260</b>

(\*) Vacunas donadas por el Gobierno de EE.UU.

Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Salud de la Nación

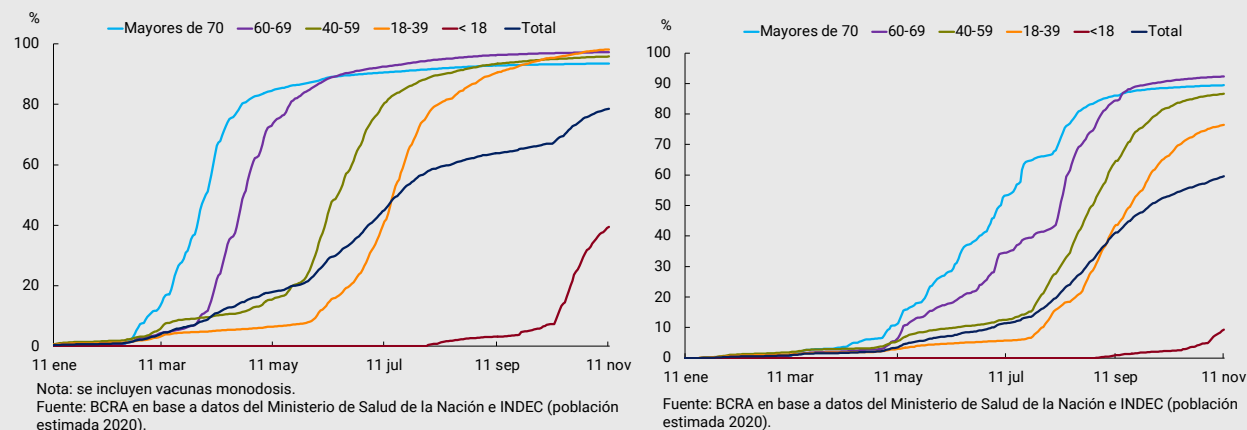
En el primer semestre de 2021 la vacunación parcial de los grupos priorizados creció exponencialmente llegando a cubrir a mediados de junio cerca del 90% de la población mayor a 60 años, mientras que para septiembre se alcanzó igual proporción con esquemas completos. Una vez cubierta la población de mayor exposición al virus y de riesgo, la vacunación se extendió a personas de rangos etarios más bajos, incluyendo desde octubre a los niños de entre 3 y 11 años. A la fecha de publicación de este informe el 78,8% de la población inició

<sup>15</sup> El grupo de riesgo por exposición incluyó al personal de salud, fuerzas armadas, personal de seguridad, personal de servicios penitenciarios, personal docente y no docente y otras poblaciones estratégicas. Por su parte, el grupo de riesgo de enfermedad grave incluyó a adultos mayores de 70 años, personas mayores residentes de hogares de larga estancia, adultos de 60 a 69 años y adultos de entre 18 y 59 años pertenecientes a grupos en riesgo.

<sup>16</sup> A fines de mayo 2021 se recibieron los primeros lotes de vacunas AstraZeneca cuyo principio activo es producido en Argentina y es envasado en México, mientras que las primeras dosis de producción local de la vacuna Sputnik V fueron recibidas a finales de agosto de 2021.

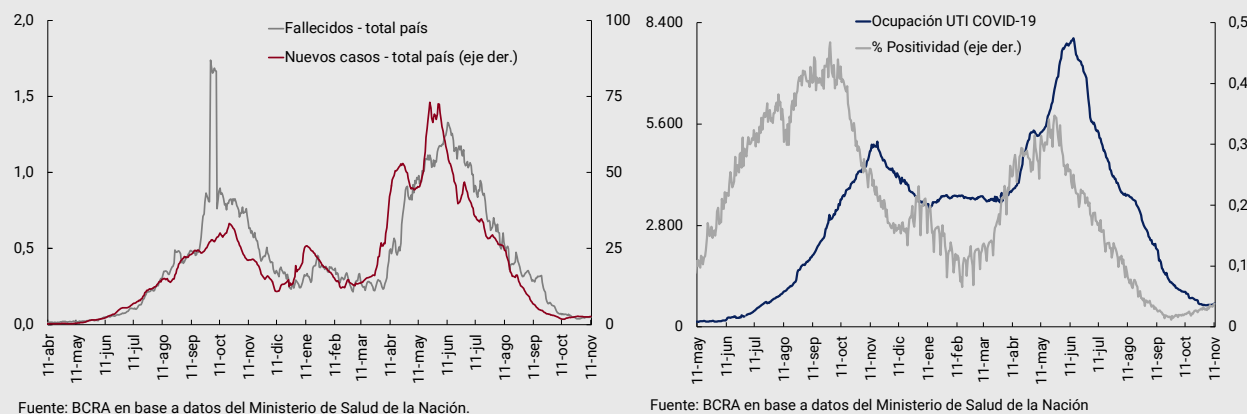
su esquema de vacunación y el 60,5% cuenta con el esquema completo, mientras que, para los grupos de mayor riesgo y los rangos etarios más altos, la cobertura es prácticamente total (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Población vacunada con 1ra. y 2da. dosis por rango etario (%)**



Con el avance de la vacunación, en el marco de una amplia aceptación por parte de la población, la situación sanitaria mejoró significativamente. Los efectos económicos de la segunda ola de contagios en el país en abril y mayo de 2021 fueron relativamente acotados y pudieron superarse rápidamente. Desde principios de junio los nuevos casos y fallecidos por COVID-19 descendieron sostenidamente y se ubicaron en noviembre cercanos a los niveles más bajos desde el inicio de la pandemia en el país. El nivel de positividad también se redujo significativamente, logrando perforar el umbral del 10% en agosto y manteniéndose por debajo del nivel recomendado por la Organización Mundial de la Salud (OMS)<sup>17</sup>. El número de camas de terapia intensiva ocupadas se ubicó en noviembre en niveles similares a los de julio de 2020, con una caída del 92% respecto del máximo de junio de 2021, en un contexto de fortalecimiento del sistema de salud<sup>18</sup> (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Nuevos casos y fallecidos por COVID-19 cada 100 mil hab. (media móvil últ. 7 días). Ocupación UTI y porcentaje de positividad**

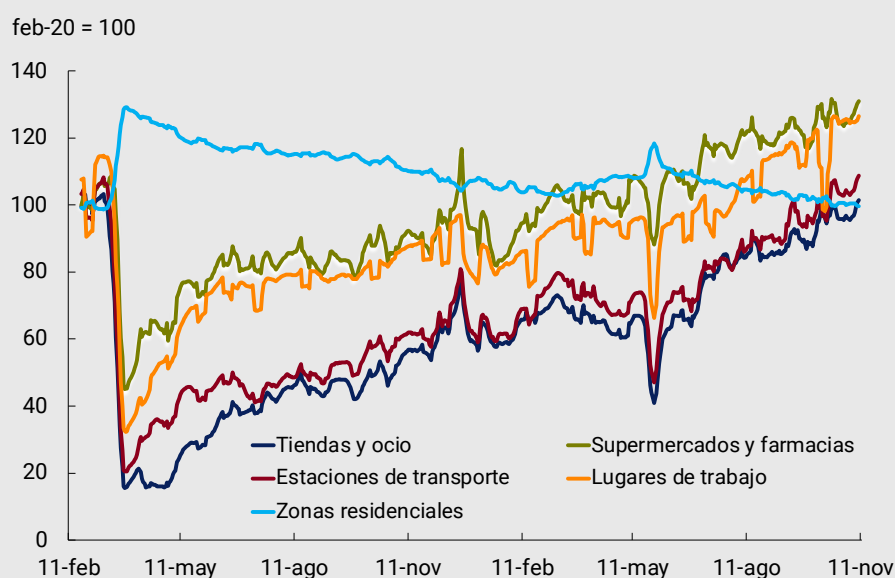


<sup>17</sup> La Organización Mundial de la Salud recomendó oportunamente un porcentaje de positividad menor al 10% como indicador de la capacidad de testeo y el control de la transmisión del virus.

<sup>18</sup> El Ministerio de Salud de la Nación informó que desde el inicio de la pandemia se incrementaron en un 47% las camas de terapia intensiva para adultos, se construyeron 12 hospitales modulares, se incorporaron profesionales en el área de Salud y se fortaleció la producción nacional de insumos críticos, entre otras medidas.

En el tercer trimestre, la aceleración del proceso de vacunación en rangos etarios inferiores junto a la combinación de vacunas implementada por el Ministerio de Salud<sup>19</sup> permitió reducir significativamente la probabilidad de un nuevo evento de magnitud asociado al COVID-19 y seguir avanzando con la habilitación de actividades y ampliación de aforos<sup>20</sup>. Los indicadores de movilidad social mostraron un rápido ascenso desde junio de 2021 alcanzando en noviembre niveles máximos en noviembre. Según los datos de Google, todos los conceptos de movilidad se ubicaron por encima de los niveles prepandemia<sup>21</sup>. En el caso de la movilidad asociada a Zonas residenciales, la misma descendió progresivamente en el marco del retorno a la presencialidad, hasta retornar en noviembre prácticamente a los niveles previos a la pandemia (-0,5% por debajo del nivel de feb-20). Todo ello se reflejó en la actividad económica, que logró recomponer el nivel prepandemia antes de lo previsto a comienzos de año (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo).

**Gráfico 3 | Movilidad social en Argentina (media móvil últ. 7 días)**



Fuente: BCRA en base a datos de Google.

Más recientemente, las mejoras logradas en los indicadores epidemiológicos permitieron que Argentina haya entrado en la “lista blanca” de Europa para el ingreso de sus ciudadanos y residentes, colocando al país como un destino seguro en materia sanitaria. Esto genera muy buenas perspectivas para el turismo internacional receptivo en los próximos meses, que se suman a las favorables condiciones para el turismo interno. De todas maneras, persiste el riesgo asociado a la circulación de la variante Delta en el país, que requerirá un estricto y atento monitoreo, así como la de nuevas variantes del virus que pudieran surgir a nivel global y comprometer parcialmente el control de la situación sanitaria local. En ese sentido y de acuerdo con las

19 Desde agosto de 2021 el Ministerio de Salud implementó la estrategia de intercambiabilidad de vacunas con resultados idénticos o inclusive más favorables que los esquemas de vacunación homólogos.

20 Mediante DECNU 678/2021 el Gobierno Nacional habilitó los viajes grupales de estudiantes egresados, de jubilados y jubiladas, discotecas y eventos masivos con aforo y vacunación y la presencialidad total de la Administración Pública. Además, habilitó la apertura de fronteras progresiva desde octubre 2021 mediante corredores seguros y el ingreso de turistas del extranjero desde noviembre 2021. Por su parte la Ciudad Autónoma de Buenos Aires eliminó los aforos en comercios, shoppings, transporte público, gastronomía y actividades profesionales. Mediante Resol. 389/2021 el Ministerio de Transporte estableció que los servicios públicos de transporte automotor urbano y suburbano y ferroviario metropolitano y regional deberán garantizar la máxima frecuencia de sus servicios, estableciendo la habilitación del transporte público para todos los aglomerados, departamentos o partidos que no se encuentren en situación de alarma epidemiológica y sanitaria.

21 Esta estadística está disponible desde el mes de febrero de 2020, mes que suele estar afectado por el período estival, por lo que los niveles podrían estar sobreestimados.

recomendaciones internacionales, se prevé continuar ampliando la cobertura de las vacunas y reforzando la inmunidad de la población. Recientemente el Ministerio de Salud de la Nación anunció que, en simultáneo con el avance del proceso de vacunación parcial en la población mayor a 3 años, continuará aplicando tanto segundas dosis como dosis adicionales y de refuerzo para los grupos de mayor riesgo<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> En los próximos meses, se continuará aplicando dosis adicionales a personas inmunocomprometidas y mayores de 50 años que hayan recibido la vacuna Sinopharm con motivo de mejorar la efectividad de las vacunas. Recientemente, el Ministerio de Salud de la Nación anunció la aplicación de una dosis de refuerzo contra la COVID-19 en personal de salud y mayores de 70 años con el fin de prolongar la inmunidad de la población vacunada.

## 4. Sector Externo

Como resultado de un elevado saldo comercial de bienes, la economía argentina habría sostenido el superávit de cuenta corriente durante el tercer trimestre de 2021. Las exportaciones de bienes a precios corrientes se ubicaron en torno al máximo histórico de 2011, impulsadas en el margen por una fuerte suba de los volúmenes exportados. Por su parte, los valores importados de bienes crecieron por quinto trimestre consecutivo, reflejando el incremento de los precios internacionales de los bienes manufacturados.

En el mercado de cambios, la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes sumada a la evolución de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes de US\$2.402 millones en el tercer trimestre, disminuyendo en unos US\$3.700 millones respecto al trimestre previo. Esto impulsó a que el BCRA vendiera US\$396 millones en el mercado de cambios que, junto con los ingresos netos de deuda financiera del sector público y BCRA por unos US\$900 millones, llevaron el nivel de reservas internacionales a US\$42.911 millones al fin del trimestre.

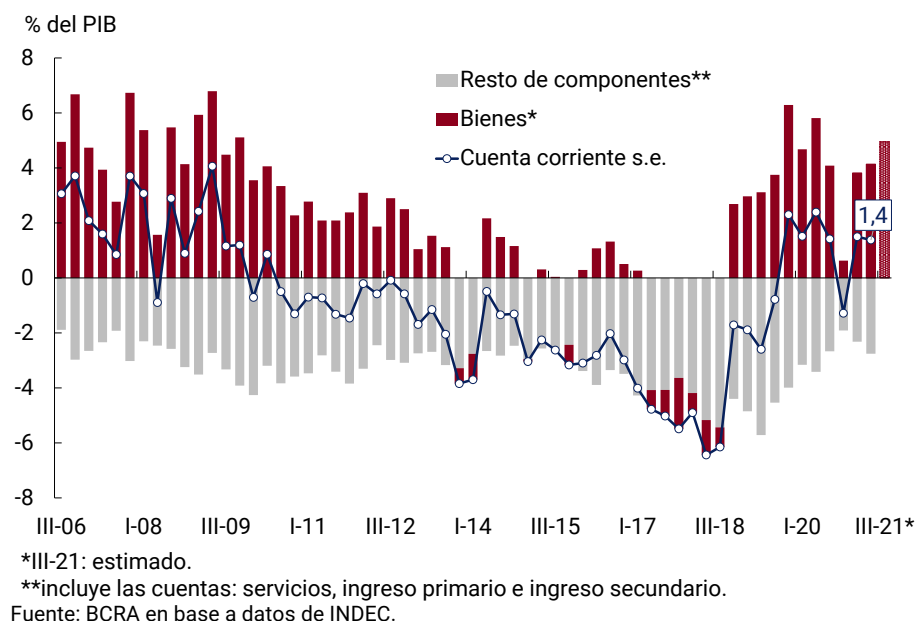
Desde una perspectiva anual, se espera que el año cierre con un superávit de cuenta corriente, sostenido por el superávit comercial de bienes. Los principales factores de riesgo para el sector externo de la economía argentina hacia delante los constituyen un eventual recrudecimiento de la pandemia de COVID-19 por la expansión de nuevas cepas, o bien que el cambio en el sesgo de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales del mundo derive en una desaceleración de la economía global, sumado ello al potencial impacto que un deterioro en las condiciones financieras internacionales pudiera tener sobre la trayectoria de los precios de las materias primas.

### 4.1. En el tercer trimestre de 2021 la economía habría sostenido el superávit de cuenta corriente

En el segundo trimestre de 2021 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un superávit de cuenta corriente de US\$2.763 millones —equivalente a 1,4% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. La mejora de los precios internacionales de las principales materias primas agrícolas exportadas por Argentina fue el principal factor detrás de este resultado.

En el tercer trimestre de 2021, el aumento de las cantidades exportadas permitió incrementar el saldo comercial de bienes. En este contexto se espera que la cuenta corriente vuelva a exhibir un saldo positivo en torno a 1,5% del PIB (ver Gráfico 4.1).

**Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados**

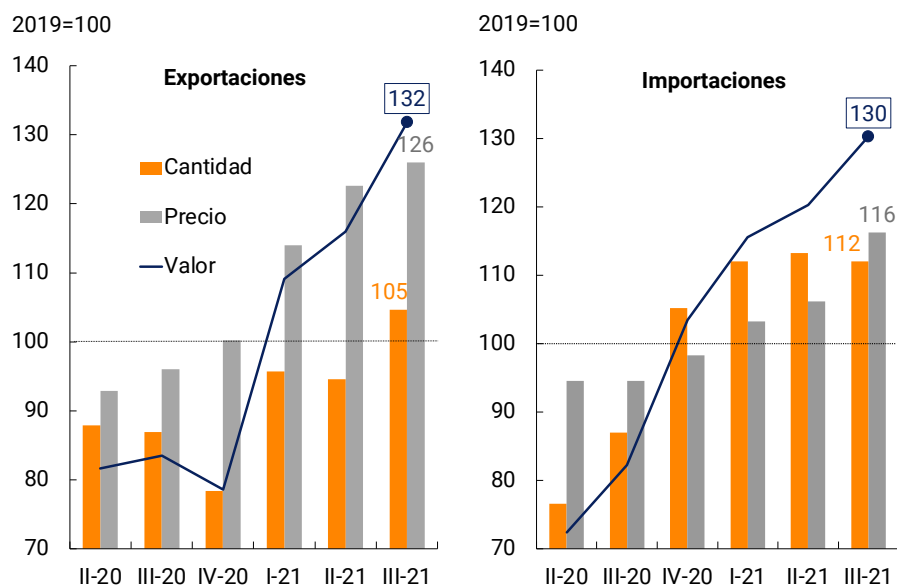


En ese lapso los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron los US\$21.461 millones (*Free on Board* –FOB–) a precios corrientes, apenas US\$2 millones por debajo del récord del tercer trimestre de 2011 (ver Apartado 3 / Las exportaciones de bienes a diez años del récord). Esta evolución favorable de las exportaciones de bienes obedeció principalmente al desempeño de las cantidades exportadas, que crecieron 11% trimestral s.e. y superaron por primera vez los registros prepandemia. En menor medida, también contribuyeron positivamente los precios de exportación que crecieron 3% respecto al trimestre anterior.

Tres de los cuatro principales rubros de exportación tuvieron incrementos en los volúmenes exportados en el tercer trimestre del año. Solo se registró un descenso de los envíos de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA; -2% trim. s.e.), afectados por las menores ventas de carnes. Las cantidades exportadas de combustibles crecieron 64% respecto al trimestre anterior, impulsadas principalmente por los envíos de energía eléctrica a Brasil, mientras que las de Productos Primarios (PP) aumentaron 31% s.e., destacándose los embarques de maíz que marcaron un récord trimestral al alcanzar los 14,0 millones de toneladas. Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) tuvieron un crecimiento más moderado (7% trimestral s.e.), traccionadas por las ventas externas de material de transporte terrestre.

Por su parte, entre julio y septiembre de 2021 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$15.994 millones (CIF), un 51% por encima del promedio trimestral registrado en 2020 y un 30% superior al promedio de 2019. En el caso de las compras externas, fueron los precios de importación los que explicaron esta nueva suba (crecieron 10% en el trimestre), mientras que los volúmenes adquiridos exhibieron una leve caída (1% trimestral s.e.) y parecen estancados desde comienzos de año (ver Gráfico 4.2).

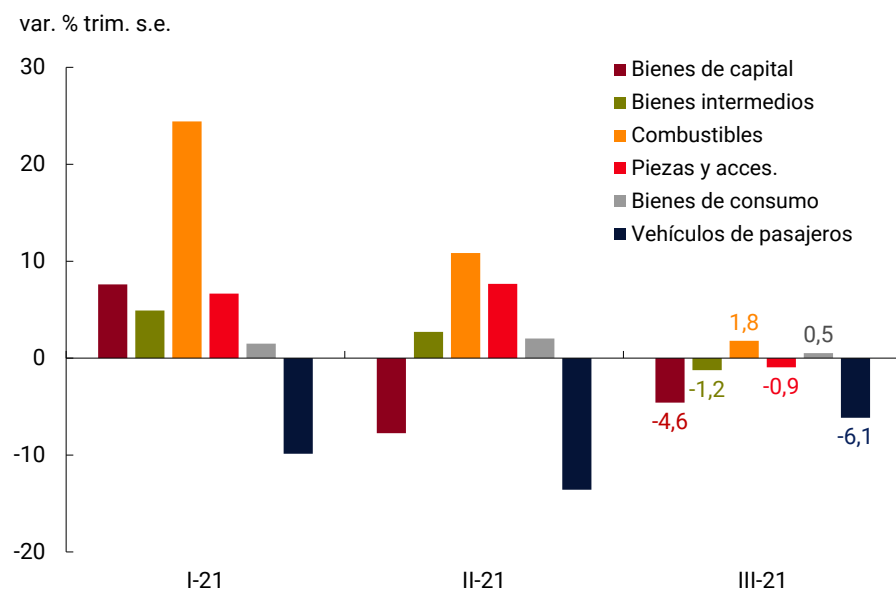
**Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

A nivel de uso económico, las cantidades importadas presentaron comportamientos mixtos. Respecto al trimestre anterior se registraron aumentos en los volúmenes adquiridos de combustibles (2% trimestral s.e.) y bienes de consumo (1% trimestral s.e.), mientras que el resto mostró retrocesos, siendo los más destacados los de vehículos para pasajeros (6% trimestral s.e.) y bienes de capital finales (5% trimestral s.e.; ver Gráfico 4.3).

**Gráfico 4.3 | Cantidades importadas. Series ajustadas por estacionalidad**

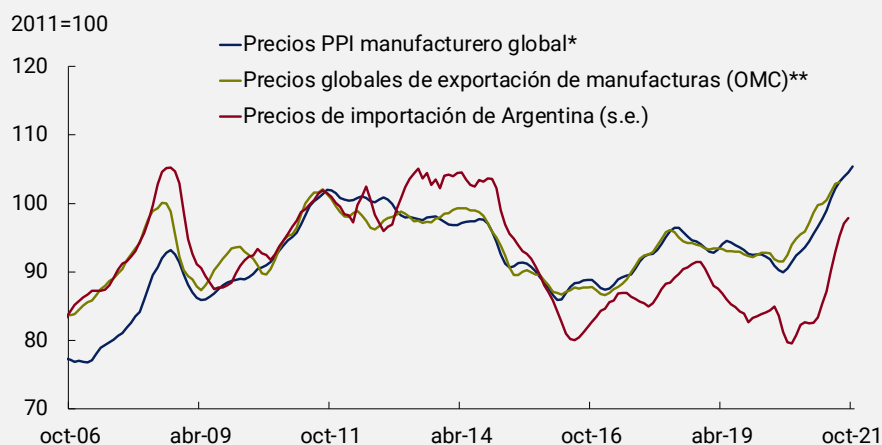


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

## Recuadro. Los precios de las importaciones en perspectiva global

Uno de los rasgos característicos de la economía argentina es su condición de importador neto de manufacturas. En el periodo 2016-2020 las manufacturas de origen industrial dieron cuenta de más del 80% de las importaciones totales de bienes. Dado este patrón de comercio, es esperable que los precios de las importaciones medidos en dólares estén estrechamente vinculados con los precios globales de las manufacturas. Con algunas excepciones<sup>23</sup>, este ha sido el caso en los últimos 15 años (ver Gráfico 4.4).

**Gráfico 4.4 | Precios de importación y precios globales de manufacturas (prom. móv. 3 meses)**



\*Promedio ponderado de los índices de precios al productor de manufacturas expresados en dólares de China, Estados Unidos y Japón, de acuerdo a la participación de cada país en la producción industrial global (2014).

\*\*Índice de precios de exportación de los principales 9 exportadores mundiales de manufacturas.

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

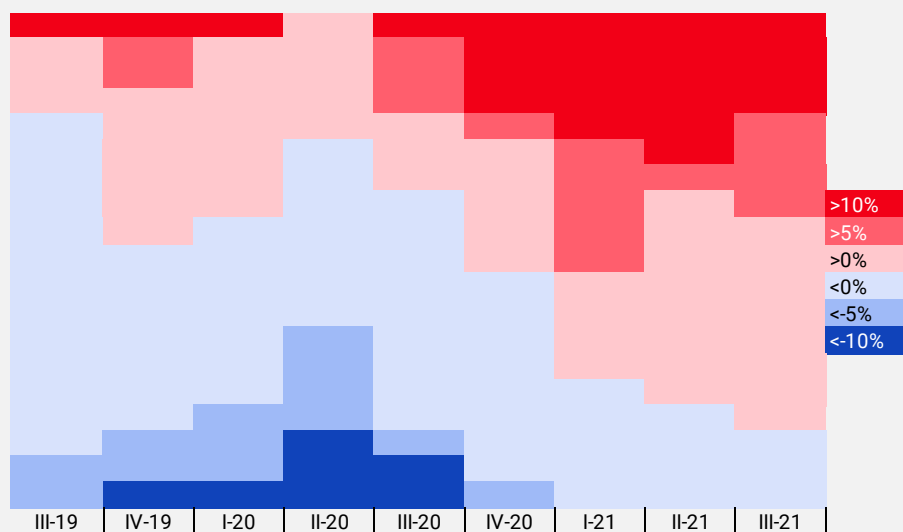
En los últimos meses se produjo un resurgimiento de presiones inflacionarias a nivel global con variaciones de precios que no se habían observado en más de una década (ver Apartado 1 / La suba de la Inflación internacional). En este contexto, las manufacturas no fueron una excepción. El índice de precios de exportación de manufacturas elaborado por la Organización Mundial de Comercio (OMC) marcó un incremento interanual de 9% en dólares en julio de 2021 (último dato disponible). Los registros de los índices de precios del productor de bienes manufacturados de agosto y septiembre de las principales potencias industriales sugieren que la tendencia alcista se mantuvo firme a lo largo del tercer trimestre. En este marco, los precios de importación en dólares de la economía argentina tuvieron una suba interanual de 19% en septiembre.

Este dinamismo de los precios de importación fue muy difundido. Por tercer trimestre consecutivo 16 de los 19 agrupados mostraron incrementos respecto con el período previo (ver Gráfico 4.5). En el período julio-septiembre se destacaron por su intensidad las subas de los precios en dólares de los insumos minerales (33% trimestral), combustibles básicos (19%), fibras textiles (17%) y combustibles elaborados (13%). En términos interanuales, algunas de estas categorías se encarecieron significativamente: insumos minerales (+106% i.a.), combustibles elaborados (+ 97% i.a.), plástico y caucho (+59% i.a.) e insumos químicos (+41% i.a.).

23 Cabe destacar que el índice de precios de importación es un índice del tipo Paasche, lo que significa que su medición es sensible a los cambios en la canasta de bienes importados. Los momentos de desacople entre este índice y los precios globales de las manufacturas responden, entre otros motivos, a variaciones en la participación de los combustibles elaborados en las compras externas.



**Gráfico 4.5 | Precios de importación**  
Var. % trim.



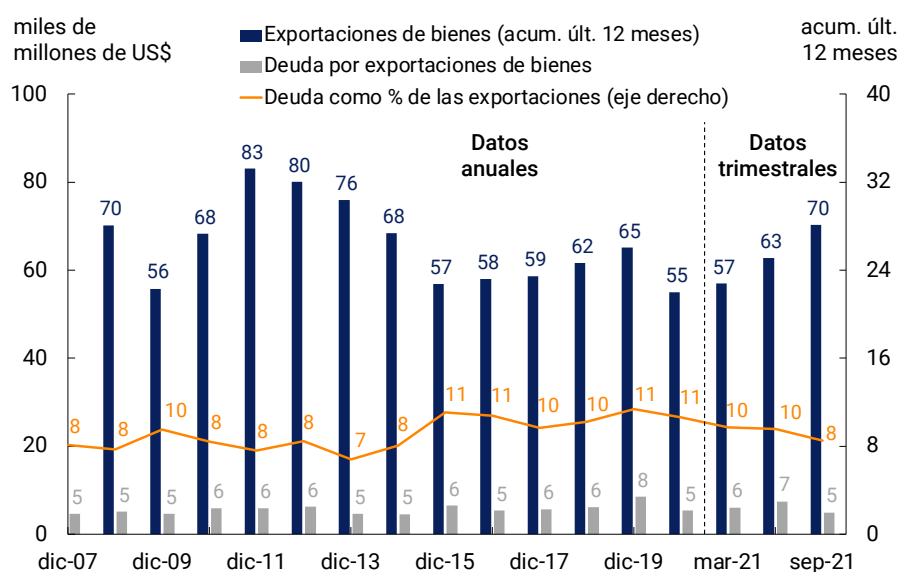
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, los precios de las exportaciones de bienes crecieron 3% en el tercer trimestre, lo que constituyó una desaceleración respecto al ritmo del primer semestre del año. De esta manera, como consecuencia del crecimiento más acelerado de los precios de importación, los términos de intercambio —el cociente entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones— se deterioraron 1% en el tercer trimestre de 2021. No obstante, continúan siendo favorables en términos históricos.

#### 4.3. En los primeros nueve meses del año el BCRA registró las mayores compras netas de divisas en el mercado de cambios desde 2012

Durante el tercer trimestre de 2021, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$20.350 millones. Dado que las exportaciones de bienes se ubicaron en unos US\$22.850 millones, se estima una reducción de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de unos US\$2.500 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se reduce a 8%, respecto de los valores observados en los últimos años, nivel que no se verificaba desde marzo de 2015 (ver Gráfico 4.6).

**Gráfico 4.6 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones**



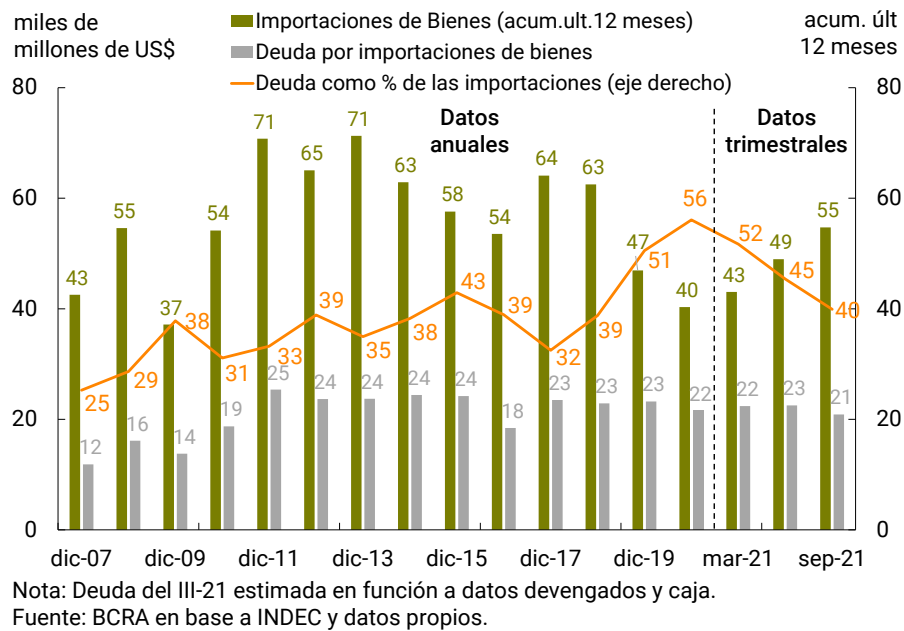
Nota: Deuda del III-21 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Durante el año 2020, el BCRA dispuso una serie de normas que apuntan a promover una más eficiente asignación de las divisas, que afectaron tanto la evolución de la deuda privada comercial como financiera, y que continúan vigentes para el año 2021<sup>24</sup>. En este contexto, durante el tercer trimestre de 2021, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios por US\$18.000 millones, estuvieron unos US\$ 1.650 millones por encima de las importaciones FOB del período, lo que implicaría una caída del endeudamiento con el exterior por este concepto (o aumento de los activos externos por pagos anticipados). Además, por el aumento en los últimos meses del valor de los despachos a plaza, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones registró una nueva caída, que implicó 5 puntos porcentuales respecto del trimestre anterior y 16 p.p. respecto del cierre de 2020 (ver Gráfico 4.7).

24 Siguiendo en la misma línea, a partir de octubre de 2021 entraron en vigencia nuevas adecuaciones a la normativa de exterior y cambios con efecto en los pagos de importaciones.

**Gráfico 4.7 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones**



Por último, en lo que respecta a la deuda financiera, y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020, mediante la Comunicación “A” 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios. Esta comunicación, que alcanzaba determinados vencimientos de capital entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021, fue prorrogada por la Comunicación “A” 7230, abarcando los vencimientos desde entonces hasta el fin de 2021.

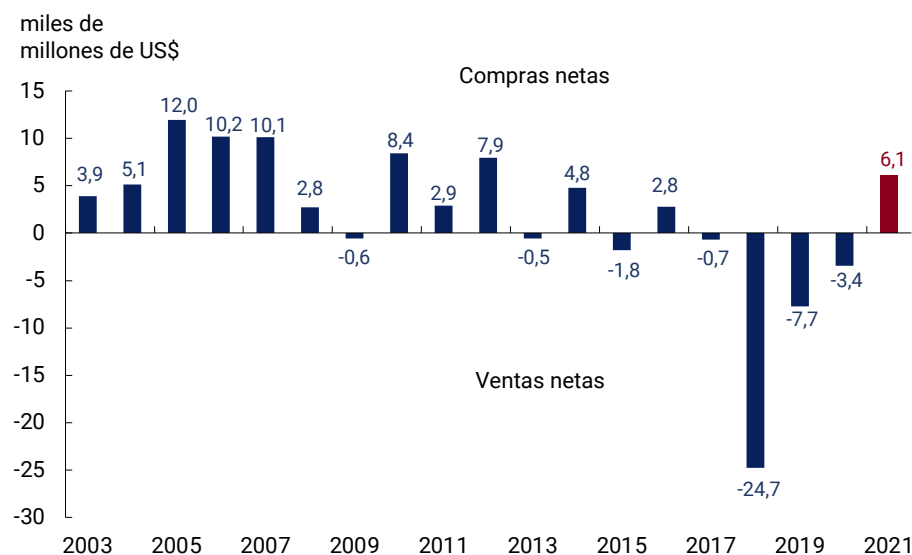
En este contexto, las renegociaciones registradas durante el tercer trimestre de 2021 de unas 25 empresas impactaron en menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$600 millones respecto de los vencimientos originales para ese mismo periodo. De esta manera, se acumularon en el año menores pagos netos por más de US\$1.900 millones.

La mencionada recuperación de las exportaciones, sumada a la evolución de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$12.964 millones en los primeros 9 meses del año, inferior en unos US\$2.000 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo periodo, implicando una significativa mejora respecto al mismo período del año previo (83%).

De esta manera, el BCRA acumuló hasta septiembre compras en el mercado de cambios US\$6.062 millones, constituyendo un valor récord para los primeros 9 meses del año desde el 2012 (ver Gráfico 4.8), mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$3.523 millones en el mismo período. Esta diferencia se explica principalmente por las cancelaciones netas de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del BCRA y el Gobierno Nacional con afectación directa a las reservas internacionales por unos US\$2.800 millones y pagos por operaciones cursadas a través de los Sistemas de Monedas Locales con Brasil, Uruguay y

Paraguay y ALADI por unos US\$500 millones, en parte compensado por el aumento de las tenencias de las entidades en cuentas en moneda extranjera en el BCRA por unos US\$800 millones.

**Gráfico 4.8 | Mercado de Cambios. Resultado acumulado enero a septiembre de cada año**



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

#### 4.4. Perspectivas

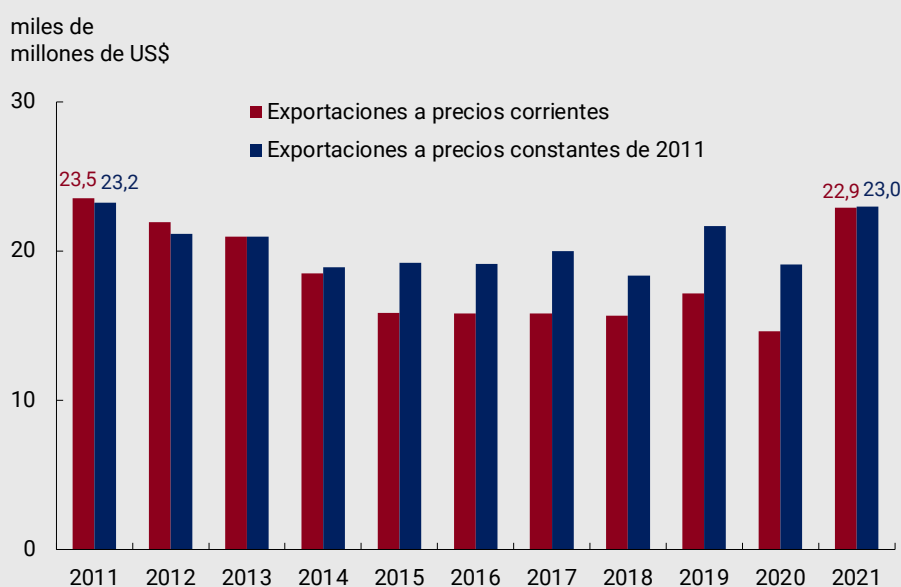
Para el último trimestre de 2021 se espera que la economía incurra en un ligero déficit de cuenta corriente, debido a la baja estacional del superávit de bienes típica de los últimos meses del año. De todos modos, el año cerraría con superávit, producto del elevado saldo positivo de bienes. Un recrudecimiento de la pandemia por la expansión de nuevas cepas de COVID-19 y/o una desaceleración de la economía global producto del cambio de sesgo de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales del mundo, sumado ello al potencial impacto que un deterioro en las condiciones financieras internacionales pudiera tener sobre la trayectoria de los precios de las materias primas, se constituyen como los principales factores de riesgo para el sector externo de la economía argentina.

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

## Apartado 3 / Las exportaciones de bienes a diez años del récord

El récord de exportaciones de bienes a precios corrientes para un tercer trimestre se alcanzó en 2011: US\$ 23.522 millones. Entre julio y septiembre de 2021, por primera vez en 10 años las ventas externas se aproximaron a ese valor, totalizando US\$ 22.904 millones. Los precios de las exportaciones explican una parte importante de esta mejora (crecieron 30% en términos interanuales)<sup>25</sup>, pero no puede soslayarse la contribución de las cantidades exportadas. En efecto, dado que los precios de exportación retornaron al nivel que tenían 10 años atrás, necesariamente los volúmenes exportados tuvieron que hacer lo propio para observar el valor exportado durante el tercer trimestre (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Exportaciones de bienes**  
Tercer trimestre de cada año

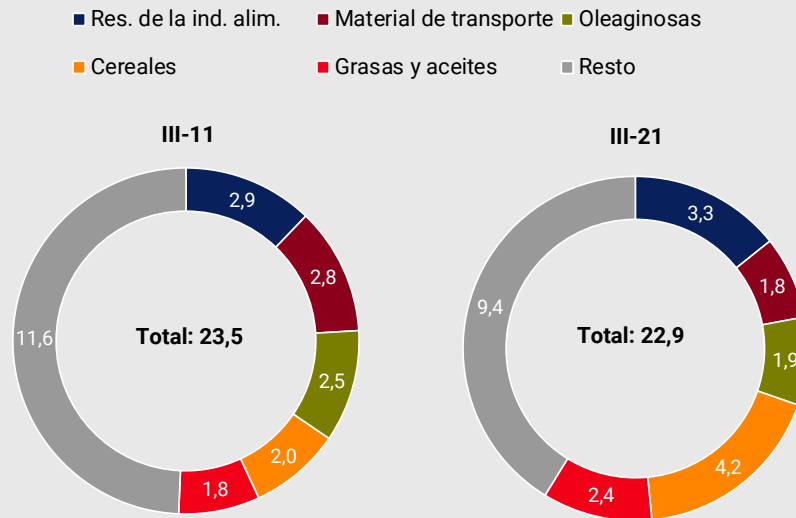


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Si bien los niveles son similares, pueden destacarse algunas diferencias en la composición de ambas canastas de exportación (III-21 vs III-11). Las principales cinco categorías de productos (de 48 posibles), siguen siendo las mismas: residuos de la industria alimenticia, cereales, semillas oleaginosas, material de transporte terrestre y grasas y aceites. Sin embargo, mientras que en el tercer trimestre de 2011 estos 5 agrupados concentraban el 51% de las ventas externas totales, en el tercer trimestre de 2021 su participación se extendió al 59%. Incluso entre las principales categorías se registraron movimientos en direcciones opuestas: mientras que más que se duplicaron las ventas externas de cereales, las exportaciones de material de transporte terrestre fueron un 37% inferiores a las de 10 años atrás, siendo, en términos absolutos, la categoría que mostró el mayor retroceso de las 48 existentes. Por último, también se destaca el cambio de composición de la oferta exportable del complejo sojero, en la que ganaron peso los derivados de la soja (Manufacturas de Origen Agropecuario) a expensas del poroto (Productos Primarios; ver Gráfico 2).

<sup>25</sup> Ver [Apartado 4 / Desempeño reciente de las exportaciones agrícolas](#) del IPOM Agosto de 2021.

**Gráfico 2 | Exportaciones de bienes**  
Miles de millones de US\$

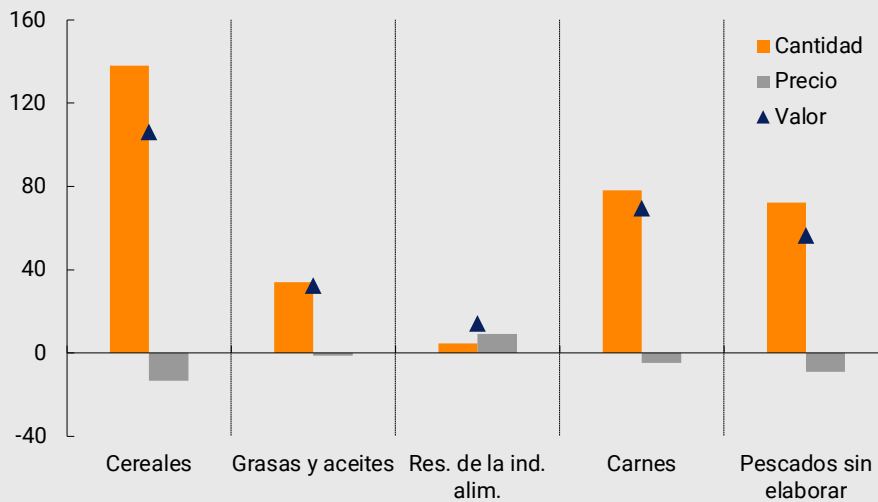


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Otras categorías que ganaron notoria participación en la canasta de exportación de Argentina fueron: energía eléctrica (+1,9 p.p.) y carnes y sus preparados (+1,8 p.p.); mientras que entre las categorías que perdieron terreno también se destacaron los carburantes (-1,4 p.p.), los minerales metalíferos (-1,3 p.p.) y los metales comunes (-1,3 p.p.).

**Gráfico 3 | Exportaciones de bienes**  
Categorías seleccionadas

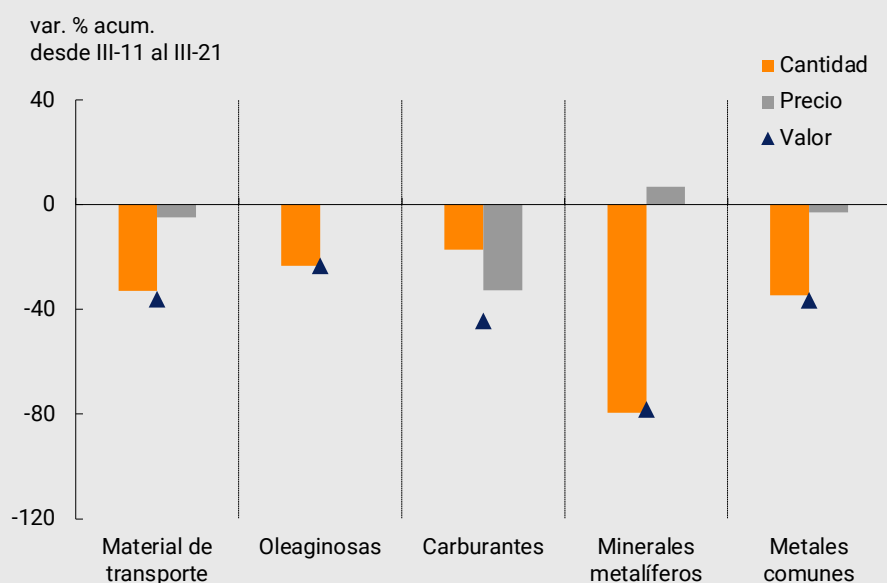
var. % acum.  
desde III-11 al III-21



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Tomando las cinco categorías que más ganaron<sup>26</sup> y las cinco que más cedieron participación en la canasta de exportación puede observarse que, en general, fueron fundamentalmente las variaciones en los volúmenes exportados las que estuvieron detrás de los cambios en los valores exportados (ver Gráficos 3 y 4).

**Gráfico 4 | Exportaciones de bienes**  
Categorías seleccionadas



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Las variaciones acumuladas de los volúmenes exportados en los últimos diez años reflejan distintas realidades sectoriales. En este período, la producción combinada de maíz, trigo y cebada (los principales cereales de exportación) creció 93% y el sector de la carne vacuna se vio impulsado por la penetración en el mercado chino. En contraste, las exportaciones de minerales metalíferos se redujeron a la mínima expresión debido al cese de operaciones de la Minera Bajo la Alumbraera en 2018 (principal productora de cobre) y el patentamiento de vehículos en Brasil (principal destino de las exportaciones automotrices de Argentina) cayó prácticamente a la mitad, lo que se refleja en la merma de las exportaciones de material de transporte desde nuestro país.

Si bien el comercio mundial está atravesando un periodo de inestabilidad como lo reflejan las disrupciones en algunas cadenas de valor específicas (ver Capítulo 2. Contexto Internacional), las expectativas hacia delante continúan apuntando a un escenario de oportunidades para la economía argentina. Para los próximos cinco años se espera que el volumen del comercio mundial de bienes crezca a una tasa anual promedio de 4,3%<sup>27</sup>, ligeramente por encima de la tasa de crecimiento del Producto global para el mismo periodo (3,2%). En este contexto, si las firmas argentinas lograran conservar la participación actual en el comercio mundial, Argentina experimentaría una trayectoria de crecimiento sostenida de las exportaciones, objetivo que contribuiría a la sostenibilidad externa de la economía, y daría espacio al Banco Central para revisar las regulaciones cambiarias vigentes con vistas a su progresivo relajamiento.

<sup>26</sup> Se excluye de este análisis a la energía eléctrica, cuarta en el ranking de categorías que más aumentaron su peso en la canasta de exportación de Argentina debido a que no se cuenta con series de precios y cantidades.

<sup>27</sup> Según lo reflejan las estimaciones del FMI en su último reporte *World Economic Outlook* (WEO de Oct-21)

## 5. Finanzas Públicas

Durante el tercer trimestre de 2021 las finanzas públicas nacionales continuaron fortaleciéndose debido a los mayores ingresos públicos. La recaudación tributaria nacional se ubicó en términos reales desestacionalizados 12,2% por encima del valor pre-pandemia (primer trimestre de 2020). Esta dinámica de la recaudación permitió desarrollar una política fiscal expansiva con vistas a un crecimiento económico con inclusión social. La recuperación de la demanda interna y los impuestos relacionados al comercio exterior —en un contexto mayores precios internacionales de las materias primas— determinaron esta evolución favorable. Asimismo, siguieron incidiendo positivamente las modificaciones normativas sobre impuestos dispuestas en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de fines de 2019 y en la Ley de Presupuesto Nacional 2021. Por otro lado, los recursos no tributarios (impulsados por el aporte solidario y extraordinario de las grandes fortunas) también aportaron a mejorar la situación de las cuentas públicas.

Se sostuvo el gasto social —en el marco de la emergencia social y económica que rige desde fines de 2019— y se impulsó un aumento del gasto de capital en línea con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2021, con el objetivo de apoyar el proceso de recuperación de la actividad económica. En sentido opuesto se verificó una trayectoria más acotada de las erogaciones extraordinarias asociadas a la evolución de la pandemia. Con todo, excluyendo los gastos extraordinarios en 2020 y 2021 destinados a mitigar los efectos de la pandemia y acompañar a los sectores más afectados, el gasto primario real se expandió 15% i.a. en el tercer trimestre de 2021.

Dada la trayectoria de ingresos y gastos, se continuó reduciendo el déficit fiscal. En los últimos 12 meses a septiembre de 2021, el déficit primario en base caja acumuló un saldo equivalente al 1,4% del PIB, significativamente inferior al observado durante el año 2020 (-6,4% del PIB). Cabe destacar, que ese valor incorpora los recursos por la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) que hizo extraordinariamente el Fondo Monetario Internacional (FMI) por aproximadamente 1% del Producto. A mediados de septiembre el Gobierno Nacional presentó el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 que prevé un déficit primario del SPNF de 4,0% del PIB durante el año en curso (sin incluir los recursos extraordinarios por la asignación DEGs que impactaron en los recursos hacia fines de septiembre) y una reducción de éste hasta 3,3% del Producto para 2022.

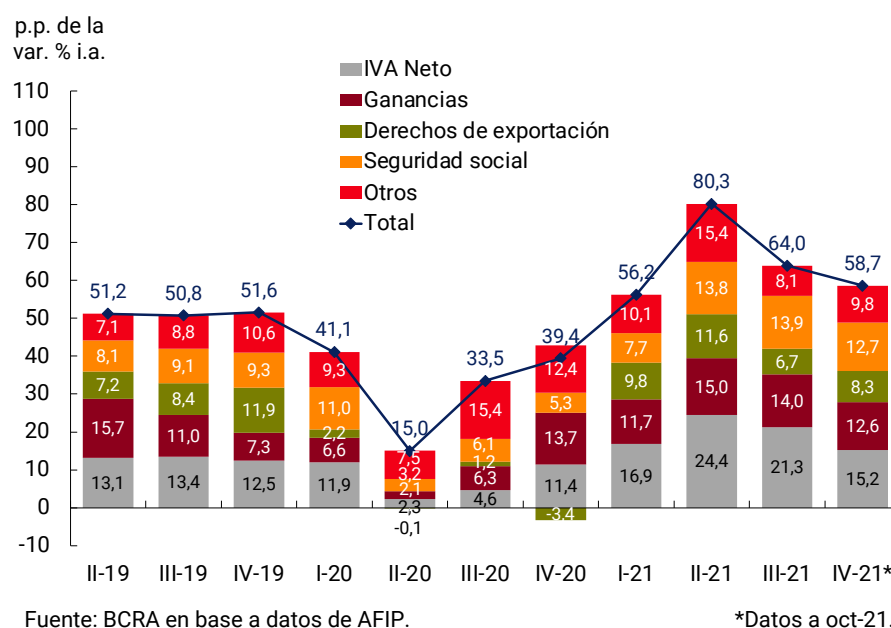
En lo que va del año 2021, en línea con las previsiones presupuestarias y en contraste con igual período del año pasado, se continuó observando un menor financiamiento monetario de las necesidades del Tesoro Nacional (TN), incluso teniendo en cuenta la mayor asistencia observada en los meses recientes. El Gobierno Nacional se encuentra negociando un acuerdo con el FMI para afrontar las cuantiosas obligaciones que se concentran en 2022 y 2023 (amortizaciones por unos US\$17.900 millones y US\$19.000 millones, respectivamente) derivadas del préstamo *stand-by* que tomó la administración anterior. Entre los riesgos que se enfrentan en el escenario fiscal, se destaca un eventual recrudecimiento de la pandemia que pudiera requerir intensificar las políticas de asistencia a personas vulnerables y a empresas y afectar negativamente los ingresos fiscales. Asimismo, persisten los desafíos para continuar implementando una política de financiamiento que priorice el desarrollo del mercado local de deuda.



## 5.1. Los ingresos fiscales mantuvieron un alto dinamismo, contribuyendo al fortalecimiento de las cuentas públicas

La recaudación tributaria nacional se incrementó 64% i.a. en el tercer trimestre de 2021 (ver Gráfico 5.1). Este aumento se explica por la consolidación de la recuperación económica y la baja base de comparación por el impacto de la pandemia durante el tercer trimestre de 2020. Además, continuaron aportando positivamente los mayores valores de los flujos del comercio internacional que están gravados. En términos reales, la recaudación se expandió 8% i.a. entre julio y septiembre. En octubre la suba nominal fue de 58,7% i.a. (+4,7% i.a. en términos reales).

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



Los tributos asociados al comercio exterior sostuvieron un buen desempeño. Los derechos de exportación crecieron 135% en octubre y 103% en el tercer trimestre. La suba responde tanto al sostenimiento del contexto internacional favorable para los precios de los principales productos de exportación como a la progresiva recuperación de la demanda externa. Los impuestos vinculados a las compras externas<sup>28</sup> también exhibieron un fuerte incremento durante el período: 66% i.a. en octubre y 90% i.a. en el tercer trimestre. Este comportamiento se continúa explicando básicamente por el aumento de los valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

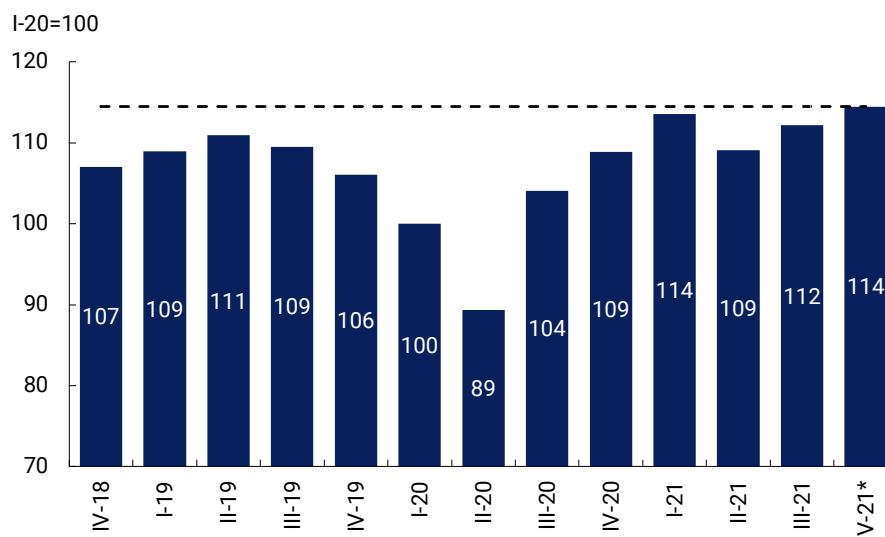
Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado —IVA—, Ganancias, Combustibles, entre otros) mantuvieron el dinamismo observado en el trimestre previo debido a la recuperación de la actividad económica y a la baja base de comparación —el tercer trimestre de 2020 la pandemia aún había impactado negativamente—. El Impuesto a las Ganancias subió 57,7% i.a. en octubre y 67,3% entre julio y septiembre en línea con lo observado en el segundo trimestre. Sobre este impuesto continúa afectando al alza el cambio normativo de septiembre de 2020 asociado a la retención sobre las compras de dólares y los gastos en moneda

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

extranjera a través de tarjetas de crédito. Además, se ve impactado negativamente por el incremento de las deducciones personales sobre las rentas de trabajadores en relación de dependencia y por las devoluciones en concepto de las diferencias adeudadas de meses pasados a dichos contribuyentes<sup>29</sup>. Para los próximos meses impactará al alza en la recaudación de ganancias la modificación que incorpora nuevas alícuotas de manera escalonada para sociedades, fijando la alícuota máxima en el 35% y manteniendo el impuesto sobre los dividendos en el 7%<sup>30</sup>. El IVA neto mantuvo un alto dinamismo, al crecer 79,9% i.a. entre julio y septiembre luego de haber aumentado 88,5% i.a. en el trimestre previo.

Los recursos de la seguridad social continuaron mostrando entre julio y septiembre el dinamismo observado en el segundo trimestre, explicado básicamente por la recuperación de los salarios y del empleo: crecieron 63,2% i.a. en el tercer trimestre (guarismo similar al observado entre abril y junio) y 65,0% i.a. en octubre. Este conjunto de tributos aún se encuentra impactado negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional, con reducciones en las contribuciones patronales del sector de la salud, los sectores críticos contemplados en el programa REPRO y en las provincias del Norte Grande.

**Gráfico 5.2 | Recaudación tributaria nacional (real desestacionalizada)**



\*Datos a oct-21.

Nota: excluye la recaudación del blanqueo.

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

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad creció 2,9% en el tercer trimestre y 2,0% en el comienzo del cuarto (con datos a octubre; ver Gráfico 5.2). El conjunto de impuestos nacionales reales descontado los efectos estacionales se ubican 12,2% por encima del nivel prepandemia (primer trimestre 2020) en el tercer trimestre y 14,4% en el cuarto (con datos a octubre). Este desempeño muestra la recuperación de los ingresos tributarios luego de los efectos nocivos de la pandemia del COVID-19.

29 La Ley 27617 aumentó el mínimo no imponible y la deducción especial para jubilados y empleados en relación de dependencia aliviando a los tramos de ingresos bajos y medios que estaban alcanzados por el impuesto, al tiempo que implementó un cronograma de devolución de lo retenido hasta el momento de entrada en vigor de la norma <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/345000-349999/348965/norma.htm>.

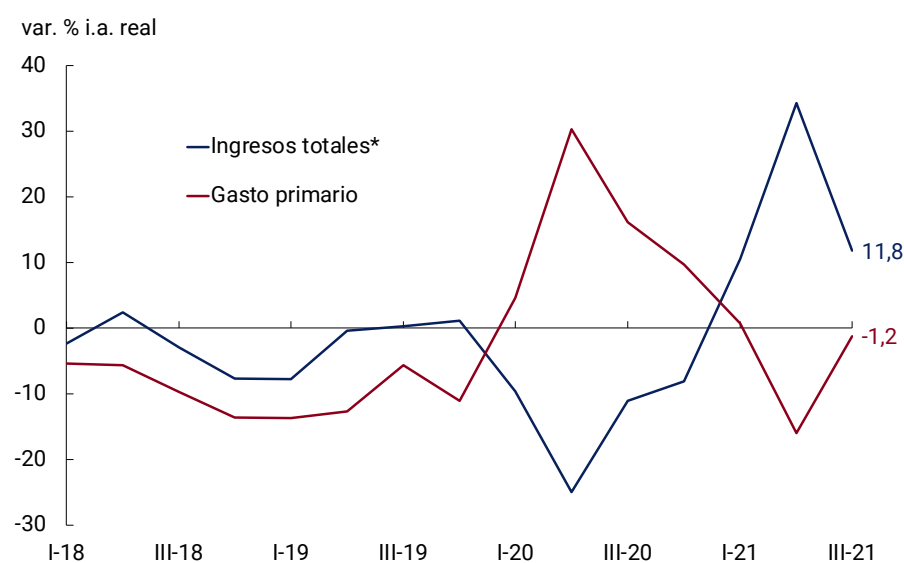
30 La Ley 27630 realizó modificaciones en las alícuotas sobre el Impuesto a las Ganancias para Sociedades. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/350000-354999/350982/norma.htm>

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 102,2% i.a. (33% i.a. real) entre julio y septiembre, tras haberse incrementado 99,4% i.a. durante el segundo trimestre del año. Sobre la comparación interanual del tercer trimestre impactó el cómputo en transferencias corrientes de la asignación extraordinaria de los Derechos Especiales de Giro (DEGs) que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia del COVID-19. Neto de este efecto los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 69,7% en el trimestre. Los ingresos no tributarios tuvieron un incremento de 1.209% i.a. en el tercer trimestre debido a la imputación de los recursos asociados al Aporte Solidario y Extraordinario para Ayudar a Morigerar el Impacto de la pandemia (entre julio y agosto se registraron \$61.641 millones por este concepto y acumulando en el año \$231.609 millones; Ley 27605) y de la asignación de DEGs (por unos \$427.400 millones). Las rentas de la propiedad avanzaron 118% i.a. entre julio y septiembre, a partir del cobro de servicios de los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) —que se encontraba suspendido durante el mismo periodo del año pasado—. En tanto, los recursos de capital continuaron disminuyendo en términos interanuales en el tercer trimestre, afectados por lo dispuesto en la Ley 27574 de defensa de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), que estipula la suspensión del financiamiento a la ANSES por parte del FGS para hacer frente a las erogaciones del programa de Reparación Histórica.

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en el tercer trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento superior al 65% i.a. aún impactado por la baja base de comparación del mismo trimestre de 2020.

## 5.2. El gasto primario del SPNF ajustado por estacionalidad mostró un aumento interanual en términos reales en el tercer trimestre permaneciendo por encima de los niveles prepandemia

**Gráfico 5.3 | Ingresos y gasto primario del SPNF**



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

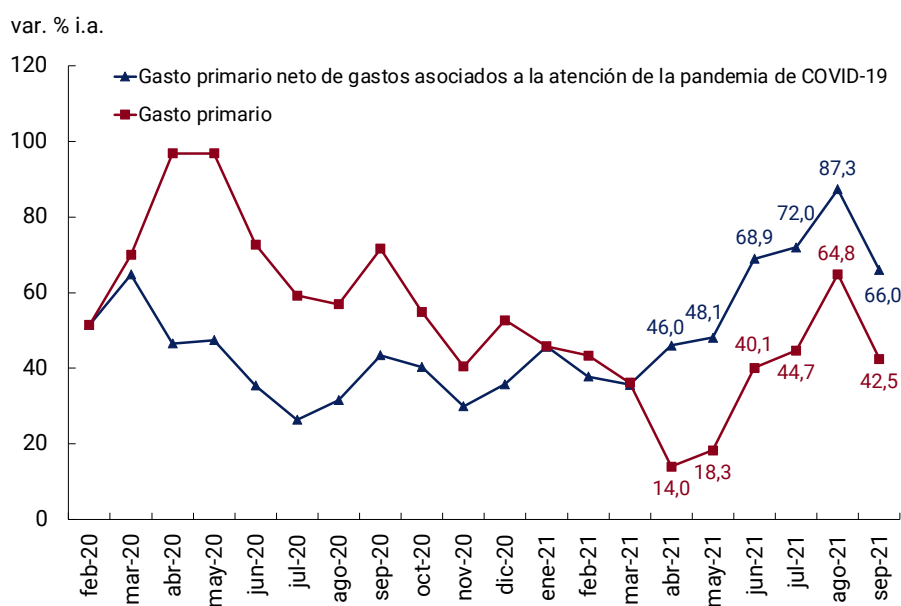
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 50,0% i.a. en el tercer trimestre y de 38,4% i.a. en el acumulado del año, por debajo del avance nominal de los ingresos en los nueve meses de 2021. En

términos reales, los gastos disminuyeron 1,2% i.a. en el trimestre y 6,3% i.a. en los nueve meses del año acumulados. En tanto, los ingresos<sup>31</sup> a precios constantes aumentaron 11,8% y 25,6% i.a. en el tercer trimestre y lo que va del año, respectivamente (ver Gráfico 5.3).

Debe tenerse en cuenta que durante la mayor parte del corriente año las cuentas públicas se encontraron afectadas por una base de comparación que incluye los efectos de la pandemia, cuyo mayor despliegue se concentró en el segundo y tercer trimestre de 2020. En efecto, excluyendo los gastos extraordinarios en 2020 y 2021 destinados a mitigar los efectos de la pandemia y acompañar a los sectores más afectados, desde abril de 2021 el gasto primario se habría expandido a una tasa nominal aproximadamente 25 p.p. mayor a la del gasto primario sin deducciones por gasto COVID-19 (ver Gráfico 5.4).

**Gráfico 5.4 | Gasto primario y gasto COVID-19 del SPNF**

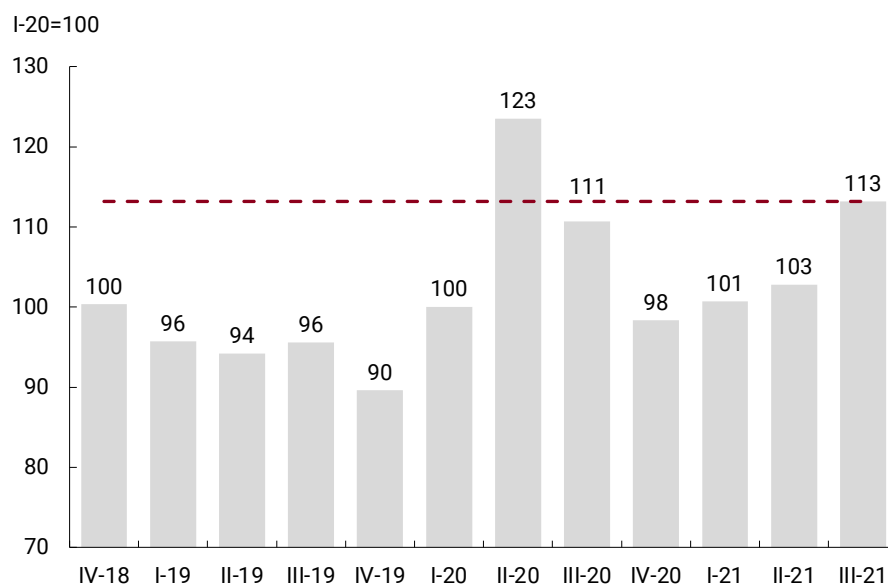


Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía.

En tal sentido, si se observa el gasto primario real desestacionalizado, éste se ubicó en el tercer trimestre de 2021 un 13% por encima del nivel prepandemia (I-20) y exhibió un aumento de 15% interanual (ver Gráfico 5.5).

31 Se comparan los ingresos netos del impacto que sobre los mismos tiene la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia del COVID-19 y fueron incorporados al Presupuesto como recursos por Transferencias corrientes por un total de \$427.400 millones.

**Gráfico 5.5 | Gasto primario real desestacionalizado del SPNF**



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

Durante el tercer trimestre de 2021, las prestaciones de la seguridad social explicaron la mayor parte del avance del gasto primario: crecieron 45,5% i.a. (vs. +32,2% i.a. en el primer semestre)<sup>32</sup>, en el marco de lo dispuesto por la Ley de movilidad previsional<sup>33</sup>. En cuanto a los programas sociales, se destacaron las erogaciones del programa de Políticas Alimentarias debido al incremento en la asignación del 50% y la ampliación del universo de personas beneficiarias hasta 14 años, a partir de febrero 2021, y del programa Potenciar Trabajo por el aumento tanto en la cantidad de personas como del Salario Mínimo Vital y Móvil desde septiembre. A su vez, los pagos del programa Acciones de Empleo —principalmente el REPRO II— registraron un incremento significativo a fines de asistir a los sectores productivos afectados de forma crítica por la pandemia. Por su parte, el crecimiento de las Asignaciones Universales por Hijo para Protección Social (AUH) y de la Asignación Universal por Embarazo (AUE) (+88,0% en el trimestre, +56,3% en el año) se explica por el adelanto del complemento correspondiente a la presentación de Declaraciones Juradas por escolaridad<sup>34</sup>. Con el fin de sostener el poder adquisitivo de los adultos mayores más vulnerables, la ANSES también dispuso el otorgamiento en agosto de un bono de \$5.000 a jubilados y pensionados que cobren hasta dos haberes mínimos.

En un contexto en el cual el Gobierno Nacional impulsó una política de contención de las tarifas de los servicios públicos —electricidad, gas, agua y transporte público—, los subsidios económicos explicaron una porción importante del aumento interanual del gasto: crecieron 118,8% i.a. en el tercer trimestre y 89,5% i.a. durante los primeros nueve meses del año. La suba resultó difundida entre los principales destinos asociados a la energía y al transporte público de pasajeros.

32 En septiembre las prestaciones de la seguridad social aumentaron 48,6% i.a.

33 El tercer aumento trimestral otorgado mediante la Ley de Movilidad 27609 para las jubilaciones, pensiones y asignaciones fue del 12,39% en septiembre de 2021, acumulando 36,2% en lo que va del año.

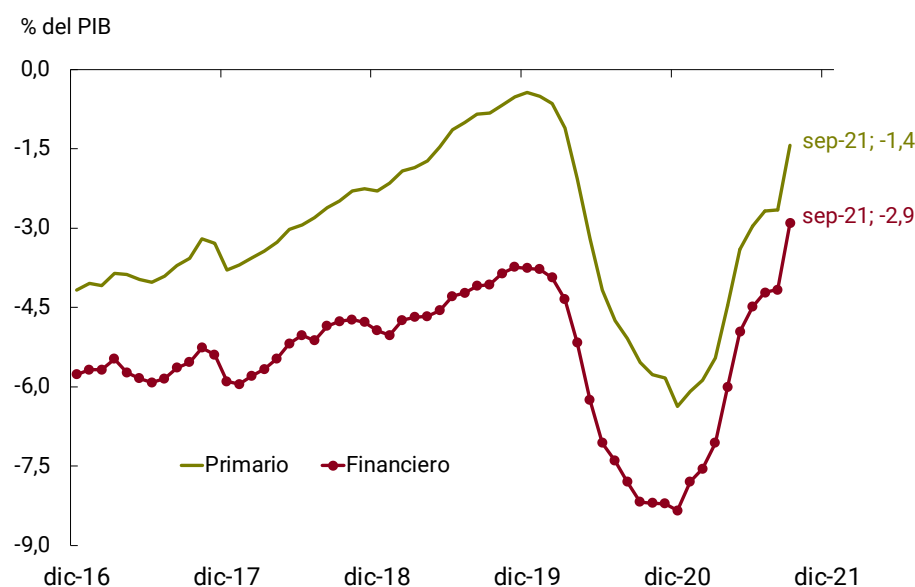
34 Cabe destacar que estos refuerzos se suman a la ampliación de la AUH, la AUE y las Asignaciones Familiares mediante diversas medidas, entre las que se encuentran la eliminación del tope máximo de hijos/as por familia; la reducción a 2 años del requisito de residencia legal en el país para grupos familiares extranjeros; la reincorporación a la Asignación Universal de las niñas, niños y adolescentes suspendidos por no haber presentado la libreta escolar o de salud, la eliminación del mínimo de ingresos para el cobro de asignaciones familiares; la determinación de mantener el pago de asignaciones a aquellos monotributistas con atraso en el pago de las cuotas y la extensión a 9 meses del cobro de la Asignación Universal por Embarazo, entre otras.

Las partidas asociables a remuneraciones (incluyendo las transferencias a universidades) crecieron 56,1% i.a. en el tercer trimestre y 44% i.a. entre enero y septiembre, mientras que los otros gastos corrientes lo hicieron en 163,5% i.a. y 111,6% i.a. respectivamente. Cabe señalar que en este último rubro se registran las compras de bienes y servicios (incluyendo las erogaciones asociadas a la compra de vacunas y los gastos asociados a la organización del acto eleccionario nacional) y el déficit de las empresas públicas, entre otros. Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron significativamente (28,8% i.a. en el tercer trimestre) respecto de 2020, cuando el Gobierno Nacional había asistido extraordinariamente a los distritos ante la abrupta merma de la recaudación. 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<sup>35</sup>.

El gasto de capital continuó mostrando dinamismo, en línea con la definición de prioridades expuestas en el Presupuesto Nacional 2021 para potenciar la recuperación de la actividad económica. En efecto, la Inversión Real Directa (IRD) creció durante el tercer trimestre 193% i.a, en tanto las transferencias para erogaciones de capital se incrementaron 37% i.a en el trimestre<sup>36</sup>. En los primeros nueve meses del año, el gasto de capital aumentó 113,6% i.a.

De esta manera, el déficit primario del SPNF acumulado en los últimos 12 meses a septiembre representó aproximadamente 1,4% del PIB (ver Gráfico 5.6). Neto de los \$427.400 millones provenientes de la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia del COVID-19, el déficit primario acumulado en los últimos 12 meses a septiembre representó aproximadamente 2,5% del PIB, por debajo de la previsión anual contenida en el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 –ver Recuadro. Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 (PPN-22)–. Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 2,9% del PIB (3,9% neto de DEGs).

**Gráfico 5.6 | Resultado del SPNF (acumulado 12 meses)**



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

35 Decreto 735/2020.

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

## Recuadro. Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022 (PPN-22)

El 15 de septiembre pasado el Gobierno Nacional presentó el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022.

Con una previsión de ingresos similar a la estimada para 2021 como proporción del PIB, el PPN-22 proyecta un incremento de la recaudación tributaria que permite compensar la reducción de los ingresos no tributarios (que en 2021 contemplan los recursos que se recaudaron por única vez asociados al Aporte Solidario Extraordinario).

Por el lado de los gastos, el documento oficial prevé un gasto primario estable en términos reales, aunque implicando una reducción de 0,7 p.p. del PIB en 2022. La reducción se concentra en las partidas de transferencias corrientes, en los gastos de consumo y en otros gastos corrientes. Por su parte, el PPN-22 prevé un significativo dinamismo de la partida de gasto de capital hasta alcanzar 2,6% del PIB en 2022 luego de estimar una ejecución de un monto equivalente a 2,3% del Producto en 2021.

Dada la trayectoria estable de los recursos y la merma de los gastos primarios, el proyecto prevé una reducción del déficit primario del SPNF desde 4% del PIB en 2021 hasta 3,3% del Producto en 2022.

### Cuadro 5.1 | Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022

Sector Público Nacional no Financiero

	2021		PPN-2022
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$
<b>Recursos totales</b>	<b>7.978.208</b>	<b>18,5</b>	<b>11.097.3</b>
Tributarios (incl. Seguridad Social)	7.280.052	16,9	10.511.6
Transferencias corrientes (excl. Asignación DEGs FMI)	16.114	0,0	7.3
Otros (incl. No tributarios y Rentas s/intra SP)*	682.042	1,6	578.3
<b>Gasto primario</b>	<b>9.711.382</b>	<b>22,5</b>	<b>13.111.4</b>
Gasto primario corriente	8.706.052	20,2	11.575.8
Gastos de Consumo	1.623.849	3,8	2.181.1
Prestaciones de la Seguridad Social	3.657.183	8,5	5.090.5
Transferencias Corrientes	3.040.357	7,1	3.901.9
Otros (incl. Déficit operativo Emp. Púb.)	384.663	0,9	402.1
Gasto de capital	1.005.330	2,3	1.535.6
<b>Resultado Primario</b>	<b>-1.733.174</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2.014.1</b>
Intereses (excl. Intereses intra SP)	578.555	1,3	947.7
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-2.311.729</b>	<b>-5,4</b>	<b>-2.961.8</b>
Utilidades BCRA	800.000	1,9	
Rentas intra SP	125.413	0,3	166.6

Fuente: Secretaría de Hacienda y Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022.

El resultado financiero se reduciría desde un -5,4% del Producto hasta -4,9% del PIB en 2022. El documento presupuestario no contempla la transferencia de utilidades del BCRA para 2022. En cuanto al financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional (TN), se prevé un monto de \$1,08 billones asociado a la asistencia financiera neta a partir de Adelantos Transitorios y prevé el refinanciamiento pleno de los vencimientos de deuda en cartera del BCRA.

### **5.3. En contraste con el año previo, en lo que va de 2021 el Gobierno Nacional afrontó sus necesidades con un menor financiamiento monetario pese a la mayor asistencia reciente**

Durante el tercer trimestre del 2021 el TN logró un refinanciamiento del 108% de los servicios de capital e intereses (en torno al 106% de refinanciamiento en octubre), lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$57.300 millones (a lo que se sumaron unos \$29.700 millones en octubre)<sup>37</sup>, acumulando un financiamiento neto en el año de unos \$443.300 millones (en torno al 117% de tasa de refinanciamiento). Las emisiones de instrumentos de deuda pública durante el trimestre se realizaron mayormente con títulos a tasa fija y ajustables por CER, y en menor medida con títulos ajustados a la evolución del dólar y a tasa variable.

La extensión de los plazos de los instrumentos emitidos se mantuvo relativamente estable durante el trimestre, en tanto que se verificó un aumento del costo de financiamiento en pesos. Por su parte, en el año se realizaron, durante el mes de junio y julio de 2021, operaciones de conversión voluntaria de deuda, que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos de corto plazo. 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 amplió el menú de inversiones disponibles para los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a partir de las licitaciones de Letras de Liquidez del Tesoro (LELITES), al tiempo que el Banco Central continuó operando en el mercado de futuros de títulos públicos.

En lo que va del año 2021, en contraste con igual período del año pasado, se continuó observando un menor financiamiento monetario de las necesidades del TN, incluso pese a la mayor asistencia observada en los meses recientes. En línea con las previsiones presupuestarias, en lo que va del año se transfirieron \$787.700 millones en concepto de giro de utilidades del BCRA al TN. Asimismo, hasta mediados de noviembre se verificó un otorgamiento neto de Adelantos Transitorios netos del BCRA al TN por \$147.600 millones. Cabe resaltar la decisión del Tesoro Nacional de cancelar Adelantos Transitorios con los \$422.174 millones recibidos como contrapartida de la venta de DEGs asignados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) al Banco Central de la República Argentina<sup>38</sup>. Asimismo, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso la colocación al BCRA de letras integradas en DEGs por un monto equivalente a US\$4.334 millones al BCRA, cuyo producido solo podrá aplicarse al pago de obligaciones con el FMI<sup>39</sup>.

---

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

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

39 Decreto 622/2021.

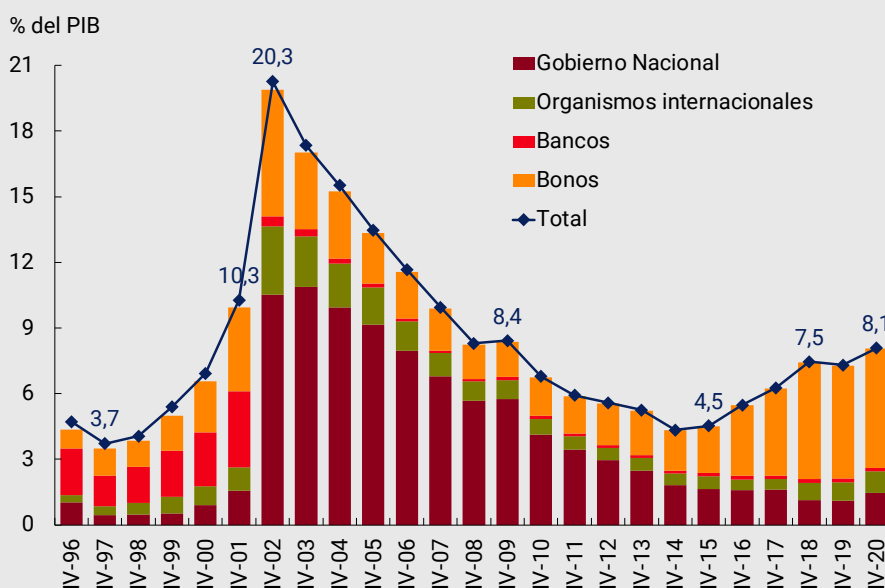


## Apartado 4 / Reestructuraciones de las deudas públicas provinciales

El Gobierno que asumió la conducción del país a partir del 10 de diciembre de 2019 implementó una serie de medidas sociales, productivas, regulatorias y de consolidación fiscal destinadas a afrontar las manifestaciones más inmediatas de la crisis en la cual la Argentina estaba inmersa. Tras los esfuerzos para estabilizar la macroeconomía, se redefinieron las prioridades de política con el objetivo de sentar las bases para iniciar un proceso de desarrollo económico sostenible. Luego de la reestructuración de la deuda pública nacional denominada en moneda extranjera bajo legislación extranjera y doméstica que se perfeccionó durante 2020, se emprendieron acciones para adecuar los compromisos del sector público provincial con sus posibilidades reales de atenderlos. Recientemente, la Provincia de Buenos Aires se sumó a la mayoría de los distritos sub-nacionales que lograron —con una amplia aceptación de la última oferta realizada a los acreedores— reestructurar sus pasivos, dando prácticamente un cierre al desafío de recrear las condiciones que permitan dotar de sostenibilidad fiscal a las provincias y a sus deudas públicas.

El extremadamente exigente perfil de vencimientos de la deuda pública sub-nacional que enfrentaba la Argentina a fines de 2019, había sido gestado a partir de un ciclo de sobreendeudamiento que experimentaron los gobiernos provinciales —al igual que la Nación—. Tras partir de un nivel de endeudamiento históricamente muy bajo a fines de 2015, la administración previa promovió que las necesidades de financiamiento sub-nacional se cubrieran con una significativa emisión de bonos provinciales y de toma de créditos con organismos internacionales, mayormente denominados en moneda extranjera y bajo legislaciones externas. Ello implicó que la deuda provincial consolidada pasara de 4,5% del Producto en 2015 a 7,3% del PIB a fines de 2019 (ver Gráfico 1). El endeudamiento provincial en bonos en términos del producto aumentó 143% en ese breve período.

**Gráfico 1 | Deuda pública provincial consolidada**



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

Entre 2016 y 2018 se realizaron en total colocaciones de deuda en bonos en moneda extranjera por un monto de US\$13.140 millones de dólares. Entre las emisiones más relevantes se encuentran las de la Provincia de Buenos Aires por un total de US\$5.818 millones, las de la Provincia de Córdoba por US\$1.985 millones y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires por US\$890 millones (ver Cuadro 1).

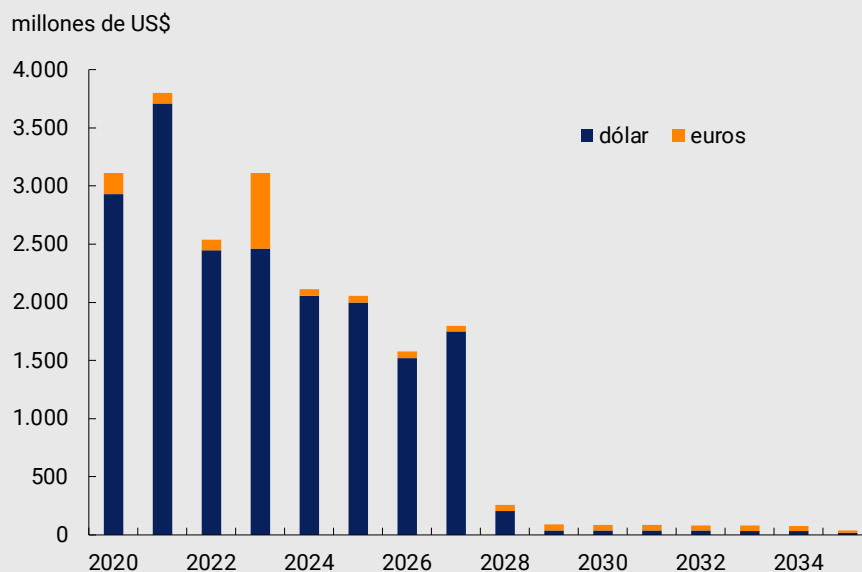
**Cuadro 1 | Emisión de deuda pública provincial en moneda extranjera**  
(Bonos; 2016-2018)

	Rendimiento promedio de colocaciones (%)	Vida promedio original bonos (promedio de años)	Monto en US\$ (en millones)
CABA	7,6	10,0	890
Chaco	9,5	7,0	250
Chubut	8,3	6,5	700
Córdoba	7,2	6,7	1.985
Entre Ríos	7,7	7,0	505
Jujuy	8,6	4,0	241
La Rioja	8,8	6,0	300
Mendoza	8,6	7,0	500
Neuquén	8,1	7,5	601
PBA	6,9	6,6	5.818
Río Negro	7,8		300
Salta	8,4	6,9	350
Santa Fe	7,0	7,8	500
Tierra del Fuego	9,5	6,1	200
<b>Total general</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8</b>	<b>13.140</b>

Fuente: BCRA.

Tras el fuerte proceso de endeudamiento externo de las provincias, la administración previa vio restringido completamente el acceso a los mercados voluntarios de deuda extranjera, y difirió unilateralmente el pago de los servicios de la deuda pública nacional. El exigente perfil de vencimientos de los bonos provinciales en moneda extranjera se volvió incluso más desafiante en el marco de la crisis macroeconómica que la Argentina experimentaba desde el segundo trimestre de 2018, considerando el creciente esfuerzo que demandaba la atención de los pasivos en monedas extranjeras ante el significativo aumento del tipo de cambio real y los menores ingresos fiscales asociados a una economía en recesión (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Perfil de vencimientos de la deuda pública provincial en moneda extranjera al 31 de diciembre de 2019**



Fuente: BCRA.

El vertiginoso crecimiento del pago de intereses como proporción del gasto total dañó la posición fiscal de los distritos. El gasto en rentas de la propiedad (básicamente intereses) del consolidado de la administración pública provincial pasó de representar el 1,5% del gasto total en 2015 a 4,7% en 2019. En este marco, varias jurisdicciones provinciales encararon a partir de 2020 —al igual que el nivel nacional— un proceso de reestructuración de sus títulos de deuda emitidos bajo legislaciones externas y denominados en monedas extranjeras. A la compleja situación que se derivaba de las imprudencias expuestas de la política de financiamiento, se sumaron los efectos nocivos e imprevistos de la pandemia de COVID-19.

Entre fines de 2020 y hasta inicios de noviembre de 2021 un total de 11 de las 12 provincias lograron reestructurar sus vencimientos de títulos internacionales involucrando un monto agregado de US\$12.300 millones, destacándose por su relevancia los acuerdos alcanzados por la Provincia de Buenos Aires (US\$7.150 millones, el 58% del total provincial reestructurado hasta el momento), Córdoba (US\$1.685 millones, con un 14%), Neuquén (US\$694 millones), Chubut (US\$623 millones), Mendoza (US\$530 millones) y Entre Ríos (US\$500 millones). En tanto, Tierra del Fuego aún continúa en un proceso de negociación.

El canje de deuda de la Provincia de Buenos Aires, el más significativo por su magnitud, implicó para la jurisdicción un alivio financiero de alrededor de unos US\$4.600 millones hasta el año 2027. Asimismo, se triplicó el plazo de repago de la deuda al tiempo que se logró una reducción del costo de la deuda en bonos<sup>40</sup>.

El ahorro de servicios de deuda derivado de los procesos de renegociación de pasivos externos resulta muy significativo, implicando casi US\$2.400 millones en 2021 y US\$1.500 millones en 2022, contribuyendo a mejorar el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos y a reducir la demanda de divisas (ver Cuadro 2).

40 Para más información, ver el siguiente [enlace](#).

**Cuadro 2 | Reestructuración de títulos internacionales provinciales**

millones de US\$		Ahorro de servicios	
Provincia	Monto (1)	2021	2022
Buenos Aires*	7.150	1.319	825
Mendoza	530	19	157
Neuquén**	694	66	25
Córdoba	1.685	770	-26
Chubut	623	96	62
Rio Negro	300	17	10
Salta	350	18	124
Entre Ríos	500	31	18
Jujuy	210	13	213
Chaco	250	22	96
<b>Total</b>	<b>12.292</b>	<b>2.371</b>	<b>1.502</b>

(1) en circulación al momento de la reestructuración

\*Monto estimado en dólares. Se reestructuraron bonos nominados en dólares y en euros.

\*\*Además, la provincia reestructuró préstamos con el Credit Suisse por alrededor de US\$173 mill.

Fuente: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2022.

La reestructuración de los títulos provinciales se sumó de esta manera al canje de la deuda pública nacional y a los procesos de refinanciación de las deudas de las empresas del sector privado —pasivos financieros con el exterior y/o títulos de deuda local nominados en moneda extranjera—. De esta manera se fue adecuando el perfil de los compromisos externos de los diferentes agentes de la economía argentina con las capacidades agregadas reales de honrarlos, contribuyendo a sentar bases sólidas que permitan un proceso de desarrollo económico sostenible.

## 6. Precios

La inflación minorista promedio mensual del tercer trimestre fue de 3%, reduciéndose en relación con el trimestre previo, en un período con variaciones acotadas del tipo de cambio nominal y una política de contención de las tarifas de los servicios públicos por parte del Gobierno Nacional. Sin embargo, tras la gradual desaceleración de la inflación que se evidenció desde abril hasta agosto, los registros de septiembre y octubre ascendieron a 3,5% y acumularon en 12 meses 52,1%. La inflación núcleo, es decir, aquella que descuenta los efectos de precios estacionales y regulados, se mantuvo cerca de 3,2% desde julio, manifestando una inercia que permanece todavía en niveles elevados.

En los últimos meses incidieron más de lo esperado factores transitorios cualitativamente anticipados en versiones anteriores del IPOM. Dentro de la inflación núcleo, los precios de los servicios se incrementaron a un ritmo mayor al de los bienes, luego de que su precio relativo se deteriorara en forma sostenida desde el primer trimestre de 2019. En línea con lo anticipado en el IPOM anterior, este desempeño obedeció a la recuperación de la demanda de servicios privados ante la reapertura de actividades en el marco de la mejora en la situación epidemiológica y, en menor medida, a las actualizaciones de las paritarias salariales. En el mismo sentido incidieron los precios internacionales —a partir de los mayores costos de las manufacturas globales y últimamente de las cotizaciones de la energía—, las restricciones de oferta en algunos productos, la recomposición observada de márgenes de comercialización en ciertos sectores y las mayores expectativas de inflación en un contexto de mayor volatilidad financiera.

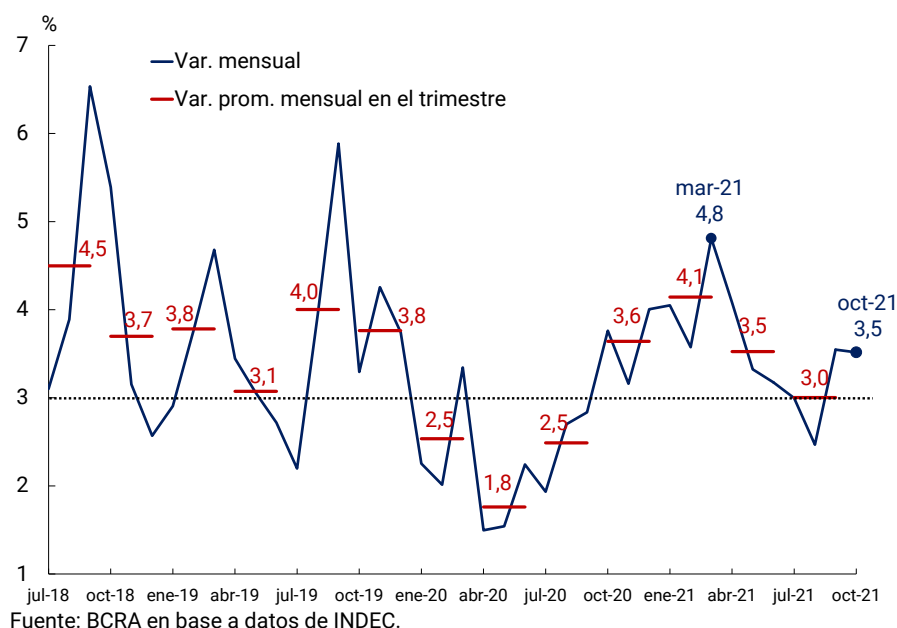
Los precios mayoristas revirtieron su tendencia de desaceleración en agosto, aunque las variaciones mensuales durante el tercer trimestre permanecieron en promedio en niveles inferiores a los del trimestre anterior, en especial de los manufacturados. El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) y los materiales que componen al Índice de Costo de la Construcción (ICC) se incrementaron a un ritmo inferior al de los bienes minoristas, aunque superior al evidenciado por el tipo de cambio, en parte influidos por los precios internacionales.

Hacia delante, el BCRA orientará sus esfuerzos para propiciar un entorno macroeconómico con niveles de inflación menores que los observados en la actualidad, sin dañar la recuperación económica en marcha. El programa de fijación de precios máximos, para un conjunto representativo de productos de consumo masivo lanzado a mediados de octubre por el Gobierno Nacional, contribuiría en el mismo sentido durante los últimos meses del año. En lo que resta de 2021 se prevé que las tasas mensuales de inflación oscilen en torno al promedio registrado en el tercer trimestre mientras que, por efecto base de comparación, las tasas interanuales comenzarían a descender recién hacia fin de año.

### 6.1. La inflación se redujo en el tercer trimestre y se incrementó desde septiembre

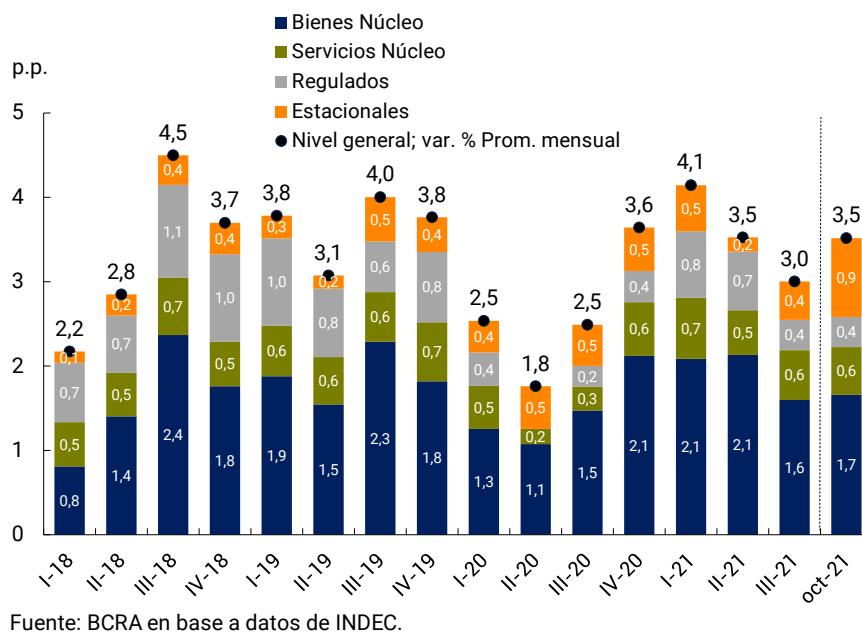
Durante el tercer trimestre de 2021 los precios minoristas registraron un alza mensual promedio de 3,0%, desacelerándose 0,5 p.p. en relación con el período previo (ver Gráfico 6.1). La inflación trimestral fue la más acotada desde el tercer trimestre de 2020, siendo uno de los registros más bajos de los últimos tres años. Tras la tendencia a la reducción gradual de la inflación que se evidenció desde abril hasta agosto, los registros de septiembre y octubre subieron y se ubicaron en 3,5%.

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



El menor ritmo de suba del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el tercer trimestre se explicó principalmente por la desaceleración de la categoría Núcleo (3,2% promedio mensual, -0,7 p.p. respecto al II-21) y, en menor medida, por la de Regulados (1,8%, -1,7 p.p.), favorecidos por la contención de las tarifas de los servicios públicos. La categoría Estacionales (3,9%, +2,5 p.p.) se aceleró, como sucede habitualmente en el mismo período de cada año, debido fundamentalmente al mayor ritmo de incremento en los precios de los servicios vinculados al turismo y también de las frutas y verduras (ver Gráfico 6.2, ver Apartado 5/ Los precios estacionales y su influencia sobre la volatilidad de la inflación mensual).

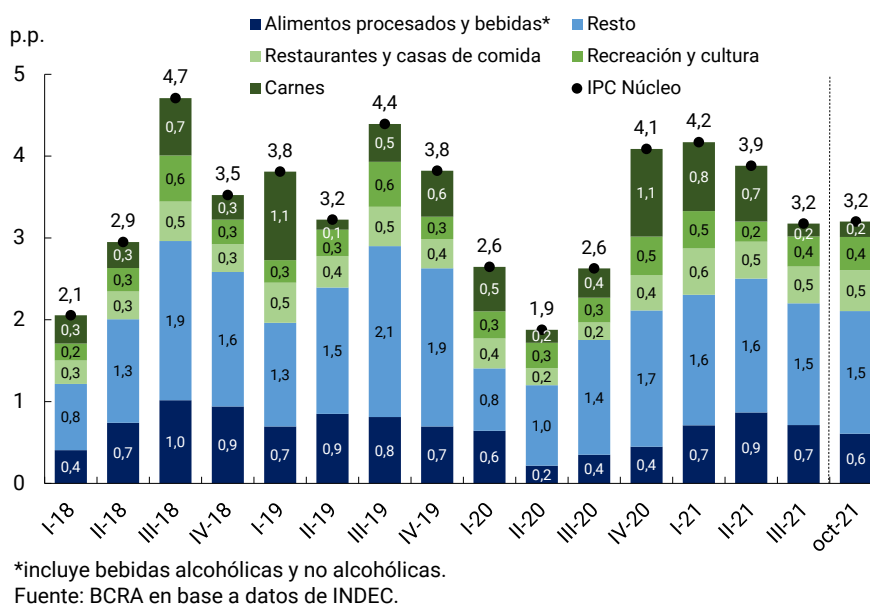
**Gráfico 6.2 | IPC. Contribuciones de los Estacionales, Regulados y Núcleo bienes y servicios en el trimestre**



La reducción de la inflación en el tercer trimestre fue consecuencia de la desaceleración de los bienes (3,0% promedio mensual, -0,9 p.p. respecto al II-21), en un marco de variaciones acotadas en el tipo de cambio. A nivel divisiones, Alimentos y bebidas no alcohólicas (2,6% promedio mensual, -0,9 p.p. respecto al II-21) fue la de mayor contribución a la reducción en el ritmo de incremento de los bienes. También incidió, en menor medida, la desaceleración de Prendas de vestir y calzado (3,5% promedio mensual, -0,3 p.p. respecto al II-21). En sentido opuesto la división Bebidas alcohólicas y tabaco (3,7%, +0,1 p.p. respecto al II-21) se aceleró levemente.

La desaceleración de los Alimentos y bebidas se verificó tanto en los envasados como en los frescos si bien continuó la recuperación de los precios relativos de los procesados tras la actualización de los programas de acuerdos de precios. El ritmo más acotado de aumento de los alimentos frescos se explicó por la evolución de las carnes y sus derivados que compensó los mayores registros de las verduras y las frutas. En efecto, los precios minoristas de la carne bovina recortaron marcadamente su ritmo de expansión por tercer trimestre consecutivo, promediando en el trimestre una variación mensual de 1% (-3,3 p.p. respecto a II-21), contribuyendo significativamente a la reducción de la inflación núcleo. En septiembre e inicios de octubre los precios de los alimentos envasados se aceleraron y, en ese contexto, el Gobierno Nacional lanzó el programa de precios máximos sobre un conjunto de 1.432 productos de consumo masivo<sup>41</sup>.

**Gráfico 6.3 | IPC Núcleo desagregada. Variación promedio mensual por trimestre y contribuciones por componentes seleccionados**



En sentido contrario, los precios de los servicios (3,0% promedio mensual, +0,4 p.p. respecto al II-21) se aceleraron durante el tercer trimestre y crecieron a un ritmo levemente superior al de los bienes. Este desempeño, en línea con lo anticipado en el IPOM anterior, obedeció principalmente a la recuperación de la demanda de servicios privados, que integran fundamentalmente la categoría Núcleo del IPC, traccionada por la reapertura de actividades ante la mejora de la situación epidemiológica. En menor medida, las actualizaciones de las paritarias salariales que tuvieron lugar en el tercer trimestre también habrían contribuido a explicar el mayor ritmo de suba de los servicios. Las divisiones que más aportaron a la aceleración fueron Restaurantes y hoteles (3,9% promedio mensual, +0,3 p.p. respecto al II-21) y Recreación y cultura (3,5%, +1,2 p.p.; ver Gráfico 6.3).

41 Resolución 1050/2021 – Secretaría de Comercio Interior

Los precios de los servicios turísticos que integran la categoría Estacionales —alojamiento, transporte, paquetes y excursiones— generalmente incrementan su ritmo de suba en el tercer trimestre de cada año debido al receso invernal. En 2021 la aceleración habría sido mayor ante la recuperación de la demanda traccionada por la reducción de las restricciones y por el plan de estímulo al sector lanzado por el Gobierno Nacional (Prevía). En

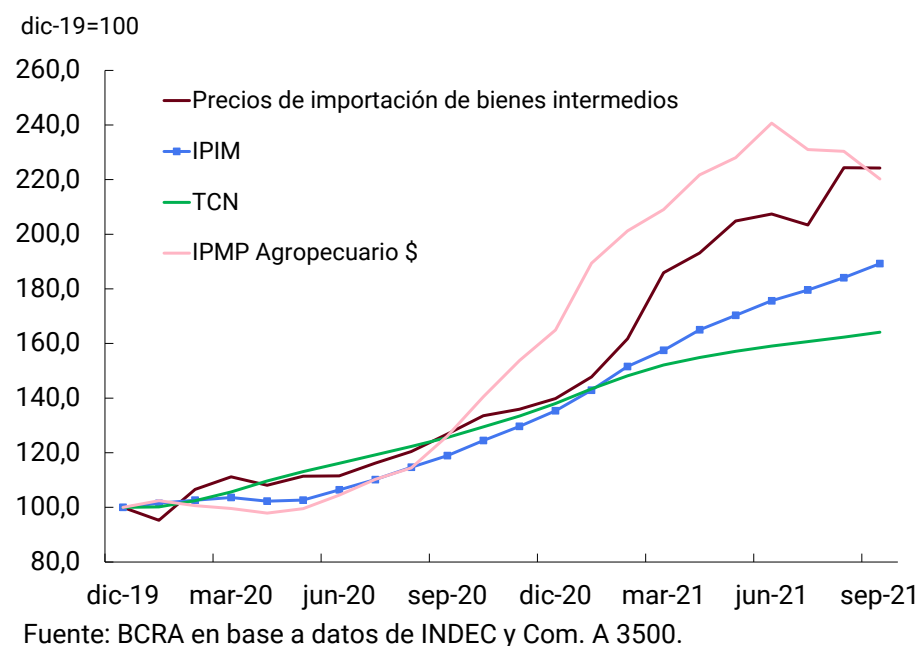
sentido contrario, los servicios regulados se desaceleraron en el tercer trimestre como resultado de la profundización de la política de contención de las tarifas de los servicios públicos —electricidad, gas, agua y transporte— por parte del Gobierno Nacional. En especial impactó en el trimestre la reducción de la tarifa de gas en algunas localidades del país a raíz de la ampliación del Régimen de Zona Fría a partir de agosto.

Respecto al resto de los servicios regulados, continuaron destacándose los aumentos autorizados en las cuotas de medicina prepaga<sup>42</sup> y de los colegios privados. En sentido contrario, el precio de la telefonía e internet redujo el ritmo de incremento durante el tercer trimestre.

## 6.2. La reducción en la inflación mayorista durante el tercer trimestre fue más pronunciada que en los bienes minoristas

En el tercer trimestre los precios mayoristas capturados por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) continuaron creciendo a una tasa mensual promedio menor a la de los bienes minoristas y verificaron una desaceleración más pronunciada (2,5%, -1,2 p.p. respecto a II-21). Tras la tendencia a la baja en los registros mensuales que se verificó entre febrero y julio, las variaciones del IPIM subieron levemente. Desde mediados de 2020 los precios mayoristas, al igual que los minoristas, continuaron creciendo a un ritmo superior al del tipo de cambio nominal, dinámica que estaría parcialmente explicada por el impacto de los precios internacionales de las materias primas (ver Gráfico 6.4).

**Gráfico 6.4 | IPIM, tipo de cambio nominal y precios internacionales de las materias primas (IPMP)**

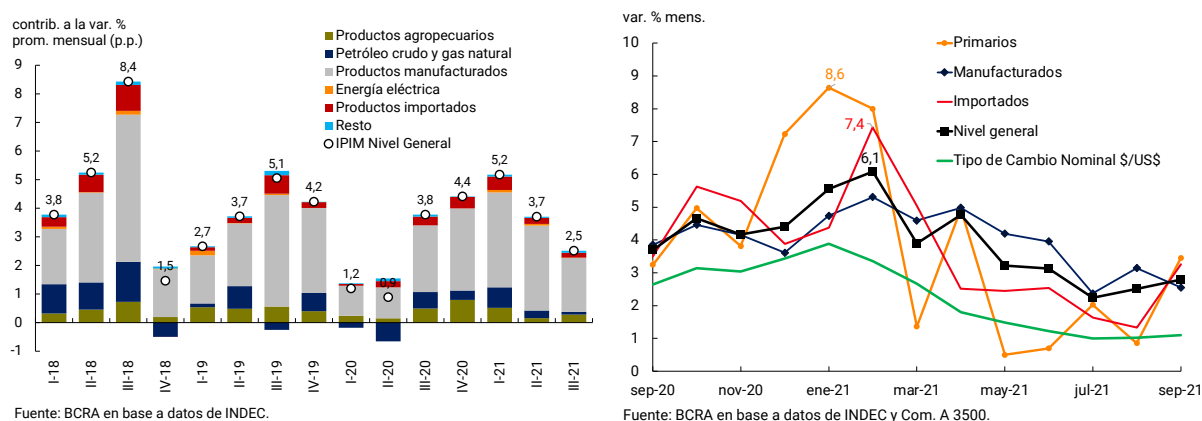


42 Resolución 2125/2021.



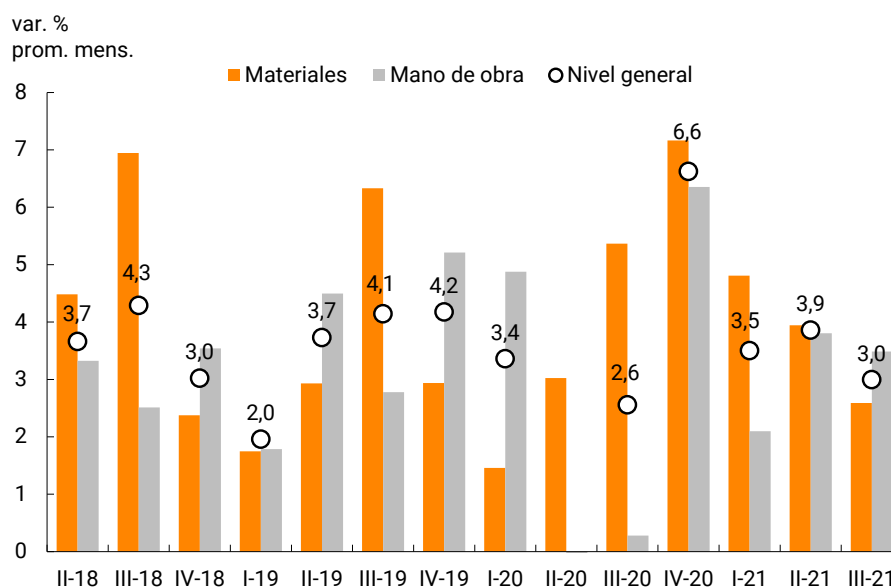
Al interior del IPIM, los Productos Manufacturados (2,7%, -1,7 p.p. respecto al II-21) fueron los que más contribuyeron a la desaceleración en el trimestre reflejando principalmente el menor ritmo de suba de los Productos refinados del petróleo (0,9% promedio mensual, -6,5 p.p.) y en menor medida, de las Sustancias y productos químicos (2,4% promedio mensual, -2,2 p.p.). En el resto de los componentes del agrupado se registraron comportamientos heterogéneos (ver Gráfico 6.5). Los Productos importados también moderaron su ritmo de suba con relación al trimestre anterior (2,1% promedio mensual, -0,4 p.p.), mientras que los Productos primarios verificaron un incremento levemente superior (2,1% promedio mensual, +0,1 p.p.).

**Gráfico 6.5 | Evolución y contribuciones del IPIM y del tipo de cambio nominal**



Los costos de la Construcción también verificaron una desaceleración durante el tercer trimestre, aunque mantuvieron un ritmo de suba promedio mayor al de los precios mayoristas (3,4% promedio mensual, -0,5 p.p. respecto al II-21). La desaceleración se explicó principalmente por la evolución de los Materiales (2,9%, -1,0 p.p.) cuyas variaciones continuaron con la tendencia a la baja que registran desde fines de 2020. El capítulo de Mano de obra mantuvo un ritmo de suba similar al del trimestre anterior (3,8% promedio mensual), reflejando el impacto de los tramos paritarios del sector en julio y septiembre (ver Gráfico 6.6).

**Gráfico 6.6 | Costos de la construcción**



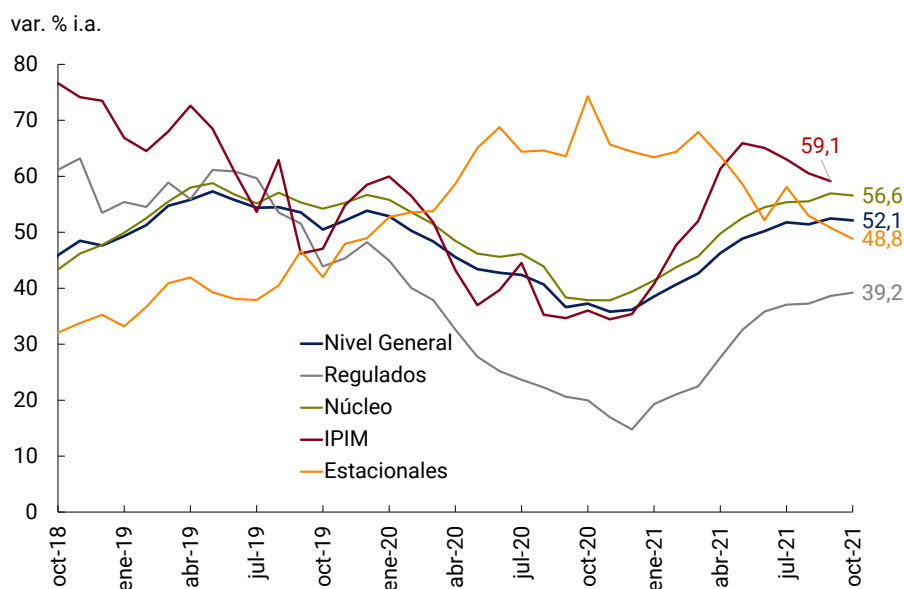
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

### 6.3. La inflación interanual se incrementó y se redujo la heterogeneidad entre las principales categorías

Al igual que el trimestre previo, la tasa de inflación interanual continuó incrementándose pese a la desaceleración mensual de los precios (51,9% en III-21 y 52,1% en octubre). Esta trayectoria se explica por la baja base de comparación de igual período de 2020 cuando, en el contexto de mayor impacto de la pandemia sobre la economía, los registros mensuales fueron en promedio relativamente acotados.

En el tercer trimestre del 2021 se redujo la heterogeneidad entre las tasas de variación interanual de las principales categorías. Los precios incluidos en la Núcleo y Regulados se aceleraron y sostuvieron la diferencia entre sus tasas de inflación interanual. Los bienes y servicios Estacionales, que habían exhibido tasas más elevadas durante 2020, continuaron desacelerándose y confluyeron a variaciones similares a las del Nivel general. Por su parte, la variación interanual de los mayoristas también se mantuvo por encima de la de los minoristas, aunque continuó reduciendo la brecha (ver Gráfico 6.7).

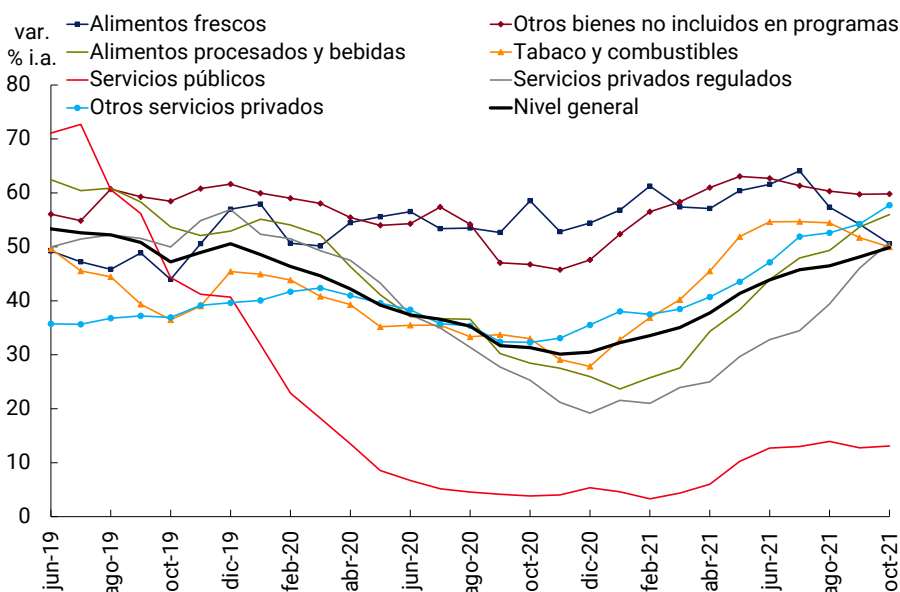
**Gráfico 6.7 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Utilizando información del IPC de la Ciudad de Buenos Aires con un mayor nivel de apertura, se observa que continuó reduciéndose la dispersión de las tasas de variación interanual en la mayoría de los agrupados de bienes y servicios, aunque con comportamientos diferentes entre ellos (ver Gráfico 6.8).

**Gráfico 6.8 | Dinámicas heterogéneas al interior del IPC BA**



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

Un conjunto de bienes que viene verificando un ritmo de aumento interanual superior al del Nivel general, exhibió una desaceleración durante el tercer trimestre. Entre ellos se destacan los alimentos frescos, sobre lo cuales incidió la moderación en la tasa de incremento de las carnes. Los bienes regulados también se desaceleraron durante este periodo en el cual sólo se autorizaron aumentos en los valores del tabaco, mientras que los de los combustibles permanecieron estables, luego de las actualizaciones en los precios de la nafta en la primera parte del año. Por su parte, la moderación fue menor en los precios de los bienes que no estuvieron incluidos en programas de precios de referencia y continuaron con un ritmo de crecimiento elevado, destacándose la evolución de los valores de los automóviles.

Un segundo conjunto de bienes y servicios incrementó su ritmo de expansión interanual. Los alimentos procesados y bebidas alcohólicas, que estuvieron afectados por programas de precios de referencia durante el año previo y principios de este año, se aceleraron y comenzaron a ganar peso relativo. Los servicios privados regulados se aceleraron fuertemente, impulsados por las actualizaciones en las tarifas de colegios privados y medicina prepaga. Por su parte, la aceleración en los servicios privados no regulados se dio en el marco de la reapertura de actividades y sintetizó los aumentos en restaurantes y hoteles, recreación y cultura y servicios vinculados al turismo, los cuales siguieron ganando peso dentro del índice.

Finalmente, los servicios públicos se desaceleraron en términos interanuales y siguieron conteniendo el incremento del Nivel general de precios, profundizando el deterioro de sus precios relativos.

## 6.4. Perspectivas

Luego de observarse elevados registros de la inflación mensual de septiembre y octubre, se espera que la inflación retome un sendero de desaceleración gradual a medida que vayan cediendo los factores transitorios que presionaron sobre el Nivel general de precios. Por su parte, la fijación temporal de precios máximos de venta al consumidor final de precios establecida recientemente por el Gobierno Nacional, orientada a retrotraer

los precios de un conjunto de productos a sus valores de principios de octubre y mantenerlos sin cambios hasta el 7 de enero próximo, también contribuirá a moderar la inflación en los últimos meses del año.

En la dinámica inflacionaria continuarán influyendo, entre otros factores, las actualizaciones de las paritarias salariales y la paulatina recuperación de la demanda a partir del avance el proceso de vacunación, que seguiría impulsando una recomposición de los precios relativos de los servicios en base a la recuperación de márgenes comerciales de algunos sectores.

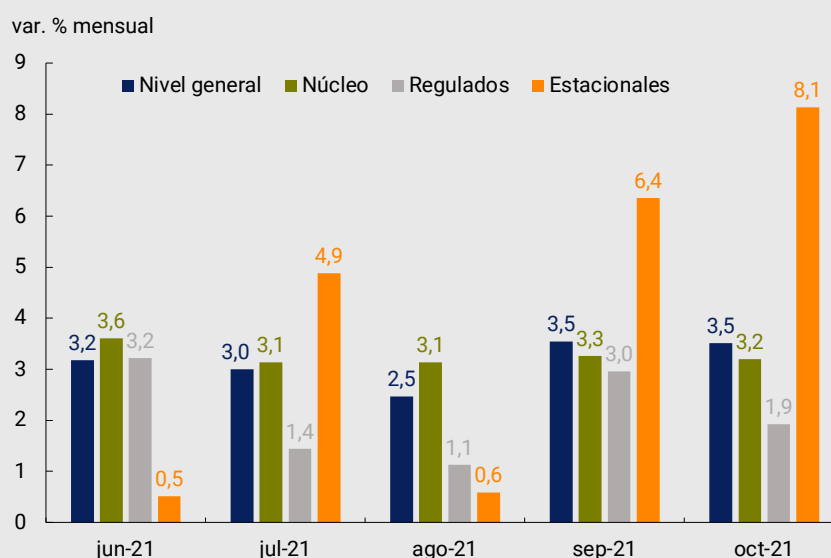
El BCRA orientará sus esfuerzos para propiciar un entorno macroeconómico con niveles de inflación menores que los observados en la actualidad, sin dañar la recuperación económica en marcha (ver Capítulo 7. Política Monetaria). Por efecto base de comparación, las tasas interanuales comenzarían a descender recién hacia fin de año. Con vistas al 2022, un próximo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) ayudará a mejorar las expectativas de aquellos actores que condicionan su visión acerca de la sostenibilidad del sector externo al resultado de dicha negociación, contribuyendo a contener las presiones cambiarias y las expectativas de inflación.

## Apartado 5 / Los precios de la categoría Estacionales y su influencia sobre la volatilidad de la inflación mensual

Los bienes y servicios que componen la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Argentina, son clasificados por INDEC en tres categorías: Núcleo, Regulados y Estacionales<sup>43</sup>. La categoría con mayor ponderación es la Núcleo (peso aproximado de 67,9% en la canasta del IPC a nivel nacional en diciembre de 2016), seguida por Regulados (20,8%) y finalmente Estacionales (11,3%). Esta última es la que presenta mayor volatilidad, ya que incluye a los bienes y servicios cuyos precios se ven afectados por factores transitorios y/o estacionales que modifican significativamente su oferta y/o demanda. De esta forma, pese a ser los de menor participación en la canasta del IPC, los precios estacionales contribuyen en gran medida a incrementar la variabilidad de las tasas de inflación mensual. Por ello, resulta relevante analizar el comportamiento típico de los ítems que integran dicha categoría, y así facilitar el análisis sobre la tendencia de la inflación en el corto plazo.

Un ejemplo reciente del efecto de la volatilidad de la categoría Estacionales sobre el nivel general de precios se verificó en julio de 2021, mes en el que su fuerte incremento explicó que, pese a la significativa desaceleración en las categorías Núcleo y Regulados, la inflación solo se redujera 0,2 puntos porcentuales (pasando de 3,2% en junio a 3,0% en julio). Durante el tercer trimestre de 2021 el impacto de la volatilidad de los estacionales se hizo más evidente, al contribuir a que la variación mensual del nivel general de precios baje de 3% en julio a 2,5% en agosto para luego rebotar a 3,5% en septiembre, pese a que la inflación núcleo se mantuvo relativamente estable. En ese período la suba de los estacionales pasó de 4,9% en julio, a solo 0,6% en agosto y luego registró un incremento muy significativo a 6,4% en septiembre. En octubre otro fuerte incremento de la categoría Estacionales (8,1%) explicó que el nivel general de precios mantenga su ritmo de expansión respecto a septiembre (3,5%), pese a la significativa desaceleración de la categoría Regulados.

**Gráfico 1 | Evolución reciente de la inflación mensual por categorías**

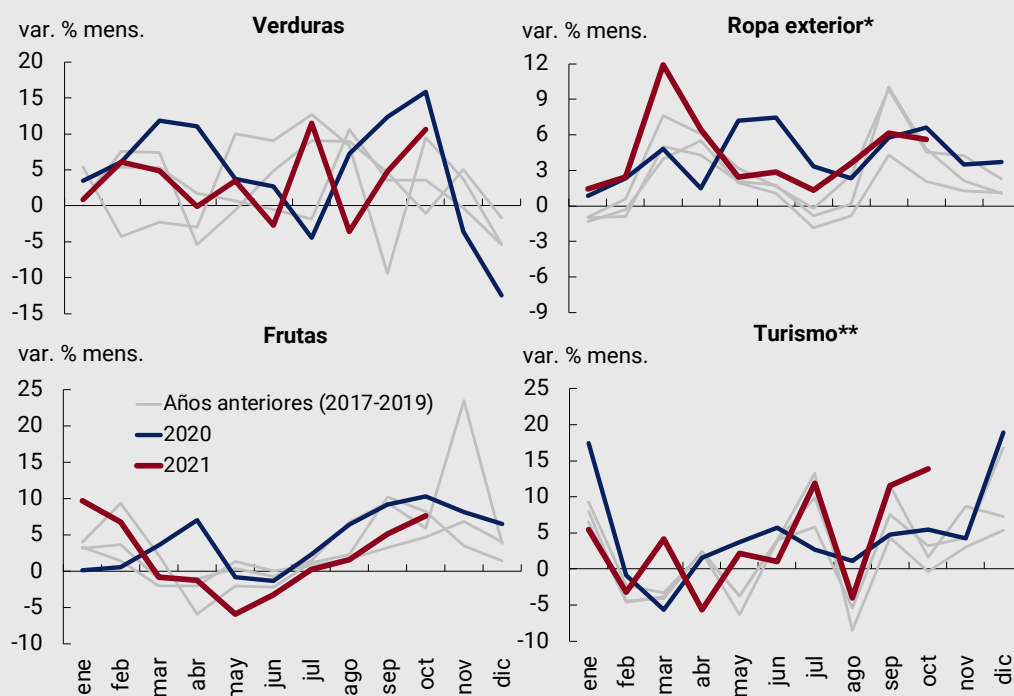


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

43 INDEC (2017) considera Regulados a los bienes y servicios cuyos precios están sujetos a regulación o tienen alto componente impositivo; Estacionales a los que presentan comportamiento estacional y denomina IPC Núcleo al resto de los grupos del IPC. ["Índices de Precios al Consumidor nacional, antecedentes y características generales"](#). Dirección de Índices de Precios de Consumo Buenos Aires, INDEC, 18 de mayo de 2017.

Los bienes y servicios considerados estacionales son: frutas, verduras, ropa exterior y servicios turísticos — como excursiones, alojamiento y transporte por turismo (terrestre y aéreo)—. La categoría se construye ponderando cada uno de esos bienes y servicios por sus pesos en la canasta de consumo según la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGHo) 2004/2005 actualizados por la evolución de sus precios relativos hasta el período base del IPC. La evolución de estos precios suele exhibir un patrón a lo largo del año que permite anticipar, en cierta medida, cuáles serán los meses en los que puede esperarse que sus variaciones sean más elevadas o acotadas.

**Gráfico 2 | Evolución de los componentes de la categoría Estacionales**



\* Las variaciones mensuales corresponden a las del agrupado “Prendas de vestir y materiales” (máxima apertura disponible) que además de Ropa exterior, contempla Ropa interior y materiales textiles. Se asume que tienen un peso relativo del 50,3% dentro de Estacionales en dic-16, lo que surge de trasladar a la estructura de ponderadores estimados de IPC INDEC (dic-16=100) la participación de la Ropa exterior sobre las Prendas de vestir y materiales de IPC CABA en dic-16.\*\*La estimación del agrupado (que incluye Hoteles, Transporte por Turismo y paquetes y excursiones) se obtuvo por diferencia a partir de la evolución de Estacionales y los restantes grupos  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En lo que respecta a frutas y verduras, son los factores climáticos los que suelen afectar su oferta, alterando en forma abrupta sus precios, aunque también existe cierta estacionalidad en la demanda, en especial en el caso de las frutas. La irregularidad de estos factores no permite identificar un patrón estacional estable en la evolución de los precios de las verduras, con la excepción de las caídas que se verificaron en todos los diciembres desde 2017, aunque con un amplio rango de variación. Respecto a las frutas podría afirmarse que desde septiembre hasta febrero suelen exhibir los incrementos más elevados, mientras que entre marzo y agosto suelen presentar variaciones muy acotadas o incluso negativas.

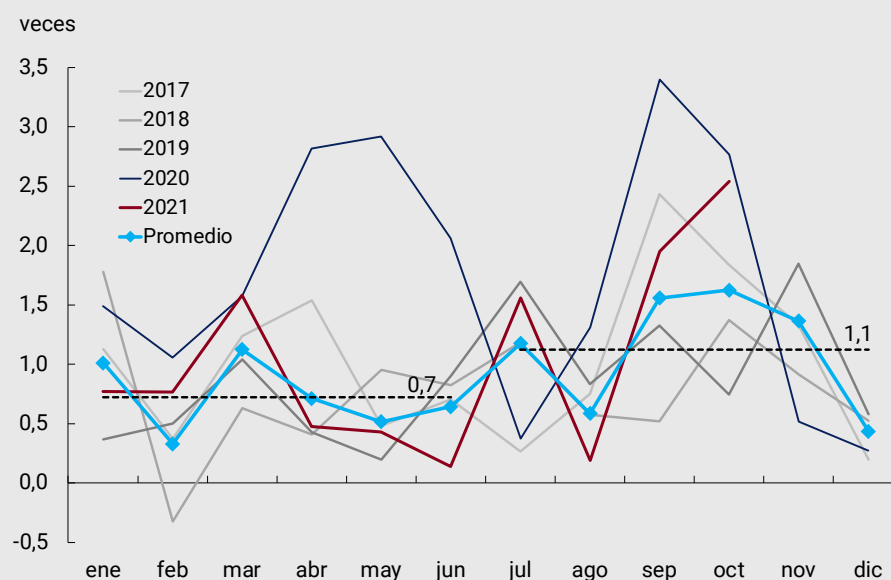
Los precios de la indumentaria exterior registran incrementos más fuertes durante los meses en los que se produce el denominado “cambio de temporada” (mar-abr/sep-oct) en respuesta al incremento de la demanda que se genera habitualmente en esos períodos del año.

Por último, los precios de los servicios turísticos también fluctúan acompañando a la demanda, por lo tanto, suelen elevarse a un ritmo mayor en los meses de “temporada alta” tanto en invierno como en verano, y luego suben en forma acotada o incluso presentan variaciones negativas en el resto de los meses, como por ejemplo en febrero, marzo y/o agosto.

La evolución de la categoría Estacionales a lo largo de cada año es entonces el resultado de las variaciones mensuales de sus componentes que se dan tanto por factores estacionales como también por posibles cambios de precios relativos asociados a cuestiones más estructurales de oferta y/o demanda. La combinación de las volatilidades de los diversos precios que conforman la categoría deriva en variaciones más estables a nivel agregado, aunque con un patrón estacional menos evidente, sobre el cual aun así pueden distinguirse algunas regularidades.

En primer lugar, se observa que el año 2020 presentó una estacionalidad muy diferente al resto de los períodos analizados, en especial en indumentaria y turismo, lo cual puede ser consecuencia tanto de los cambios en los patrones de consumo como también de las alteraciones transitorias en las modalidades de relevamientos de precios, en el marco de las restricciones a la movilidad durante los primeros meses de la pandemia de COVID-19. Una segunda regularidad que se destaca es que el ratio entre las variaciones mensuales de la categoría Estacionales y la Núcleo es, en promedio (excluyendo a 2020), menor a uno durante los primeros semestres y mayor a la unidad en los segundos. Se observa que en los meses de septiembre, octubre y noviembre la categoría Estacionales suele presentar subas significativamente mayores a las de la categoría Núcleo mientras que en febrero, mayo, agosto y sobre todo en diciembre suelen aumentar a un ritmo muy inferior.

**Gráfico 3 | Ratio entre las variaciones mensuales de Estacionales y Núcleo**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El año 2021 ha presentado hasta el momento un patrón de estacionalidad similar al promedio 2017-2019 diferenciándose del año 2020. Como se explicó anteriormente, la volatilidad de la categoría Estacionales contribuyó en gran medida a que la inflación mensual evidencie recientemente fluctuaciones significativas. Para lo que resta del año, de acuerdo con el patrón típico, los estacionales deberían subir a un ritmo mayor al de la categoría Núcleo en noviembre y significativamente menor en diciembre. El año próximo debería comenzar con una aceleración de los estacionales en enero, que se incrementarían a un ritmo similar al de la categoría Núcleo, y luego se verificaría una suba significativamente menor en febrero.

## 7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria a la evolución del entorno macroeconómico. A lo largo del tercer trimestre se observó una sistemática caída en la tasa de contagios de COVID, alcanzando a fines del período niveles mínimos. Esta mejora en la situación epidemiológica fue posible gracias al importante avance logrado en la campaña de vacunación. El menor impacto económico del rebrote de casos de la segunda ola y la rápida recuperación posterior permitieron lograr una continuidad en el proceso de reapertura y dinamización de la economía. No obstante, persistieron heterogeneidades entre sectores productivos y estratos sociales. En un entorno macroeconómico más dinámico, la inflación registró en octubre un valor superior al promedio del tercer trimestre. Sobre la inercia inflacionaria se sumaron, con mayor intensidad a la esperada, factores transitorios ya anticipados en ediciones previas del IPOM.

El Gobierno Nacional y el BCRA mantuvieron medidas de asistencia focalizadas, priorizando una recuperación equilibrada de la actividad y el consumo de los hogares. El sector público redujo significativamente el déficit fiscal respecto del año previo, si bien todavía continúa implementando una amplia política de protección social. En la comparación interanual, se observó una menor participación del financiamiento monetario dentro del financiamiento del Tesoro Nacional. De este modo, en lo que va del año la expansión primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles similares a los de años previos, excluido el primer año de la pandemia. La compra de divisas del BCRA en el mercado de cambios fue otro importante factor de expansión de la base monetaria en lo que va del año, enmarcadas dentro del objetivo estructural de acumulación de Reservas Internacionales.

Los medios de pago se mantuvieron sin grandes cambios en el tercer trimestre, y en términos del Producto permanecieron por debajo del registro medio entre 2010 y 2019. En particular, se destaca el comportamiento del circulante en poder del público, que se encuentra en valores próximos a su mínimo de los últimos 20 años. El menor dinamismo de los medios de pago en el trimestre estuvo asociado principalmente a una mayor demanda por instrumentos remunerados. Por el lado del crédito, las necesidades de liquidez de las empresas dieron lugar a un incremento en la demanda de financiamiento de corto plazo, lo que impulsó el crecimiento de los préstamos comerciales. A esto se sumaron las compra a través del programa Ahora 12 y el relanzamiento de la línea de crédito a tasa cero para personas monotributistas, que dinamizaron las financiaciones con tarjetas de crédito.

Con una perspectiva de corto plazo, la consolidación del proceso de normalización del mercado de deuda doméstico permitirá que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional significativamente inferior al del año previo. En los próximos meses se espera que se llegue a un acuerdo con el FMI. Esto ayudará a mejorar las expectativas de aquellos actores que condicionan su visión acerca de la sostenibilidad del sector externo al resultado de dicha negociación, contribuyendo a contener las presiones cambiarias y las expectativas de inflación. El BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios. Con una visión de mediano plazo, el BCRA seguirá llevando adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social.



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

La mejora en la situación epidemiológica a nivel país y el importante avance logrado en la campaña de vacunación contra la COVID-19 permitieron una gradual reapertura de la economía. En este contexto, en el tercer trimestre del año continuó verificándose una paulatina recuperación de la actividad económica, aunque continuó siendo heterogénea a nivel sectorial.

La mejora en la situación sanitaria le permitió al gobierno mantener focalizadas las iniciativas de asistencia en los sectores más rezagados (en particular los vinculados a turismo, gastronomía y cultura) y en la población en situación más vulnerable. Asimismo, para aliviar la situación financiera de personas monotributistas se puso en marcha una nueva edición de los créditos a tasa cero.

Por otro lado, en un contexto de recuperación de la actividad económica y de expectativas de moderación gradual en la tasa de inflación, el BCRA mantuvo sus principales lineamientos de política monetaria. Los resultados de todas estas políticas se reflejaron en la evolución durante el tercer trimestre de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios. En las siguientes secciones se realiza un análisis de la evolución de estas variables.

### **7.1.1. Los agregados monetarios en términos del Producto se mantuvieron por debajo de su media de la década pasada**

La recuperación de la actividad económica dio lugar a una continuidad en el proceso de mejora del ingreso del sector privado a lo largo del año. Asimismo, el dinamismo experimentado por la economía durante el año repercutió positivamente sobre las cuentas públicas (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas). Por otra parte, la mejora de la situación epidemiológica permitió continuar focalizando las medidas de asistencia, lo que redundó en una expansión del gasto menor que la de 2020.

La consolidación del proceso de normalización del mercado de deuda en pesos le permitió al Tesoro Nacional canalizar a través del mismo una proporción significativa de sus necesidades de financiamiento. Asimismo, en los últimos meses el Gobierno Nacional tomó una serie de medidas adicionales con el objetivo de profundizar el financiamiento a través del mercado de capitales. La Comisión Nacional de Valores (CNV) habilitó a los Fondos Comunes de Inversión (FCI), excluidos los de Money Market (MM), a invertir hasta el 15% de su patrimonio en títulos de deuda pública nacional adquiridos en colocación primaria, con un vencimiento menor o igual a 30 días, con opción de precancelación parcial o total e intransferibles<sup>44</sup>. Este nuevo instrumento lanzado por el Tesoro Nacional y denominado LELITE busca ofrecer una combinación de plazo y rendimiento acorde al perfil de estos agentes. Por otro lado, se puso en marcha el programa de «creadores de mercados», que busca que bancos y agentes de bolsa participen de las licitaciones primarias del Tesoro Nacional y que provean de liquidez al mercado secundario de títulos públicos. Con todo, en lo que va del año el Tesoro Nacional logró un financiamiento neto positivo de \$443.257 millones, de los cuales \$86.975 millones corresponden al monto acumulado entre julio y octubre.

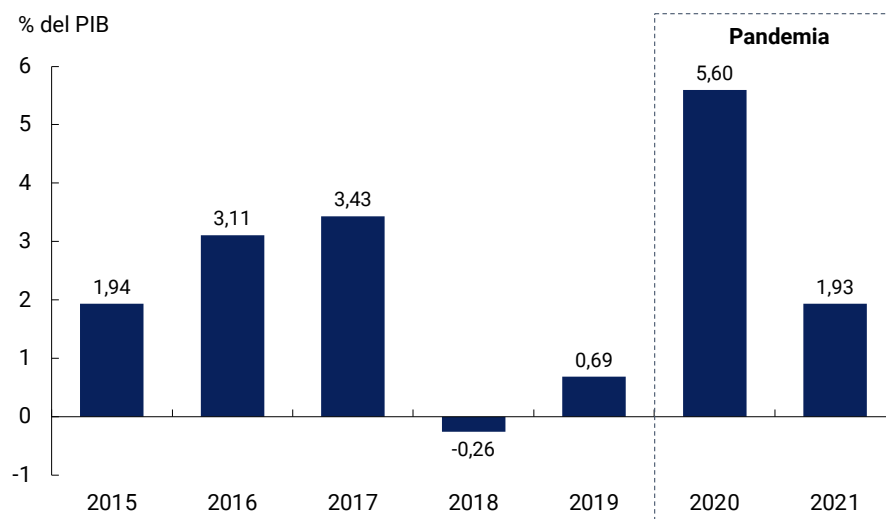
En lo que va del año el crecimiento de la base monetaria se explicó fundamentalmente por la expansión primaria de las operaciones con el Tesoro Nacional y por la compra de divisas del BCRA. En lo que refiere al sector público, en el tercer trimestre se observó un incremento en la contribución positiva de este factor. No obstante, con un déficit fiscal más acotado y financiado en una menor proporción con recursos monetarios, en lo que va del año

---

44 Resolución General 908/2021 de la CNV.

el crecimiento de la base monetaria vinculada al sector público se ubicó en niveles similares a los de años previos, excluido el 2020 (ver Gráfico 7.1). Si bien la compra de divisas también se configuró como un factor de expansión en el tercer trimestre, su dinámica no fue homogénea entre los meses, siendo en septiembre un factor de contracción. La expansión de la liquidez, tanto a lo largo del año como en el tercer trimestre, fue principalmente esterilizada a través de los instrumentos de regulación monetaria (Pases pasivos y LELIQ).

**Gráfico 7.1 | Emisión primaria del sector público\***  
**Acum. Octubre de cada año**

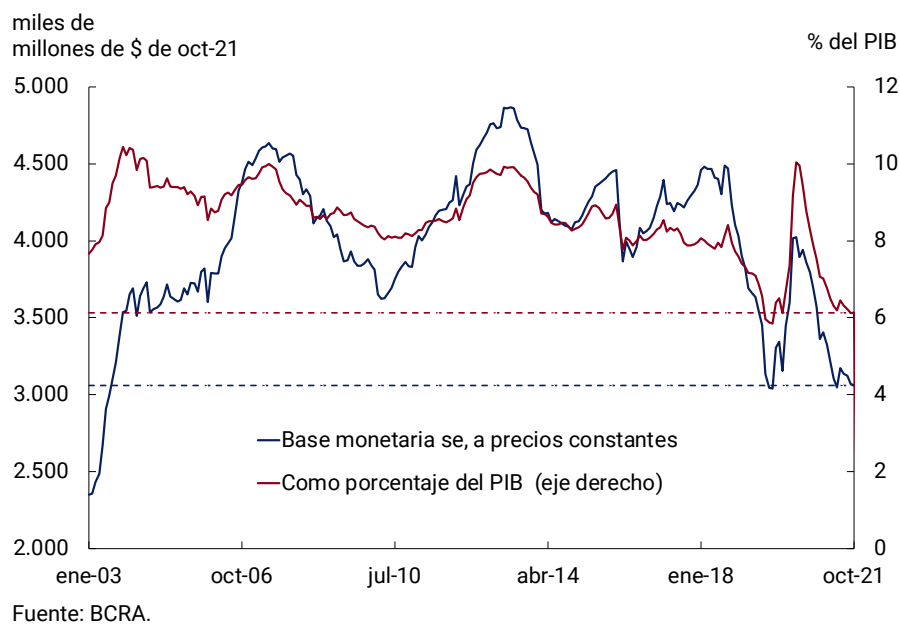


\*Incluye transferencia de utilidades, adelantos transitorios, compra neta de divisas y otras operaciones del sector público.

Fuente: BCRA.

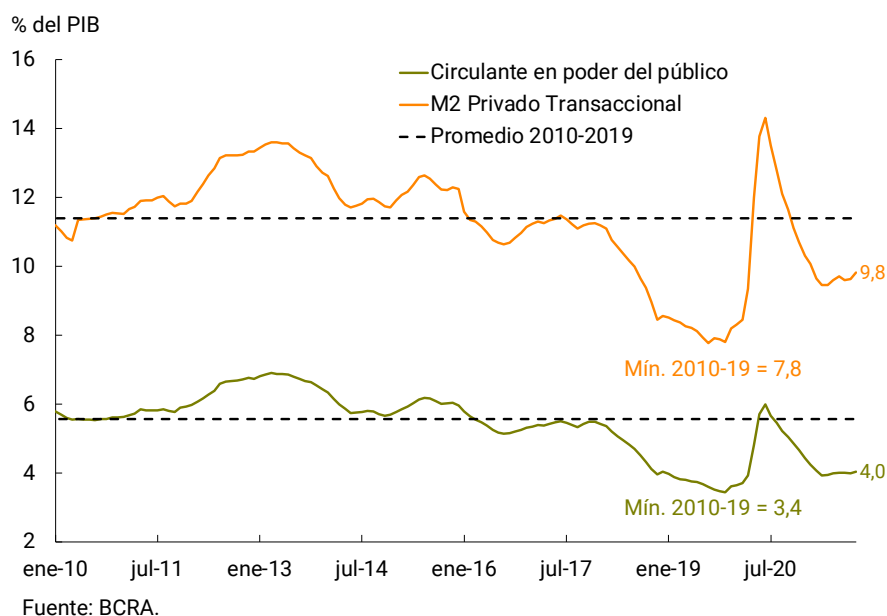
Con todo, en el tercer trimestre del año, el crecimiento de la base monetaria fue de 8,6% (\$232.084 millones), manteniendo en octubre una tasa de expansión similar a la tasa promedio mensual de los tres meses previos. Sin embargo, en términos interanuales y a precios constantes continuó contrayéndose, alcanzando en octubre una variación de -17,1%. De este modo, la base monetaria se ubicó en registros similares a los de mediados de 2003. En términos del PIB se situó en 6,1%, 3,9 p.p. por debajo del registro máximo de 2020 y en torno a su mínimo valor desde 2003 (ver Gráfico 7.2).

**Gráfico 7.2 | Evolución histórica de la base monetaria**



Los medios de pago transaccionales, a precios constantes y ajustados por estacionalidad, se mantuvieron sin grandes cambios en el tercer trimestre del año, observándose un crecimiento en octubre. En efecto, durante el tercer trimestre el M2 privado transaccional registró una tasa de expansión promedio mensual a precios constantes de 0,7% s.e. y de 1,6% s.e. en octubre. En particular, la dinámica de octubre estuvo vinculada, por un lado, al ingreso de tramos de ajustes salariales de varios gremios y, por el otro, a un aumento transitorio de la demanda de dinero transaccional debido al mayor movimiento turístico en virtud del fin de semana largo de dicho mes. A nivel de sus componentes, la evolución a lo largo del período fue relativamente homogénea.

**Gráfico 7.3 | Medios de pagos en términos del PIB**



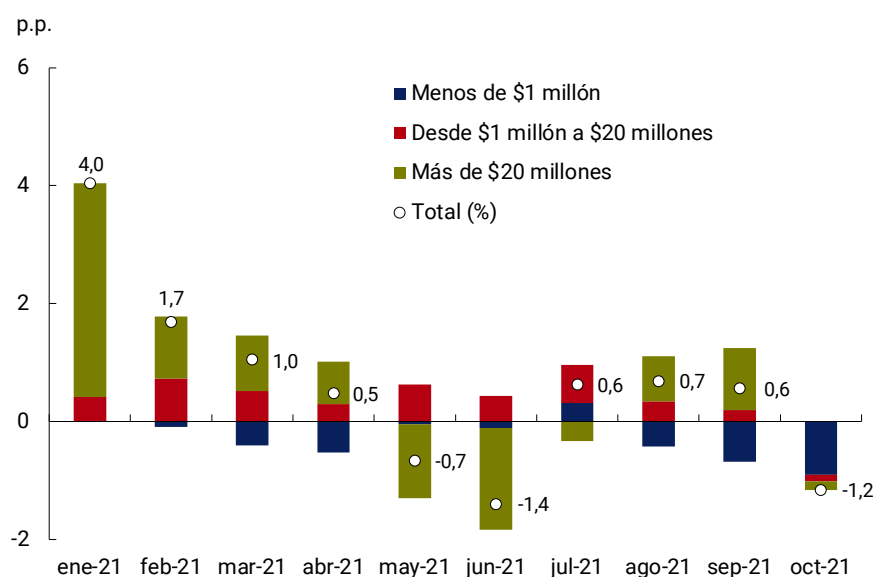
En términos del PIB, el M2 transaccional se ubicó desde mediados de año en torno a 10%, algo más de 4 p.p. por debajo del máximo alcanzado durante el primer año de la pandemia y -1,6 p.p. respecto de su media entre 2010 y 2019. En particular, el circulante en poder del público se ubicó en 4% en términos del Producto, uno de los registros más bajos de los últimos 15 años (ver Gráfico 7.3). Si bien el auge de los medios electrónicos de pago hizo que este componente perdiera participación relativa en la demanda de medios de pago, sería esperable que gradualmente vaya convergiendo a niveles más elevados asociados a mayores niveles de actividad económica.

### 7.1.2. La demanda de instrumentos de ahorro en moneda local se incrementó en el trimestre

El bajo dinamismo de los medios de pago durante el tercer trimestre se explicó en parte por un incremento en la demanda de instrumentos remunerados. En efecto, en el tercer trimestre los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado mantuvieron una tasa de expansión positiva a precios constantes de 0,6% s.e. Esta dinámica se revirtió en octubre, al igual que lo que ocurrió con los medios de pago, período en que las colocaciones a plazo fijo presentaron una caída a precios constantes (1,2% s.e.).

El segmento mayorista (más de \$20 millones) fue el que marcó el ritmo de expansión del total de los depósitos a plazo fijo a lo largo del año, tendencia que también se observó tanto en el tercer trimestre como en octubre (ver Gráfico 7.4). Dentro de este estrato de monto los principales actores son: los Fondos Comunes de Inversión de *Money market* (FCI MM; ver Apartado 6 / La industria de los Fondos Comunes de Inversión y su participación en el mercado de dinero) y las empresas. El comportamiento de ambos tipos de depositantes no fue homogéneo a lo largo del trimestre. El crecimiento del patrimonio de los FCI MM entre julio y septiembre se tradujo en un aumento de las colocaciones tradicionales a plazo fijo en los primeros dos meses. Sin embargo, a partir de septiembre estos agentes cambiaron la composición de su cartera en favor de activos más líquidos. Como consecuencia de esto último, se observó un aumento en la tenencia de estos agentes de depósitos a la vista remunerados y de inversiones con opción de cancelación anticipada. La tasa de interés relevante para este segmento (TM20 de bancos privados) se ubicó a mediados de noviembre en 33,9% n.a. (39,7% e.a.), en línea con la tasa mínima garantizada para este tipo de depósitos.

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

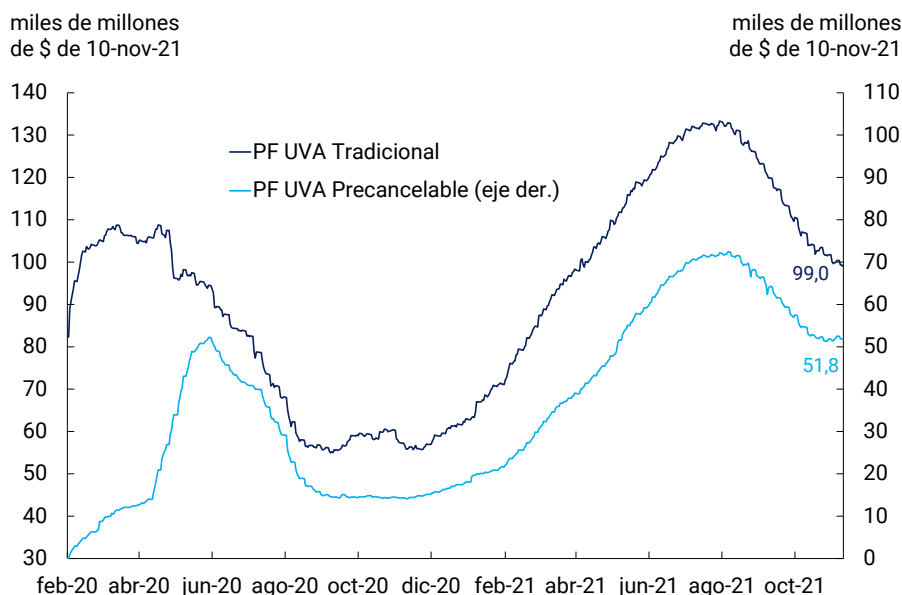


Fuente: BCRA.

Las colocaciones de entre \$1 y \$20 millones a precios constantes moderaron su crecimiento a lo largo del tercer trimestre. Luego en octubre presentaron una ligera contracción en términos reales. En tanto, los depósitos minoristas (menos de \$1 millón) se contrajeron prácticamente durante todo el período bajo análisis. Cabe señalar que en el segmento minorista la tasa mínima para las personas humanas se ubicó en 37% (43,98% e.a.), prácticamente sin cambios respecto del período previo. El bajo dinamismo de los depósitos minoristas y la expansión de aquellos entre \$1 y \$20 millones se puede explicar en parte debido a que entre los primeros el segmento más dinámico fue el de \$750.000 a \$1 millón, por lo que considerando la capitalización de intereses parte de estos depósitos con el tiempo tienden a cruzar de estrato.

En un contexto de moderación en la tasa de inflación respecto a inicios de año y priorizando la recuperación de la actividad económica, el BCRA volvió a mantener sin cambios las tasas de interés de referencia. En este contexto, el diferencial de tasas de interés entre depósitos en UVA y en pesos se volvió a favor de los segundos, lo que explicó una menor demanda de activos ajustables por CER en favor de los denominados en pesos no indexados. Esto llevó primero a una moderación en el crecimiento y luego, hacia fines del trimestre, a una caída en los depósitos a plazo en UVA. Con la contracción verificada a partir de agosto estos instrumentos rompieron con un período de suba ininterrumpida desde inicios de año (ver Gráfico 7.5).

**Gráfico 7.5 | Depósitos a plazo fijo en UVA por tipo de depósito**  
A precios constantes



Fuente: BCRA.

Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado registró un incremento promedio mensual de 0,9% s.e. a precios constantes en el trimestre, crecimiento que se aceleró en octubre a 1,7% s.e. En términos del PIB, se ubicó en 18,2%, 6,0 p.p. por debajo del registro máximo alcanzado en junio de 2020 y en línea con su registro medio entre 2010 y 2019.

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

El retorno a la normalidad en la mayoría de las actividades afectadas por la pandemia le permitió al BCRA continuar con su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados, con un especial énfasis en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión productiva (LFIP) continuó siendo el principal vehículo para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones financieras favorables.

Desde su implementación, y con datos al 31 de octubre, la LFIP acumula desembolsos por un total de \$1.187.780 millones, manteniendo una tasa de expansión mensual del orden del 14% nominal entre julio y octubre. Aproximadamente el 84% de los fondos desembolsados se destinó a financiar capital de trabajo, mientras que el 16% restante se destinó al financiamiento de proyectos de inversión. Recientemente el BCRA dispuso prorrogar la vigencia de la LFIP hasta fines de marzo de 2022, extendiéndola a algunos sectores específicos (ver Recuadro. Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME: nuevo cupo y cumplimiento del cupo 2021).

#### **Recuadro. Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME: nuevo cupo y cumplimiento del cupo 2021**

El Banco Central dispuso prorrogar la vigencia de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) y estableció un nuevo cupo que se extenderán desde octubre de 2021 a marzo de 2022 (Cupo 2021/2022)<sup>45</sup>. Este continuará siendo del 7,5% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero en pesos<sup>46</sup> para entidades del Grupo A y un 25% de dicho cupo para los agentes financieros del sector público que no pertenecen al Grupo A.

Este nuevo tramo de la LFIP incorpora algunas modificaciones respecto de los anteriores, que le brindan un mayor alcance. Por un lado, se prevé un tratamiento especial para los sectores de gastronomía, hotelería, servicios culturales y de esparcimiento. Estos sectores, que fueron los más afectados durante la pandemia, pueden acceder a la línea de capital de trabajo con una tasa de interés de 35% n.a. y un plazo de gracia de 6 meses para comenzar a pagar el crédito. Asimismo, y con el fin de alentar este tipo de financiamiento, a los efectos del cumplimiento del cupo, se computarán al 120% de su valor.

Además, entre las financiaciones elegibles se incorporaron aquellas otorgadas a pequeñas empresas con actividad agropecuaria siempre que los fondos estén destinados a incrementar la capacidad productiva de carne y/o leche bovina. Así, los pequeños productores agropecuarios podrán acceder a la línea de financiamiento de proyectos de inversión y de capital de trabajo<sup>47</sup>.

En cuanto al grado de cumplimiento del cupo que finalizó el 30 de septiembre (Cupo 2021), a nivel de todo el sistema financiero, se comprueba que en promedio las entidades financieras cumplieron en exceso con

45 Ver Comunicación "A" 7369.

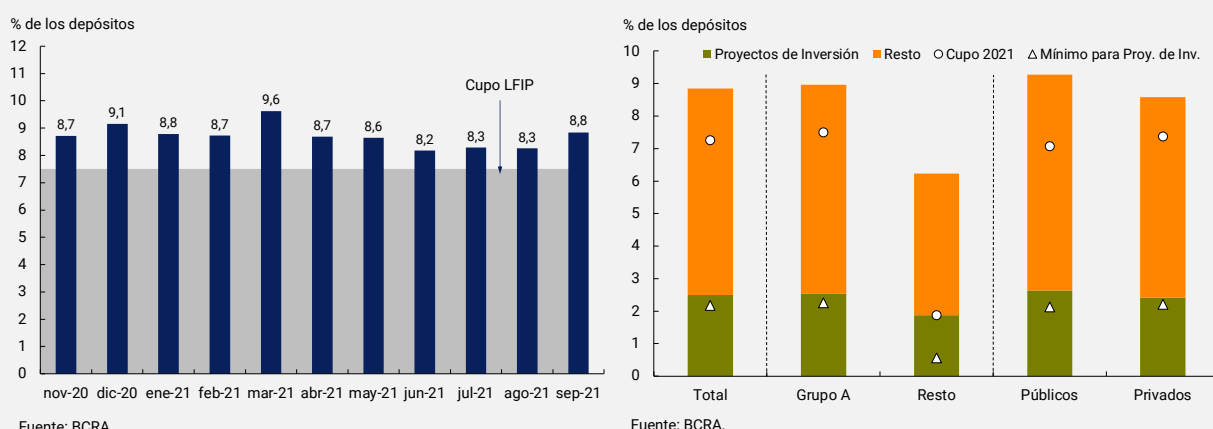
46 En esta oportunidad, calculado sobre el promedio de los depósitos del sector privado del mes de septiembre

47 Ver Comunicación "A" 7373

el límite mínimo establecido en la LFIP. En efecto, el saldo de financiamientos comprendidos en la LFIP (promedio mensual de septiembre) se ubicó en 8,8% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero del mes de marzo<sup>48</sup> (ver Gráfico 7.6).

Distinguiendo entre entidades públicas y privadas, por un lado, y entre entidades del Grupo A y el resto, por otro lado, se observó en todos los casos un sobrecumplimiento del cupo total. En particular, las entidades públicas presentaron un mayor nivel de sobrecumplimiento que las privadas. En tanto, comparando a las entidades del Grupo “A” con el resto de las entidades, estas últimas fueron las que presentaron un mayor exceso en el cumplimiento. En cuanto al requerimiento mínimo de Proyectos de Inversión, se verifica que en promedio las entidades financieras cumplieron con este requisito. Este comportamiento fue homogéneo entre los diferentes tipos de entidades y resultó en un mayor sobrecumplimiento en el caso de las entidades financieras que no pertenecen al Grupo A.

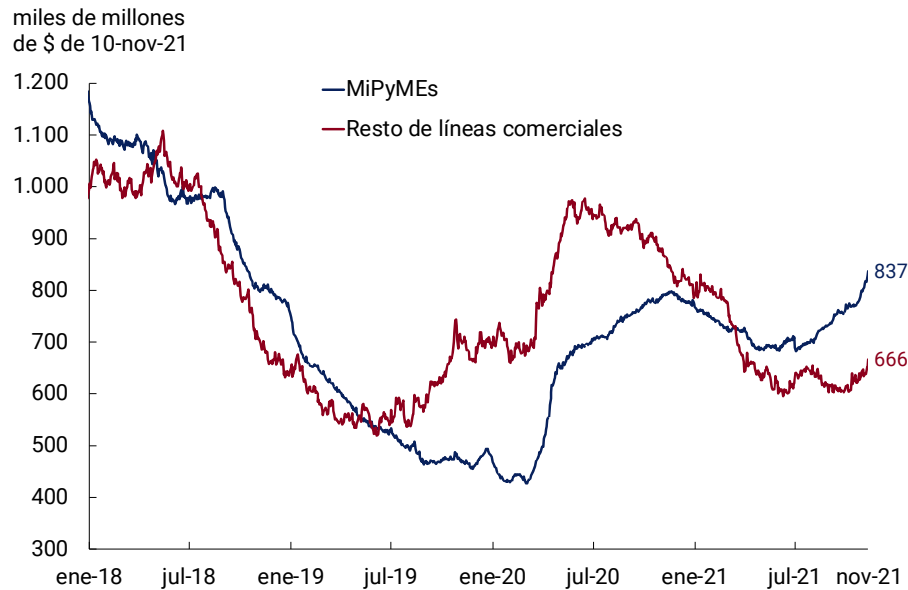
**Gráfico 7.6 | Financiamientos LFIP en término de los depósitos (izquierda) y Financiamientos LFIP en término de los depósitos por tipo de financiación y grupo de banco (derecha)**



Las líneas con destino esencialmente comercial registraron una variación a precios constantes promedio mensual de 0,8% s.e. en el tercer trimestre y un crecimiento de 2,5% s.e. en octubre. La línea más dinámica fue la de documentos descontados, lo que se explicó en gran medida por el financiamiento otorgado a las MiPyMEs a través de la LFIP. No obstante, los documentos a sola firma, que tienen un mayor plazo promedio, volvieron a crecer hacia el final del trimestre, rompiendo con un período de 6 meses consecutivos de variaciones reales negativas. Así, el saldo de crédito a las empresas de menor tamaño relativo presentó un sostenido aumento en términos reales desde principio de agosto, luego de cierta estabilidad en julio. De este modo, la suba promedio mensual en el trimestre fue de 2,4% y se aceleró hasta 3,2% real s.e. en octubre (ver Gráfico 7.7).

48 Última información disponible del Régimen de Efectivo Mínimo, correspondiente al mes de octubre de 2021 que contiene las financiamientos de septiembre de 2021.

**Gráfico 7.7 | Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor. A precios constantes**



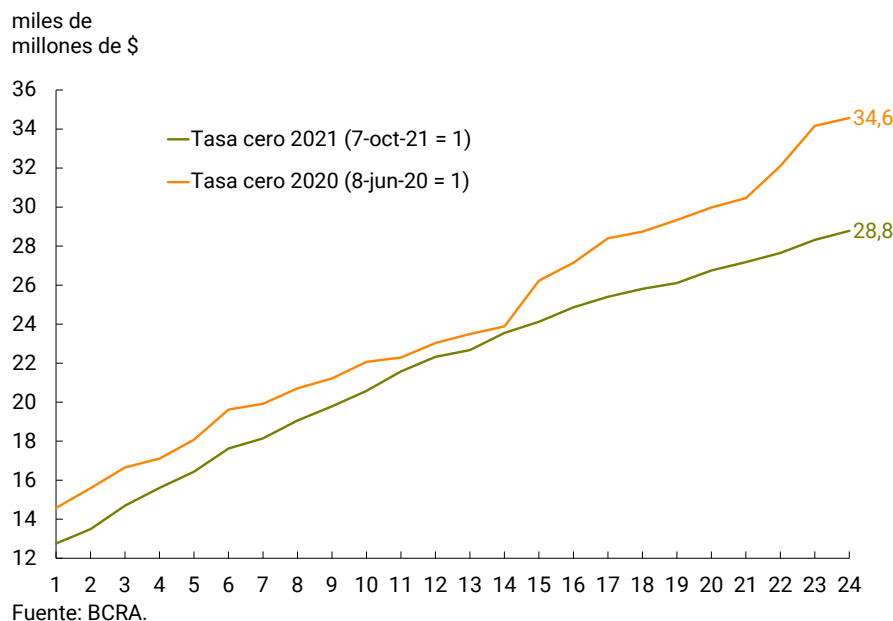
Fuente: BCRA.

El financiamiento a grandes empresas exhibió una ligera tendencia decreciente desde agosto, que se revirtió en octubre debido a las mayores necesidades de liquidez de estos agentes. Esta mayor demanda de liquidez se canalizó a través de adelantos en cuenta corriente. Cabe señalar que el financiamiento a este tipo de empresas cerró el trimestre con cierta estabilidad a precios constantes y un crecimiento promedio mensual de 2,2% s.e. en octubre.

Entre los préstamos vinculados al consumo, las financiaciones con tarjetas de crédito presentaron una caída promedio mensual en el tercer trimestre de 1,8% s.e. a precios constantes. Sin embargo, esta tendencia cambió a fines de septiembre. Así, en octubre crecieron 0,9% s.e. en términos reales. Esta reversión en la dinámica se explicó fundamentalmente por el relanzamiento de los créditos a tasa cero destinados a personas monotributistas. Cabe recordar que dicha línea contempla el otorgamiento de créditos sin costo de intereses para el tomador por un monto máximo de \$150.000 (según la categoría de monotributo), saldo que se acredita en un solo desembolso en la tarjeta de crédito de la persona. Los créditos cuentan con un período de gracia de 6 meses y se devuelven en 12 cuotas mensuales y consecutivas. Al momento de esta publicación, los montos desembolsados acumulados ascendieron a \$28.800 millones, que se otorgaron a través de unos 250.000 créditos (ver Gráfico 7.8). La línea además contempla el otorgamiento de tarjetas para aquellos que no dispongan de una, mecanismo por el cual ya se emitieron unos 75.600 nuevos plásticos. Por su parte, los préstamos personales fueron ganando dinamismo entre julio y octubre. Esto se reflejó en un crecimiento en el otorgamiento promedio diario a lo largo de período. Así, luego de tres años consecutivos de caídas en términos reales estas financiaciones presentaron una reversión en el noveno mes del año. En efecto, el crecimiento promedio mensual de septiembre fue de 0,8% s.e. a precios constantes, guarismo que se repitió en octubre.



**Gráfico 7.8 | Créditos a Tasa cero 2021**



Por último, en lo que respecta a los préstamos con garantía real, los créditos prenda-rios continúan exhi-biendo un gran dinamismo, acumulando 16 meses consecutivos de variaciones positivas a precios constan-tes. Con todo, los préstamos en pesos al sector privado en términos reales y ajustados por estacionalidad registraron variaciones poco significativas en el tercer trimestre del año, mostrando un mayor dinamismo en octubre (1,6%).

#### **7.1.4. La política cambiaria continuó adecuándose para atender las necesidades de la coyuntura**

En lo que respecta a la política cambiaria, el BCRA continuó con su estrategia de promover una asignación eficiente de las divisas a través de la regulación y la intervención cambiaria y adaptar la volatilidad del tipo de cambio nominal a la estrategia antiinflacionaria.

Para atender dichos objetivos se han tomado una serie de medidas complementarias a las ya adoptadas en los trimestres previos. A mediados de agosto se estableció que las operaciones de compraventa de títulos valores realizadas con liquidación en moneda extranjera no podrán efectuarse mediante el pago en billetes en dicha moneda, o mediante depósitos en cuentas custodia o en cuentas de terceros<sup>49</sup>.

Por otro lado, se estableció que las empresas que obtengan nuevo financiamiento del exterior podrán aplicarlo al pago de deudas comerciales, pudiendo acceder al mercado de cambios sin conformidad previa del BCRA para pagos de deuda de hasta US\$5.000.000 por importación de bienes y servicios. El nuevo endeudamiento tendrá que ser por un monto no menor al pago que se realizará y con una vida promedio de al menos 2 años. Así, el sector privado cuenta con un mecanismo que le permitirá regularizar sus pasivos externos comerciales mediante la utilización de nuevos fondos de endeudamientos financieros con el exterior<sup>50</sup>.

49 Comunicación "A" 7340.

50 Comunicación "A" 7348.

A su vez, se permitió que las entidades financieras locales accedan al mercado de cambios para hacer frente a sus obligaciones con no residentes por garantías financieras otorgadas a partir de octubre, en la medida que cumplan con ciertas condiciones<sup>51</sup>. En esa misma comunicación se extendió de 15 a 30 días el plazo para la liquidación de las divisas generadas en la exportación de cebada y sorgo, destinadas principalmente a China, atendiendo de esta manera las condiciones particulares de la comercialización hacia ese país, cuyas ventas tienen un protocolo fitosanitario especial.

Considerando que desde el mes de junio se habían registrado pagos por un valor superior al despacho de mercadería a plaza, se modificó el mecanismo por el cual se realizan los pagos anticipados de algunas importaciones, los que durante octubre se debieron cursar a partir del despacho a plaza de los bienes. La medida sólo aplica en los casos en que se estén realizando importaciones por mayor valor del que se ha ingresado, por lo que afecta aproximadamente a un 13% de las mismas. Específicamente, para acceder al mercado de cambios sin conformidad previa del BCRA para la realización de pagos de determinadas importaciones de bienes o la cancelación de capital de deudas originadas en la importación de bienes, se debe dejar constancia de que el monto total de los pagos asociados a importaciones de bienes cursados a través del mercado de cambios a partir del 1 de enero del 2020, incluido el pago cuyo curso se está solicitando, no supera en más del equivalente a US\$250.000 (anteriormente US\$1.000.000)<sup>52</sup>. Con vigencia desde el 1 de noviembre del 2021 se pueden abonar en puerto de origen, hasta por el monto equivalente al promedio del valor de las importaciones totales que se realizaron en los últimos doce meses, los insumos que se importen para ser utilizados en la elaboración de bienes en el país<sup>53</sup>.

Por otro lado, el Directorio del BCRA generó un mecanismo que permite a los turistas que visiten Argentina abrir una caja de ahorro bimonetaria u obtener una tarjeta prepaga. Con estas herramientas podrán realizar compras en pesos en comercios del país, retirar efectivo de moneda nacional y realizar operaciones financieras para el cambio de moneda<sup>54</sup>. Para poder abrir esta cuenta deben poseer una cuenta bancaria en su país de origen, que será la única habilitada para transferir divisas a la cuenta local. De esta manera, se facilita a los turistas el ingreso de divisas y el manejo de sistemas electrónicos de pago.

Finalmente, el BCRA dispuso que las entidades financieras deberán mantener entre el 5 y el 30 de noviembre una posición global neta en moneda extranjera que no supere al mínimo entre la posición de contado del 4 de noviembre y el promedio mensual de saldos diarios registrado en octubre del 2021, sin considerar los títulos valores emitidos por residentes que se hubiesen allí imputado<sup>55</sup>.

En lo que refiere al tipo de cambio nominal, el BCRA mantuvo un ritmo de depreciación relativamente acotado, con el objetivo de contribuir a la desaceleración en la tasa de inflación. Pese al menor dinamismo del tipo de cambio nominal, el ITCRM se mantiene en niveles competitivos y en torno al promedio de los últimos 24 años.

Por último, el saldo de Reservas Internacionales se ubicó al 12 de noviembre en US\$42.608 millones, acumulando un aumento de US\$170 millones desde fines de junio. Sobre esta dinámica incidió la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) por parte del FMI y el pago realizado al organismo a mediados de septiembre. Cabe señalar que la compra neta de divisas al sector privado acumulada entre junio y octubre fue prácticamente neutra. El BCRA inició el trimestre con una posición compradora en el mercado de divisas,

---

51 Comunicación "A" 7374.

52 Comunicación "A" 7375.

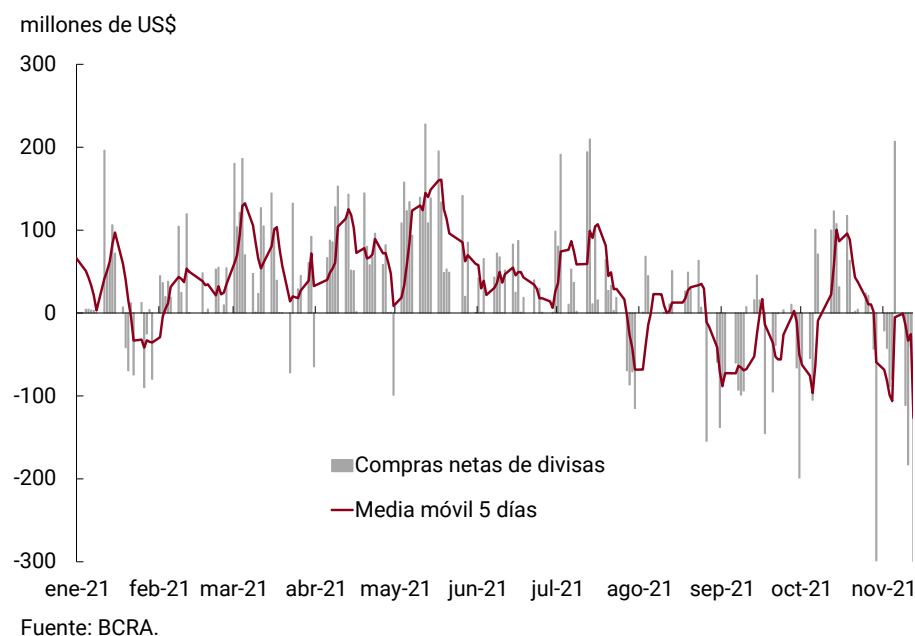
53 Comunicación "A" 7385.

54 Comunicación "A" 7384.

55 Comunicación "A" 7395.

aunque la mayor volatilidad del mercado llevó a una creciente intervención del BCRA que hizo que a fines septiembre y en los primeros días de noviembre presentara una posición vendedora neta. En octubre, en cambio, el BCRA fue comprador neto de divisas en el mercado (ver Gráfico 7.9).

**Gráfico 7.9 | Compras netas de divisas del BCRA**



## 7.2. Perspectivas de política monetaria

La mejora en los indicadores epidemiológicos, los avances con el plan de vacunación y el fortalecimiento del sistema sanitario permitieron el retorno a la normalidad de la mayoría de las actividades económicas. En este contexto, la economía continuó mostrando signos de reactivación, tendencia que continuaría en los próximos meses. Asimismo, se espera que a medida que vayan cediendo los factores transitorios que presionaron sobre el nivel general de precios, la inflación retome un sendero de desaceleración gradual.

Luego de la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública. En particular, continúa con las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en pos de fijar un cronograma de vencimientos más razonable y acorde a la capacidad de pago de la economía, a diferencia del actual, producto de un acuerdo stand-by que no cumplió sus objetivos, y que está excesivamente concentrado en el corto plazo. Cabe señalar que en el marco del entendimiento alcanzado con el Club de París, el Gobierno Nacional se comprometió a llegar a un nuevo acuerdo con el FMI lo antes posible y no más tarde que en marzo de 2022. Esto ayudará a mejorar las expectativas de aquellos actores que condicionan su visión acerca de la sostenibilidad del sector externo al resultado de dicha negociación, contribuyendo a contener las presiones cambiarias y las expectativas de inflación.

Los avances logrados en la reconstrucción del mercado de deuda doméstico permitirán que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional significativamente inferior al del año previo. No obs-

tante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía y esterilizando eventuales excedentes monetarios. Por otro lado, la autoridad monetaria continuará con la política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a desacelerar la tasa de inflación.

Con una visión de mediano plazo, el sostenido crecimiento de la actividad económica daría lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales, que se ubicarían en torno al valor medio verificado durante la década previa (2010-2019). En esta nueva etapa es esperable que tanto las necesidades de financiamiento extraordinarias del Tesoro Nacional como el consecuente esfuerzo de esterilización vayan cediendo. Esto favorecería que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por un desarme en el saldo de los mismos. Este proceso, junto con el crecimiento económico, contribuirían a reducir el peso relativo de las Letras y Pases del BCRA en su balance y también respecto al tamaño de la economía, tendencia que se apuntalaría por una dinámica creciente del crédito.

## Apartado 6 / La industria de los Fondos Comunes de Inversión y su participación en el mercado de dinero

Los Fondos Comunes de Inversión (FCI) son un vehículo de inversión colectiva. Están compuestos por aportes de grupos de inversores con objetivos similares en término de rentabilidad y riesgo. La suma de estos aportes conforma un patrimonio indiviso, que es administrado de forma profesional. Una de las ventajas de administrar carteras de gran dimensión es que se logran economías de escala en las operaciones de activos, al disminuir los costos de transacción. En cuanto al marco regulatorio, la actividad de los FCI se rige por la Ley 24.083, sancionada en 1992. La misma establece que la regulación y fiscalización de los FCI es competencia de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Existen diferentes tipos de inversores, con necesidades y características heterogéneas. Por un lado, los pequeños y medianos ahorristas tienen una alta aversión al riesgo y suelen estar poco informados. Cabe señalar que este tipo de inversores pueden adquirir valores, que tienen montos mínimos de inversión elevados, accediendo, a través de cuotas partes, a un mercado que de manera individual no podrían acceder. Por otro lado, están los inversores institucionales, como las compañías de seguros y la ANSES<sup>56</sup> y otros inversores calificados. Estos cuentan con un grado de sofisticación técnica o recursos patrimoniales que les permite realizar una adecuada evaluación de los riesgos involucrados y tienen un mayor apetito por el riesgo.

De este modo, de acuerdo con el objetivo de inversión o el perfil de demanda de los inversores, los FCI se pueden clasificar en diferentes tipos:

- **Money Market (MM):** invierten principalmente en depósitos en entidades bancarias autorizadas por el BCRA, por lo que presentan una menor volatilidad. Este tipo de fondos son atractivos para personas que deseen disponer de liquidez en el corto plazo (o incluso de forma inmediata) y tienen un importante rol en el manejo de la liquidez de las empresas.
- **Renta Fija:** su cartera de activos está constituida principalmente por títulos de deuda pública o privada. Este tipo de fondos son diseñados de modo que puedan ajustarse a diferentes horizontes de inversión. Por sus características, las fluctuaciones de precios son mayores que las de los Fondos de *Money Market*, pero como contrapartida se espera que tengan una mayor rentabilidad a mediano y largo plazo.
- **Renta Mixta:** estos fondos combinan instrumentos de renta fija y renta variable. Estos últimos corresponden principalmente a acciones de empresas que cotizan en la bolsa. Por la naturaleza de los instrumentos en los que invierte tienen un mayor riesgo asociado, aunque se espera que generen a largo plazo rendimientos superiores a inversiones financieras alternativas.

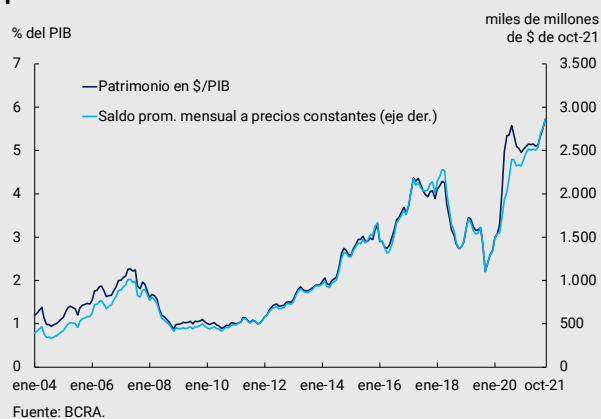
El desarrollo de los mercados financieros, la mayor educación financiera de los ahorristas y las posibilidades que brinda la simplificación de la operatoria digital impactaron en los últimos años favoreciendo el crecimiento de la industria de FCI. En efecto, el patrimonio de los FCI en pesos presentó un saldo promedio mensual de aproximadamente \$2.858 miles de millones en octubre, más que duplicando el valor a precios constantes que presentaba en diciembre de 2019. En términos del PIB, el patrimonio en pesos se ubicó en 5,7% del PIB, alcanzando un máximo en términos históricos.

---

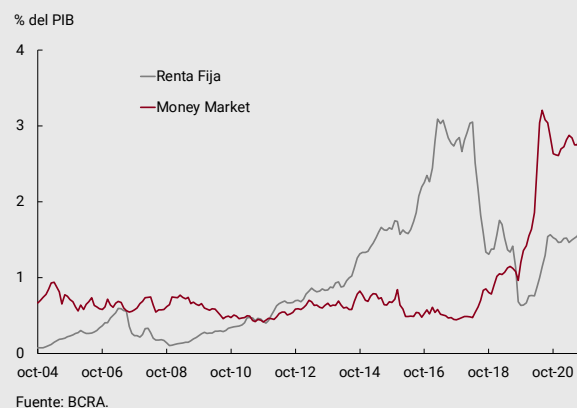
<sup>56</sup> La ANSES administra el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).

Esta dinámica se explicó fundamentalmente por el comportamiento de los FCI MM, que desde mediados de 2018 vienen mostrando un gran dinamismo. Así, en octubre de este año alcanzaron un ratio a PIB de 3,1%, frente a un nivel promedio entre 2004 y 2018 de 0,6% del Producto (ver Gráficos 1 y 2)

**Gráfico 1 | Patrimonio de los FCI en Pesos como porcentaje del PIB y saldo promedio mensual a precios constantes**

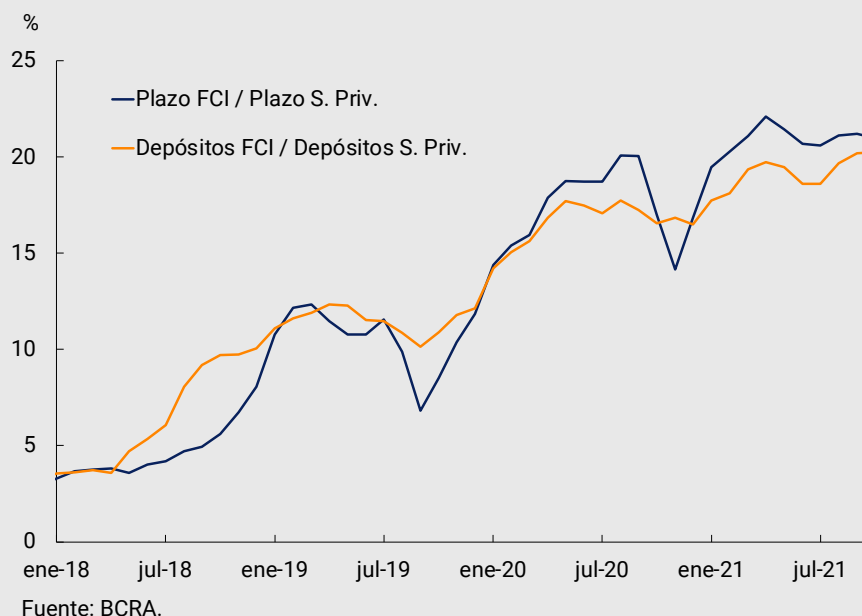


**Gráfico 2 | Patrimonio de los FCI como porcentaje del PIB de los principales tipos de Fondo**



El dinamismo que vienen presentando los FCI MM en los últimos años se reflejó también en el aumento de la participación relativa de sus colocaciones en el total de depósitos en pesos del sector privado no financiero. En efecto, los certificados de depósitos en manos de FCI MM pasaron de representar menos del 5% a comienzos de 2018 a cerca de un quinto del total de los depósitos bancarios del sector privado, lo cual lo lleva a ser un actor importante del mercado monetario (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Depósitos de los FCI en pesos en relación a los depósitos en pesos del sector privado**

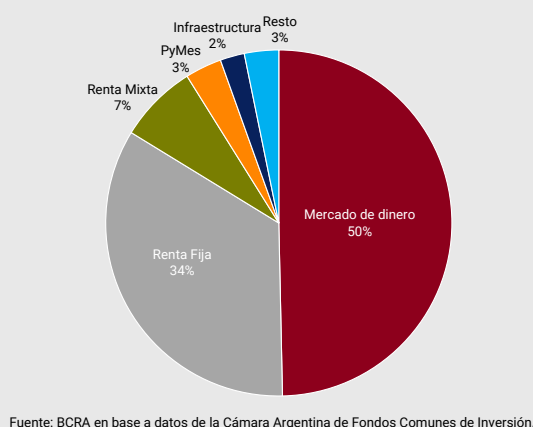


En el segmento de renta fija, el patrimonio de los FCI se ubicó en 1,8% del Producto. Estos valores resultan relativamente elevados, sólo superados por los registrados entre el segundo semestre de 2016 y la primera mitad de 2018, período de fuerte ingreso de capitales externos y de elevada demanda de Letras del Banco Central (LEBAC).

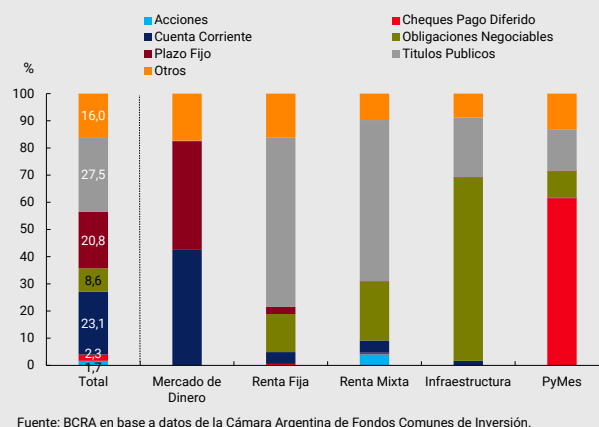
Cabe señalar que a mediados de octubre se creó un nuevo instrumento de financiamiento, las Letras de Liquidez del Tesoro Nacional (LELITES), orientadas exclusivamente a FCI habilitados por la CNV. Estas letras son instrumentos no negociables e intransferibles de corto plazo. No obstante, incluyen una opción de pre-cancelación anticipada de hasta el 40% del saldo de valores nominales<sup>57</sup>. Este nuevo instrumento amplía la variedad de activos en los que pueden invertir los FCI de renta fija.

Descomponiendo el patrimonio en pesos por tipo de fondo, los FCI MM concentran prácticamente la mitad del total. En orden de importancia le siguen los FCI de renta fija, con el 34% del patrimonio; mientras que los FCI de renta mixta representan el 7% del total. El resto corresponde fundamentalmente a FCI que fueron creados para financiar proyectos de forma directa y favorecer sectores clave para el desarrollo. Tal es el caso de los “Fondos Comunes de Inversión Abiertos para el Financiamiento de la Infraestructura y la Economía Real” y los “Fondos Comunes de Inversión Abiertos PyMES”<sup>58</sup> (ver Gráfico 4 y 5).

**Gráfico 4 | Patrimonio de los FCI en Pesos por tipo de fondo. Datos al 29/10/2021**



**Gráfico 5 | Composición de Cartera de FCI por tipo de fondo. Datos al 29/10/2021**



En lo que refiere a los FCI de infraestructura, vale destacar que la CNV introdujo algunas modificaciones normativas a partir de agosto, asignándoles un mayor alcance a este tipo de fondos<sup>59</sup>. La principal reformulación es la ampliación del menú de activos elegibles. De esta manera, los FCI de infraestructura pueden invertir en proyectos y sectores en los que hasta el momento no participaban, como la provisión de servicios públicos, el desarrollo inmobiliario, la construcción, el transporte o la logística. Asimismo, se definieron límites (expresados en porcentajes de las carteras) para las inversiones que no cuadren dentro de los activos elegibles. Vale señalar que la cartera de los FCI de infraestructura está conformada básicamente por activos de renta fija.

<sup>57</sup> <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/251026/20211015>

<sup>58</sup> Ver Resolución General 803/19 de la Comisión Nacional de Valores.

<sup>59</sup> Ver Resolución General 897/21 de la Comisión Nacional de Valores.

En la misma línea, el BCRA autorizó a las entidades financieras a adquirir cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión Abiertos sujetos al “Régimen especial para la constitución de Fondos Comunes de Inversión Abiertos para el Financiamiento de la Infraestructura y la Economía Real”. La participación en cada uno de estos fondos podrá ser de hasta el 15% del total de la emisión y hasta 2% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC)<sup>60</sup>.

En definitiva, el tamaño de la industria de los FCI ha crecido significativamente en los últimos años, alcanzando valores máximos en relación con la economía. En términos de composición de cartera, los fondos se orientaron mayormente a inversiones de corto plazo, reflejando una elevada preferencia por la liquidez. El crecimiento de la industria de los FCI está estrechamente relacionado con el nivel de desarrollo de los mercados financieros y de capitales. En este sentido, es esperable que la industria continúe mostrando un gran dinamismo a partir de la aparición de nuevos instrumentos financieros, cuya diversidad y cantidad contribuya a la estructuración de carteras de mayor variedad en cuanto a su composición, capaces de satisfacer las diferentes demandas en términos de riesgo, grados de liquidez y horizonte temporal.

---

60 Comunicación “A” 7341.



## Apartado 7 / Desdolarización financiera. Reflexiones en base a la experiencia argentina

La forma en la que el sector privado asigna sus ahorros es un condicionante central de la intermediación financiera en moneda doméstica, como así también para la estabilidad financiera y el desarrollo económico del país. En este sentido, la historia argentina muestra un proceso casi ininterrumpido de formación de activos externos, constituyendo un limitante para la intermediación financiera.

La literatura ha desarrollado marcos generales que racionalizan este proceso de dolarización financiera como un fenómeno interno, que surge del equilibrio en el mercado de crédito, en el que los acreedores y deudores optimizan la composición de monedas de sus contratos (ver Armas et al. (2006), varios capítulos). En el proceso de selección de la composición óptima de moneda, subyacen tres motivaciones básicas: i. La maximización del retorno corregido por volatilidad (en presencia de aversión al riesgo); ii. La minimización del costo crediticio, que favorece a la moneda que minimiza la probabilidad de incumplimiento de pago (en el caso de acreedores múltiples e información imperfecta) y iii. La maximización del valor de la opción de rescate o de una garantía de depósitos, que promueve equilibrios impulsados por el riesgo moral en los que la moneda preferida es la que maximiza los costos esperados del asegurador.

En particular, con respecto a la primera motivación, la literatura utiliza un enfoque de cartera para explicar la dolarización financiera a partir del modelo CAPM, donde agentes aversos al riesgo eligen la composición de monedas que optimiza el perfil de riesgo-retorno de su cartera, medido en unidades de la canasta de consumo local. A partir de este enfoque se ha desarrollado una extensa literatura que explora el soporte empírico del argumento del portafolio de varianza mínima (PVM) como uno de los argumentos subyacentes tras la dolarización financiera<sup>61</sup>. En equilibrio, la dolarización se explica por los segundos momentos (es decir, la volatilidad) de la inflación y la depreciación del tipo de cambio real, en lugar del primer momento (es decir, inflación esperada y depreciación nominal).

Bajo condiciones específicas, el análisis de media-varianza aplicado al problema de dolarización de cartera permite obtener corolarios que pueden guiar recomendaciones de política tendientes a promover la desdolarización financiera. Para una varianza dada de la inflación, un aumento en la variación de la tasa de depreciación podría reducir la dolarización al incrementar el riesgo de los activos en dólares. De esta forma, se sugiere que los regímenes de metas de inflación, combinadas con un esquema de flotación libre del tipo de cambio, debería contribuir a la reducción de la dolarización financiera, al aumentar la volatilidad del tipo de cambio en relación con la volatilidad de los precios —para una discusión exhaustiva de este punto ver Armas et. al (2006)—.

En el presente apartado, nos enfocaremos exclusivamente en la dolarización de los activos de ahorro. Específicamente, analizamos la historia de elevada volatilidad macroeconómica y financiera que ha experimentado nuestra economía por mas de medio siglo, y a la luz de dicha historia, exploramos la existencia de elementos adicionales a los propuestos por los enfoques de “media y varianza”, que determinen la demanda de reservas de valor de las familias y firmas. Eso podría ser de utilidad para repensar, en determinados contextos, algunas de las recomendaciones para promover procesos de desdolarización financiera postuladas por la literatura basada en enfoques de portafolio.

---

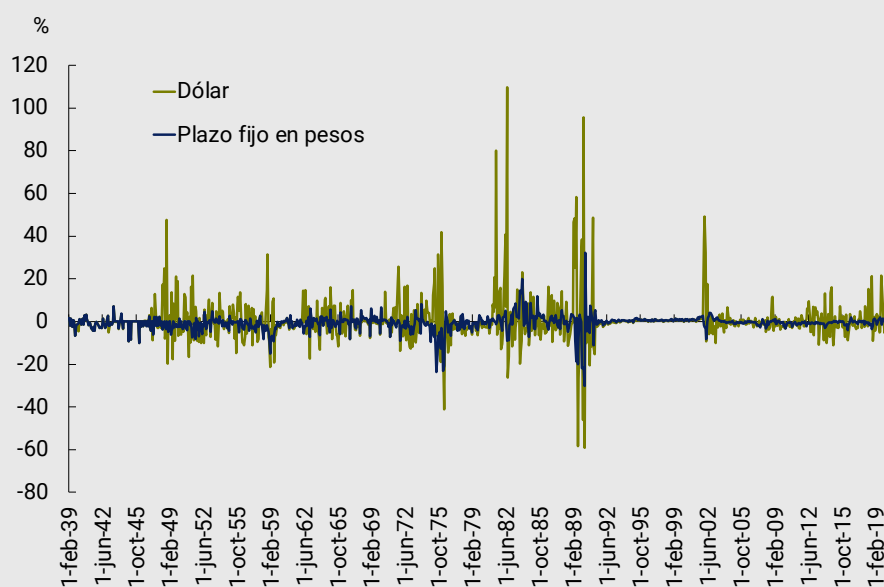
61 Ver por ejemplo Barajas y Morales, (2003), De Nicoló, Honohan e Ize (2003), Ize y Levy Yeyati (2003) Martínez y Werner, (2001), Goldstein y Turner (2004), Rajkovic y Urošević (2014).

## Análisis de los episodios de corrección cambiaria

Como punto de partida, el Gráfico 1 muestra la evolución mensual del retorno real a 1 mes del plazo fijo en pesos y de un activo externo<sup>62</sup> para los últimos 80 años (entre enero de 1939 y diciembre de 2020).

El primer elemento que se destaca del Gráfico 1 es la elevada volatilidad de las series. En segundo lugar, la volatilidad presenta *clusters*, asociados con los frecuentes episodios de corrección cambiaria evidenciados durante el período. Nos referimos a “correcciones cambiarias” debido a que algunos de los episodios corresponden a saltos cambiarios que implicaron modificaciones en el régimen monetario–cambiario, pero que no necesariamente son evidencia de un evento crítico que puso fin a un régimen particular.

**Gráfico 1 | Evolución de los retornos reales mensuales**



Fuente: BCRA.

Con respecto a la estructura de *clusters*, es importante mencionar que, durante el período de análisis, se produjeron al menos 15 episodios de corrección cambiaria de magnitud<sup>63</sup>. De tales episodios, nos concentraremos en siete casos específicos, que comparten entre sí dos características fundamentales. La primera, y por la cual fueron seleccionados, es el hecho de que la evolución de los retornos reales con anterioridad a la realización del evento de disrupción cambiaria justificaba la demanda de activos denominados en moneda local como parte de las tenencias óptimas de reservas de valor del sector privado. La segunda característica, es que tales regímenes fueron seguidos por correcciones cambiarias.

62 Debido a que la variación del tipo de cambio constituye el principal componente del retorno del activo externo, hablaremos indistintamente de activo externo o dólares billete. Para los períodos de la muestra en los que se encontraban vigentes restricciones cambiarias o esquemas formales de tipos de cambio múltiples, se utiliza la cotización libre de la divisa norteamericana.

63 En términos de nuestra serie, nos referimos a las variaciones del tipo de cambio libre asociadas a los episodios cambiarios de 1949, 1959, 1962, 1972, 1975, 1981, 1986, 1989, 1990, 2001, 2015, 2018 y 2019. En el período 2002-2020 se han observado correcciones de menor magnitud en 2008 y 2014. Esto implica un promedio de un evento cada aproximadamente cinco años y medio. Estos eventos de corrección cambiaria implicaron saltos en la cotización de la divisa norteamericana, que pueden o bien ser la consecuencia del abandono de un régimen específico, como por ejemplo la crisis de la convertibilidad, ser parte de un programa de estabilización, como por ejemplo la devaluación de 1959 o la asociada al Plan Austral de 1985, como así también la resultante de un entorno de elevada incertidumbre económica y/o política, como los episodios cambiarios de 1962. En términos de nuestro análisis, con independencia de las razones que subyacen tras el salto de la cotización, implica para los agentes un incentivo al uso del dólar como reserva de valor.

La primera experiencia considerada es la crisis de 1949. La segunda, la devaluación llevada a cabo por la administración del presidente Frondizi en diciembre de 1958. La tercera es el salto cambiario asociado con la elevada incertidumbre durante la destitución de Frondizi. La cuarta es la crisis de la “tablita cambiaria” en abril de 1981. La quinta, la incertidumbre cambiaria una vez debilitados los efectos del Plan Austral implementado en junio de 1985. La sexta es la crisis de la Convertibilidad en diciembre de 2001 y la séptima, los episodios de saltos cambiarios que siguieron al mes de abril de 2018.

Con el objeto de identificar patrones comunes, el Cuadro 1 presenta los cuatro primeros momentos centrales de la distribución de los retornos reales mensuales del plazo fijo en pesos y de la tenencia de activos denominados en dólares (mismas series del Gráfico 1), separando las etapas con anterioridad y posterioridad al episodio de corrección cambiaria.

**Cuadro 1 | Momentos centrales de la distribución de los retornos reales a 1 mes del plazo fijo en pesos y el dólar**

Período	Media		Desvío Estándar		Sesgo		Curtosis	
	Dólar	Plazo fijo	Dólar	Plazo fijo	Dólar	Plazo fijo	Dólar	Plazo fijo
Pre Crisis de 1949	-0,8	-0,83	2,97	2,4	0,28	-0,99	7,72	6,87
Crisis de 1949	2,01	-2,25	12,51	2,38	1,16	-0,68	5,31	2,95
Pre Devaluación Frondizi	-0,34	-1	6,41	2,27	-0,08	-0,38	2,41	3,99
Devaluación Frondizi (1958)	0,02	-6,42	14,95	3,58	0,51	-0,96	2,79	3,79
Pre salida Frondizi	-1,36	-0,83	1,62	1,45	-0,57	0,21	5,04	2,93
Salida Frondizi (1962)	2,28	-2,19	10,16	2,97	-0,55	-0,25	2,68	2,3
Pre Crisis de la Tablita	-1,95	-0,66	2,64	1,89	1,26	-0,17	6,15	2,92
Crisis de la Tablita (1981)	15,34	-0,24	34,31	3,61	1,57	-1,03	4,91	3,48
Plan Austral (1985)	-1,05	1,81	6,03	3,55	1,6	1,29	5,72	5,77
Post Plan Austral	2,26	0,48	7,08	2,21	0,15	0,23	1,87	2,93
Pre Crisis de Convertibilidad	0,2	0,53	0,78	0,68	-1,44	-0,55	5,39	5,02
Crisis de Convertibilidad (2002)	8,64	0,5	19,22	3,58	1,06	-1,18	2,65	3,66
Pre Crisis de 2018	-0,88	-0,47	3,54	1,09	-0,05	-1,01	3,07	5,57
Crisis de 2018	3,64	-0,22	8,94	1,41	0,79	-0,45	2,58	2,74

Fuente: BCRA.

Como puede observarse, el retorno real promedio en dólares fue siempre positivo en las etapas correspondientes al episodio cambiario, con diferencias significativas de nivel en relación con el período previo a la corrección cambiaria, como así también respecto al retorno real del plazo fijo en pesos. A su vez, el rendimiento de la moneda extranjera también fue más volátil durante los episodios cambiarios en comparación a períodos previos y al retorno del plazo fijo. Las distribuciones en el entorno de la corrección cambiaria presentan un sesgo positivo. Finalmente, la curtosis alterna valores mayores y menores a 3, valor de referencia de la distribución Normal, por lo que no se distingue un patrón claro en el peso de las colas (es decir, la frecuencia de observaciones en los extremos).

## Discusión a partir de la evidencia

La elevada frecuencia en el patrón de correcciones cambiarias asociadas con cambios en el funcionamiento de regímenes específicos podría condicionar el proceso de formación de expectativas de las familias y firmas, a la hora de decidir en qué instrumento preservar el poder de compra de su riqueza. Ello tiene potencialmente variadas consecuencias.

En primer lugar, las principales características de las distribuciones de los retornos reales bajo condiciones de normalidad y modificación de los regímenes monetarios y cambiarios pueden institucionalizarse. En ese caso, las experiencias pasadas condicionarían expectativas a la hora de pensar la dinámica futura de las variables de interés. Esto puede implicar que, aún en períodos de relativa normalidad de funcionamiento de un régimen específico, los agentes asignen una probabilidad no nula a que se verifique un escenario de abandono del mismo, dentro de su horizonte de inversión, y decidan, como respuesta, mantener dolarizada una porción sustancial de sus reservas de valor. Este elemento puede ser uno de los factores que subyace tras la elevada persistencia del proceso de dolarización financiera.

En segundo lugar, la memoria de las experiencias pasadas puede llevar a los agentes a enfrentar problemas de “extracción de señal” (dificultades para extraer información relevante del contexto) a la hora de realizar inferencia sobre las distribuciones que, esperan, rijan el comportamiento de las variables económicas relevantes para su decisión de elegir la moneda de denominación de sus reservas de valor.

El último punto nos hace reflexionar sobre los potenciales resultados, bajo determinados contextos, de algunas de las medidas de política que postula la literatura para promover los procesos de desdolarización, y que resultan del uso de enfoques de media-varianza. Una de ellas es la de reducir la volatilidad de la inflación y elevar la volatilidad de la tasa de variación del tipo de cambio. Si bien bajo entornos particulares esta recomendación podría tener los efectos deseados, en presencia de distribuciones subjetivas que evidencien sesgo, como así también de problemas de extracción de señal, los agentes podrían reaccionar en el sentido opuesto al predicho por esos enfoques. Por ejemplo, un incremento de la variabilidad cambiaria por parte de la autoridad monetaria podría ser percibida por los agentes como un cambio en las condiciones de entorno que incrementen su probabilidad subjetiva de cambio de régimen. Como consecuencia, podrían verificarse resultados contrapuestos a los esperados, que tendieran a promover rebalances en la cartera de los agentes a favor de las tenencias de activos en dólares. Bajo esta perspectiva, la percepción de sostenibilidad del régimen monetario-cambiarío por parte de las familias y firmas constituye un elemento central para el potencial éxito de las políticas que buscan promover procesos de desdolarización.

En función de nuestra historia, el valor que los agentes asignen a esta probabilidad subjetiva excede el régimen cambiario que circunstancialmente se adopte. La respuesta de los individuos en términos de sus demandas de activos ante cambios en su entorno, ha sido delineada a lo largo de muchas décadas de inestabilidad macroeconómica y financiera. Estabilizar las percepciones de cambio de régimen conlleva desarticular respuestas adaptativas institucionalizadas a lo largo de nuestra historia. Es por ello que la reducción de la dolarización financiera es un desafío de largo aliento no solo para este Banco Central, en relación a la adopción de regímenes monetarios-cambiaríos específicos, sino para la estrategia de desarrollo adoptada por el Estado Nacional.

## Referencias

Alain Ize y Eduardo Levy Yeyati (2003). “Financial dollarization.” *Journal of International Economics*, 59(2) p.323-347.

Armas, Adrian, Ize, Alain, y Eduardo Levy Yeyati (2006). “Dolarización financiera: La agenda de política.” Banco Central de Reserva del Perú.

Barajas, A. y R. A. Morales (2003). “Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects”. IMF Working Paper 03/11 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).

De Nicoló, G., P. Honohan y A. Ize (2003). "Dollarization of Bank Deposits: Good or Bad?". IMF Working Paper No. 03/146. Publicado como "Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences". Journal of Banking and Finance, Vol. 29, No. 7, Págs. 1697-727.

Goldstein, M. y P. Turner (2004). "Measuring Currency Mismatch: Beyond Original Sin", in Controlling Currency Mismatches in Emerging Economies, Institute for International Economics.

Martínez, L. y A. Werner (2001). "The Exchange Rate Regime and the Currency Composition of Corporate Debt: The Mexican Experience". Presentado en el NBER Inter-American Seminar on Economics (julio).

Rajkovic Ivana y Branko Urošević, (2014). "Dollarization of deposits in short and long run: evidence from CESE countries," Working papers 28, National Bank of Serbia.

## 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

**PIB:** Producto Interno Bruto

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

**PP:** Productos primarios

**PyMEs:** Pequeñas y medianas empresas

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**US\$:** Dólares Americanos

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**UOCRA:** Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

**UVA:** Unidad de Valor Adquisitivo

**Var.:** Variación

**WEO:** World Economic Outlook elaborado por el FMI

Reconquista 266  
(C1003ABF) Buenos Aires  
República Argentina  
[www.bcra.gob.ar](http://www.bcra.gob.ar)



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA