

Informe de Política Monetaria

Diciembre de 2022



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Diciembre de 2022

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 26 de diciembre de 2022.

Contenidos

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

Pág. 6 | 2. Contexto Internacional

Pág. 16 | *Apartado 1 / Vulnerabilidades financieras de la economía global*

Pág. 19 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 30 | *Apartado 2 / Iniciativas de promoción de sectores estratégicos*

Pág. 34 | 4. Sector Externo

Pág. 45 | *Apartado 3 / Indicador de comercio del Kiel Institute*

Pág. 48 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 56 | *Apartado 4 / Resultado financiero del Sector Público Nacional no Financiero ajustado por el ciclo*

Pág. 60 | 6. Precios

Pág. 71 | *Apartado 5 / ¿Es el IPIM un buen predictor del IPC?*

Pág. 75 | 7. Política Monetaria

Pág. 88 | *Apartado 6 / Evolución de los pasivos remunerados*

Pág. 92 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: politica.monetaria@bcra.gob.ar

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

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

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

La actividad económica global siguió desacelerándose en los últimos meses y los pronósticos de crecimiento mundial para el próximo año continuaron reduciéndose. Este panorama se dio en un escenario en el que la persistencia de la alta inflación condujo a los bancos centrales de las economías avanzadas a implementar el mayor ciclo de política monetaria contractiva desde la crisis financiera global de 2008/09. Si bien las condiciones financieras para los países en desarrollo mejoraron en el margen, aún prevalece un entorno mayormente adverso de elevadas tasas de interés y salidas netas de capital.

En Argentina la actividad económica siguió expandiéndose durante el tercer trimestre, a una tasa superior a la de los trimestres anteriores. Desde el punto de vista de la demanda se observó un gran dinamismo del Consumo privado, mientras que la inversión permaneció en torno a los niveles máximos de 2017. Para el cuarto trimestre, sin embargo, los indicadores adelantados de actividad anticipan un freno en el crecimiento. Esta dinámica reflejará en parte el efecto de la sequía, que afectó a la cosecha fina en la última parte del año y que plantea condicionalidades iniciales para el resultado de la cosecha gruesa del año entrante. Aun así, la economía crecería en 2022 por encima del 5% anual, superando largamente las previsiones de comienzos del año. Para 2023 se espera un crecimiento menor, cercano al 2%.

La tasa de inflación mensual se redujo gradualmente desde septiembre y se ubicó en noviembre en 4,9%, el nivel más bajo desde febrero de este año. La moderación de la tasa de inflación fue en parte resultado de una serie de medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA para contener la aceleración de precios verificada en la primera parte del tercer trimestre. En particular, la autoridad monetaria elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria hasta llevarla a un terreno positivo en términos reales, contribuyendo a impulsar la demanda de activos denominados en pesos, favoreciendo así la estabilidad cambiaria. Por su parte, desde el Ministerio de Economía se implementaron políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal primario y las necesidades de financiamiento monetario, se incentivó la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales y se alcanzaron acuerdos de precios de referencia sobre ciertos conjuntos de bienes y servicios. Entre estos últimos se destaca el Programa Precios Justos lanzado a mediados de noviembre. Para los próximos meses se prevé la continuidad de la tendencia a la baja gradual de la inflación núcleo, en un entorno que, si bien todavía registra elevadas expectativas de inflación, se ve favorecido por un menor dinamismo del precio internacional de los *commodities* y una recuperación salarial que, al menos por el momento, se presenta como gradual, lo cual contribuye a reducir la inercia inflacionaria.

En el marco de la significativa desaceleración de la tasa de inflación en noviembre, el BCRA decidió mantener la tasa de política monetaria sin cambios, propendiendo a consolidar un entorno de tasas de interés reales positivas que favorezca la estabilidad financiera y cambiaria, y a reforzar la tendencia de gradual desaceleración de la inflación en el mediano plazo. Así, la tasa de interés de las LELIQ de 28 días se mantuvo en 75% n.a. (107% e.a.), al igual que las tasas mínimas reguladas sobre las colocaciones a plazo para las personas humanas por hasta \$10 millones. El resto de las colocaciones a plazo conservaron una tasa mínima garantizada de 66,5% n.a. (91% e.a.). Vale recordar que, en una economía como la argentina, con un canal del crédito relativamente pequeño, la suba de tasas de interés actúa principalmente incentivando el ahorro en pesos. Su acción antiinflacionaria entonces pasa en gran medida por contribuir a la estabilidad cambiaria y financiera, debiendo estar complementada con otros instrumentos de la política económica para reducir la inercia inflacionaria.

Otras políticas del BCRA también contribuyeron a preservar la estabilidad financiera y cambiaria. Por un lado, la autoridad monetaria continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado

abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana. Por otro lado, en materia cambiaria, el Banco Central siguió calibrando la tasa de variación del tipo de cambio nominal ubicándola en un nivel acorde con la tasa de inflación, a los efectos de preservar la competitividad externa y potenciar la acumulación de reservas, complementando la política cambiaria con el perfeccionamiento continuo del marco normativo vigente del mercado de cambios. Cabe destacar la creación del “Programa de Incremento Exportador”, que permitió al complejo sojero liquidar divisas a un tipo de cambio excepcional y transitorio y que tuvo un impacto positivo sobre las Reservas Internacionales de US\$5.000 millones durante septiembre y, en una segunda etapa, US\$1.200 millones adicionales desde fines de noviembre al cierre de esta edición.

El acuerdo a nivel técnico entre el FMI y las autoridades argentinas sobre la tercera revisión del Programa de Facilidades Extendidas, y su posterior aprobación por parte del directorio ejecutivo del organismo multilateral de crédito, consolida el marco de política monetaria que viene implementando el BCRA, con eje en una política de tasas de interés que permitan preservar el ahorro de familias y empresas y un sendero del tipo de cambio oficial que sostenga los niveles de competitividad externa de la economía. En el marco del acuerdo, se mantuvieron los objetivos de déficit fiscal, de financiamiento al Tesoro y las metas de acumulación de reservas para el bienio 2022-2023. Asimismo, se seguirá avanzando con una agenda estructural que incluye acciones para fortalecer la hoja de balance del BCRA y diseñar una hoja de ruta para la flexibilización gradual y condicional de los controles de cambio, entre otros aspectos de la política del Gobierno Nacional.

El BCRA continuará calibrando sus políticas con el objetivo de consolidar el proceso de desinflación. Para ello, seguirá monitoreando la situación macroeconómica, prestando especial atención a la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios, el mercado de deuda soberana y la dinámica del mercado de cambios, en particular en un año electoral donde típicamente suele observarse una mayor volatilidad en los mercados financieros. Asimismo, mantendrá en todo momento una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez con sus instrumentos de regulación monetaria, de manera de preservar el equilibrio monetario.

En este sentido, la evolución que mostraron los pasivos remunerados en los últimos años fue la contrapartida de las políticas implementadas por el BCRA para asistir al Tesoro Nacional frente a la pandemia de COVID-19, estabilizar el mercado de deuda soberana frente a los episodios de excesiva volatilidad financiera, fortalecer sus reservas internacionales y promover mejores rendimientos para los ahorristas, lo que contribuyó a reducir las presiones en el mercado de cambios y fortalecer la demanda de activos denominados en pesos. Aún con todos estos cambios, el ratio de pasivos monetarios totales (Base Monetaria más Pasivos Remunerados) a PIB se ubicó en noviembre en un nivel de 13,7%, 5,3 p.p. por debajo del máximo alcanzado en 2018 y un registro similar al verificado entre 2004 y 2015.

En el mediano plazo, el sostenido crecimiento de la actividad económica y una moderación en la tasa de inflación darán lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales. En este contexto es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo gradualmente. 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

La economía global ha perdido impulso, junto con una aceleración inflacionaria generalizada entre países. El ciclo de política monetaria contractiva más intenso en décadas se conjuga con el impacto previo de los mayores precios de la energía y de la desaceleración económica en China (por las restricciones a la movilidad frente al COVID-19); y ha dado lugar a una menor actividad y condiciones financieras globales más ajustadas. Estas presentan riesgos significativos dados los altos niveles de deuda pública y privada en muchos países, la evolución del mercado hipotecario en algunos de ellos, y el posible contagio de nuevas caídas de los criptoactivos, entre otras vulnerabilidades financieras.

Desde el IPOM anterior, el dólar estadounidense se apreció y los precios de las materias primas descendieron; el primero ha cedido en las últimas semanas, pero los segundos se ubican por debajo de sus niveles anteriores al conflicto bélico, a excepción del gas. A medida que se hacen más presentes los riesgos de una recesión global, las curvas de rendimiento de los países avanzados se invierten (con las tasas de menor plazo subiendo y las de mayor plazo cayendo), aliviando en el margen las condiciones financieras. En ese mismo sentido, los flujos de capitales hacia emergentes registraron salidas netas inferiores a las del trimestre anterior.

La inédita contracción monetaria en curso implicará una menor actividad de los principales socios comerciales de la Argentina. Se ignora aún si ello implicará un ciclo de política monetaria con “aterrizaje suave”, acompañando una inflación que se desacelera y una evolución ordenada de los mercados (que hoy descuentan en sus precios un menor ritmo de ajuste monetario, y un final relativamente próximo del ciclo contractivo). O bien, una contracción monetaria más intensa o prolongada, materializándose las vulnerabilidades financieras tanto en países avanzados como en desarrollo.

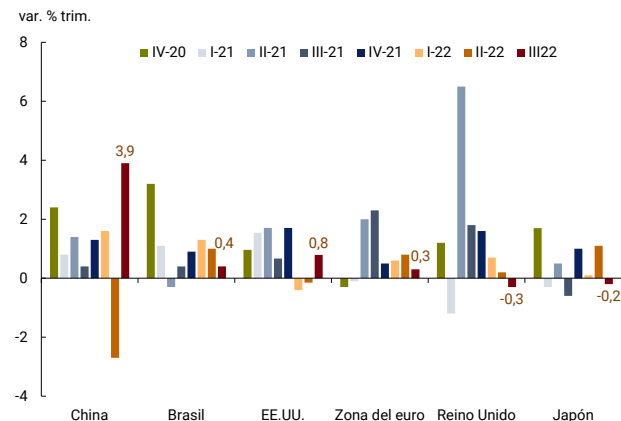
2.1. Menor crecimiento global en un contexto más incierto

En los últimos meses, la economía mundial continuó acusando los efectos negativos de los altos precios de la energía, principalmente, en Europa; la desaceleración de la economía de China por las restricciones a la movilidad y los problemas en el sector inmobiliario; y, con mayor peso, la política monetaria más contractiva de lo esperado en los países avanzados, con sus consecuencias en la actividad económica y las condiciones financieras globales. Se mantienen los riesgos a la baja por potenciales vulnerabilidades de la economía global ante la contracción monetaria, vinculadas a algunos elementos del sistema financiero, al sector inmobiliario y a los niveles de deuda pública y privada en algunos países (ver Apartado 1 / Vulnerabilidades financieras de la economía global).

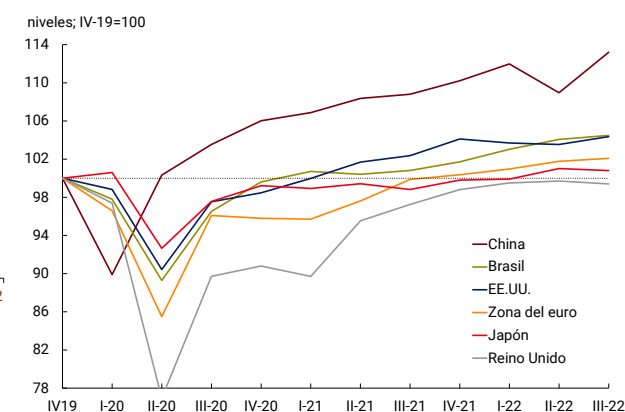
En el tercer trimestre de 2022 volvió a crecer la economía de China, luego del impacto del cierre por su política de COVID Cero en el segundo trimestre, y se recuperó la de Estados Unidos, tras dos trimestres consecutivos de contracción. Sin embargo, se desaceleró la actividad económica en la zona del euro, ante el impacto del alza del precio de la energía y de las tasas de interés, y en Brasil y se contrajeron las economías de Japón y del Reino Unido (ver Gráfico 2.1). Esta dinámica económica se dio junto con tasas de desempleo todavía en niveles mínimos.

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

a. Variación % trimestral



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



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

Los indicadores de alta frecuencia de octubre y noviembre evidencian un peor desempeño económico en el cuarto trimestre de 2022. En octubre, la producción industrial se contrajo en Estados Unidos, la zona del euro y Japón y se estancó en el Reino Unido, mientras que en noviembre cayó en China y volvió a bajar en Estados Unidos. Por su parte, las ventas minoristas disminuyeron en China y la zona del euro en octubre y en Estados Unidos y el Reino Unido en noviembre (ver Gráfico 2.2, panel superior). Los indicadores prospectivos también sugieren que para el cuarto trimestre se profundizará el deterioro de la actividad. De acuerdo con las encuestas a gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés), las economías avanzadas, menos Singapur, se ubican en zona de mayor contracción que unos meses atrás. Para los países emergentes, la medición indica expansión o estabilidad, excepto en China, cuyo valor sugiere una disminución. La dinámica de los PMI exhibió un empeoramiento respecto a los valores registrados en agosto en todos los casos menos Alemania y Estados Unidos. Por su parte, la confianza del consumidor también decayó en la zona del euro, Reino Unido y China, permaneciendo por debajo del promedio de largo plazo, mientras que se recuperó en Estados Unidos y Brasil (ver Gráfico 2.2, panel inferior).

Gráfico 2.2 | Indicadores de actividad (panel superior)

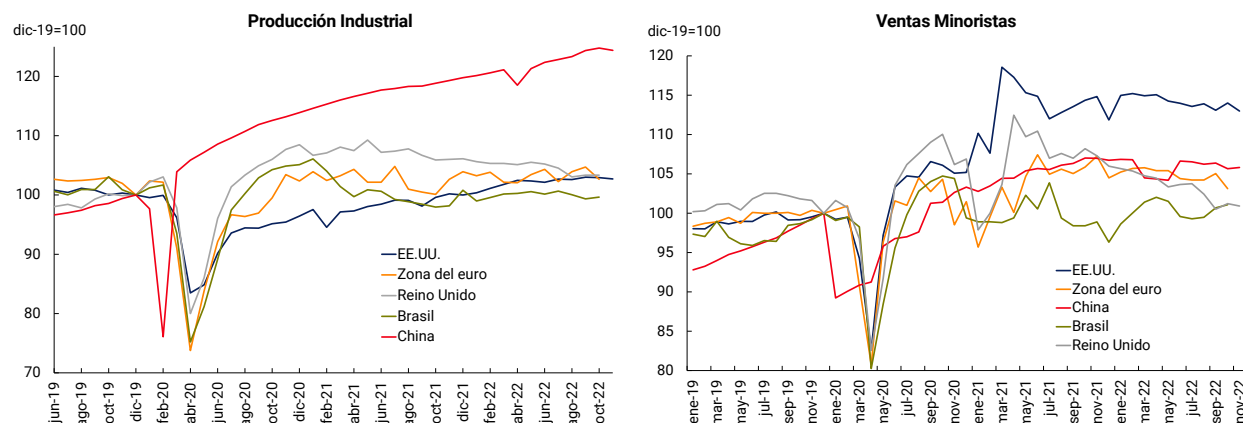
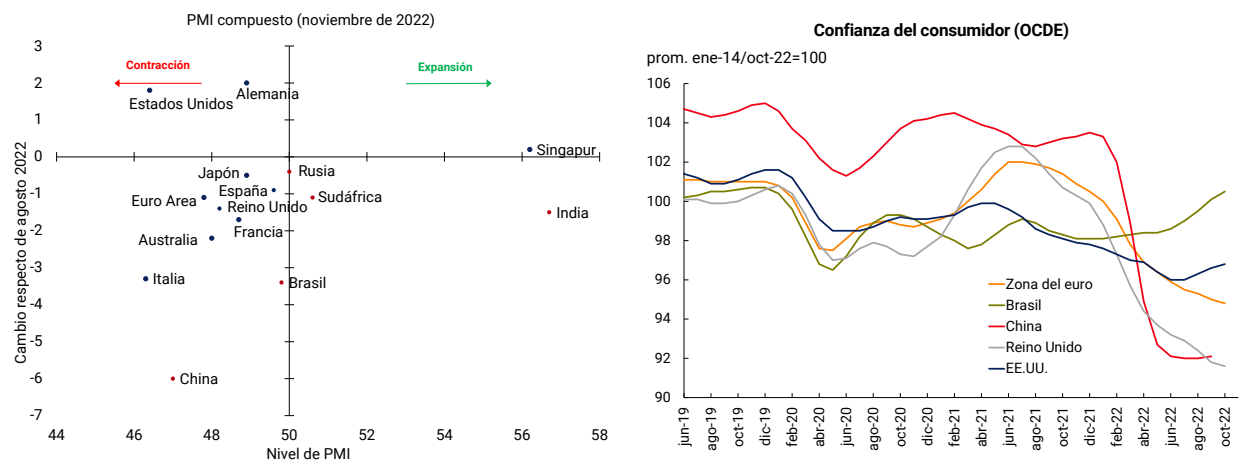


Gráfico 2.2 | Indicadores de actividad (panel inferior)



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

Los pronósticos de crecimiento mundial para 2023 continuaron reduciéndose. Así, el FMI, en su informe de octubre, mantuvo en 3,2% el pronóstico de crecimiento para este año, pero lo redujo a 2,7% en 2023 (-0,2 p.p.), ante las presiones inflacionarias y el alza de las tasas de interés. A pesar del rebote de la economía de China en el tercer trimestre, se espera una desaceleración de la actividad para este año y el próximo, con crecimiento de 3,2% y 4,4%, respectivamente, bien por debajo del promedio de prepandemia. Los pronósticos de la OCDE de noviembre proyectan que la economía mundial crecerá 3,1% este año (+0,1 p.p. respecto del pronóstico de junio), se desacelerará al 2,2% en 2023 (-0,6 p.p.) y se recuperará moderadamente al 2,7% en 2024. El consenso de mercado coincide también en prever menor actividad global para el próximo año (ver Cuadro 2.1). Por otra parte, los pronósticos de inflación aumentaron para este año, sólo previendo una baja gradual el próximo. El FMI espera que la inflación mundial alcance 8,8% en 2022, antes de desacelerarse a 6,5% en 2023 y a 4,1% en 2024, mientras que la OCDE considera que la inflación se mantendrá alta en los países del grupo, en más del 9% este año, para moderarse gradualmente hasta el 6,5% en 2023 y el 5,1% en 2024.

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

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

(1) Pronóstico de julio de 2022 y comparación con abril de 2022. (2) Pronóstico de noviembre de 2022.

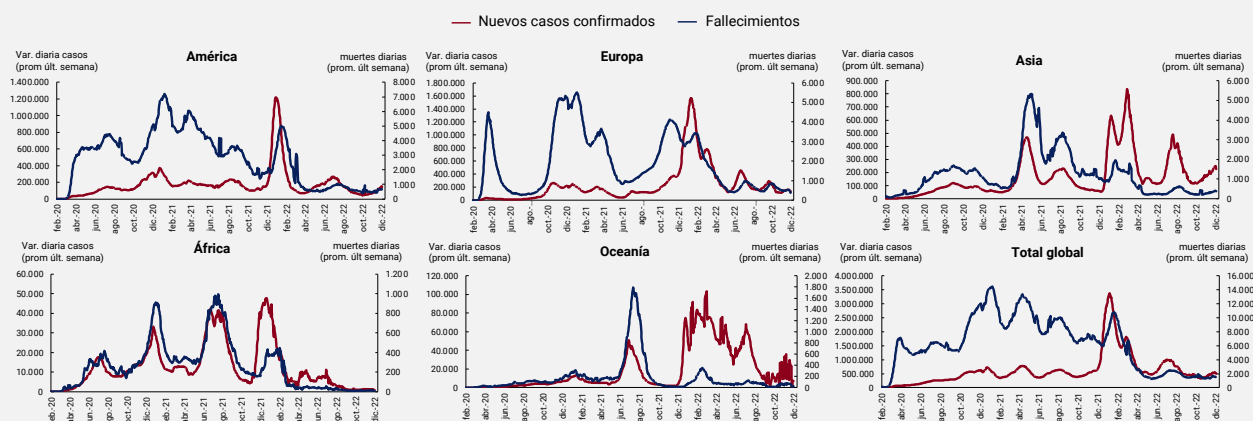
Fuente: FMI (WEO), Banco Mundial, Reuters (consenso de mercado) y otras fuentes: OCDE (mundo y China), BCE (zona del euro), Fed (Estados Unidos), BCB - Encuesta Focus (Brasil).

Recuadro. Los casos globales de COVID-19 repuntan desde niveles bajos, y China comienza a flexibilizar su política de COVID Cero

Desde el último IPOM, la curva de contagios globales de COVID-19 prosiguió con su descenso iniciado tras el pico de julio de 7,75 millones de casos semanales, para alcanzar 2,24 millones a comienzos de noviembre, valores mínimos desde octubre 2020. A partir de ese piso, empezó a observarse un repunte: a mediados de diciembre la cifra mundial fue de 4,04 millones, lo que representa un 80% de crecimiento en menos de dos meses (ver Gráfico 2.3). Ello ha sido generalizado entre regiones geográficas.

Por su parte, la tasa de mortalidad mundial subió de 0,25% en septiembre a 0,35% a fines de noviembre. Sin embargo, se ubica en valores muy inferiores a los registrados durante 2021, cuando excedió el 1,5% durante casi todo el año, con máximos que se aproximaron al 3%. Esto refleja la efectividad de las vacunas y el avance en las campañas de inmunización.

Gráfico 2.3 | Nuevos casos y fallecimientos por COVID-19



Fuente: BCRA en base a datos de OMS.

Más del 68% de la población mundial ha recibido al menos una dosis y 63% el esquema inicial completo a diciembre de 2022. No obstante, siguen persistiendo amplias diferencias en cuanto a la cobertura entre los países de ingresos altos y medios altos y los de bajos ingresos. En los primeros, entre el 74% y el 79% de su población se encuentra completamente vacunada mientras que, en los segundos, apenas el 20%. Las diferencias son aún más marcadas cuando se comparan las dosis de refuerzo. Los países de altos ingresos han aplicado 62 dosis cada 100 habitantes, los de ingresos medios altos 48, los de medios bajos 18 y los de ingresos bajos sólo 1,5 cada 100 habitantes.

China merece una mención aparte por su impacto económico. Durante septiembre y octubre, los infectados semanales oscilaron entre 6 mil y 12 mil, cifras muy bajas en relación con su población. Sin embargo, el gobierno aumentó las restricciones e implementó confinamientos en varias urbes importantes. Al menos 36 ciudades, en las que viven casi 200 millones de personas, se encontraban bajo algún tipo de limitación a mediados de octubre. El presidente Xi Jinping declaró en la apertura del 20° Congreso del Partido Comunista que no estaba previsto abandonar esta política en el futuro cercano.

Desde fines de octubre, se aceleraron los contagios, pasando de 7.595 a 255.023 casos en diciembre, excediendo en un 37% el pico de abril. En ese contexto, se incrementaron las protestas públicas en ciudades

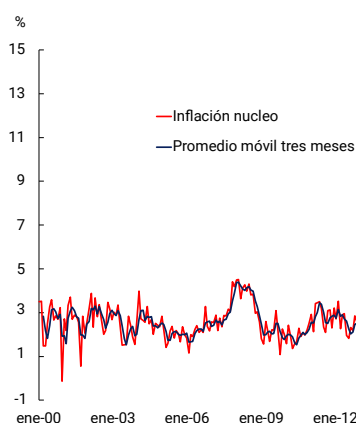
como Shanghái, Beijing y Guangzhou contra las restricciones. Las autoridades gubernamentales comenzaron a dar señales de que podía haber cambios en la estrategia de COVID Cero. En la primera semana de diciembre, la Comisión Nacional de Salud anunció nuevas disposiciones más flexibles, incluyendo eventuales confinamientos focalizados y más limitados en el tiempo, evitar cierre de escuelas y eliminar requisitos de pruebas de COVID-19 en lugares públicos. Hacia delante, esta flexibilización plantea interrogantes sobre la dinámica de la enfermedad en un país donde la inmunización en adultos mayores es baja (sólo el 40% de los mayores de 80 años ha recibido la tercera dosis), y el sistema sanitario presenta riesgos de saturación. Tal incertidumbre se traslada al impacto que pueda tener sobre la economía.

2.2. El ciclo de política monetaria contractiva prosigue, con un incipiente descenso de la inflación en algunos países

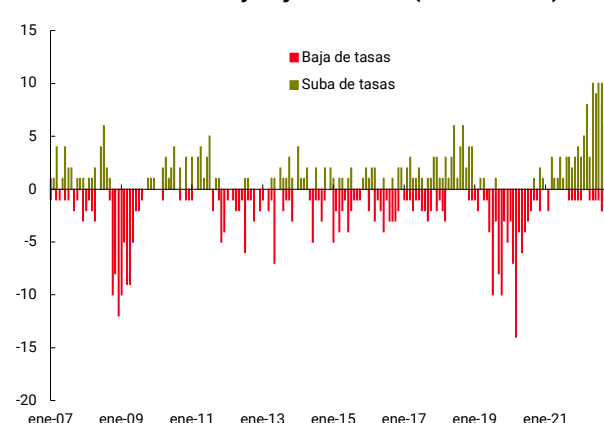
El mundo atraviesa una aceleración inflacionaria sin precedentes en más de veinte años, con la inflación núcleo en torno a 11% para un grupo de países representativos. La persistencia de la inflación por encima del límite superior promedio de la inflación (en torno al 4%) hizo que los bancos centrales del G-20 lleven a cabo el mayor ciclo de política monetaria contractiva desde la crisis financiera global de 2008-2009 (ver Gráfico 2.4 a y b).

Gráfico 2.4 | Ciclo de política monetaria contractiva (países seleccionados)

a. Inflación núcleo



b. Medidas de subas y bajas de TPM (acumuladas)



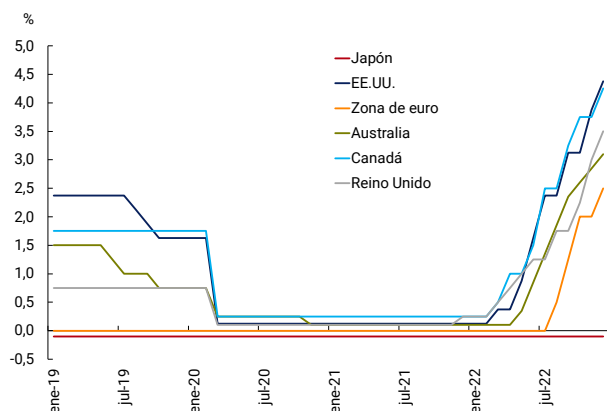
Fuente gráfico a: FMI. Países de la muestra: Argentina, Brasil, Canadá, Suiza, Chile, Colombia, R. Checa, Alemania, Dinamarca, España, Francia, Inglaterra, Hong Kong, Hungría, Indonesia, India, Israel, Italia, Japón, Corea, México, Malasia, Noruega, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Singapur, Suecia, Tailandia, Turquía, Taiwán, EE.UU. y Sudáfrica. Fuente gráfico b: BIS, países del G20.

Los bancos centrales de países desarrollados, a excepción de Japón, continuaron subiendo sus tasas de interés a una velocidad récord. Desde la publicación del último IPOM, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) aumentó su tasa de política monetaria (TPM) en 1,25 p.p. (y 4,25 p.p. desde el comienzo del ciclo contractivo; ver siguiente Recuadro), el Banco Central Europeo (BCE) en 1,25 p.p. (2,5 p.p.), el Banco de Inglaterra en 1,75 p.p. (3,4 p.p.), el Banco de Canadá en 1 p.p. (4 p.p.), y el Banco de la Reserva de Australia en 0,75 p.p. (3 p.p.), (ver Gráfico 2.5 a). Además, todos los bancos centrales de los países desarrollados han comenzado -o continúan- con su política monetaria no convencional contractiva (QT, por sus siglas en inglés), retirando liquidez del mercado. La excepción es el BCE que empezaría en enero. En cambio, la autoridad monetaria de Japón mantiene una política no convencional expansiva, a lo que sumó la intervención en el mercado cambiario para evitar una mayor depreciación de su moneda. Al cierre de este informe, aquella indicó que seguiría comprando bonos del gobierno a 10 años, pero a una tasa de rendimiento mayor (0,5%).

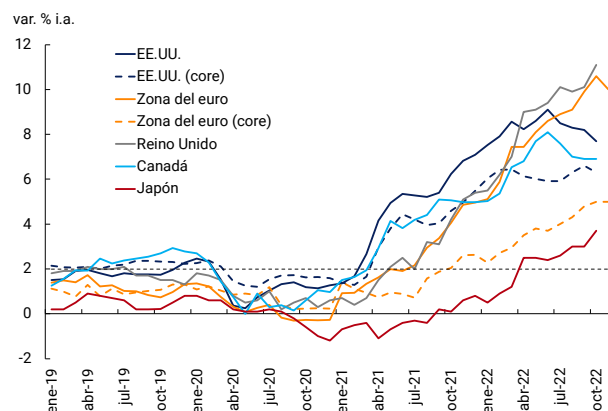
Frente a estas medidas, se observa una incipiente desaceleración de la inflación en los EE.UU., Canadá y en la zona del euro, mientras que el resto de los países desarrollados de la muestra siguen con niveles crecientes de inflación (ver Gráfico 2.5 b).

Gráfico 2.5 | Principales economías avanzadas

a. Tasa de política monetaria



b. Inflación

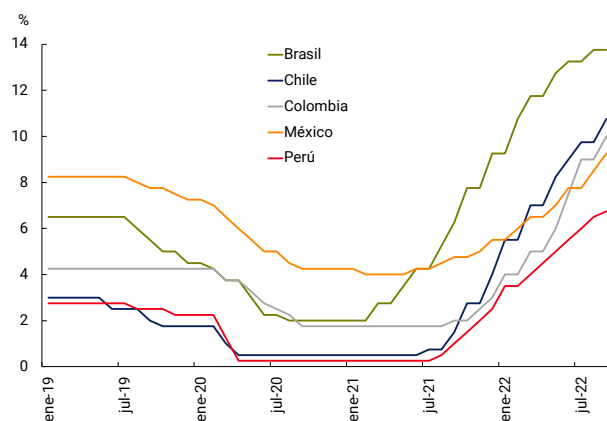


Fuente: oficinas de estadísticas nacionales y bancos centrales.

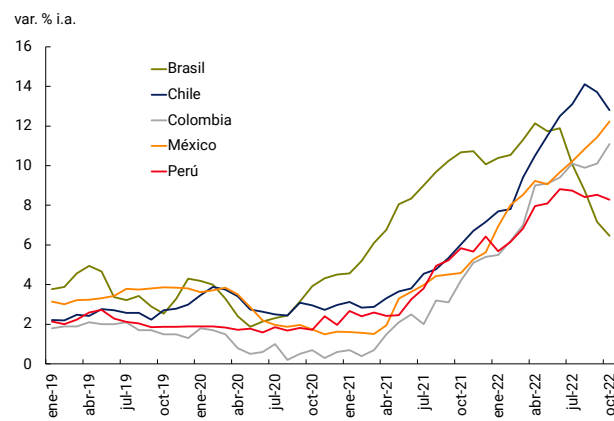
Los bancos centrales de economías emergentes siguieron tomando medidas contractivas, con la excepción de Turquía, que anunció que llegaba a su fin el ciclo de baja de tasas; de Rusia, que dejó sin cambios su TPM (tras una serie de reducciones); y China, que tomó medidas expansivas en respuesta al peor nivel de actividad y al deterioro del mercado inmobiliario. En tanto, los bancos centrales de Latinoamérica, que habían comenzado a tomar medidas contractivas más anticipadamente (Brasil, Chile y Perú), mantuvieron sus TPM sin cambios (ver Gráfico 2.6 a). La inflación en estas economías se encuentra disminuyendo levemente en los últimos meses, salvo en Chile. Brasil, aplicó una fuerte reducción de impuestos que contribuyó en 3 p.p. a la caída de la inflación anual (ver Gráfico 2.6 b); otros países también han tomado medidas fiscales y comerciales para atenuar el aumento de precios.

Gráfico 2.6 | Economías emergentes de América Latina

a. Tasa de política monetaria



b. Inflación

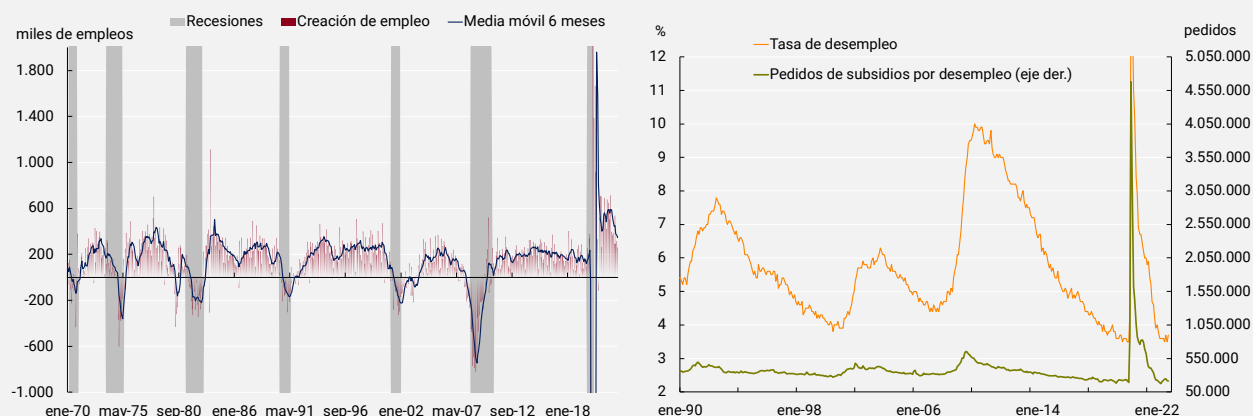


Fuente: oficinas de estadísticas nacionales y bancos centrales.

Recuadro. Ciclos históricos contractivos de la política monetaria en Estados Unidos

El actual ciclo contractivo de la Fed es el más rápido y contundente de los últimos cuarenta años. A pesar de que la inflación está disminuyendo en ese país, es casi cuatro veces superior a la meta de inflación de la Fed, y los indicadores del mercado laboral muestran una clara fortaleza en términos históricos (ver Gráfico 2.7). En el ciclo contractivo anterior (que comenzó en 2015) en igual plazo (diez meses) la Fed había subido su TPM en tan solo 0,25 p.p., mientras que actualmente lleva un incremento acumulado de 4,25 p.p. Si la comparación la realizamos con el ciclo contractivo más parecido al actual (en cuanto a su velocidad), el que comenzó en 1994, en los mismos diez meses la Fed llevaba acumulada una suba de la TPM de 2,5 p.p., 1,75 p.p. menos que en el actual ciclo (ver Gráfico 2.8 a).

Gráfico 2.7 | Creación de empleo no agrícola (izq.), tasa de desempleo, y pedidos de subsidio por desempleo (der.)

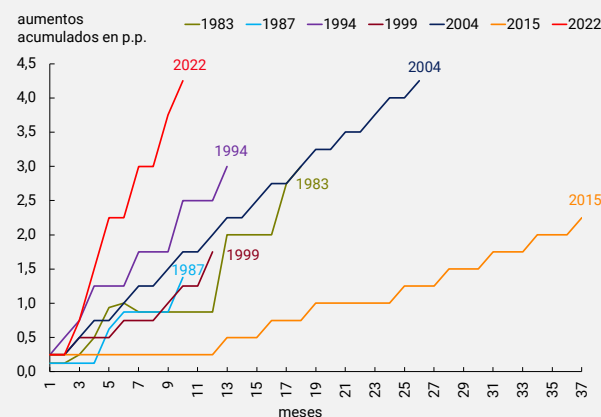


Fuente: Reserva Federal de St. Louis (FRED).

Pero la contracción de la Fed no es sólo más rápida en términos de la TPM, también lo es en lo que se refiere al tamaño de su balance. En el actual ciclo de QT el activo de la Fed se contrajo casi tres veces más que en el ciclo anterior (2018-2019; ver Gráfico 2.8 b). Es posible que esto traiga problemas de liquidez en el mercado de bonos de los EE.UU., como ocurrió en el anterior ciclo, lo que podría tener consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera global. Eso mismo es aún más probable, si suman los efectos contractivos de los aumentos de tasa y el QT.

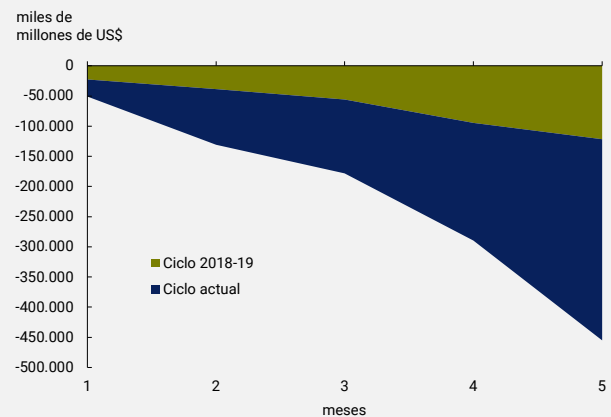
Gráfico 2.8 | Ciclo de contracción cuantitativa de la Reserva Federal de EE.UU.

a. Tasa de Política Monetaria



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

b. Cambio acumulado en el activo de la Fed en distintos ciclos de contracción cuantitativa

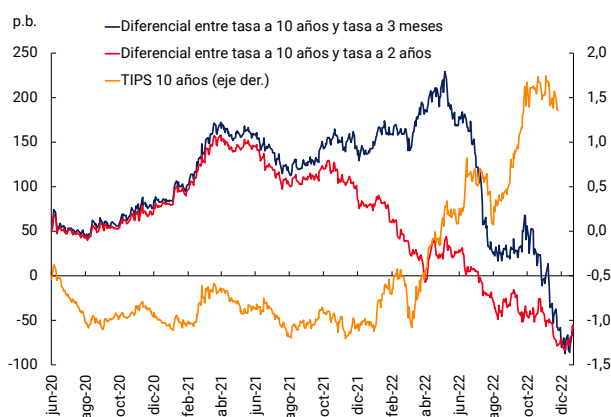


2.3. Las condiciones financieras globales reflejan el riesgo de recesión

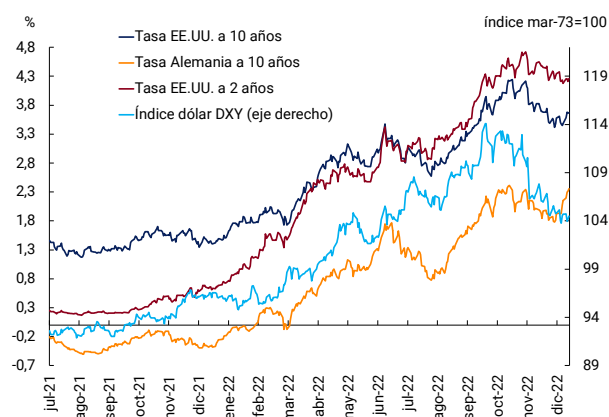
El riesgo de recesión global comenzó a hacerse más presente en los mercados financieros. Las curvas de rendimiento se siguieron invirtiendo (ver Gráfico 2.9 a), reflejando el mayor descenso relativo de las tasas más largas; incluso se invirtió la curva de rendimientos global por primera vez en este siglo. Como consecuencia, en el mercado se comenzaron a moderar las expectativas de subas de tasas de política, y esto se trasladó a las demás tasas del mercado, que bajaron desde los máximos de hace unos meses. Así, la tasa a 10 años de los Estados Unidos cayó, aunque en las últimas semanas volvió a subir y se encuentra 4 p.b. por debajo de la observada al cierre del IPOM anterior y 57 p.b. desde el máximo de fines de octubre. La contracara de ello fue que el dólar estadounidense multilateral, tras alcanzar un máximo a fines de octubre, se depreció casi 10% desde entonces (ver Gráfico 2.9 b). Las tasas reales, medidas por las tasas de bonos indexados a inflación en los Estados Unidos (TIPS a 10 años, ver Gráfico 2.9 a) subieron fuertemente en los últimos meses y se mantienen elevadas. También subieron las tasas de interés hipotecarias; se espera que todo esto tenga un efecto contractivo en los países avanzados. Esto último junto a los niveles de deuda globales y a un posible contagio de las caídas de criptoactivos son riesgos a monitorear (ver el Apartado 1 / Vulnerabilidades financieras de la economía global).

Gráfico 2.9 |

a. Diferenciales de tasas en Estados Unidos



b. Tasas de interés e índice dólar

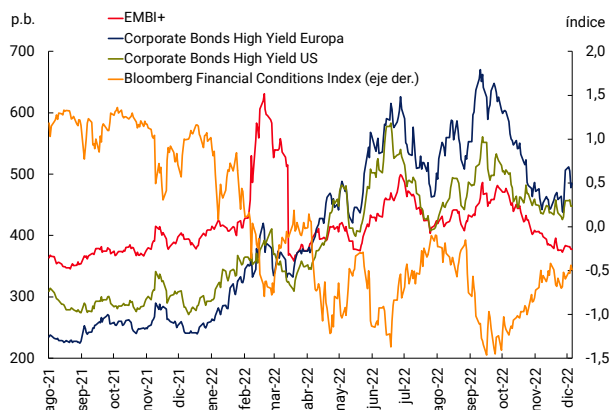


Fuente: Bloomberg.

Las condiciones financieras en los Estados Unidos tocaron un mínimo de laxitud a fines de octubre y desde entonces se hicieron algo más benignas. Esto favoreció a los activos de riesgo, tanto a los bonos de emergentes como a los bonos corporativos de alto rendimiento (ver Gráfico 2.10 a). Por otro lado, las bolsas comenzaron a recuperarse y el S&P500 subió 1% desde el IPOM anterior, mientras que el Stoxx 50 de Europa lo hizo un 12% (ver Gráfico 2.10 b). Los flujos de capitales hacia países emergentes se movieron a la par de las condiciones financieras, con picos de salidas entre septiembre y octubre y volviendo a registrarse entradas en noviembre. De todas maneras, los flujos acumulados en el trimestre desde el cierre del IPOM anterior muestran salidas netas, aunque son 22% menores que las salidas del trimestre anterior, y obedecen básicamente a las salidas de fondos desde China.

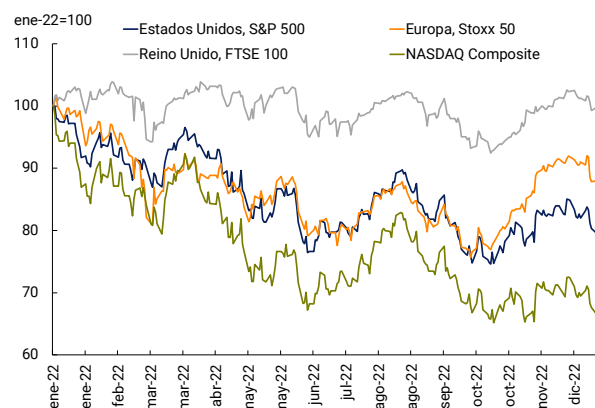
Gráfico 2.10 |

a. Rendimientos de activos de riesgo



Fuente: Bloomberg.

b. Índices accionarios



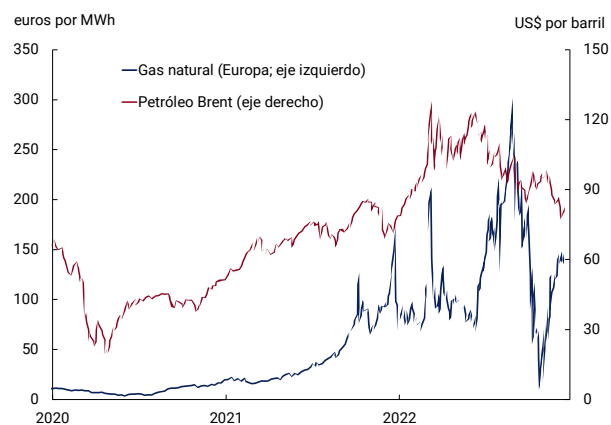
Los precios de las materias primas (soja, trigo, maíz, crudo) alcanzaron niveles previos al conflicto bélico, a excepción del gas. El riesgo de una recesión global es el factor dominante que impacta en el precio de los mismos con tendencia bajista, mientras continúan acusando una fuerte volatilidad.

El petróleo *Brent* siguió disminuyendo de precio luego de haber alcanzado los US\$122 por barril a mediados de año y actualmente cotiza en US\$80 debido principalmente a dos factores: los temores de una desaceleración económica mundial que pueda generarse con la suba de tasas por parte de la Fed y a las medidas restrictivas tomadas por China para combatir el COVID-19. El precio del gas natural en Europa continuó bajando (aunque con gran volatilidad) desde el pico de septiembre debido a que los depósitos de gas en la UE alcanzaron valores superiores a 90% antes del invierno boreal y a la presencia de un clima menos riguroso de lo habitual. Adicionalmente Gazprom continuó enviando gas a Europa a través de Ucrania, aunque en niveles considerablemente menores a los previos a la guerra en dicho país (ver Gráfico 2.11 a).

El trigo y el maíz, que alcanzaron los US\$523 y US\$321 por tonelada respectivamente durante mayo, actualmente cotizan en US\$269 y US\$250 por tonelada, retro trayendo los precios de ambos cereales hasta valores de comienzos de año. Los envíos desde Ucrania a través de los puertos del Mar Negro continuaron después de que Rusia acordara extender el acuerdo negociado por la ONU, que garantiza un corredor comercial para los buques que transportan grano ucraniano en el Mar Negro por otros cuatro meses. Según las autoridades ucranianas, el país pudo exportar más de 11 millones de toneladas de grano por barco desde el inicio del acuerdo el 1 de agosto, lo que alivió significativamente las preocupaciones por la escasez. La soja por su parte disminuyó de precio en el último trimestre luego de que los principales productores podrían tener cosechas récord, como Rusia, o muy buen nivel de producción, como en Estados Unidos. Adicionalmente la demanda no genera suficiente presión sobre el precio debido a la incertidumbre sobre la economía mundial. Actualmente la soja cotiza en US\$540, que representa valores de enero de este año (ver Gráfico 2.11 b).

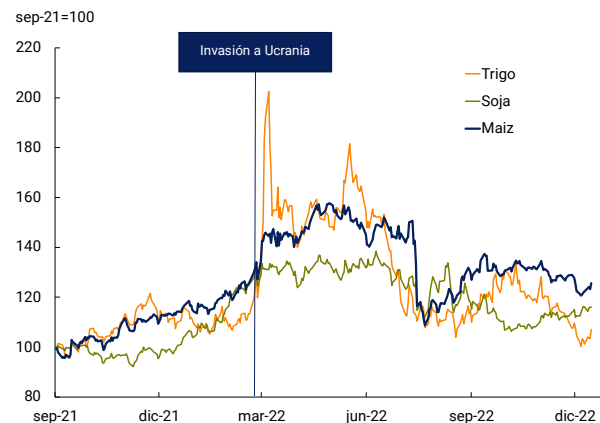
Gráfico 2.11 | Precios de materias primas seleccionadas

a. Gas natural y crudo Brent



Fuente: Bloomberg.

b. Maíz, trigo y soja



2.4. En resumen

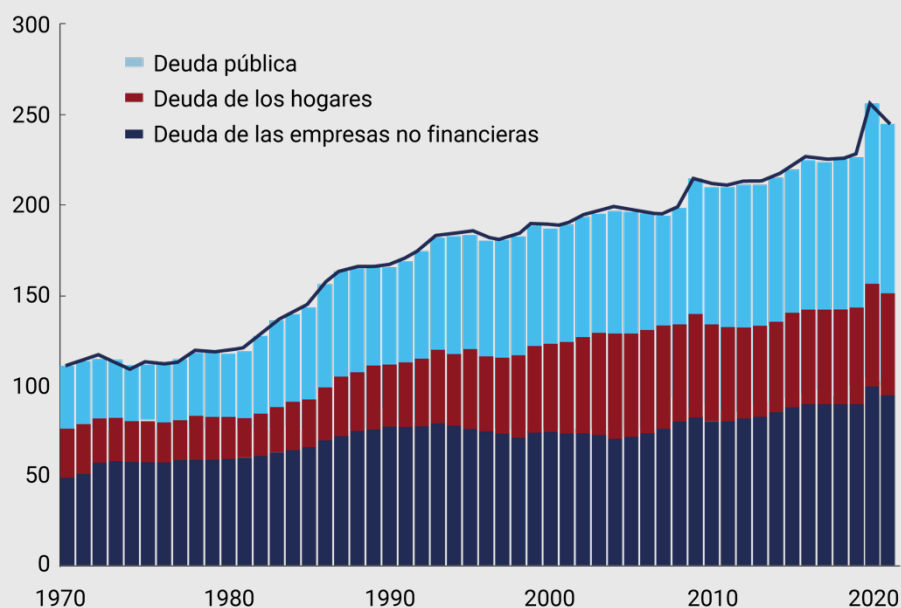
La economía global sigue caracterizada por una desaceleración de la actividad y mayor inflación. El impacto de los mayores precios de la energía, la desaceleración en China por las restricciones a la movilidad y los problemas de su mercado inmobiliario, y el agresivo ciclo de política monetaria contractiva acusaron su impacto en la economía internacional. Estos factores podrían interactuar con vulnerabilidades financieras globales, presentando no sólo riesgos de “derrame” desde las economías avanzadas hacia los países en desarrollo, sino entre las primeras. Hacia adelante, la evolución será condicional a si la contracción monetaria culmina gradualmente, con la inflación profundizando una incipiente desaceleración; o si las subas de tasas prosiguen al ritmo actual o de manera desordenada, dando lugar a una mayor volatilidad financiera y a una creciente ralentización económica.

Apartado 1 / Vulnerabilidades financieras de la economía global

Las políticas monetarias y fiscales en respuesta a la pandemia derivaron en tasas de interés en mínimos históricos y en fuertes déficits fiscales e incrementos de la deuda pública. La mayor inflación global ha llevado a muchos países a subir las tasas de interés de política, impactando negativamente en los precios de los activos financieros, incrementando el costo de financiamiento del sector público y privado y generando una salida de capitales de los países emergentes y en desarrollo (si bien estos impactos se han reducido en el margen). Así, ciertas vulnerabilidades financieras podrían amplificar las consecuencias del endurecimiento global de la política monetaria. Estas incluyen el creciente peso de la deuda, la evolución del sector inmobiliario, la posibilidad de contagio a otros sectores de la caída de criptoactivos y el rol de la intermediación financiera no bancaria.

Desde 2007 hasta 2019 la deuda total global creció 33 p.p. hasta 228% del PIB mundial, impulsada primero por la respuesta de los gobiernos a la crisis financiera global y luego por las bajas tasas de interés. En este período, la deuda pública creció 23 p.p., principalmente en los países avanzados, y la privada 10 p.p., principalmente por la deuda del sector corporativo no financiero y de los hogares en China. Durante la pandemia, los déficits fiscales aumentaron fuertemente, lo que hizo aumentar la deuda pública, y las bajas tasas de interés y otros estímulos gubernamentales impulsaron el endeudamiento privado. Así, la deuda total se acumuló a una escala solo comparable con lo ocurrido durante las dos guerras mundiales, subiendo 29 p.p. a 257% del PIB global en 2020, principalmente explicado por el endeudamiento del gobierno, que representó 55% de este aumento (ver Gráfico 1). Asimismo, el mayor incremento de la deuda se observó en los países avanzados, donde aumentó 34 p.p., seguido por países emergentes con 22 p.p. y luego por los de menores ingresos con 8 p.p. En 2021, la recuperación de la actividad económica y el alza de la inflación permitieron una caída significativa del peso de la deuda, pero se mantuvo bien por encima del nivel de prepandemia.

Gráfico 1 | Deuda pública y privada en porcentaje del PIB mundial



Fuente: Base de Deuda Global del FMI.

El actual ciclo de política monetaria recuerda al de mediados de la década de 1970 y principios de la de 1980 ([Apartado 1 / La economía global actual y las estanflaciones de los años setenta y ochenta](#), del IPOM de septiembre de 2022): varios de sus rasgos conllevan riesgos financieros globales. La suba intensa y al unísono de tasas de interés en países avanzados puede afectar el costo de la deuda de las economías emergentes y en desarrollo. Además, la velocidad y magnitud de las subas de tasas ha sido diferente entre la Reserva Federal (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el de Inglaterra y el de Japón (único país del G7 que sigue tomando medidas expansivas). Ello ha tenido un impacto en los mercados de deuda y cambiario británico (en parte por factores idiosincráticos) y también en la depreciación del yen japonés, que llevó a su gobierno a intervenir fuertemente en el mercado de divisas. Finalmente, es la primera vez que se realiza un proceso de contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés) de gran escala. Aún no se registraron impactos específicos, pero en el único QT anterior (la Fed entre 2018-2019) hubo tal estrés en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense que la Fed lo interrumpió; ello no puede descartarse ahora. Por otro lado, dado que el BCE aún no empezó su política de QT, el nivel de deuda pública que no está en sus manos es tan reducido que muchas veces es difícil encontrar bonos para usar como colateral en las operaciones de pase en el mercado interbancario. Todo lo anterior puede afectar no sólo a los países emergentes, sino a los mercados financieros de los países avanzados.

El sector inmobiliario podría ser otra fuente de vulnerabilidad. A diferencia de otros episodios históricos, las últimas subas de tasa de política se trasladaron rápidamente a las demás tasas de la economía. Las tasas de hipotecas a tasa fija a 30 años en los Estados Unidos subieron hasta más del 7%, valores que no se veían desde el año 2002 (ver Gráfico 2 a). Años de tasas muy bajas generaron fuertes aumentos en los precios de la vivienda en la mayoría de los países, y las mayores tasas de interés podrían generar caídas desordenadas de precios. Un país con inconvenientes en su mercado inmobiliario es China, aunque los problemas en el gigante asiático se generaron más por el sobre apalancamiento de los desarrolladores en las últimas décadas. Luego de que el gobierno chino hiciera cambios regulatorios, varios desarrolladores sufrieron dificultades y no están pudiendo terminar propiedades prevendidas. Se estima que este año el sector inmobiliario puede contribuir con 2 p.p. menos en el crecimiento del PIB de China.

Gráfico 2 |

a. Tasas fijas hipotecas a 30 años en Estados Unidos



b. Índice BCGI de criptomonedas



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, cuando comenzaron las caídas de los activos de riesgo globales, las criptomonedas demostraron que no funcionan como refugio de valor. Desde los máximos de noviembre del año pasado las criptomonedas perdieron el 79% de su valor, según el índice BCGI, y un 17% desde el cierre del IPOM anterior (ver

Gráfico 2 b). El mercado de criptoactivos se vio particularmente afectado a principios de noviembre, con la caída de la plataforma de intercambio de criptomonedas FTX, una de las más importantes. Por el momento no ha habido contagio de magnitud hacia las finanzas tradicionales, aunque todavía no parece haberse depurado el mercado de los excesos de los últimos años.

Otro factor de vulnerabilidad podría surgir del sistema bancario global. En el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal de Nueva York elabora un indicador que toma en cuenta cuatro tipos de vulnerabilidades: 1) de capital; 2) de liquidez; 3) a una corrida bancaria; 4) y ventas forzosas de activos ("*fire-sales*") y el impacto de estas ventas en el capital. Según estos indicadores, la vulnerabilidad del sistema bancario estadounidense aumentó en el segundo trimestre de 2022 desde niveles históricamente bajos. En particular, el índice de vulnerabilidad de ventas forzosas superó niveles alcanzados durante la pandemia, impulsado por los bancos más grandes, un mayor apalancamiento agregado y un aumento en la interconexión. Por otro lado, las medidas de vulnerabilidad de capital y liquidez parecen en gran medida contenidas.

Pero mientras que los riesgos del sistema bancario lucen contenidos, surgen otros frente a la creciente importancia de los intermediarios financieros no bancarios, que a fines de 2020 representaban más del 48% de los activos financieros globales (ver [Apartado 3 / Fondos de inversión y estabilidad financiera a nivel global](#), del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) de diciembre de 2020). Los fondos de inversión son los actores más significativos de este segmento, caracterizado por su prociclicidad (agudizan las oscilaciones del ciclo financiero global), así como por sus descalces de plazos y liquidez, apalancamiento, interconexión con el sistema financiero convencional y entre distintos países. Por ejemplo: ante un shock real o financiero, estos intermediarios pueden realizar rápidas ventas forzosas de activos en su cartera, que no sólo impactan en el mercado en que operan, sino también en los flujos de capitales transfronterizos. Un [ejemplo claro tuvo lugar al inicio de la pandemia](#), cuando frente a la súbita necesidad de liquidez, fondos de inversión en países avanzados vendieron bonos públicos, presionando fuertemente sobre los mercados de fondeo de corto plazo, incluyendo el interbancario y disparando la intervención de la Fed a través de su red de swaps. Además, los intermediarios financieros no bancarios tuvieron un rol en el [reciente episodio de volatilidad del mercado de bonos en Gran Bretaña](#), frente a lo que intervino el banco central de ese país.

En síntesis, el actual ciclo de política monetaria contractiva podría generar "derrames" financieros no sólo sobre los países emergentes, sino también entre los propios países avanzados. Ello potenciaría los impactos negativos de la contracción monetaria sobre la actividad global.

3. Actividad Económica y Empleo

Durante el tercer trimestre de 2022 la actividad económica creció 1,7% trimestral ajustado por estacionalidad —s.e.— y 5,9% interanual —i.a.—, principalmente por el desempeño de los servicios y de las actividades primarias. Desde el punto de vista de la demanda, se observó un gran dinamismo del Consumo privado, mientras que la inversión permaneció en torno a los niveles máximos de 2017.

Los indicadores adelantados del cuarto trimestre indican un freno en el crecimiento durante esta última parte del año. Contribuyen a este desempeño el contexto de sequía, que afectó a la cosecha fina, la incidencia de un menor dinamismo de la construcción y la caída de la producción industrial. Desde el punto de vista de la demanda, se verifica una caída adicional de la inversión. Sin embargo, las expectativas de creación de empleo se sostuvieron al inicio del último trimestre del año.

En promedio, la economía crecería en 2022 por arriba del 5% anual, muy por encima de lo previsto por las y los analistas del mercado a comienzos del año. Para 2023 se espera una moderación en el ritmo de expansión, ya con la mayoría de los sectores habiendo superado sus niveles de prepanemia. Otros factores que contribuirían a moderar el crecimiento de la actividad económica son el impacto de la desaceleración del crecimiento global, el potencial impacto de las condiciones climáticas en la cosecha gruesa y el sesgo de las políticas fiscales y monetarias para consolidar la desaceleración de la inflación. Dado que 2023 es un año de elecciones presidenciales, podría observarse un incremento de la volatilidad en los mercados financieros domésticos que influya sobre el desempeño de la actividad económica.

3.1. Se espera que el crecimiento del año 2022 supere el 5%

El PIB registró un crecimiento de 1,7% trimestral s.e. en el tercer trimestre (5,9% i.a.), nuevamente por encima de las estimaciones del BCRA y del mercado. Este desvío respecto del crecimiento esperado se explicó fundamentalmente por el destacado desempeño de algunos servicios y de las actividades primarias, incluido el Sector Agropecuario que subió en el tercer trimestre tras el impacto de la sequía que afectó a la cosecha gruesa en el segundo trimestre.

Los datos disponibles del cuarto trimestre muestran un freno de la actividad económica. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por estacionalidad (s.e.) registró una caída de 0,2% mensual s.e. en septiembre y otra de 0,3% mensual s.e. en octubre, dejando un arrastre estadístico de 5,9 puntos porcentuales para el promedio del año. En comparación con igual período del 2021, la actividad registró un crecimiento promedio de 6,1% entre enero y octubre (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Estimador Mensual de Actividad Económica



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El desempeño del EMAE en el inicio del cuarto trimestre estuvo en línea con lo anticipado por los indicadores adelantados disponibles. El Indicador Líder de Actividad (ILA-BCRA) continuó sin recuperarse hasta noviembre¹. Por su parte, el indicador de actividad elaborado por la OCDE —basado en las búsquedas en internet a través de Google— se mantuvo sin cambios significativos desde septiembre hasta noviembre. Por el contrario, los indicadores parciales de la construcción mostraron cierta recuperación en noviembre.

3.1.1. La demanda interna siguió recuperándose en el tercer trimestre

Desde el punto de vista de la demanda, el incremento del PIB de 1,7% trimestral s.e. durante el tercer trimestre se explicó fundamentalmente por el Consumo privado, que registró una suba de 1,4% trimestral s.e. (10,2% i.a.) y contribuyó con 1 p.p. a la variación trimestral del PIB. La inversión² cayó 0,8% trimestral s.e. (aunque se incrementó 14% i.a.). Las Importaciones de bienes y servicios, medidas a precios constantes de 2004, aumentaron 2% trimestral s.e. (21% i.a.), en tanto que las Exportaciones de bienes y servicios presentaron caídas tanto trimestrales como interanuales durante el tercer trimestre (3,7% s.e. y 4,6% i.a., respectivamente). De esta manera, el sector externo tuvo una contribución negativa a la variación trimestral del PIB de 1,3 p.p. La variación de stocks y la discrepancia estadística tuvieron un fuerte aporte positivo al crecimiento trimestral desestacionalizado del Producto (2,4 p.p.).

1 La finalidad de este indicador es anticipar los puntos de giro del EMAE, desde una fase de recuperación o expansión a una recesión o viceversa, cuando se reúnen ciertos requisitos que tienen que ver con la difusión, duración y profundidad de los ciclos económicos. En julio de 2022 el ILA-BCRA cumplió con esos tres criterios: retrocedió por tercer mes consecutivo, la difusión del crecimiento de los componentes del ILA se ubicó por debajo del nivel crítico (42,5% en promedio móvil de 4 meses) y la profundidad acumulada en los últimos 6 meses cambió de signo y se situó en -8,7%. Para más detalles metodológicos del ILA, ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA publicado en el IPOM correspondiente a enero de 2017.

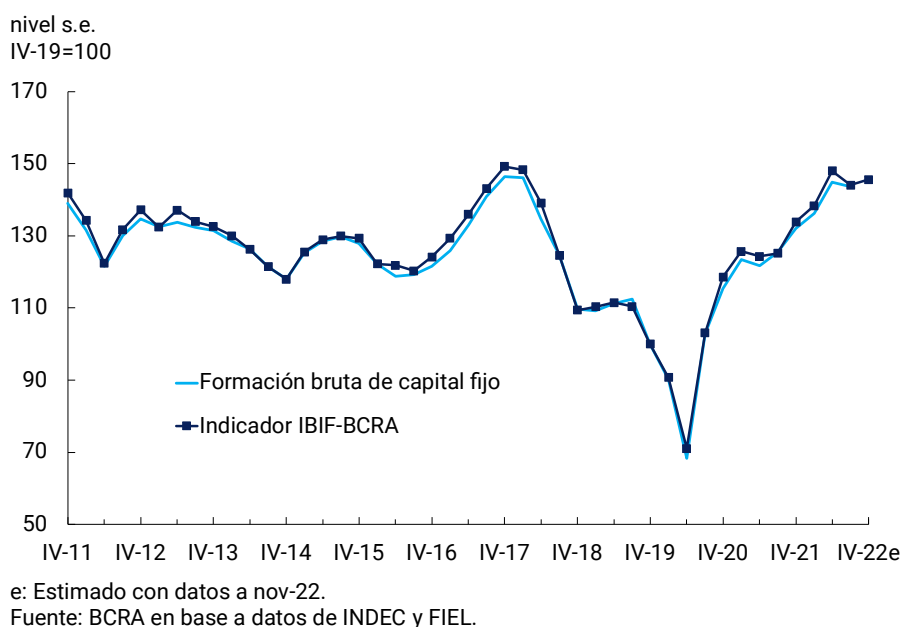
2 Formación bruta de capital fijo, que está compuesta por Construcción y Equipamiento Durable de Producción (que incluye Maquinaria y Equipo y Equipo de Transporte, de origen nacional e importado).

La tasa de inversión medida a precios constantes y calculada sobre las series ajustadas por estacionalidad, permaneció en torno a los máximos niveles históricos en el tercer trimestre de 2022 (21,5%), similar a la observada en el cuarto trimestre de 2017 (21,9%) y en el tercer trimestre de 2011 (22%).

La retracción de la inversión en el tercer trimestre (-0,8% trimestral s.e.) se explicó fundamentalmente por el desempeño del Equipamiento durable de producción (EDP), que cayó 4,2% trimestral s.e. tanto el de origen nacional como el importado. En octubre, la producción nacional de Maquinaria y equipo cayó 1,6% i.a. y 11,1% mensual s.e. según el INDEC³. Entre octubre y noviembre, las cantidades importadas de Bienes de capital aumentaron en promedio un 1,3% s.e. en relación con el trimestre anterior. Por su parte, la demanda de insumos para la construcción medida por el ISAC cayó 3,5% mensual s.e. en octubre mientras que la actividad de la construcción disminuyó 2,4% mensual s.e. De todas formas, en noviembre los despachos de cemento mostraron una recuperación. De esta manera, el Indicador IBIF-BCRA con datos parciales a noviembre muestra una leve recuperación de la inversión respecto del trimestre anterior, aunque quedaría por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.2).

Cabe destacar que el desempeño de las importaciones se dio en el marco de la implementación de un nuevo sistema de administración de las compras externas llevada a cabo por el Ministerio de Economía a través de la AFIP, a partir de octubre⁴ (ver Capítulo 4. Sector Externo). La demanda por construcción se vio negativamente afectada además por la aceleración de sus costos (ver Capítulo 6. Precios)

Gráfico 3.2 | Evolución de la inversión



El Consumo privado evidencia cierta “normalización” de las canastas de consumo, en cuanto a que algunos componentes que estuvieron parcialmente reprimidos durante 2021 tomaron gran impulso en los últimos trimestres y volvieron a niveles similares a los observados en 2019. La excepción a dicho comportamiento es el segmento de Hoteles y restaurantes que, si bien creció en 2022 a un ritmo superior al del Consumo

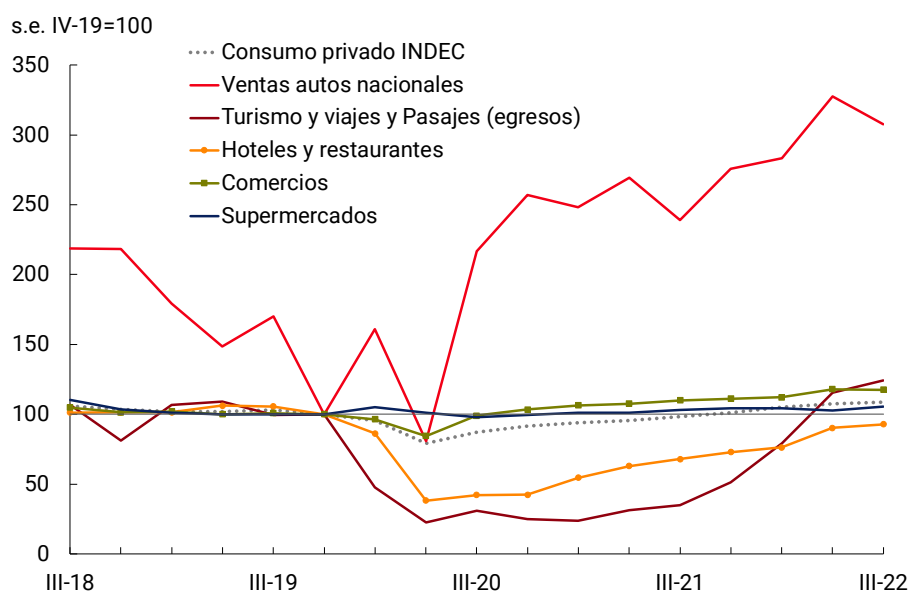
3 Dato correspondiente al IPI manufacturero, desestacionalización propia.

4 Los sistemas de Importaciones de la República Argentina (SIRA) y para Pagos de Servicios al Exterior (SIRASE) buscan unificar los trámites de pedidos de importación en una única ventanilla, dar previsibilidad sobre las fechas de pago y optimizar el uso de las divisas.

privado agregado, aun no logró recuperar sus niveles de actividad prepandemia. Dichos desempeños tienen su correlato en una menor actividad en comercios y, particularmente, en supermercados. Estos últimos fueron los que se habían sostenido elevados durante el confinamiento por la pandemia (ver Gráfico 3.3).

Se destaca el fuerte dinamismo que mostraron desde el comienzo de 2022 el consumo de servicios vinculados al turismo/esparcimiento y los bienes durables, como los automóviles. En particular, en el tercer trimestre el gasto real cursado a través del mercado de cambios de residentes en concepto de Viajes y pasajes aumentó 7,8% trimestral s.e., luego de dos trimestres en los que se había observado una fuerte recuperación.

Gráfico 3.3 | Niveles de Consumo privado en términos reales



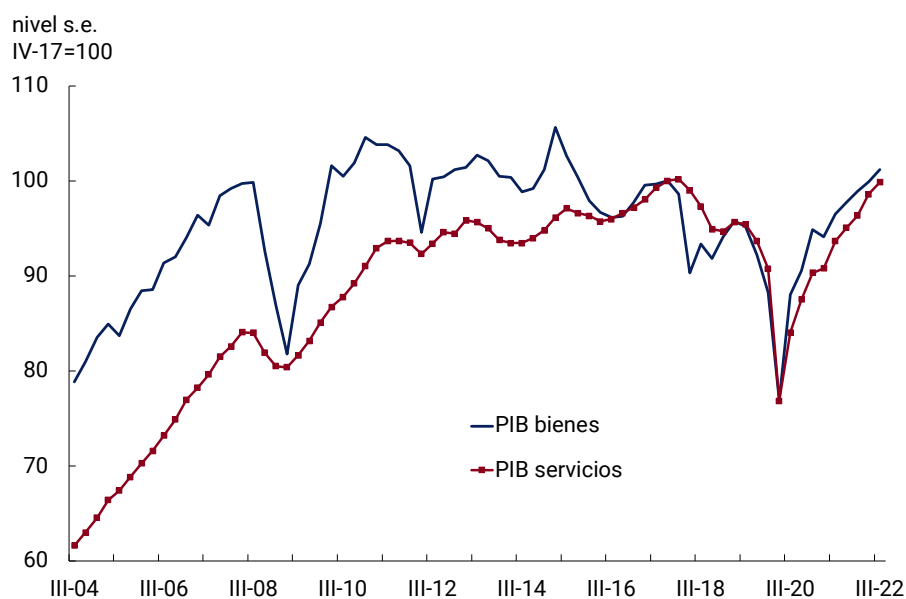
Fuente: BCRA en base a datos de MULC, INDEC y ADEFA.

En cuanto al sector externo, se espera una incidencia positiva en la variación del PIB del cuarto trimestre de 2022 (ver Capítulo 4. Sector Externo). Con datos a noviembre, las cantidades exportadas de bienes registraron una fuerte suba bimestral de 12% s.e. en comparación con el promedio del trimestre anterior, mientras que los volúmenes importados disminuyeron 5,1% en términos desestacionalizados.

3.1.2. El valor agregado por los servicios se ubica en máximos históricos, aun cuando los sectores más afectados por la pandemia todavía se mantienen debajo de los picos sectoriales alcanzados en 2017

Durante el tercer trimestre de 2022 tanto los sectores productores de bienes como los servicios crecieron a una tasa del 1,3% trimestral s.e., aunque en comparación con igual trimestre de 2021 el aumento de los servicios superó al de los bienes (6,6% y 5,4% i.a., respectivamente). De esta manera, tanto el conjunto de los sectores productores de bienes como el de servicios alcanzaron en el tercer trimestre los niveles observados en el promedio de 2017. En el caso de los servicios el nivel de actividad actual resulta muy similar al máximo histórico del segundo trimestre de 2018 en tanto que el Valor Agregado por el conjunto de bienes resulta 4,2% s.e. inferior al pico del segundo trimestre de 2015 (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | PIB bienes y servicios



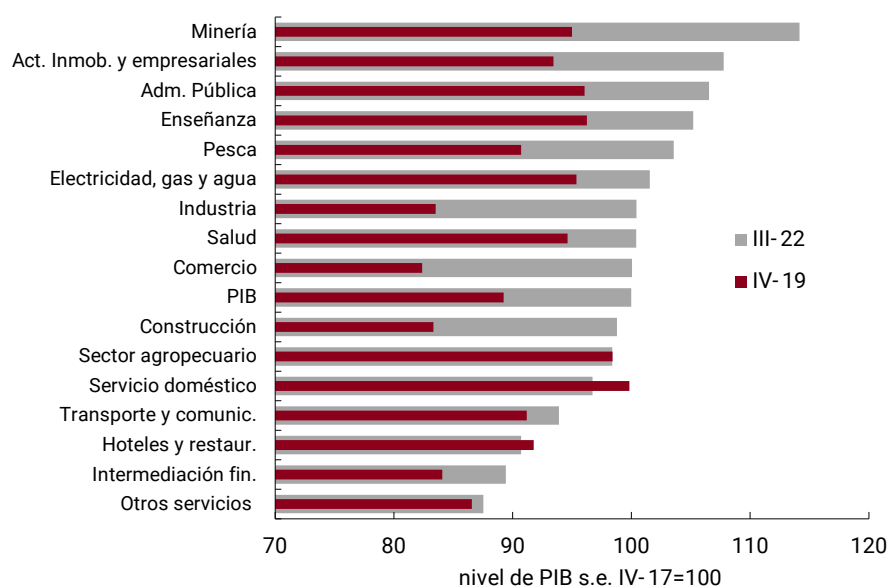
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

A nivel desagregado, se observa una gran heterogeneidad en el desempeño de los servicios. Aquellos cuya actividad prácticamente se había paralizado durante la pandemia son los que vienen recuperándose aceleradamente en 2022, pero aun operan por debajo de los máximos de 2017: Hoteles y restaurantes (-10,3% s.e.), Transporte y comunicaciones (-6,2% s.e.) y Otros servicios sociales y comunitarios (-13,8% s.e.).

Se destaca el desempeño de las Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, el rubro más dinámico entre los servicios. En conjunto, este sector superó en 7,8% s.e. el máximo al que operaba a fines 2017. Se contabilizan aquí los denominados Servicios Basados en el Conocimiento (SBC) vinculados a la informática, actividad audiovisual y profesional (desarrollo y administración de aplicaciones, información y comunicación, contables, financieros, RRHH, de salud y de investigación y desarrollo, entre otros). Los SBC se caracterizan por ser competitivos, por su carácter amplio y diverso que atraviesa a todas las actividades, por su creciente inserción internacional y por su potencial para diversificar la oferta exportadora. Las nuevas tecnologías, masivamente difundidas durante la pandemia, permiten eludir las restricciones geográficas para participar de esta cadena de valor desde distintos lugares del mundo. Además, el gran avance de la digitalización y las telecomunicaciones dieron lugar a modos de comercialización más simples y diversos. Por todo ello el sector de SBC es considerado un sector estratégico y goza de incentivos especiales otorgados por las políticas públicas, lo que explica en gran medida su desempeño en los últimos años (ver Apartado 1. Promoción de sectores estratégicos).

Entre los sectores productores de bienes, la Minería —por los desarrollos hidrocarburíferos en Vaca Muerta y en la extracción de litio— y la Pesca superaron ampliamente a 2017 en cuanto a sus niveles de Producto (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5 | Nivel de actividad sectorial comparado



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

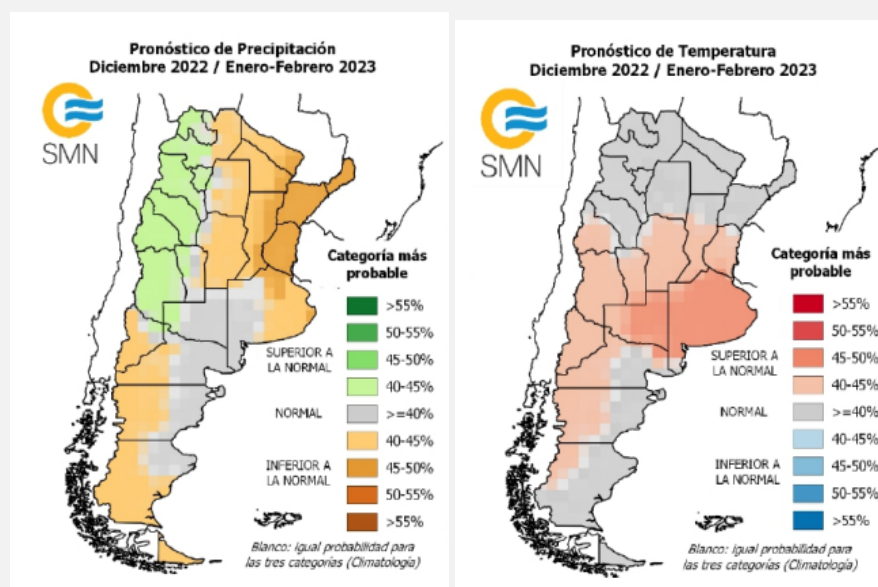
Recuadro. Sequías y heladas que afectan al agro

Según el Servicio Meteorológico Nacional (SMN), este año comenzó con una fase del fenómeno La Niña, establecida a finales del 2021 que se mantiene activa hasta la actualidad, lo que lo convierte en el tercer episodio consecutivo con esta condición climática adversa. Esto ocurrió sólo en dos ocasiones desde 1950.

A fines de noviembre, el SMN identificó 22 millones de hectáreas en situación de sequía severa en el territorio nacional, una magnitud muy considerable teniendo en cuenta que la superficie cultivada es de aproximadamente 36 millones de hectáreas. Las mayores anomalías hídricas se concentran en el centro de Buenos Aires, gran parte de Córdoba, centro y sur de Santa Fe, San Luis y oeste de Entre Ríos. Esta situación ya provocó grandes pérdidas en la producción de trigo, un gran retraso en las fechas de siembra de soja y maíz, afectación en frutales y un gran impacto también en la actividad ganadera, con descarga de campos, ventas de vientres y aumento de los requerimientos de suplementación forrajera.

De acuerdo con los modelos dinámicos y estadísticos del SMN, en promedio, en los próximos meses hay 76% de probabilidad de que se mantengan las condiciones del fenómeno La Niña, con pronóstico de precipitaciones inferiores a lo normal y temperaturas más elevadas (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Pronósticos de precipitaciones y temperaturas hasta febrero 2023



Fuente: Servicio Meteorológico Nacional.

A la falta de humedad en los suelos se agregaron, entre finales de octubre y los inicios de noviembre pasados, fuertes descensos de temperatura que provocaron heladas tardías en varias zonas del país e impactaron negativamente en muchas economías regionales. Entre ellas, se destacan la pérdida de cerca del 20% de la producción agrícola de Mendoza, los significativos daños en plantaciones de melones, tomates y uvas en San Juan, y, en el Alto Valle de Río Negro, los viñedos, cerezos, nogales y plantaciones de zapallos. También la situación es particularmente compleja en Salta, Formosa y Tucumán⁵.

En este contexto, las perspectivas de corto plazo para el Sector agropecuario vuelven a ser desfavorables. En cuanto al trigo, actualmente en etapa de recolección y con similar superficie implantada a la campaña anterior, la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca estima una caída anual en la producción de 39,8%, hasta 13,3 millones de toneladas. El proceso de siembra de la cosecha gruesa se encuentra retrasado y, para el maíz, ya se espera al menos un recorte en la producción hasta 55 millones de toneladas (-6,8% respecto de la campaña previa). La producción de soja podría alcanzar hasta 48 millones de toneladas, cerca de 10% superior a la anterior, pero está sujeta a la cantidad de lluvias que se registren durante las próximas semanas.

Cabe destacar que el trigo en grano, la harina de trigo y sus derivados totalizaron exportaciones por unos US\$ 4.800 millones en la campaña anterior (2021/22), que significó un incremento interanual cercano al 70% en los valores (cerca del 40% en cantidades) y aportó a las cuentas fiscales unos US\$600 millones en derechos de exportación. En términos del Producto, la cadena triguera representa alrededor del 1,3%⁶.

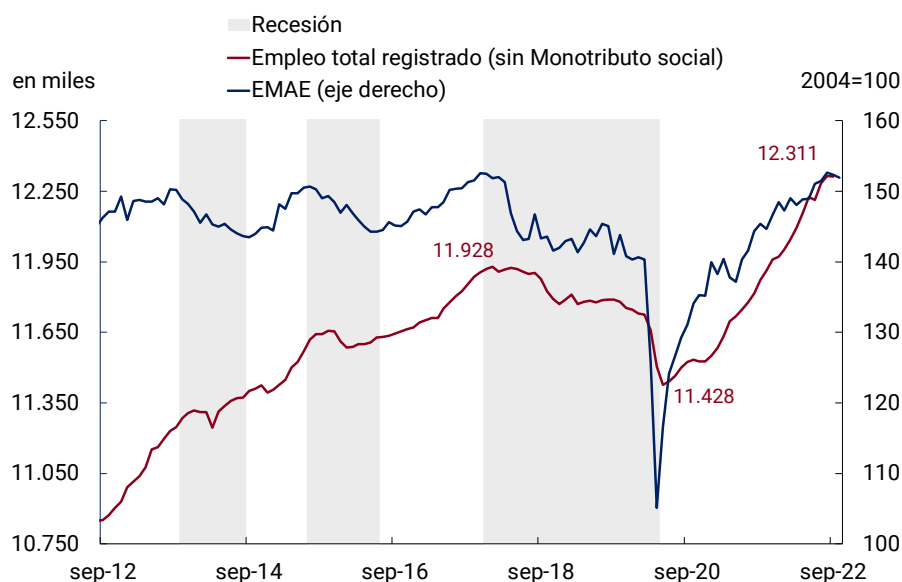
⁵ Recientemente se anunciaron una serie de medidas para apoyar a las 11 provincias que sufrieron heladas tardías, principalmente a los pequeños productores con el objetivo de brindar financiamiento. El Fondo Fiduciario Nacional de Agroindustria (FONDAGRO) otorgará una línea de créditos a tasa cero por \$1.000 millones para destinar a inversiones y capital de trabajo. La misma tiene un máximo de \$900.000 por productor o productora, y cuenta con un plazo de 30 meses, con 18 de gracia.

⁶ Estimaciones de la Bolsa de Comercio de Rosario.

3.1.3. El mercado de trabajo, con desaceleraciones puntuales, continúa expandiéndose

Con datos a septiembre del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), el empleo registrado continuó expandiéndose durante el tercer trimestre de 2022, superando los niveles máximos registrados en los últimos trimestres. El ritmo de expansión entre julio y septiembre fue menor que el registrado durante el segundo trimestre del año, creciendo 0,9% promedio trimestral s.e. (respecto del alza de 1,3% promedio trimestral s.e. del segundo trimestre de 2022; ver Gráfico 3.7).

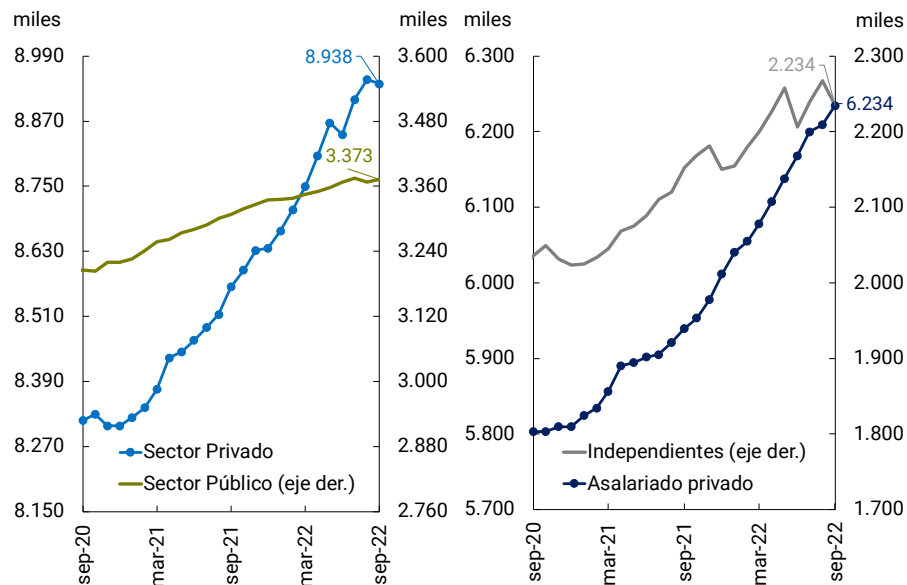
Gráfico 3.7 | Empleo registrado total y actividad económica



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

Durante el tercer trimestre de 2022 el crecimiento del empleo registrado total fue explicado principalmente por el empleo asalariado formal que, a pesar de la dinámica positiva, mostró un alza más acotada que durante el período anterior (1,2% prom. trim. s.e.; -0,1 p.p. respecto del segundo trimestre de 2022). Por su parte, el empleo de las y los trabajadores independientes (autónomos y monotributistas) se incrementó 0,7% prom. trim. s.e., disminuyendo también su ritmo de crecimiento respecto del trimestre anterior. Esta expansión se explicó en su totalidad por el aporte puntual de las y los monotributistas (1,1% s.e.), que más que compensó la caída de las y los trabajadores autónomos (-0,9% prom. trim. s.e.). El empleo público también desaceleró el ritmo de crecimiento en el período (0,4% prom. trim. s.e.) implicando una baja de 0,2 p.p. respecto del trimestre de abril-junio, mientras que el empleo de casas particulares registró una caída por tercer trimestre consecutivo (-0,2% prom. trim. s.e.; ver Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8 | Empleo registrado por categorías

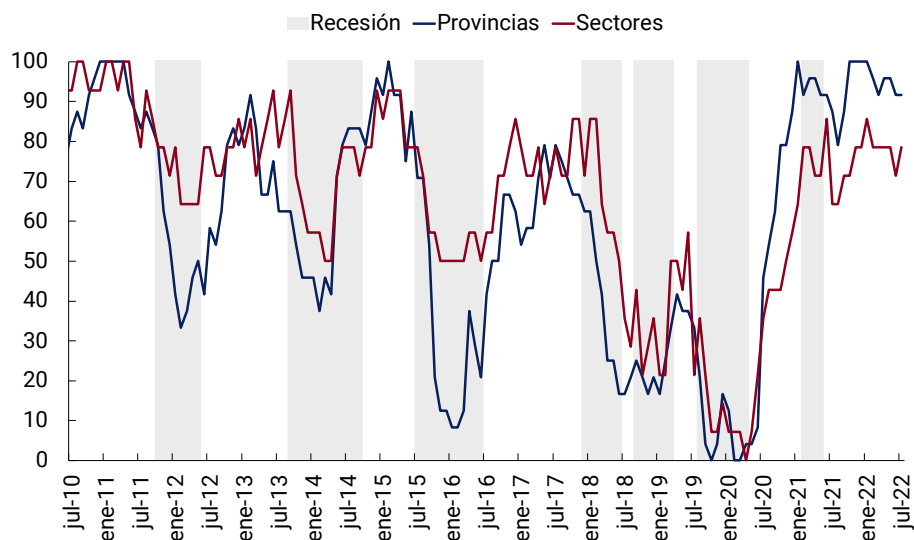


Fuente: BCRA en base a datos de MTEySS.

La difusión del crecimiento del empleo asalariado privado a septiembre de 2022 se ha mantenido, en términos tanto geográficos como sectoriales, en valores altos para ambas series (ver Gráfico 3.9). Adicionalmente, es posible distinguir, al igual que el trimestre anterior, un fuerte dinamismo en ramas tales como Hoteles y restaurantes (4,3% s.e. acum.), Minas y canteras (2,6% s.e. acum.), Construcción (3,1% s.e. acum.) y Comercio (1,5% s.e. acum.).

Gráfico 3.9 | Empleo privado registrado por sectores y regiones

Var. % prom. trim. 5 meses centrada



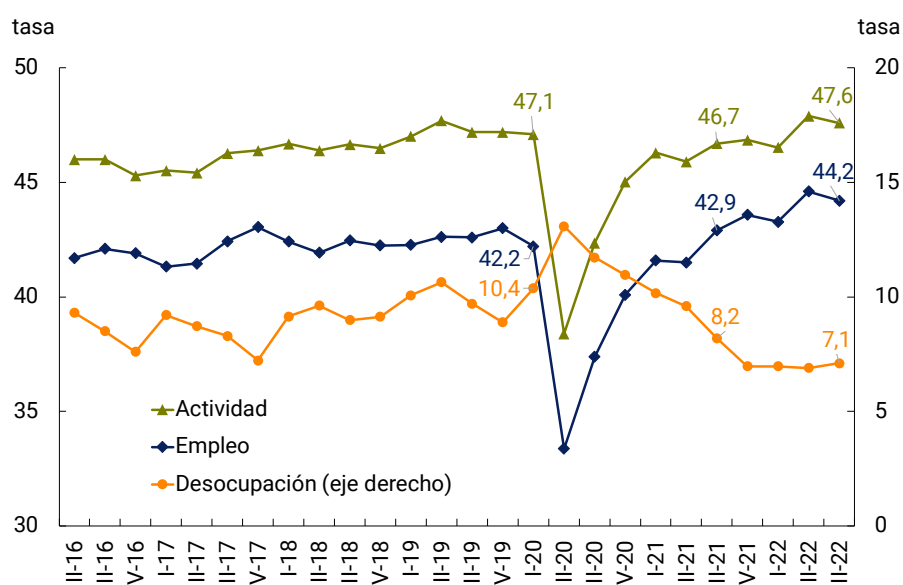
Nota: las series del gráfico contemplan los últimos datos publicados por el MTEySS a Sep-22. El porcentaje se compone de casos positivos sobre el total.

Fuente: BCRA en base a datos del MTEySS.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a octubre de 2022 continúa exhibiendo expectativas netas de contratación favorables encadenando, desde febrero de 2021, 21 meses consecutivos de valores positivos. Por otro lado, las suspensiones, luego de una fuerte reducción durante 2021, se mantuvieron en niveles dentro del promedio de los últimos años y la tasa de despidos se mantiene en un rango acotado, alejándose de los mínimos de octubre de 2021 para acercarse al promedio histórico.

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el tercer trimestre de 2022 tanto la tasa de empleo (44,2%, +1,3 p.p. i.a.) como la de actividad (47,6%, +0,9 p.p. i.a.), continuaron en valores elevados situándose levemente por debajo de las tasas observadas en el segundo trimestre de 2022. Por su parte, la tasa de desocupación abierta fue de 7,1% (-1,1 p.p. i.a.), ubicándose en valores cercanos a los mínimos⁷ por cuarto trimestre consecutivo (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Principales tasas del mercado de trabajo



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

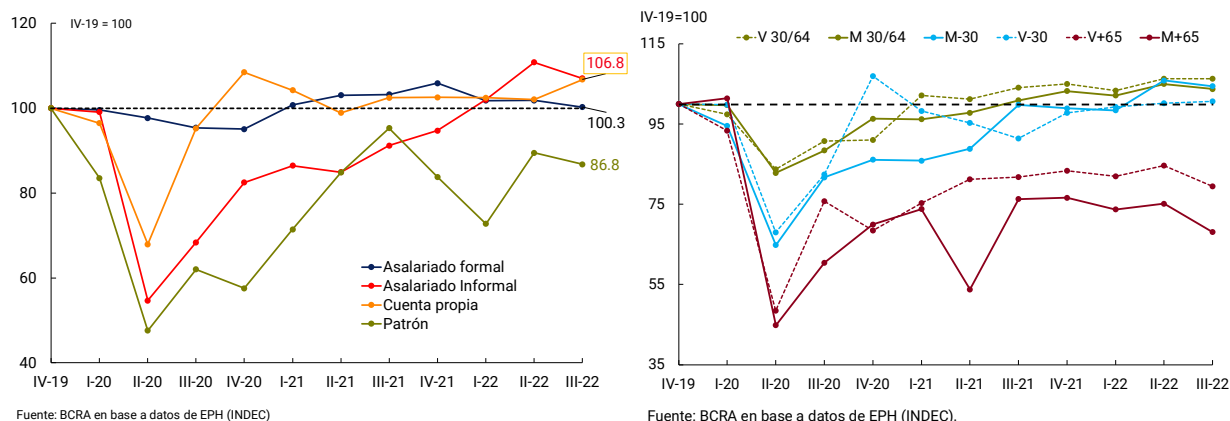
En cuanto a la evolución de las distintas categorías ocupacionales, el cuentapropismo fue la única que mostró, durante el tercer trimestre de 2022, un alza respecto al trimestre anterior. De esta manera, el cuentapropismo volvió a crecer luego de cuatro trimestres en los cuales se mantuvo estable en un nivel levemente superior a los valores previos a la crisis sanitaria. La categoría “patrones”, por su parte, cayó respecto al segundo trimestre y se mantiene lejos de niveles previos a la pandemia. Dentro del empleo asalariado, tanto las y los trabajadores formales⁸ como informales⁹ mostraron caídas respecto al trimestre anterior. Sin embargo, cabe destacar que tanto los y las asalariadas informales como los cuentapropistas se encuentran en niveles superiores a los de la prepandemia mientras que los y las asalariadas formales se han mantenido relativamente estables alrededor de dicho nivel a partir del segundo trimestre de 2021 (ver Gráfico 3.11). Estas tendencias han llevado a cristalizar una composición del empleo en la cual han comenzado a ganar mayor peso las categorías menos formales en desmedro del empleo asalariado formal.

⁷ Desde el inicio de la nueva serie en el segundo trimestre de 2016

⁸ Asalariadas y asalariados con descuento jubilatorio

⁹ Asalariadas y asalariados sin descuento jubilatorio

Gráfico 3.11 | Principales tasas del mercado de trabajo



Respecto del rango etario y el género, se sigue observando que la categoría de mayores de 65 años, tanto en mujeres como en hombres, es la única que aún no ha logrado recuperarse luego del impacto de la pandemia. Los hombres entre 30 y 64 años continúan en máximos para la serie mientras que los jóvenes menores a 30 años se sostienen en términos positivos, aunque con un menor ritmo de crecimiento. Por último, las mujeres jóvenes y aquellas entre 30 y 64 años que habían superado el nivel prepandemia con anterioridad mostraron registros positivos durante el tercer trimestre de 2022 respecto de mismos trimestres de años anteriores.

3.2. Perspectivas

La actividad económica creció hasta el tercer trimestre acercándose a los máximos niveles de 2017, sosteniendo la creación de empleo. Durante el cuarto trimestre se habría frenado su crecimiento. Con todo, la economía argentina se expandiría por encima del 5% este año, en línea con las expectativas actuales de mercado. Según las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de fines de noviembre de 2022 las y los analistas especializados esperan un crecimiento de 5,3% para la actividad económica durante el presente año, por encima de la previsión de crecimiento económico contenida en el Proyecto de ley de Presupuesto Nacional 2023.

Para 2023 se espera una desaceleración del crecimiento. Por un lado, la economía global continua su proceso de desaceleración y el mercado incorpora en el precio de los activos la expectativa de una recesión global. En el plano local, el sector público continúa planteando un escenario de mayor austeridad por parte de la política fiscal y enfrentando un desafío significativo en relación con la política de administración de los pasivos públicos (ver Capítulo 5. Finanzas públicas). Adicionalmente, dado que 2023 es un año de elecciones presidenciales, podría observarse un incremento de la volatilidad en las cotizaciones de los activos en los mercados financieros domésticos. La sequía causó un fuerte recorte en la cosecha de trigo, en gran medida destinada al mercado interno y condicionó los resultados de la cosecha gruesa el próximo año, cuya siembra ya se encuentra retrasada. En este contexto las previsiones del mercado respecto del crecimiento económico de 2023 se ubican en 0,7% anual, según la mediana del sondeo del REM de fines de noviembre, mientras que el PFE-FMI contempla un rango entre el 1,5 y 2,5% de crecimiento promedio, cuyo centro es el 2% contenido en la Ley de Presupuesto Nacional 2023.

En un contexto interno y externo más incierto, los recientes anuncios vinculados al cumplimiento de las metas pautadas con el FMI para el tercer trimestre ratifican el compromiso de reducción del déficit fiscal primario, financiamiento monetario y aumento de las reservas internacionales netas para el resto de 2022 y 2023, a fin de continuar anclando la formulación de políticas y la credibilidad necesarias para consolidar la estabilidad macroeconómica y el crecimiento sostenido.

Apartado 2 / Promoción de sectores estratégicos

En Argentina existe un amplio consenso acerca de que un conjunto de sectores productivos presenta las características necesarias para encarar de manera eficiente un proceso de transformación y diversificación de la estructura productiva. Se trata de la denominada bioeconomía, los servicios basados en el conocimiento, la industria automotriz, la energía, la minería y el sector de infraestructura, entre otras. Todas ellas son actividades competitivas, distribuidas a lo largo de todo el territorio nacional, que pueden generar empleo de calidad y, fundamentalmente, divisas por mayores exportaciones o sustitución de importaciones. Se describen a continuación algunos rasgos estructurales y las principales iniciativas de política pública en torno a estos sectores estratégicos.

La bioeconomía comprende el conjunto de actividades asociadas a la producción de bienes y servicios a través del uso o transformación de recursos biológicos. Atraviesa transversalmente gran parte de la matriz productiva, tanto sectores primarios como industriales. Se identifican en nuestro país 31 cadenas de valor agroalimentarias entre las que se destacan las de soja, maíz, trigo, bovina, láctea, avícola, porcina, forestal, arroz, yerba mate, biocombustibles, fertilizantes, bioplásticos y lubricantes. Las 31 cadenas representan aproximadamente el 13% del PIB, ocupan a más de 2 millones de personas y reúnen aproximadamente el 55% de las exportaciones anuales.

La bioeconomía gana cada vez más peso en las principales economías del mundo. Los productos biobasados no sólo sustituyen a los derivados fósiles, sino que a partir del uso de las tecnologías convierten los desechos en productos comercializables, lo que les agrega valor. La elaboración de patentes y la inversión en investigación y desarrollo (I+D) son fundamentales en el desarrollo de la biotecnología. Estados Unidos, Canadá y algunos países europeos lideran en cantidad de patentes biotecnológicas a nivel mundial. Argentina tiene mucho potencial para desarrollar estos campos y posicionarse como marca país en actividades intensivas en I+D, con gran talento y reconocimiento internacional.

Los denominados Servicios Basados en el Conocimiento (SBC) se encuentran dentro de las actividades más dinámicas de la economía y contemplan una amplia gama de servicios: financieros, informáticos, audiovisuales, de telecomunicaciones, inmobiliarios y de salud, entre otros, incluyendo el desarrollo y la administración de aplicaciones y el comercio electrónico.

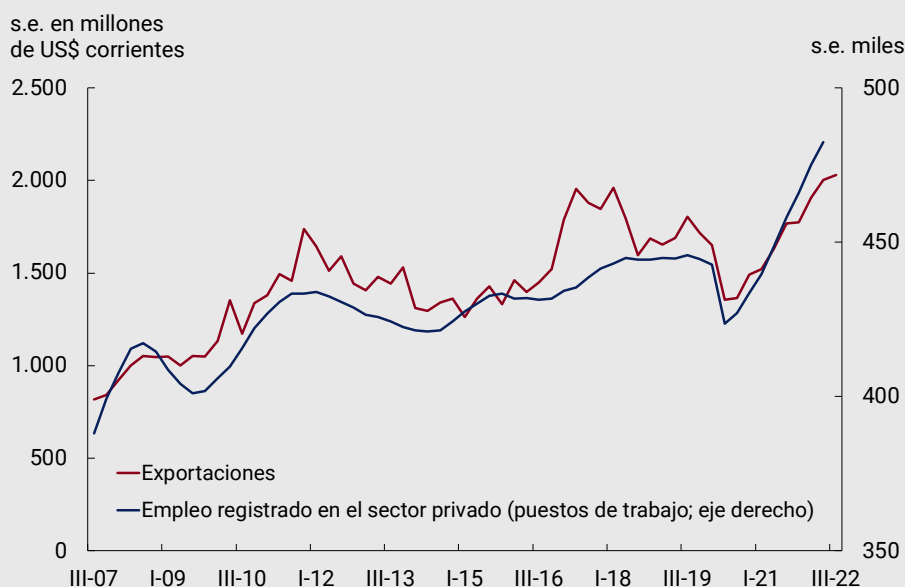
Son servicios versátiles, de fácil y rápida reubicación geográfica por motivos de escala que se caracterizan por dar soluciones a todos los sectores productivos. Así, estos servicios generan y transmiten competitividad y eficiencia a toda la economía. Emplean intensivamente a personas de calificación media-alta, pero también generan empleos de baja calificación, demandados tanto en el mercado interno como en el exterior. El mercado externo demanda de Argentina principalmente software y servicios informáticos, productos audiovisuales y servicios profesionales.

Las exportaciones mundiales de SBC crecen sostenidamente por encima de las de bienes. De acuerdo con la Cámara que agrupa a los principales referentes de SBC, Argencon, sus ventas externas aumentaron el año pasado un 15% anual en dólares corrientes a escala global, acumulando un 78% de aumento en la última década. Los países más destacados por sus exportaciones de SBC en dicho período fueron Bielorrusia (273%), Filipinas (213%), Polonia (169%) y Ucrania (129%). En Latinoamérica sólo Costa Rica tuvo un crecimiento superior a dicho promedio (162%).

Argentina ocupa el puesto 41 en el ranking de exportaciones mundiales de SBC. En los últimos 15 años se verificó un auspicioso desempeño del sector, lo cual traccionó la dinámica del empleo asociado (ver Gráfico 1). En el segundo trimestre de 2022 el total de empleo privado formal de SBC totalizó 482 mil puestos, alcanzando un máximo histórico. Este valor representa el 7,4% del total del empleo privado nacional. El rubro de mayor crecimiento porcentual fue el de servicios relacionados con bases de datos, con 28% i.a. El empleo en este sector está experimentando fuertes cambios. Entre sus tendencias más significativas se destacan la elevada incidencia del teletrabajo, la participación creciente de trabajo “freelance” impulsado por la demanda de talento global, la concentración de empleo en los segmentos de mayor educación y el empleo de personal femenino, por encima de los promedios de las industrias tradicionales.

Entre 2006 y 2021, las exportaciones argentinas de SBC aumentaron en promedio un 8,4% anual. En lo que va de 2022 las ventas externas de SBC continuaron creciendo, logrando alcanzar un nuevo máximo histórico en términos desestacionalizados de US\$2.000 millones trimestrales aproximadamente. Los servicios jurídicos y contables y de software y de servicios de informática son las categorías más destacadas, dando cuenta de casi el 60% del total de SBC.

Gráfico 1 | Servicios basados en el conocimiento. Empleo y exportaciones



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

El potencial de desarrollo de los SBC es muy significativo. La guerra en Ucrania está provocando un rediseño de las cadenas globales de estos servicios. Este reflujo de las cadenas de valor privilegia la seguridad política y normativa de los países oferentes, sobre la búsqueda del mejor costo. En este contexto, Argentina tiene la oportunidad de capturar nuevas inversiones y negocios de los países de Occidente.

Otro sector que se considera estratégico es el de la construcción (incluyendo la infraestructura), el cual contempla el componente asociado tanto a la obra pública como a la privada, residencial como no residencial, y da cuenta de alrededor del 3% del PIB en forma directa y genera alrededor del 7% del empleo registrado total. Suele considerársele como un sector no transable, sin embargo, dependiendo del uso final de la infraestructura puede tener efectos significativos sobre el comercio internacional de bienes: la mejora de la infraestructura permite incrementar la productividad y canalizar eficaz y eficientemente la producción hasta su

destino final. En el caso de la construcción de gasoductos, puede preverse cierta sustitución de importación de combustibles e incluso generar la capacidad de exportar combustibles (por ejemplo, a partir de plantas que permitan exportar GNL a través de embarcaciones).

Las iniciativas políticas que buscan impulsar a los sectores estratégicos consideran generalmente los siguientes tres aspectos:

- Incentivos a la radicación de empresas a través de exenciones impositivas/subsidios.
- Fomento de nuevos emprendimientos y actividades de investigación y desarrollo a través de líneas de financiamiento blandas.
- Capacitación de recursos humanos con integración de políticas educativas y formación profesional continua.

En Argentina desde hace ya varios años se ha ido incorporando y adecuando la legislación para impulsar y desarrollar estos sectores estratégicos. Entre las normas vigentes en ese sentido se encuentran la Ley de Promoción de la Industria del Software (2004), la Ley de Biocombustibles y corte con combustibles (2006), la Ley de Biotecnología (2007), la Ley Pyme (2016), el Plan Nacional de Conectividad (2018) y la Ley de Economía del Conocimiento (2019), entre otras. Cabe destacar que están vigentes una gran cantidad de planes y programas específicos que realizan fundamentalmente actividades de capacitación e investigaciones¹⁰.

Recientemente, el gobierno nacional ha priorizado dentro de la agenda pública un conjunto de iniciativas de estímulo a sectores considerados estratégicos incluyendo algunos incentivos desde la regulación cambiaria, como el acceso preferencial a las divisas, el pago de salarios en dólares, entre otras (ver Tabla 1). Mediante cambios normativos específicos, ya vigentes o en tratamiento legislativo, se prevé administrar nuevos beneficios que permitan estimular proyectos de inversión, desarrollar y transferir nuevas tecnologías, mejorar la eficiencia y la competitividad y fortalecer el marco institucional para potenciar la economía local.

Los sectores de la construcción, de biotecnología y agroindustria, automotriz, de energía y minería y de la economía del conocimiento forman parte del foco de la política pública que busca promover la inversión, la producción, las exportaciones y el empleo en el país. La mayoría de las iniciativas recientes se plasmaron en leyes con un amplio consenso público. En adelante, resulta de vital importancia el desarrollo y el sostenimiento en el tiempo de políticas públicas específicas para estos sectores estratégicos, con el objetivo final de sortear la restricción externa y lograr un crecimiento económico sostenido e inclusivo en el largo plazo.

¹⁰ Entre ellos se destacan el Programa Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación Social, el Concurso Nacional de Innovaciones. Los distintos fondos de financiamiento como Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), el Fondo para la Investigación Científica y Tecnológica (FONCyT), el Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC). Las becas de investigación en temas estratégicos y en convenio con empresas otorgadas por el CONICET, entre otros.

Tabla 1 | Principales iniciativas sobre sectores estratégicos

Mes	Sector estratégico	Norma	Denominación	Beneficio
may-22	Petróleo	Decreto 277	Régimen de acceso a las divisas para la producción incremental de petróleo	Genera mecanismos que abastezcan al sector de las divisas necesarias para que desarrollen las inversiones en el segmento de exploración y de explotación, de manera de incrementar la producción y resolver así la necesidad de autoabastecimiento local con la mayor celeridad posible.
jun-22	Servicios	Com A7518	Régimen de disponibilidad de divisas para exportadores de servicios	Las personas que exportan servicios pueden disponer de hasta 12.000 dólares anuales en cuentas en entidades financieras locales sin requisito de liquidación en pesos. Las empresas tienen disponibilidad de divisas para el pago salarial por un porcentaje del incremento de las ventas externas que realicen este año respecto de 2021.
ago-22	Construcción / Infraestructura	Ley 27679	Incentivo a la inversión, construcción y producción argentina	Prórroga del régimen de incentivo a la construcción (previendo un mecanismo de ingreso de las tenencias no declaradas de moneda nacional y extranjera para la realización de inversiones en desarrollos inmobiliarios, con un impuesto del 5%, 10% o 20% según la fecha de adhesión al programa). Asimismo, se dictó el DNU N° 523/22 sobre el Programa de Inversiones Estratégicas y se firmaron los contratos para construcción de la Etapa I del Gasoducto Néstor Kirchner.
sep-22	Bioteología y agroindustria	Ley 27685	Régimen de Promoción del desarrollo y producción de la biotecnología moderna y la nanotecnología	Prevé la amortización acelerada en el impuesto a las ganancias, la devolución anticipada del impuesto al valor agregado sobre ciertas nuevas inversiones y el reconocimiento de créditos fiscales por los gastos de contrataciones de servicios de asistencia técnica, de investigación y/o desarrollo. Asimismo, se encuentra en etapa de discusión parlamentaria el proyecto de ley de Fomento Agro Bio Industrial.
sep-22	Automotriz	Ley 27686	Régimen de promoción de inversiones en la industria automotriz	Contempla básicamente la devolución anticipada del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y la amortización acelerada en el Impuesto a las Ganancias sobre ciertas nuevas inversiones, y la exención del derecho a la exportación hasta el 31 de diciembre de 2031.
oct-22	Economía del conocimiento	DNU N° 679/22	Régimen de fomento de inversiones para exportaciones de las actividades de la economía del conocimiento	Prevé la excepción del requisito de liquidación en el Mercado de Cambios de hasta un importe equivalente al 20 % de las divisas que ingresen en concepto de inversión extranjera directa para su aplicación a fines específicos, y contempla la posibilidad de acceder a un monto de libre disponibilidad de dólares estadounidenses de un 30% de las divisas ingresadas por las exportaciones netas incrementales realizadas para destinarlo al pago de las remuneraciones de personal en relación de dependencia afectado a esas actividades. Asimismo, contempla el reconocimiento de crédito fiscal por hasta el 70% de las contribuciones patronales que se paguen.
nov-22	Energía y Minería	DNU N° 730/22	Plan de promoción de la producción del gas natural argentino	Pautas para la continuidad del programa de incentivo a la producción e inversión en el gas natural para los próximos seis años y contempla pautas para la asignación de cupos para las exportaciones. A mediados de agosto se había dispuesto el Decreto 484/2022, por el cual se reglamentó un esquema de facilidades de acceso a divisas para las empresas que aumenten la producción. Se prevé que en el corto plazo el Poder Ejecutivo Nacional envíe dos proyectos de ley sobre el Gas Natural Licuado (GNL) y el Hidrógeno (verde, gris y azul) para su posterior debate legislativo.

4. Sector Externo

En el tercer trimestre de 2022, en un contexto de contracción de los flujos comerciales en términos desestacionalizados, la economía operó con déficit de cuenta corriente. Los datos del comercio exterior de bienes del bimestre octubre-noviembre anticipan una reversión de esta dinámica principalmente en un marco de menor crecimiento económico.

La evolución de las exportaciones e importaciones de bienes, sumado a la dinámica de la deuda comercial por esos conceptos, derivaron en un resultado neto positivo en el mercado de cambios por bienes de US\$18.600 millones en los primeros once meses de 2022, un 30% más que lo observado en el mismo periodo del año previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$15.235 millones, mientras que las entidades realizaron compras por US\$399 millones. Por su parte, el BCRA compró en el mercado de cambios US\$3.734 millones de forma neta. Finalmente, se registraron egresos netos por operaciones a través del Sistema de Monedas Locales (SML) por US\$735 millones.

Las reservas internacionales del BCRA se posicionaron en US\$38.009 millones al cierre del mes de noviembre, posicionándose US\$1.654 millones por debajo de su valor a fines de 2021. Dicho resultado se explica principalmente por la disminución de los precios de los activos que componen las reservas internacionales en relación con el dólar estadounidense, por los pagos netos realizados a través del Sistema de Pagos de Moneda Local, y por la reducción de los depósitos de entidades en el BCRA, los cuáles fueron parcialmente compensados por las compras netas del BCRA en el mercado de cambios e ingresos netos del FMI y de otros organismos internacionales.

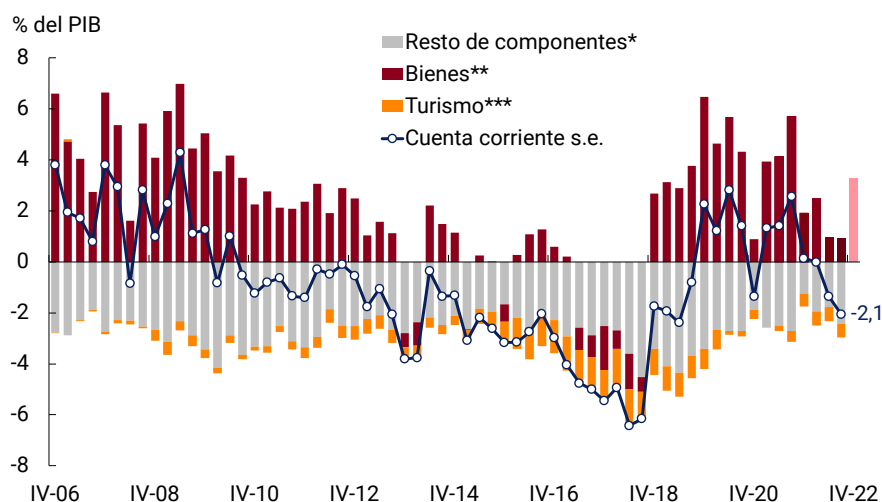
En el marco del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el FMI, la acumulación de Reservas Internacionales Netas estuvo por encima de la meta establecida para septiembre de 2022. En línea con los compromisos asumidos por Argentina, la acumulación de reservas bajo las pautas de medición establecidas en dicho programa será de US\$9.800 millones durante 2022 y 2023.

4.1. En el último trimestre de 2022 la economía habría retornado al superávit de cuenta corriente

En el tercer trimestre de 2022 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un déficit de cuenta corriente de US\$3.031 millones —equivalente a 2,1% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. Este resultado se dio en el contexto de una contracción de los flujos comerciales respecto al trimestre anterior. El superávit por el intercambio de bienes (0,9 p.p. del PIB) fue más elevado que el déficit de la cuenta turismo (el cual se ubicó en torno a 0,7 p.p. del PIB), pero no fue suficiente para compensar el déficit del resto de los conceptos de la cuenta corriente.

En el bimestre octubre-noviembre de 2022 aumentó significativamente el superávit comercial de bienes respecto a los dos trimestres previos, en un marco de menor crecimiento económico. De esta manera, se espera que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad retorne al terreno positivo en el cuarto trimestre de 2022 (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



*Incluye las cuentas: otros servicios, ingreso primario e ingreso secundario.

**IV-22: datos hasta noviembre de 2022.

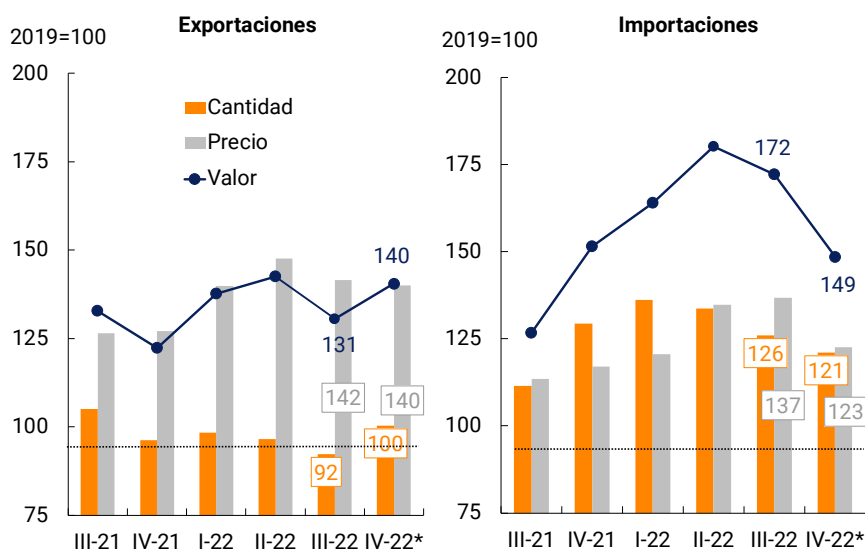
***Incluye las cuentas viajes y pasajes.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Entre julio y septiembre de 2022 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$21.261 millones (*Free on Board*—FOB—) a precios corrientes, lo que representó una caída de 8,3% respecto al nivel registrado en el segundo trimestre de 2022. Las sendas bajas en precios y cantidades explicaron esta evolución de las exportaciones en el tercer trimestre de 2022. En el bimestre octubre-noviembre, se dio una fuerte recuperación de los volúmenes exportados que estuvo detrás de la suba en los valores.

Por otro lado, en el tercer trimestre de 2022 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$21.141 millones (CIF) a precios corrientes, un 4,4% inferior al registro del segundo trimestre del año. Este desempeño de los valores importados se explicó exclusivamente por la caída de las cantidades (5,8% trim. s.e.), ya que los precios mostraron una ligera suba (ver Gráfico 4.2). En el bimestre octubre-noviembre tanto los precios como las cantidades contribuyeron al marcado descenso de las importaciones.

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad

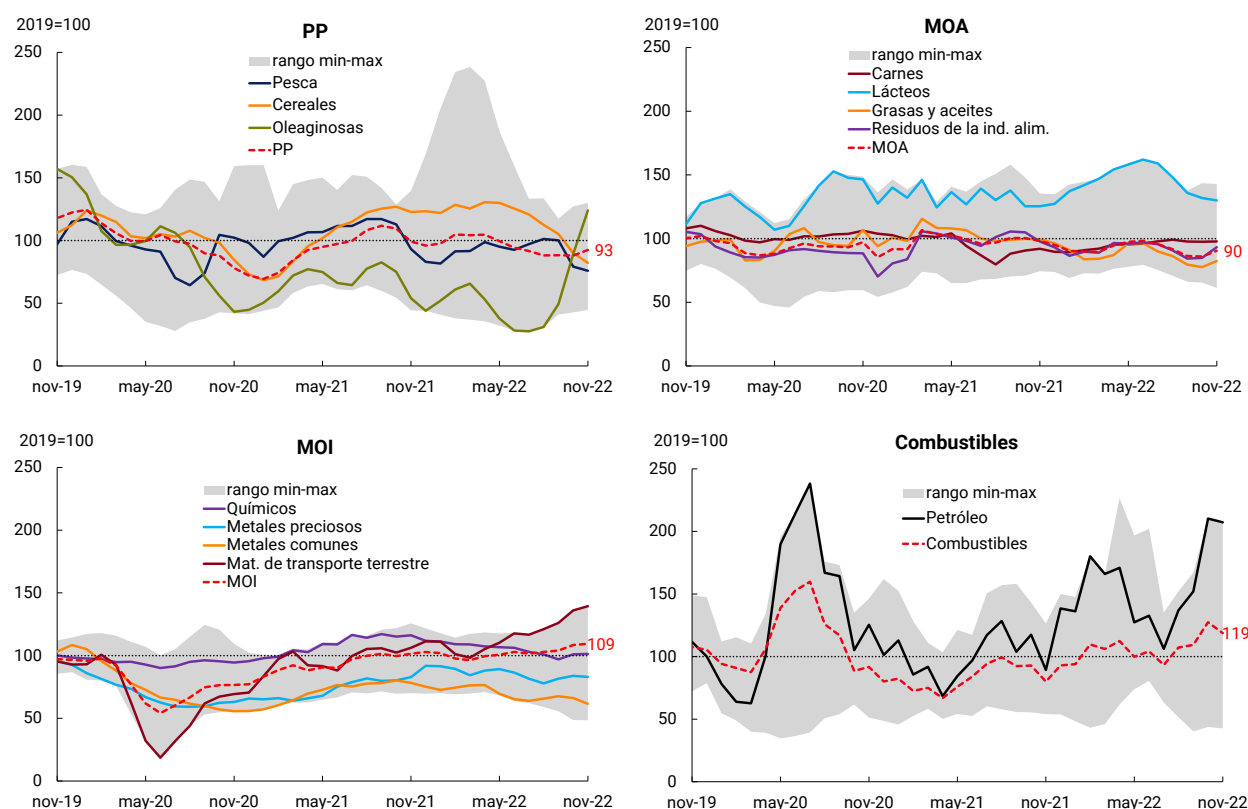


*Datos hasta nov-22.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Dos de los cuatro principales rubros de exportación tuvieron aumentos de los volúmenes exportados en el tercer trimestre de 2022. En el caso de los Manufacturas de Origen Industrial (MOI, +1% trim. s.e.), el crecimiento estuvo concentrado en mayores exportaciones de vehículos; mientras que el rubro Combustibles y Energía (CyE, +5% trim. s.e.), estuvo apuntalado por una nueva suba de los envíos de petróleo y de gas. Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron 12% s.e. en el tercer trimestre del año, principalmente por una baja en las ventas externas de derivados de soja, las cuales retrocedieron a valores similares a los del primer trimestre de 2020. Por último, los envíos de Productos Primarios (PP) cayeron (-6% trim. s.e.), con una fuerte incidencia negativa de los cereales. En el bimestre octubre-noviembre se evidenció un aumento de los volúmenes exportados de todos los rubros, destacándose por su contribución y magnitud la suba de las exportaciones de porotos de soja, impulsadas por la primera etapa del Programa de Incremento Exportador (ver Gráfico 4.3).

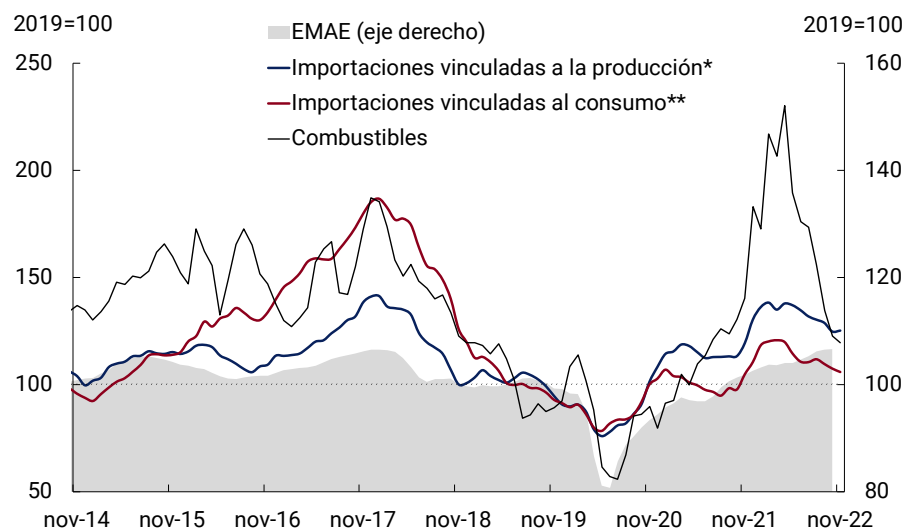
Gráfico 4.3 | Cantidades exportadas. Series ajustadas por estacionalidad
Prom. móv. 3 meses



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, las cantidades importadas de bienes exhiben una tendencia bajista desde marzo de 2022. Desde ese momento y ajustando por factores estacionales, las caídas acumuladas fueron del 48% en los combustibles, del 17% de los bienes asociados directamente con el consumo y del 7% de aquellos relacionados con la producción. En el primer caso, incidió sobre el cómputo de la caída reciente el elevado nivel que habían alcanzado las compras de combustibles elaborados en los primeros meses del año. Cabe destacar que las cantidades importadas de bienes asociados directamente al proceso productivo se mantienen relativamente estables desde julio de 2022 (ver Gráfico 4.4).

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



*Incluye las importaciones de bienes de capital y sus piezas y de bienes intermedios.

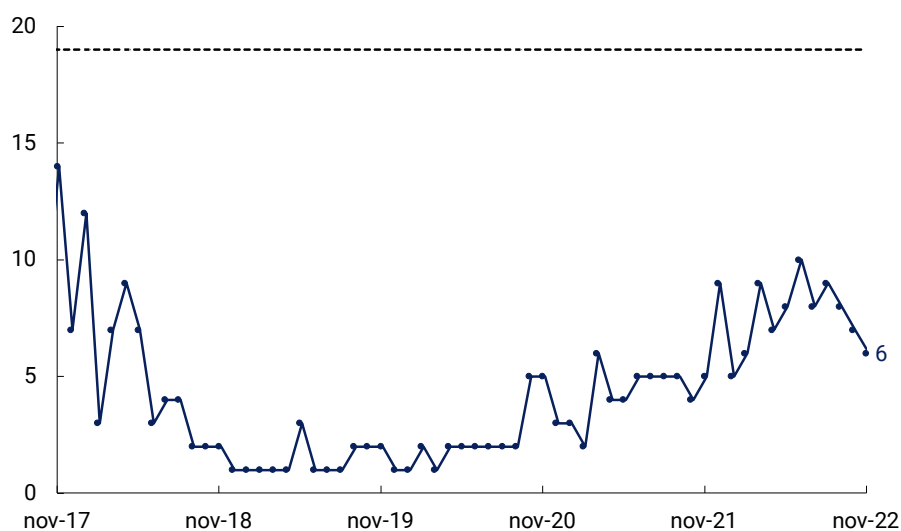
**Incluye las importaciones de bienes de consumo y de vehículos.

Fuente: INDEC.

A nivel desagregado también se observa una caída de las cantidades importadas en los últimos meses. De 19 categorías de productos importados, en noviembre solo 6 se sostenían por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2017, cuando el PIB se ubicaba en el mismo nivel en términos s.e. que en el tercer trimestre de 2022. Siendo todas aquellas categorías asociadas directamente al proceso productivo, se destacan por su incidencia insumos químicos y piezas y accesorios para equipo de transporte (ver Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5 | Cantidades importadas. Series ajustadas por estacionalidad

categorías con volúmenes
importados por encima del IV-17



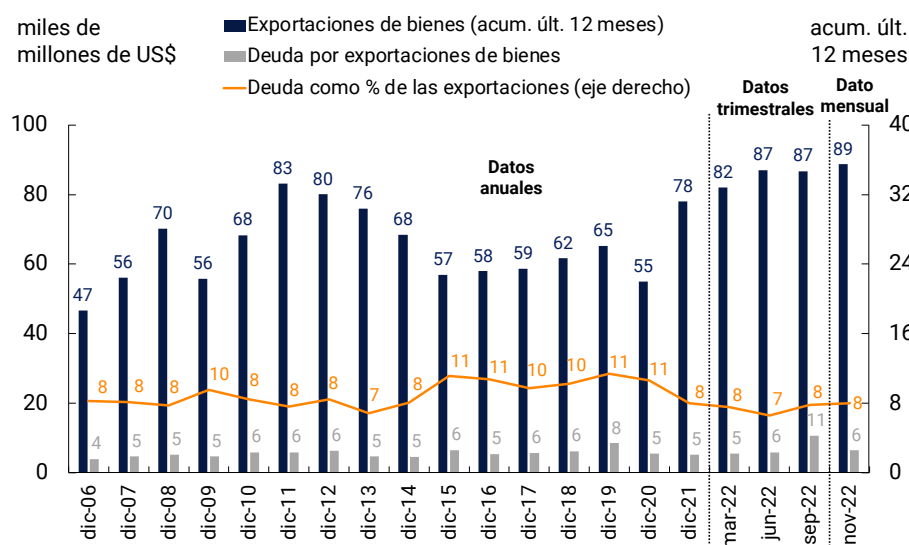
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

4.3. En lo transcurrido del año 2022 (hasta noviembre) las compras del BCRA en el mercado de cambios acumularon US\$3.734 millones

Durante 2020, el BCRA dispuso una serie de normas que apuntan a promover de forma más eficiente la asignación de las divisas, con impacto tanto en la evolución de la deuda privada comercial como financiera. Estas normas se mantuvieron a lo largo de 2021 y continuaron perfeccionándose durante lo transcurrido del 2022.

En este contexto, durante los primeros once meses de 2022, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$82.760 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$82.100 millones, por lo cual se estima una leve suba de la deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de bienes de cerca de US\$670 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se ubica en torno al 8% (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



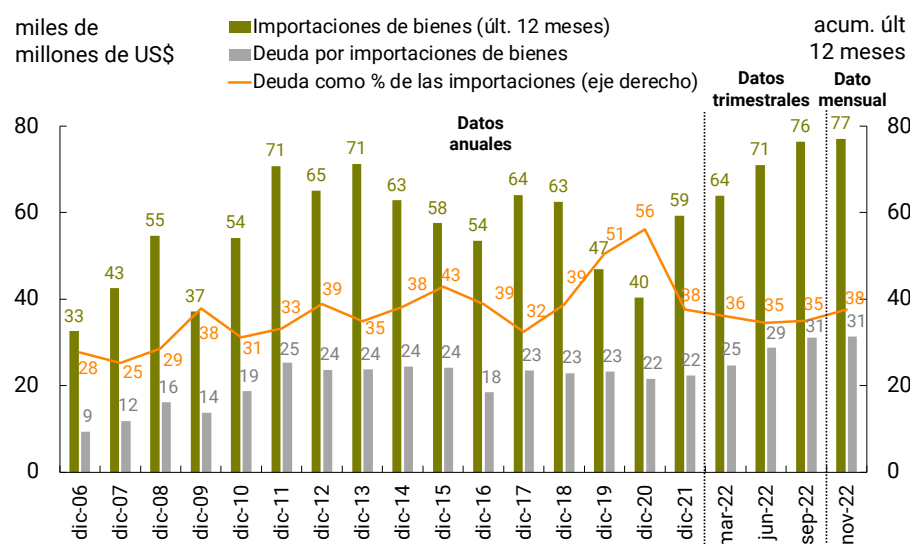
Nota: Deuda del III-22 sujeta a revisión y deuda de oct-22 y nov-22 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por su parte, se estima que en los primeros once meses del año, la deuda por importaciones de bienes habría registrado un aumento de alrededor US\$9.000¹¹ millones. Así, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones habría registrado una suba en noviembre de 2022, hasta alcanzar el 37,6% (ver Gráfico 4.7).

¹¹ Dato estimado en base al stock de deuda al III-22 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de octubre y noviembre estimada a partir de la diferencia entre las importaciones FOB y los pagos por el mercado de cambios.

Gráfico 4.7 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del III-22 sujeta a revisión y deuda de oct-22 y nov-22 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

La mencionada evolución del comercio de bienes y de la deuda comercial por exportaciones e importaciones, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$18.600 millones en el acumulado durante los primeros once meses del año, mostrando una suba interanual de unos US\$4.300 millones. Este monto resultó superior en unos US\$7.800 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo período, la cual registró una caída interanual de US\$7.050 millones.

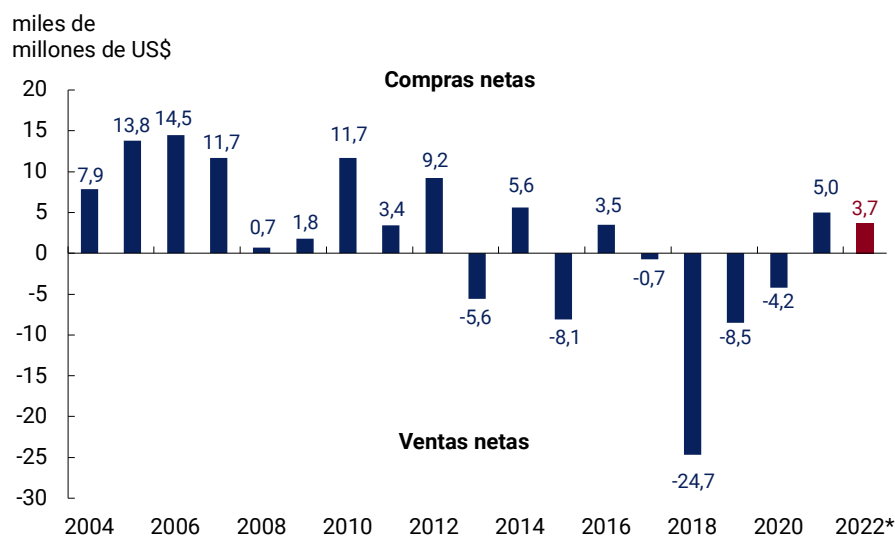
En lo que respecta a la deuda financiera, y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020, mediante la Comunicación "A" 7106, se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos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

En este contexto, a partir de las renegociaciones registradas durante los primeros once meses de 2022, los pagos netos efectuados a través del mercado de cambios representaron el 27% de los vencimientos originales, impactando en menores compras netas por unos US\$2.254 millones. Desde el inicio de la norma, los pagos netos efectuados a través del mercado de cambios representaron un 35% de los vencimientos originales, lo que se tradujo en menores compras netas por unos US\$4.781 millones para todo el período.

En cuanto al resultado del BCRA en el mercado de cambios en el acumulado del año hasta noviembre, se registraron compras netas por US\$3.734 millones¹², mientras que las Reservas Internacionales cayeron US\$1.654 millones en el mismo período (ver Gráfico 4.8).

¹² Este es el resultado de las compras netas anuales acumuladas del BCRA en el mercado de cambios contabilizando los movimientos en el momento en que se produce la concertación.

Gráfico 4.8 | Mercado de cambios. Resultado



*Datos al 30-nov-22.

Nota: resultado acumulado conjunto del BCRA y Tesoro Nacional en el Mercado de Cambios.

Fuente: BCRA.

La variación de las Reservas Internacionales hasta noviembre se explicó por la disminución de la valuación de los activos por unos US\$2.682 millones, la caída en las tenencias en moneda extranjera de las entidades por unos US\$2.370 millones y las ventas en el Sistema de Monedas Locales por US\$730 millones. Estos movimientos fueron parcialmente compensados por los ingresos netos de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional por unos US\$467 millones (ingresos netos del FMI por unos US\$1.603 millones y pagos netos de otra deuda en moneda extranjera por US\$1.136 millones) y las compras netas del BCRA en el mercado de cambios por US\$3.836 millones¹³.

A las medidas implementadas desde julio¹⁴, tendientes a incentivar las ventas y liquidación en el mercado de cambios de los productos agrícolas, se les sumó la creación del “Programa de Incremento Exportador” mediante el Decreto 576/22 del 5 de septiembre, a través del cual se estableció un tipo de cambio de \$200 por cada US\$1, para las exportaciones de soja y sus derivados, con vigencia hasta el 30 de septiembre. A partir de los incentivos generados por este programa, el sector oleaginosas y cereales liquidó mediante este mecanismo en el mercado de cambios US\$7.650 millones en septiembre. En octubre y noviembre, el sector canceló deuda de forma neta por US\$2.360 millones y US\$1.840 millones, respectivamente. Cabe recalcar que la cancelación de este tipo de endeudamiento no implica salida de divisas, sino que se produce al materializarse la exportación de los bienes previamente financiados.

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

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

Esto resultó en que el BCRA volviera a ser comprador neto en el mercado de cambios en septiembre, y se sobrecumpliera la meta de acumulación de reservas internacionales acordada con el FMI.

Recuadro. Turismo receptivo

Uno de los sectores que está mostrando un gran dinamismo desde que se relajaron las medidas de cierre de fronteras en el marco de la lucha contra el COVID-19, es el turismo receptivo. Si bien a fines de 2021 las entradas de turistas al país estaban muy rezagadas respecto a la recuperación del turismo global, en lo que va del año se vio una notoria recuperación que acercó la dinámica del turismo receptivo en nuestro país a lo que se observa tanto en la región como en el mundo en general (ver Cuadro 4.1).

Cuadro 4.1 | Turismo receptivo a nivel mundial

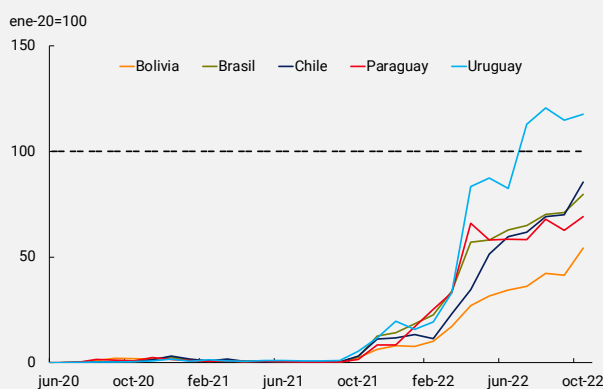
	Arribos de turistas internacionales. Var. % respecto a mismo mes de 2019											
	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22
Mundo	-57	-60	-62	-64	-57	-51	-43	-36	-32	-24	-25	-27
Sudamérica	-76	-71	-66	-76	-68	-62	-47	-43	-38	-34	-27	-27
Argentina	-96	-88	-86	-80	-80	-67	-48	-41	-42	-36	-29	-33

Fuente: Organización Mundial de Turismo y Dirección Nacional de Migraciones.

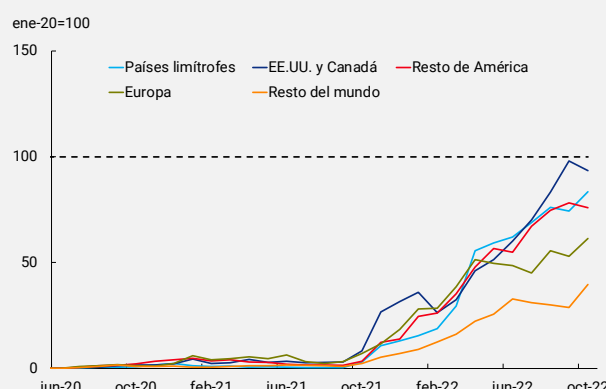
Esta recuperación del turismo receptivo se dio de forma heterogénea entre los principales puntos de origen de los arribos. Desde los países limítrofes se observó un marcado dinamismo en el ingreso de turistas desde Uruguay, incluso superando los niveles alcanzados en la etapa pre-pandemia. La apreciación real de la moneda de ese país podría estar detrás de este desempeño. En el resto de los casos, la recuperación ha sido más lenta: el turismo desde Brasil, Paraguay y Chile está en alrededor de un 75% del nivel previo a la imposición de las medidas restrictivas por la pandemia del COVID-19, mientras que la cantidad de turistas ingresados desde Bolivia aún se encuentra en torno a un 50% de lo que fue en enero de 2020.

Gráfico 4.9 | Turismo receptivo

Entradas de turistas por país de residencia. Todos los pasos fronterizos. Series desestacionalizadas



Fuente: BCRA en base a datos de Dirección Nacional de Migraciones.

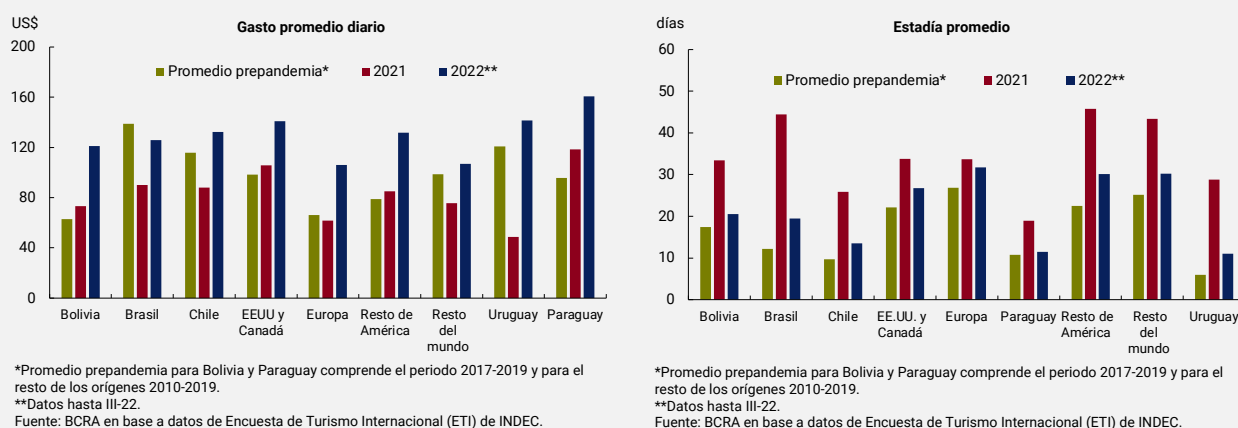


Fuente: BCRA en base a datos de Dirección Nacional de Migraciones.

A nivel de regiones, la recuperación también fue muy marcada en el caso de las entradas de residentes en Estados Unidos y Canadá, los cuales prácticamente retornaron a los niveles pre-pandemia, aunque en octubre tuvieron una leve caída en términos desestacionalizados. Por otro lado, el turismo desde Europa y del resto del mundo se encuentran más rezagados (ver Gráfico 4.9).

Esta recuperación de las entradas de turistas al país se combinó con cambios en los patrones de estadía y gasto promedio, de casi todos los orígenes. En el caso de las pernoctaciones, si bien disminuyeron respecto al nivel atípico observado en 2021¹⁵, todos los orígenes tienen una permanencia mayor al promedio prepandemia. El gasto diario declarado por los visitantes también se encuentra por encima de los niveles previos, excepto en el caso de visitantes desde Brasil. Esto, combinado con una mayor permanencia en el país, implica mayores ingresos (gasto total) por cada turista que visita Argentina (ver Gráfico 4.10). En lo que va del 2022, de los ingresos al país por el Aeropuerto Internacional de Ezeiza, según lo relevado por la Encuesta de Turismo Internacional (ETI) elaborada por el INDEC, quienes más gastan en Argentina son visitantes americanos que no pertenecen a países limítrofes (US\$3.971 per cápita) seguidos por estadounidenses y canadienses (US\$3.770 p.c.) y residentes en Europa (US\$3.354 p.c.). El BCRA tomó distintas acciones para que estas divisas impacten positivamente en las Reservas Internacionales, entre las que se destaca la Com. "A" 7630 del 4 de noviembre de 2022, la cual exceptúa a los operadores de tarjetas de pago (de crédito, débito y prepago) de liquidar en el mercado de cambios las divisas que deben ingresar para liquidar el consumo de sus usuarios en el país, conforme a la legislación vigente. Se espera que en la práctica esto les permita ofrecer un mejor tipo de cambio a turistas extranjeros.

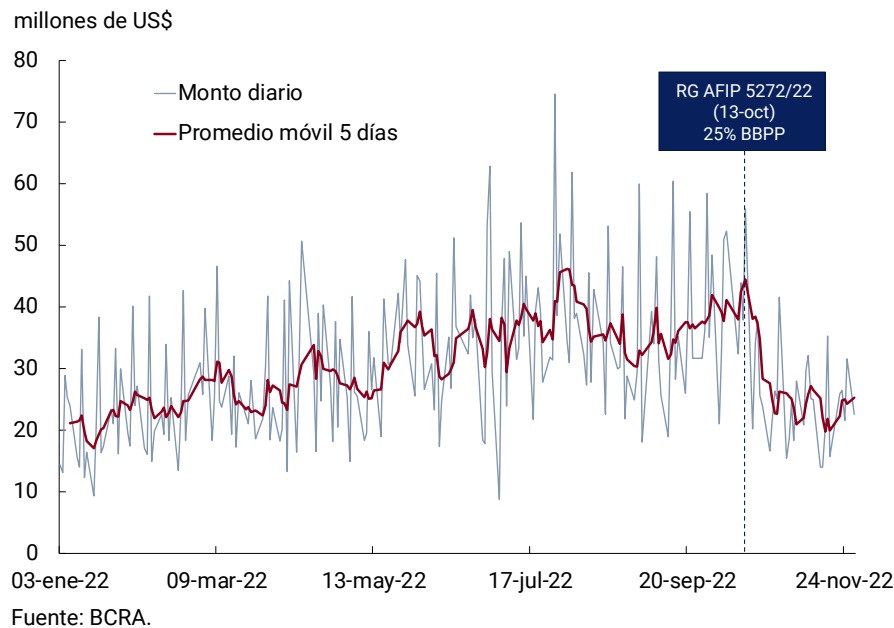
Gráfico 4.10 | Turismo receptivo. Paso fronterizo Ezeiza



En cuanto al turismo, se observó una significativa normalización del turismo receptivo y se espera que continúe la gradual recuperación del turismo emisor respecto a los niveles prepandemia. Los egresos netos por viajes, pasajes y otros pagos con tarjetas en el exterior, acumulados hasta noviembre, alcanzaron los US\$6.400 millones. Dichos egresos están mostrando una reducción a partir de lo establecido por la AFIP mediante la Resolución General 5270/2022 del 6 de octubre, en la cual se determinó que a partir del día 12 del mismo mes, todos los consumos mensuales con tarjeta que superen los US\$300 tienen que pagar un recargo del 25% extra sobre la cotización oficial del dólar, a cuenta del impuesto a los Bienes Personales. Ese porcentaje adicional se sumó a otros dos recargos ya vigentes: el 30% del impuesto PAIS y el 45% a cuenta del impuesto a las Ganancias. De esta forma, el promedio diario de egresos brutos por el concepto de "Viajes, pasajes y otros pagos con tarjetas" fue de US\$25 millones en noviembre (ver Gráfico 4.11).

15 Tomando como indicio que casos las personas ingresaron al país declarando que iban a quedarse en "casa de familiares o amigos", puede inferirse que muchos de ellos permanecieron más de lo habitual en el país debido a que en la mayor parte de 2020 no pudieron ingresar como consecuencia del cierre de fronteras.

Gráfico 4.11 | Mercado de cambios. Egresos brutos por viajes, pasajes y otros pagos con tarjetas



Durante octubre y noviembre, el BCRA resultó oferente neto de divisas, en un marco en el que se modificó integralmente el sistema de administración de las importaciones mediante la Comunicación "A" 7622 del 13 de octubre, la cual informó que, a partir del día 17 de el mismo mes, podrían dar acceso al mercado de cambios para realizar pagos de importaciones de bienes a operaciones asociadas a una declaración en el Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA), el cual reemplaza al Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI).

Por otra parte, el Gobierno argentino anunció un acuerdo con China para ampliar la disponibilidad del swap de monedas que ambos países suscribieron en 2011. El nuevo convenio le permitirá al país disponer de US\$5 mil millones como reservas de libre disponibilidad. Es decir, que se podrán usar para intervenir en el mercado cambiario o afrontar importaciones y pagos de deuda.

4.4. Perspectivas

En lo inmediato, los indicadores adelantados sugieren una caída de las exportaciones para el bimestre diciembre-enero y una suba de las importaciones (ver Apartado 3 / Indicador de comercio del *Kiel Institute*). Para el año 2023 se espera que la economía registre un superávit comercial de bienes por quinto año consecutivo, en el marco de una política cambiaria de flotación administrada.

En lo relativo a las exportaciones del sector agrario, la siembra de los principales granos se ha visto fuertemente perjudicada por la prolongada sequía y reiteradas heladas de los últimos meses, lo que causó demoras en su avance en comparación con campañas anteriores, por lo que existe cierta incertidumbre sobre el producto y los valores de exportación en lo venidero. La perspectiva de menores exportaciones de trigo por el impacto de la sequía afectaría negativamente al saldo comercial, mientras que la puesta en funcionamiento del gasoducto Néstor Kirchner a fines de junio de 2023, que permitirá reducir sustancialmente

la importación de combustibles, contribuiría positivamente. En una perspectiva de mediano plazo se espera que incidan favorablemente sobre las exportaciones las políticas de impulso a sectores estratégicos que se están desplegando (Apartado 2 / Promoción de sectores estratégicos)

El contexto internacional continuará teniendo un rol protagónico sobre la matriz de riesgos del sector externo de la economía argentina. La política monetaria contractiva en curso por parte de los principales bancos centrales del mundo repercutirá sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales. Hacia delante, la duración e intensidad del ciclo de suba de tasas moldearán las condiciones financieras globales, no pudiendo descartarse una mayor volatilidad en los mercados de activos, divisas y materias primas, con sus consecuencias negativas sobre la actividad económica global (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

En este contexto, el BCRA continuó perfeccionando la regulación cambiaria con el fin de promover una asignación de divisas más eficiente. En este sentido, el 27 de noviembre se instauró, mediante el Decreto 787/2022 el restablecimiento del “Programa de Incremento Exportador”¹⁶, con vigencia hasta el 31 de diciembre, en el cual se estableció un tipo de cambio de \$230 por cada US\$1, para las exportaciones de soja y sus derivados. Con este nuevo incentivo, se espera un mayor dinamismo de las ventas externas del complejo sojero en lo que resta del año. Asimismo, mediante la Comunicación “A” 7621, el BCRA dispuso la extensión hasta el 31 de diciembre de 2023 de las disposiciones, referidas al acceso al mercado de cambios del sector privado para cursar pagos de endeudamientos financieros del exterior y de capital de títulos en moneda extranjera.

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

16 Para acceder al decreto hacer clic [aquí](#).

Apartado 3 / Indicador de comercio del *Kiel Institute*

El Instituto Kiel para la Economía Global desarrolló un novedoso indicador para realizar un seguimiento de alta frecuencia del comercio global de bienes al que denominó “*Kiel Trade Indicator (KTI)*”¹⁷. Se trata de un indicador construido a partir del estudio de los movimientos de los buques de carga en tiempo real. Entre las tendencias en el análisis económico, este desarrollo se inscribe en el interés académico y profesional por el procesamiento de grandes masas de información disponibles con alta frecuencia. No solo se reportan estimaciones para el comercio global de bienes sino también para varias economías de forma individual, entre las que se encuentra la economía argentina. En el pasado, este indicador demostró un buen desempeño para estimar los flujos de exportaciones e importaciones de nuestro país y sus pronósticos se anticipan por varias semanas a los datos publicados por el INDEC.

El KTI combina información diaria sobre la ubicación y el sentido del curso de navegación de los buques y las paradas en todos los puertos del mundo, proveniente del sitio *Fleetmoon*¹⁸ y las características de cada uno de ellos (capacidad de carga y dragado mínimo), del sitio *MarineTraffic*¹⁹. De esta manera, para cada buque, la carga estimada en tránsito o estacionada en puerto (carga o descarga) es igual a:

$$TEUload_{it} = TEU_{i,max} \times \frac{draught_{it} - draught_{i,min}}{draught_{i,max} - draught_{i,min}}$$

Donde:

TEU: Medida universal de contenedor de 20 pies

TEU_{i,max}: Capacidad máxima de carga del buque “i” medida en TEUs (fuente *MarineTraffic*)

Draught_{it}: Distancia vertical entre el casco del buque y la línea de superficie del agua (fuente *Fleetmoon*)

Draught_{min,max}: Dragados mínimos y máximos del buque “i” (fuente *MarineTraffic*)

Esta información es computada para las 100 áreas marítimas más transitadas del planeta (donde se asume que distintos sentidos del curso significan distintos destinos) y para los 500 puertos más importantes del mundo (para los cuales se tienen declarados los arribos y las partidas). Por último, los datos asociados a los puertos inferiores al identificado como puerto mediano²⁰ son agregados al puerto “grande” más próximo. El resultado final son 750 series mensuales independientes de flujos de TEUs que ingresan y salen de los principales puertos y transitan por las principales áreas marítimas. Finalmente, se emplea la metodología de Mínimos Cuadrados Parciales (PLS, por sus siglas en inglés) para obtener los factores comunes entre las series construidas que mejor ajusten a los datos efectivos de la tasa de crecimiento desestacionalizadas de los volúmenes exportados e importados de 76 economías provenientes de la oficina de Análisis Económico de Holanda²¹ (CPB, por sus siglas en inglés).

Al tratarse de una estimación paramétrica sobre datos de panel, no sólo puede evaluarse la capacidad predictiva del indicador de forma contemporánea, sino también como dato anticipado de, al menos, un mes hacia delante. En el documento de trabajo se plantea que el error cuadrático medio de la predicción (RSME,

17 Este apartado está basado en el documento de trabajo donde se presenta este indicador (para más información ver el siguiente [enlace](#)).

18 Ver el siguiente [enlace](#).

19 Ver el siguiente [enlace](#).

20 Los 500 puertos más grandes son ordenados según la carga que pasa por ellos. El puerto mediano es aquel que se encuentra en la mediana de esa distribución.

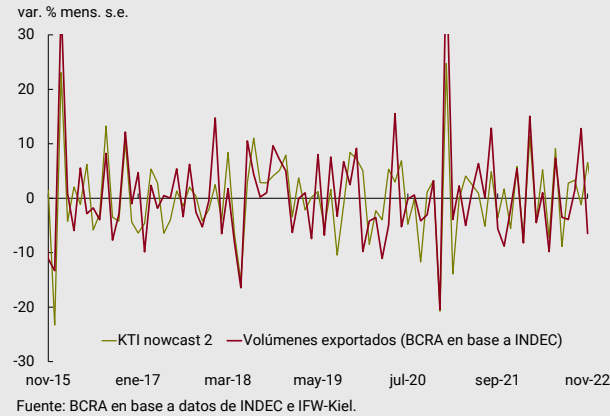
21 Para más información ver el siguiente [enlace](#).

por sus siglas en inglés) del KTI es inferior al que arroja un modelo econométrico Autorregresivo de Rezagos Distribuidos (ARDL) simple para 64 de las 76 economías evaluadas en el caso de las importaciones y para 60 de 76 en el caso de las exportaciones, en ambos horizontes de proyección. En el caso de Argentina, el indicador KTI tiene un mejor desempeño que el modelo de referencia y que el error estándar de cada serie.

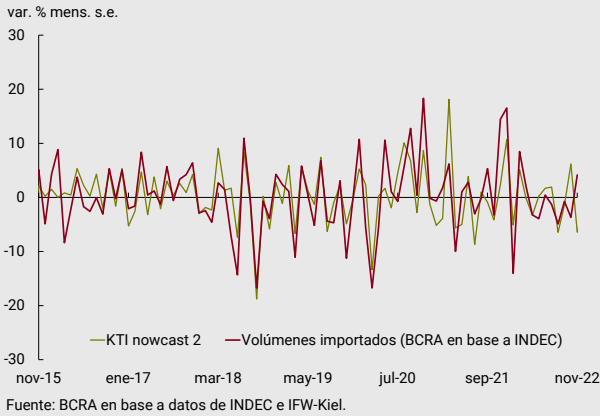
El indicador KTI se actualiza dos veces al mes: el 5 y el 20 de cada mes. En la primera salida se reporta la variación desestacionalizada estimada de las exportaciones e importaciones del mes inmediatamente anterior (*nowcast 2*) y del mes en curso (*forecast 2*) y en la segunda salida lo propio con el mes en curso (*nowcast 1*) y con el mes próximo (*forecast 1*). Siendo que cuenta con la mayor cantidad de información disponible, el *nowcast 2* se constituye como la mejor predicción del KTI.

El desempeño histórico del KTI a la hora de anticipar la variación desestacionalizada de las cantidades exportadas e importadas de Argentina es aceptable (ver Gráfico 1). La correlación entre el dato observado y el pronóstico ronda el 0,7. El mayor beneficio en el uso de este indicador radica en que esta predicción anticipa por aproximadamente 15 días el dato oficial publicado por el INDEC sobre los flujos comerciales de Argentina del mes anterior.

Gráfico 1 | Flujos comerciales de Argentina
Exportaciones de bienes



Importaciones de bienes



Cabe destacar que la correlación obtenida entre las series de INDEC y las del indicador KTI son similares tomando la última salida (*nowcast 2*; mejor predicción posible) y la segunda (*forecast 2*). Esto implica que al día 5 de cada mes el indicador KTI provee de una buena estimación de lo que ocurrirá con los flujos comerciales de Argentina a lo largo de ese mes (ver Tabla 1). Esto significa una anticipación de aproximadamente 45 días respecto a la publicación del dato oficial por parte de INDEC.

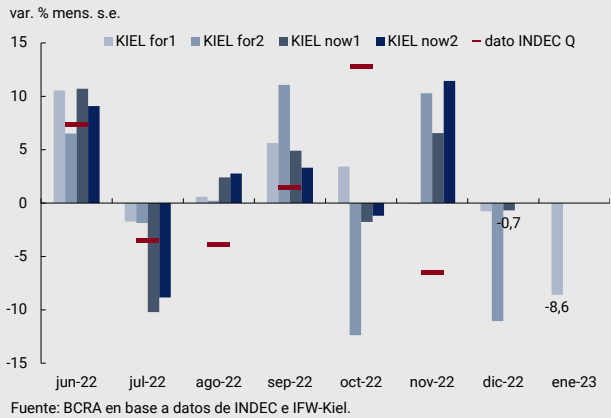
Tabla 1 | Correlaciones seleccionadas. Abr-15 a nov-22

Volúmenes importados		Volúmenes exportados	
var. % mens. s.e.	Dato	var. % mens. s.e.	Dato
KIELFOR1	0,65	KIELFOR1	0,73
KIELFOR2	0,69	KIELFOR2	0,67
KIELNOW1	0,60	KIELNOW1	0,74
KIELNOW2	0,72	KIELNOW2	0,72

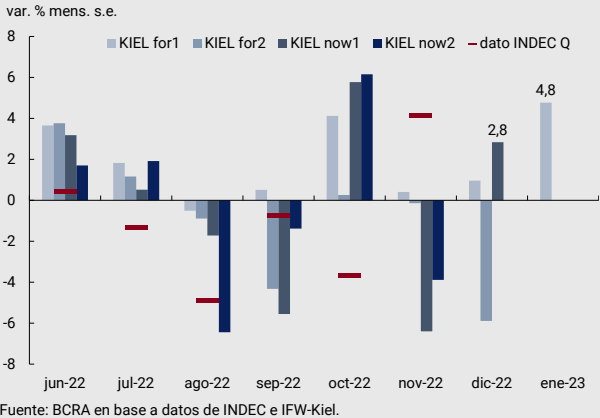
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC e IFW-Kiel.

Para diciembre, el primer *nowcast* del KTI indica una variación ligeramente negativa para las cantidades exportadas de Argentina y una suba de las cantidades importadas. Para enero, el primer *forecast* del KTI sugiere una profundización de esta dinámica (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Flujos comerciales de Argentina
Exportaciones de bienes



Importaciones de bienes



5. Finanzas Públicas

Durante el segundo semestre los ingresos crecieron por encima de los gastos primarios, en contraste con lo ocurrido durante el primer semestre de 2022. Así, el resultado fiscal primario en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló en los últimos 12 meses a noviembre un saldo deficitario equivalente a aproximadamente 2,2% del PIB, habiendo cumplido la meta prevista en el Programa de Facilidades Extendidas con el FMI para septiembre. Este nivel de déficit se ubicó en niveles inferiores a los de fin de 2021 (3,0% del Producto) y resulta compatible con la meta de déficit primario de 2,5% del PIB para 2022 planteada originalmente en el programa con el FMI. Por su parte, el déficit financiero del SPNF representó 3,8% del PIB en igual período.

En el tercer trimestre del año la recaudación tributaria se incrementó 92,2% i.a. (+8,0% i.a. real). En tanto, durante el bimestre octubre-noviembre la recaudación creció 90,8% i.a. (0,3% i.a. real). Contribuyeron a ese desempeño tributario el crecimiento económico, la mejora del empleo y de los salarios formales y ciertos cambios normativos (adelantamiento de anticipos del Impuesto a las Ganancias para sociedades e incremento de la percepción por operaciones en moneda extranjera). Los derechos de exportación también tuvieron un significativo avance durante septiembre, cuando estuvo vigente el “Programa de Incremento Exportador” destinado a estimular la comercialización de soja, aunque se retrajeron durante octubre y noviembre. No obstante, desde fines de noviembre se reinstaló el incentivo a la soja, por lo que se espera la recuperación del dinamismo de esos recursos en el último mes del año.

Por el lado del gasto primario cabe señalar que se consolidó durante el segundo semestre el proceso de desaceleración de su ritmo de crecimiento. Con menor demanda de importación de combustibles y por la actualización de las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y agua), se acotó el crecimiento de los subsidios asociados. Por el lado de las prestaciones sociales, la aceleración inflacionaria en el tercer trimestre implicó una caída real en las erogaciones, principalmente en jubilaciones y pensiones, que se busca recomponer en los meses posteriores mediante políticas de ingresos, como el otorgamiento de bonos complementarios para quienes perciben hasta dos prestaciones mínimas. A su vez, desde el Ministerio de Desarrollo Social se llevaron a cabo auditorías del plan Potenciar Trabajo que determinaron suspensiones de beneficios y se limitó la ampliación del número de titulares de dicho programa. En tanto, se priorizaron los gastos vinculados a la construcción de la infraestructura de transporte del gas de Vaca Muerta, que contribuirá a generar significativos ahorros en el futuro.

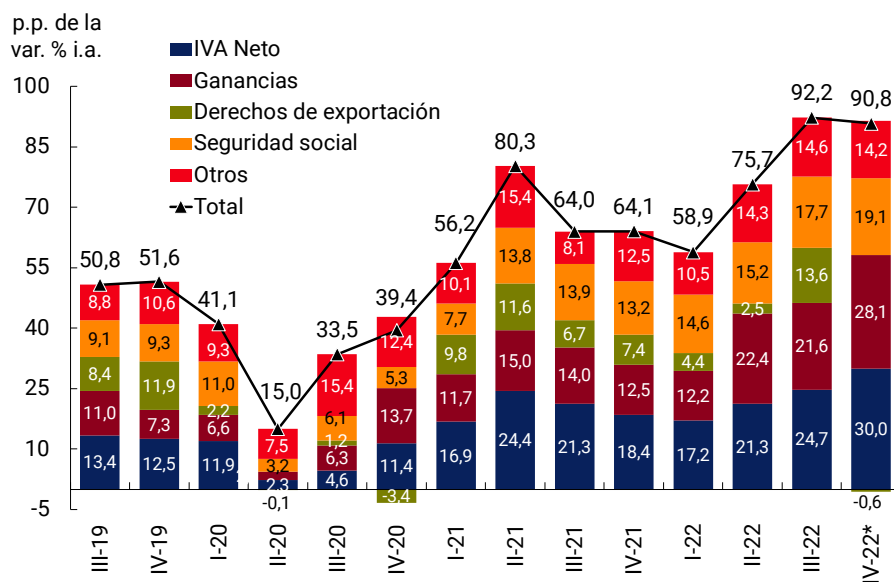
La estrategia de financiamiento permitió obtener fondeo neto por unos \$2,3 billones en lo que va del año. El stock de Deuda Pública Nacional a fines noviembre de 2022 representó aproximadamente 81% del PIB, exhibiendo una reducción de cerca de 8 p.p. respecto de fines de 2019. Recientemente el Gobierno Nacional anunció un nuevo acuerdo con los acreedores oficiales externos nucleados en el denominado Club de París, dando cuenta de un nuevo hito en la normalización de las relaciones financieras internacionales.

Para el año 2023 se prevé que continuará la consolidación fiscal en línea con lo dispuesto en la Ley N°27.701 de Presupuesto Nacional 2023, recientemente aprobada por el Congreso Nacional.

5.1. La recaudación tributaria nacional continuó fortaleciéndose tanto por el fuerte crecimiento económico como por cambios normativos

La recaudación tributaria nacional aumentó 92,2% durante el tercer trimestre de 2022 con relación al año previo (ver Gráfico 5.1), lo que significó un crecimiento real de 8%. Con datos a noviembre, durante el cuarto trimestre la recaudación avanzó 90,8% i.a. (0,3% i.a. real). El desempeño de los tributos en el tercer trimestre respondió a la consolidación de la recuperación económica y a la mejora en los salarios y el empleo formal. Los impuestos asociados a las compras externas también tuvieron un avance real, aunque más acotado en el margen. Los derechos de exportación se redujeron impactados por la sequía y por las decisiones comerciales de los actores del sector.

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



*Datos a nov-22.

Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

La gran mayoría de los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, Ganancias, entre otros) continuaron mostrando un buen desempeño debido al sostenimiento de la recuperación de la actividad económica y a cambios normativos. El impuesto a las Ganancias mostró gran dinamismo por el efecto del pago a cuenta extraordinario realizado por las sociedades, con cierre de ejercicio de agosto a diciembre, cuyo monto del impuesto determinado en la declaración jurada del período fiscal 2021 o 2022, según corresponda, sea igual o superior a \$100 millones²². Asimismo, impactó al alza el incremento en la retención a cuenta de los impuestos a las Ganancias (y sobre los Bienes Personales) para los consumos de divisas para viajes y gastos en el exterior²³. Los recursos de la seguridad social estuvieron impulsados por las mejoras en el mercado laboral (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo), tanto por incrementos del empleo registrado como mejoras en el salario formal.

22 RESOG-2022-5248-E-AFIP-AFIP - Impuesto a las Ganancias. Pago a cuenta aplicable a sujetos enumerados en el artículo 73 de la ley del gravamen, con ingresos extraordinarios.

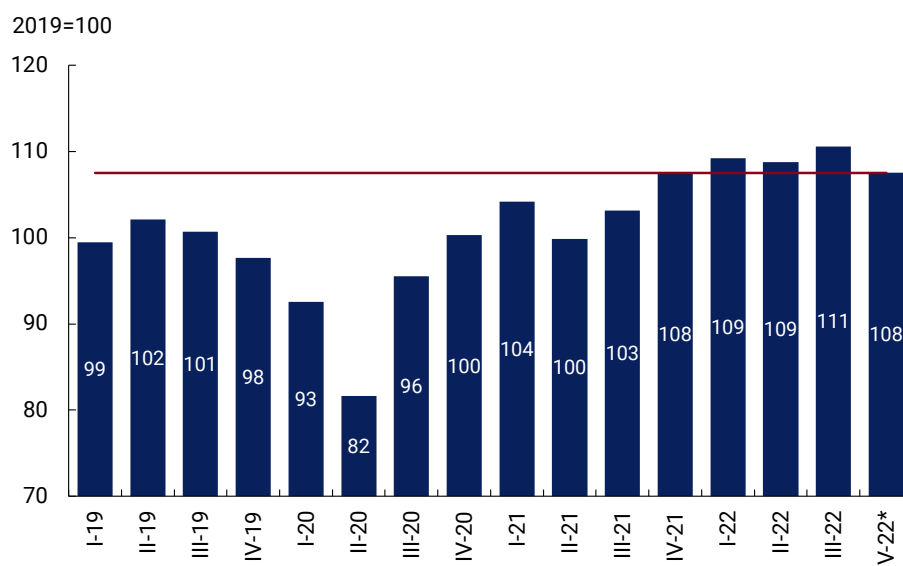
23 Se había incrementado la alícuota a cuenta de este impuesto sobre las compras gravadas con el impuesto PAIS del 35% al 45%, a partir del 14-jul-22. Cabe destacar que el 13-oct-22 se extendió el alcance del impuesto PAIS a nuevas operaciones (importación de mercaderías suntuosas), y se establecieron nuevas percepciones a cuenta del impuesto a las ganancias y sobre los bienes personales sobre transacciones alcanzadas por dicho impuesto (para pagos superiores a los US\$300 mensuales se aplicará, además de la percepción de 45 %, otra adicional de 25 % a cuenta del Impuesto a los bienes personales).

Otros impuestos continuaron mostrando un avance más acotado como Impuestos Internos, Combustibles — debido fundamentalmente a la postergación en la actualización del tributo²⁴—, y Bienes Personales. Los derechos de importación y la Tasa estadística acotaron su incremento por el menor ritmo de expansión de los valores importados respecto de la primera mitad del año y la caída en el margen (ver Capítulo 4. Sector Externo).

Finalmente, los derechos de exportación tuvieron un comportamiento dispar, por la vigencia, en septiembre, del Programa de Incremento Exportador²⁵ destinado estimular la comercialización de soja, con efecto sobre la recaudación de derechos. El citado programa fue reestablecido²⁶ de manera extraordinaria y transitoria, desde fines de noviembre y hasta fin de 2022. Debido a ello, se espera que durante el último mes del año se dinamicen los ingresos por estos derechos.

En términos reales la recaudación tributaria nacional ajustada por estacionalidad creció 1,7% en el tercer trimestre de 2022 y cayó 2,8% durante el cuarto trimestre con datos parciales a noviembre. De todas formas, este indicador se ubicó entre octubre y noviembre un 8,0% por encima del nivel mostrado en 2019 (ver Gráfico 5.2). Este desempeño refleja la consolidación de los ingresos tributarios²⁷ luego de los efectos adversos de la pandemia de COVID-19.

Gráfico 5.2 | Recaudación tributaria nacional real desestacionalizada



*Datos a nov-22.

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

La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 62,0% i.a. en el tercer trimestre (-8,5% i.a. real) y 86,8% i.a. en el cuarto (-1,7% i.a. real, con datos parciales a nov-22). Sobre el desempeño de los recursos en el tercer trimestre incidió negativamente el efecto comparación por el registro del ingreso como transferencia

24 DCTO-2022-561-APN-PTE.

25 DECNU-2022-576-APN-PTE.

26 DECNU-2022-787-APN-PTE.

27 Cabe señalar que en relación con 2019 la estructura tributaria sufrió modificaciones, fundamentalmente a partir de la creación del Impuesto PAIS, por cambios en las alícuotas de derechos de exportación y sobre el impuesto a los Bienes Personales, así como la revisión de la reforma tributaria impulsada durante 2017 que afectaba los recursos de la seguridad social. Todo esto explica también la mayor recaudación real.

corriente de Derechos Especiales de Giro (DEG) recibidos del FMI²⁸ e ingresos no tributarios del Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia durante 2021. Neto de esos efectos los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 98,5% i.a. en el tercer trimestre. Los ingresos tributarios y de la seguridad social tuvieron un avance de 89,8% i.a. en el tercer trimestre y 90,2% i.a. en el cuarto con datos a noviembre.

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias mostró un comportamiento similar al observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible, en el tercer trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios habría mostrado un incremento en torno a 90,0% i.a.

Respecto del año próximo, recientemente se firmó entre la República Argentina y los Estados Unidos de Norteamérica un Acuerdo en Materia Tributaria²⁹ (TIEA por su sigla en inglés) que prevé intercambiar información financiera de cuentas individuales y beneficiarios de sociedades de ambos países que permitirá construir un camino para la exteriorización de capitales no declarados. Como complemento de este entendimiento, y tras la prórroga del régimen de incentivo a la Construcción (blanqueo), el Gobierno envió al Congreso para su tratamiento un proyecto que promueva la exteriorización. El proyecto contempla un alícuota preferencial baja para la declaración de activos que se encuentran en el país o que se repatriarán al ser declarados, si se encontrasen en el exterior. Además, se prevé la creación de un fondo específico para la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional, al cual se destinará el 20 por ciento de lo recaudado en el “blanqueo”.

5.2. El ordenamiento fiscal permitió alcanzar el objetivo de reducción del déficit primario

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

Entre otras medidas, se dispusieron incrementos en las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y agua), las cuales, en conjunto con una reducción estacional en la demanda de importación de combustibles relativamente más caros, permitieron generar un ahorro en los subsidios energéticos. En tanto, la aceleración inflacionaria en el tercer trimestre implicó una caída real en las erogaciones, principalmente en jubilaciones y pensiones, sobre los cuales se prevé una recomposición en los siguientes meses mediante políticas de ingresos, como el otorgamiento de bonos complementarios para quienes perciben prestaciones mínimas. A su vez, desde el Ministerio de Desarrollo Social se llevaron a cabo auditorías al plan Potenciar Trabajo que determinaron suspensiones de beneficios y se limitó la ampliación del número de titulares de dicho programa, mientras se avanza en la implementación de un programa que busca la gradual incorporación de actuales beneficiarios de planes sociales a puestos de trabajo del sector privado. Por su parte, se priorizaron los gastos vinculados a la construcción del gasoducto Néstor Kirchner que contribuirá a generar significativos ahorros en el futuro (ver Cuadro 5.1).

Así, el gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 71,3% i.a. durante el tercer trimestre y de 70,5% i.a. en el cuarto trimestre —con datos parciales a noviembre—, esto es 16 p.p. por debajo del avance nominal de los ingresos en igual período. Por lo tanto, el gasto real se redujo respecto de un año atrás. Durante el tercer

28 En el mes de septiembre se registraron \$427.400 millones provenientes de la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) que el FMI efectuó en el contexto de la crisis global por la pandemia del COVID-19.

29 *Tax Information Exchange Agreements*.

trimestre, los gastos primarios reales se contrajeron 4,1% respecto al mismo período de 2021, luego de haber tenido una expansión de 11% i.a. real en la primera mitad del año.

Cuadro 5.1 | Gastos del Sector Público Nacional no Financiero

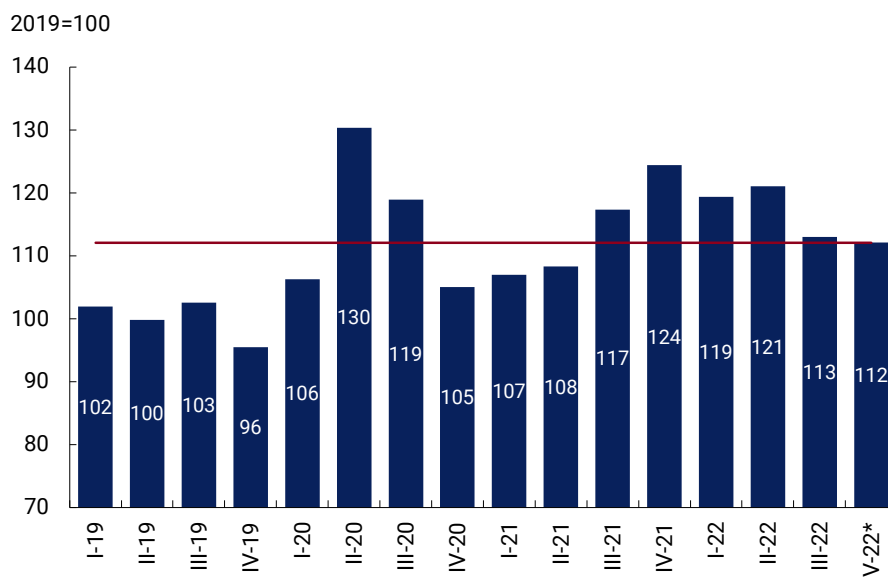
En millones de \$

	Acum. a noviembre		var. i.a. %	Contrib. acum. %	Factores de incidencia en la var. i.a.
	2021	2022			
Gastos primarios	8.484.829	14.679.739	73,0	100,0	
Prestaciones previsionales	3.179.847	5.388.804	69,5	35,7	Incidencia Ley de movilidad previsional
Transferencias corrientes al sector privado	2.427.300	4.257.654	75,4	29,5	Subsidios energéticos acotados tras actualización tarifaria. Aumentos por Ley de movilidad y SMVyM.
Remuneraciones	929.656	1.693.324	82,1	12,3	Paritaria del sector público nacional
Capital	543.911	1.166.208	114,4	10,0	Gasoducto Néstor Kirchner / Vialidad / Viviendas Sociales
Transferencias corrientes a provincias	362.091	562.383	55,3	3,2	Cambios en imputación de CABA y PBA
Transferencias a Universidades	254.962	436.652	71,3	2,9	Paritarias de universidades
Bienes y servicios	402.711	541.940	34,6	2,2	Compras de vacunas COVID-19 en 2021
Resto	384.351	632.775	64,6	4,0	Importaciones de combustibles/ déficit de Empresas Públicas

Fuente: Ministerio de Economía.

Dicha evolución reflejó el esfuerzo del Gobierno Nacional por sanear las cuentas públicas con el objetivo de dar cumplimiento a las metas contempladas en el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), al tiempo que acotaron las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional. En tal sentido, el gasto primario real desestacionalizado se contrajo respecto del trimestre anterior. Sin embargo, aún se ubica un 12% por encima del promedio del año 2019 (ver Gráfico 5.3). Cabe destacar que, pese a la contracción del gasto primario, y en función del análisis del resultado fiscal ajustado por el ciclo, en 2022 la política fiscal habría contribuido a preservar la recuperación de la actividad económica (ver Apartado 4 / resultado fiscal ajustado por el ciclo).

Gráfico 5.3 | Gasto primario real desestacionalizado del SPN



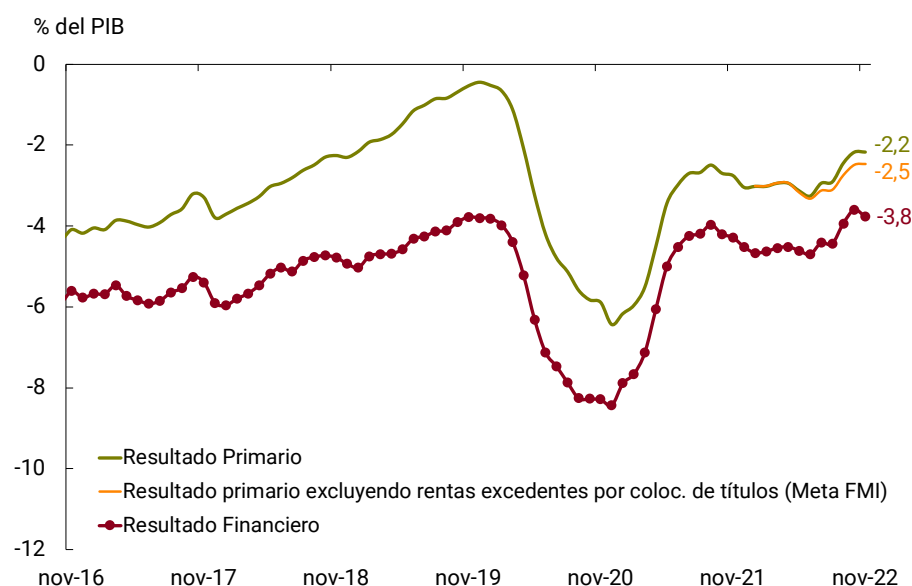
*Datos a nov-22.

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

Considerando once meses de 2022, los ingresos del SPNF crecieron 77,8% i.a. (4,8% i.a. real) —neto del efecto de los ingresos por transferencias corrientes por Derechos Especiales de Giro en septiembre de 2021 por \$427.400 millones—, y los gastos primarios avanzaron 73,0% i.a. (+2,7% i.a. real). Por lo tanto, el déficit primario del SPNF acumulado en el año es de aproximadamente 1,7% del Producto y, en los últimos 12 meses en torno a 2,5% del PIB³⁰ (ver Gráfico 5.4). Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado se ubicó en 3,0% del PIB anual estimado de 2022, y aproximadamente 3,8% del Producto contemplado los últimos 12 meses. Los intereses representan 1,6% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses.

Gráfico 5.4 | Resultado fiscal del SPNF

Acumulado 12 meses



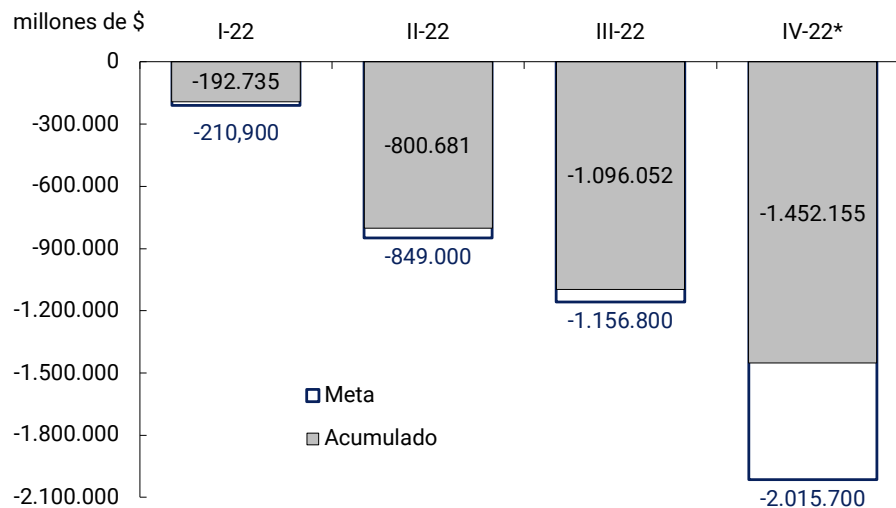
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

La estrategia fiscal permitió el cumplimiento de la meta de resultado primario del SPNF establecida dentro del Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el tercer trimestre del año (Ver Gráfico 5.5). En los primeros nueve meses de 2022, si se contempla el límite anual para el cómputo de los ingresos provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos, equivalente al 0,3% del PIB (establecido a los fines de los objetivos de política contenidos en el Programa económico consistentes con una meta de déficit primario de 2,5% del PIB), el déficit primario del SPNF fue de \$1,1 billones (-1,3% del PIB). A su vez, el Congreso Nacional aprobó la Ley de Presupuesto Nacional para el año 2023³¹, que contempla la convergencia a un déficit primario para el año próximo de 1,9% del PIB luego de un saldo deficitario por 2,5% del Producto previsto para el presente año.

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

31 Ley 27701 promulgada por DEPPA-2022-799-APN-PTE de fecha 30/11/2022.

Gráfico 5.5 | Cumplimiento de Meta de Déficit Fiscal Primario Acumulado



Nota: Metas sujetas a factores de ajuste definidos en Memorando Técnico de Entendimiento (FMI). *Datos a nov-22.

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

5.3. Las necesidades financieras del Tesoro Nacional continuaron siendo fundamentalmente cubiertas a través de colocaciones en el mercado de deuda local

En lo que va del año 2022 el TN logró un refinanciamiento del 144,1% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$2,27 billones. Cabe destacar que, en el acumulado de los meses de septiembre, octubre, noviembre y lo que va de diciembre, se obtuvo un significativo refinanciamiento de 167,0% de los servicios de capital e intereses, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$939.700 millones.

Las emisiones de instrumentos de deuda en lo que va del cuarto trimestre se concentraron mayoritariamente en letras a descuento y en títulos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), mientras que, en menor medida, se colocaron títulos ajustados a la evolución del dólar y bonos duales (CER/DLK). Los plazos de los instrumentos emitidos tanto a descuento como aquellos atados a la evolución del CER disminuyeron en el margen. Considerando como referencia a las letras a descuento las tasas de interés nominales se elevaron levemente: de una TNA promedio del 85,9% en el mes de septiembre se pasó a remunerar dichos instrumentos con una TNA promedio del 87,96% en el mes de diciembre.

Por su parte, durante los meses de junio, julio, agosto y noviembre de 2022 se realizaron operaciones de conversión voluntaria de deuda que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos de corto plazo. La última operación logró descomprimir la mayor parte de los vencimientos de noviembre y diciembre de 2022, a cambio instrumentos duales (atados a la mayor evolución entre la inflación y el tipo de cambio) con vencimiento en junio, julio y agosto de 2023.

En lo que va de 2022, y en línea con las previsiones en el marco del acuerdo con el FMI, el financiamiento neto del TN contempló, además del resultado de las licitaciones de instrumentos de mercado en pesos y por los desembolsos netos del FMI y otras instituciones financieras internacionales, la transferencia neta de \$620.051

millones de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA. Cabe destacar que no se prevén solicitudes adicionales de esta fuente para el resto de 2022.

El stock de Deuda Pública Nacional a fines de noviembre de 2022 alcanzó aproximadamente US\$384.668 millones y representó cerca de 81% del PIB, exhibiendo una reducción de unos 8 p.p. respecto de fines de 2019.

Hacia delante, el avance significativo en la normalización de las relaciones financieras internacionales, al lograrse un nuevo acuerdo con los acreedores oficiales externos nucleados en el denominado Club de París, facilitaría la obtención de financiamiento bilateral y multilateral adicional. Paralelamente, la política conjunta del BCRA y el Gobierno Nacional para profundizar el mercado de capitales local buscará mejorar el financiamiento interno, permitiendo reducir la asistencia monetaria y favorecer la acumulación de reservas.

Apartado 4 / Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero ajustado por el ciclo

En el monitoreo de la coyuntura macroeconómica es de utilidad contar con indicadores que permitan entender y cuantificar el impacto de la política fiscal en la demanda interna y en las necesidades de financiamiento del sector público. Idealmente, estos indicadores deberían tener ciertas cualidades: por un lado, representar una cobertura amplia de las actividades del gobierno y por otro, la capacidad de construirse de manera simple con la información pública disponible. La tarea, sin embargo, reviste de complejidad: porque requiere realizar ciertos ajustes a fin de tener en cuenta la forma en que las diversas variables económicas afectan al presupuesto gubernamental.

Un indicador usualmente utilizado para evaluar la posición fiscal es el resultado primario del sector público. El resultado primario es la diferencia entre ingresos y gastos (netos del pago de intereses) del sector público. Puede ser superavitario (ingresos mayores que gastos primarios) o deficitario (gastos mayores que ingresos). Así, una primera lectura del indicador podría llevar a pensar que los déficits fiscales redundarían en una política fiscal expansiva dado que el impacto negativo del pago de impuestos es más que compensado por el efecto positivo del gasto gubernamental. Sin embargo, este resultado se debe analizar con una mayor cautela.

Las principales variables fiscales (ingresos y gastos) suelen reflejar tanto decisiones o medidas discrecionales de política como efectos automáticos inducidos por cambios en el contexto macroeconómico. Es probable que, durante la fase bajista del ciclo económico, los ingresos sean menores. Así, un déficit fiscal más abultado no necesariamente debe atribuirse a una relajación de la posición fiscal, sino que simplemente puede reflejar que la economía se está aproximando a una fase recesiva del ciclo.

El resultado fiscal ajustado por el ciclo del Producto (CAOB, por sus siglas en inglés) es una herramienta que se aplica para filtrar el impacto del ciclo económico sobre las variables fiscales y poder así evaluar la política fiscal subyacente. Este indicador estima los ingresos y gastos (y por consiguiente el resultado) que el sector público detentaría en caso de que la economía se encontrara en torno al nivel de actividad tendencial.

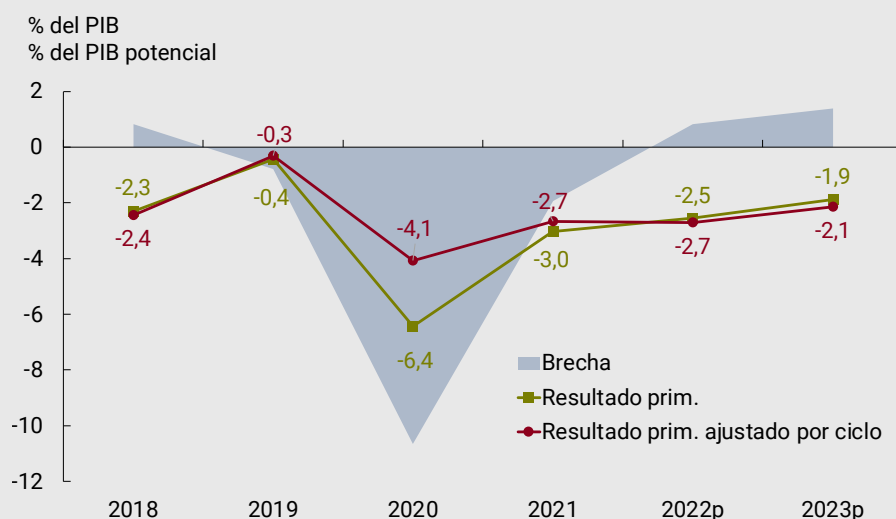
El sesgo fiscal (SF, *fiscal stance* en inglés) brinda una idea acerca de si la política fiscal subyacente está agregando o restando demanda doméstica y puede ser definido como el resultado fiscal ajustado con signo cambiado. Si el sesgo es positivo (déficit ajustado) la política fiscal resulta expansiva. El Gobierno gasta más de lo que recibe de ingresos ajustados por el ciclo. Si el sesgo es 0 (resultado ajustado equilibrado), la política fiscal es neutral. Si el sesgo es negativo (superávit ajustado), la política fiscal es contractiva. En este último caso el Gobierno recibe más ingresos (ajustado por el ciclo) de lo que gasta. Por esto, el resultado fiscal ajustado por el ciclo es un insumo importante en cualquier análisis macroeconómico.

Se denomina impulso fiscal (IF) a la diferencia entre el sesgo fiscal del año actual (t) y el sesgo del año anterior ($t-1$). Así, si el IF es negativo implica que la política fiscal se volvió menos expansiva o más contractiva. En este caso, estaríamos frente a un endurecimiento de la política fiscal. Si, por el contrario, el IF resulta positivo, quiere decir que se volvió menos contractivo o más expansivo. En ese caso habría un relajamiento de la política fiscal.

Para realizar un ejercicio estándar se optó por ajustar cíclicamente el monto de recursos tributarios y de la seguridad social utilizando una elasticidad³² a PIB de 1. Se asumió una elasticidad de 0 para el resto de los ingresos³³, así como para los gastos, esto último por simplicidad dado que la proporción de gasto sujeto al ciclo suele ser relativamente acotada. Estos valores se tomaron de los propuestos en la nota técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI): *Computing Cyclically-Adjusted Balances and Automatic Stabilizers* (2009). Para calcular el PIB tendencial se utilizó un filtro Hodrick Prescott³⁴. La brecha del producto se define como la diferencia porcentual entre el PIB real y el PIB tendencial.

El déficit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) en base caja de 2020 se ubicó en 6,4% del PIB, 6 puntos porcentuales por encima del observado un año atrás debido al extraordinario esfuerzo realizado por el sector público para hacer frente a la pandemia de COVID-19 (p.p.; ver Gráfico 1). Sin embargo, parte del deterioro del resultado fiscal se debió al impacto de la caída de la actividad sobre los recursos tributarios y de la seguridad social (parcialmente compensados por cambios en la legislación tributaria). Por ello, el resultado ajustado por el ciclo muestra un impulso fiscal menor entre 2019 y 2020: 3,8 p.p.

Gráfico 1 | Brecha del producto, resultado primario del SPNF y resultado primario ajustado por el ciclo



p: Proyectado.

Nota: No contempla asignación de DEGs en 2021 por \$427.400 millones ni ingresos por colocaciones primarias excedentes a 0,3% del PIB en 2022.

Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Economía, INDEC y PPN-23.

La brecha del PIB estimada a partir del 2021 se ajusta significativamente hasta -2,2% del PIB potencial nominal debido a la fuerte recuperación económica observada en la salida del episodio de mayor afectación de la actividad económica debido a la pandemia, por lo que el resultado primario y el ajustado por el ciclo tienden a parecerse y se ubican en -3% del PIB y -2,7% del PIB respectivamente.

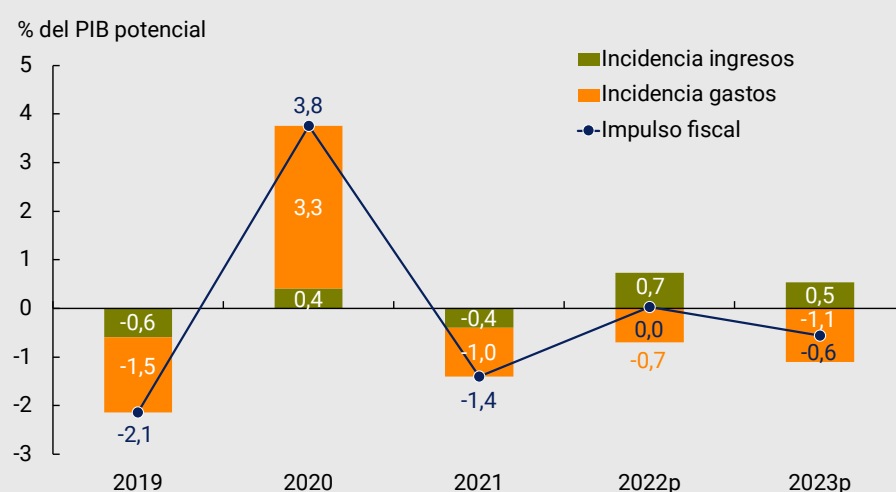
32 La elasticidad se define como la sensibilidad de variación que tiene una variable frente a cambios experimentados por otra.

33 El resto de los ingresos del SPNF (no tributarios, de capital incluyendo el aporte extraordinario, etc.) no se ajustan por el ciclo.

34 La estimación de componentes cíclicos y tendenciales es un tema complejo dado que involucran variables inobservables. Existen diversas metodologías para estimar el PIB potencial. Una forma usual de estimarlo es mediante el uso de filtros. En este caso se optó por el Hodrick-Prescott. La estimación se realizó con una muestra que incluyó una proyección de 2 años para sortear el problema de la inestabilidad de la punta, utilizando las proyecciones macroeconómicas incorporadas en el PPN-23. El Lambda utilizado fue 8.000, calibrado de manera tal que durante el segundo y tercer trimestre de 2020 (período crítico de pandemia) el PIB potencial no cayera.

El Proyecto de Ley de Presupuesto 2023 (PPN-23) contempla un cierre de 2022 con un déficit primario del SPNF de 2,5% del PIB (contemplando rentas extraordinarias por colocaciones primarias de títulos de 0,3% del PIB, que es el mismo porcentaje registrado en 2021 por dicho concepto). Dado que el filtro HP supone un PIB tendencial por debajo del efectivo estimado, el resultado ajustado por el ciclo se ubica en 2,7% del PIB. De esta manera, de acuerdo con este ejercicio simplificado, el impulso de la política fiscal durante el año 2022 según las pautas fiscales planteadas en el PPN-23 resultó neutro respecto de 2021 (ver Gráfico 2), revirtiendo el impulso negativo de un año atrás. Desglosando por incidencia se observa que para 2022 el impulso provino principalmente por el lado de los ingresos (+0,7%) que compensaron el impacto negativo de los gastos (-0,7%). Se debe tener en cuenta que en 2021 el sector público percibió el Aporte Solidario Extraordinario (Ley 27605) que revirtió parcialmente el efecto del componente cíclico de los recursos tributarios y de la seguridad social.

Gráfico 2 | Impulso fiscal



p: Proyectado.

Nota: No contempla asignación de DEGs en 2021 por \$427.400 millones ni ingresos por colocaciones primarias excedentes a 0,3% del PIB en 2022. Las sumas pueden no coincidir por redondeo.

Fuente: BCRA en base a datos del Ministerio de Economía, INDEC y PPN-23.

Así, se observó que el sector público actuó de manera contra cíclica durante la pandemia, siendo expansivo durante el episodio más cruento de la misma, al tiempo que retiró el impulso a medida que la actividad económica se fue reestableciendo a niveles prepandemia.

Según el PPN-23, para el año que viene la política fiscal subyacente tendría un sesgo menos expansivo que la observada durante el 2022. Si bien el déficit primario del SPNF estipulado en el presupuesto ronda el 1,9% del PIB, el déficit fiscal ajustado por el ciclo se ubicaría en torno al 2,1% del PIB potencial nominal. El impulso fiscal esperado para el 2023 resulta así menos expansivo en 0,6% del PIB con una fuerte incidencia de los gastos (-1,1%), parcialmente compensada por los ingresos (+0,5%).

La utilidad del resultado ajustado por el ciclo se encuentra limitada, entre otras cuestiones, por la dificultad para distinguir los elementos cíclicos de los subyacentes al déficit fiscal. Por otro lado, se debe tener en cuenta que una parte clave del ejercicio descansa en los supuestos de elasticidades que, en un primer abordaje, se basó para este ejercicio en las sugerencias de la nota técnica del FMI. Un análisis más profundo podría contemplar el cálculo de regresiones de la elasticidad de los ingresos tributarios y de la seguridad social al PIB. Asimismo, para realizar ajustes cíclicos dentro del gasto se podrían identificar los gastos que presenten un componente

cuyo comportamiento se vincule al ciclo para luego estimar la elasticidad correspondiente. Todas estas posibles modificaciones podrían cambiar el resultado del ejercicio obtenido. De todas formas, resulta de significativo interés el análisis del indicador más sencillo. A partir de allí se podrán perfeccionar las metodologías para considerar diferentes cuestiones que los hacedores de política evalúen para lograr indicadores cuya interpretación permita entender de mejor manera el impacto macroeconómico de la política fiscal.

Bibliografía

Guidelines for Fiscal Adjustment. How Should the Fiscal Stance Be Assessed? IMF.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/pam/pam49/pam4902.htm>.

Computing Cyclically-Adjusted Balances and Automatic Stabilizers. IMF. Author: Ms. Annalisa Fedelino, Mr. Mark A Horton, and Anna Ivanova. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/005/2009/005/article-A001-en.xml>

6. Precios

La tasa de inflación mensual se redujo desde septiembre y, si bien continúa siendo elevada, se ubicó en noviembre en 4,9%, el nivel más bajo desde febrero de este año. Esta moderación se produjo luego de la significativa aceleración del nivel general de precios que se había verificado en julio (7,4%) y agosto (7,0%), en un contexto de mayor volatilidad financiera local, incertidumbre cambiaria e incremento de las expectativas de inflación.

Como resultado de dicha evolución, el tercer trimestre finalizó con una inflación promedio mensual de 6,8% (+1,3 p.p. respecto al II-22) mientras que los primeros dos meses del cuarto trimestre promediaron 5,6% mensual (-1,2 p.p. respecto al III-22). La tasa de inflación interanual continuó elevándose durante los últimos meses hasta alcanzar el 92,4% en noviembre.

La moderación de las tasas mensuales de inflación fue en parte resultado de una serie de medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA para contener la aceleración verificada en el tercer trimestre. El BCRA elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria estimulando el ahorro en moneda doméstica y contribuyendo así a generar un entorno de mayor estabilidad cambiaria. El Gobierno Nacional implementó políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y profundizar el mercado de deuda doméstico para disminuir las necesidades de financiamiento monetario, se incentivó la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales y se alcanzaron acuerdos de precios de referencia sobre ciertos conjuntos de bienes y servicios.

La reducción de la inflación de los últimos meses se dio principalmente en la categoría Núcleo. El lanzamiento del Programa Precios Justos, a mediados de noviembre, contribuyó a profundizar la desaceleración de la categoría debido a su efecto directo sobre los precios de una amplia variedad de productos de primera necesidad, en especial alimentos. En particular en noviembre se desaceleraron también los precios estacionales, luego de cuatro meses con incrementos muy elevados. En contraste, los precios Regulados aumentaron el ritmo de suba promedio en lo que va del cuarto trimestre, en el marco del proceso de segmentación de tarifas de electricidad, gas y agua.

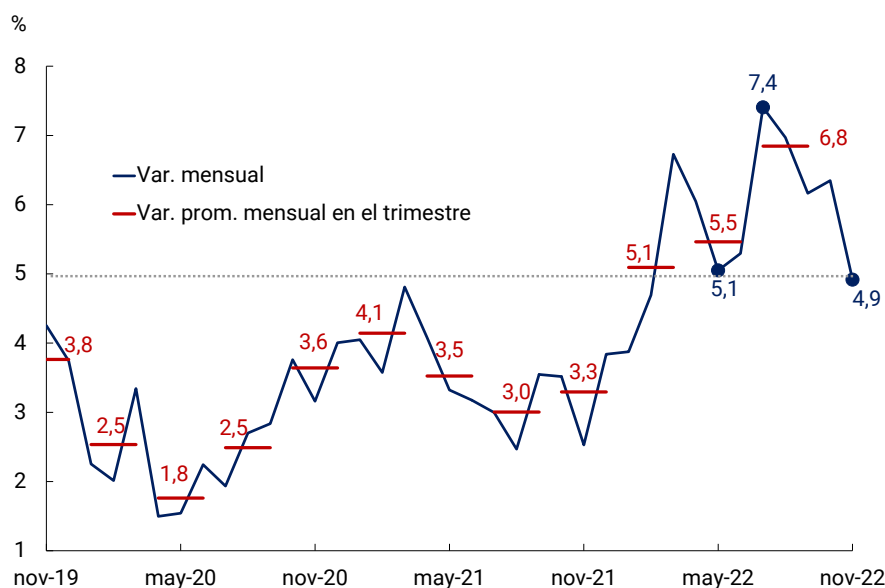
Para los próximos meses se prevé la continuidad de esta tendencia de baja gradual de la inflación núcleo, favorecida por el proceso de consolidación fiscal, el mayor nivel de reservas internacionales, la política de tasas de interés que promueve el ahorro en pesos y la coordinación entre precios y salarios orientados a reducir la inercia inflacionaria.

El Gobierno Nacional y el BCRA continuarán adoptando distintos tipos de medidas para reducir la inflación. El BCRA conducirá su política monetaria manteniendo las tasas de interés en un terreno positivo en términos reales y administrando la liquidez en forma adecuada para preservar los equilibrios monetario, cambiario y financiero.

6.1. La tasa de inflación mensual se redujo, retornando a los niveles vigentes a fines del segundo trimestre

La inflación se redujo significativamente en los últimos meses y, si bien continúa siendo elevada (4,9%), se ubicó en noviembre en el nivel más bajo registrado desde febrero (ver Gráfico 6.1). Esta moderación se produjo luego de la marcada aceleración del Nivel general de precios que se había verificado en julio (7,4%) y agosto (7,0%), en un contexto de mayor volatilidad financiera local e incertidumbre cambiaria que incidieron negativamente en las expectativas de inflación. Como resultado de dicha evolución, el tercer trimestre finalizó con una inflación promedio mensual de 6,8% (+1,3 p.p. respecto al II-22 e interanual de 77,6%), evidenciándose incrementos en los ritmos de suba de las tres principales categorías: Núcleo (6,5% promedio mensual, +0,9 p.p. respecto al II-22), Estacionales (10,6%, +5,4 p.p.) y Regulados (5,2%, +0,3 p.p.). En lo que va del cuarto trimestre la inflación promedio fue de 5,6% mensual (-1,2 p.p. respecto al III-22) mientras que la tasa interanual continuó elevándose hasta alcanzar el 92,4% en noviembre.

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



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

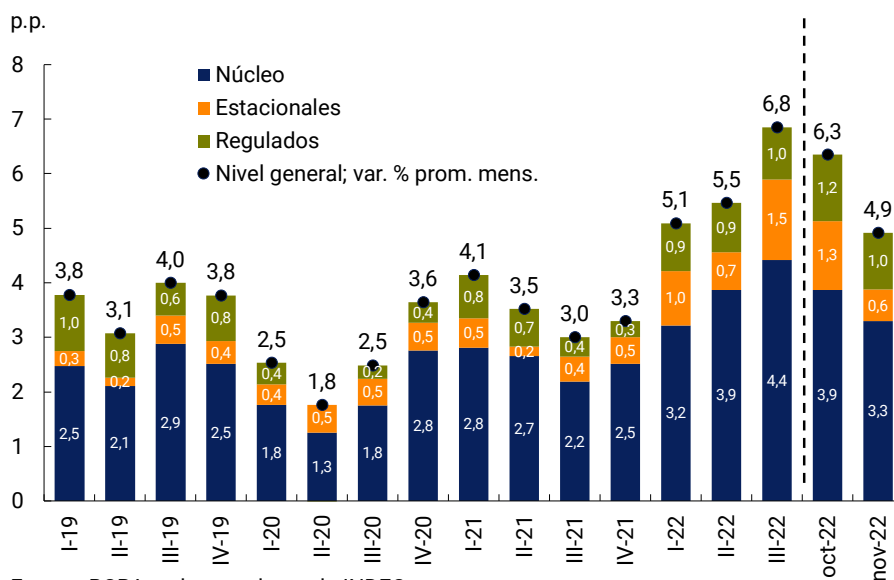
La moderación de las tasas mensuales de inflación entre agosto y noviembre fue en parte resultado de una serie de medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA para contener la aceleración verificada en el tercer trimestre. El BCRA elevó en reiteradas oportunidades la tasa de interés de política monetaria estimulando el ahorro en moneda doméstica y contribuyendo así a generar un entorno de mayor estabilidad cambiaria. El Gobierno Nacional implementó políticas orientadas a consolidar el proceso de reducción del déficit fiscal y profundizar el mercado de deuda doméstico para disminuir las necesidades de financiamiento monetario, se incentivó la liquidación de exportaciones para robustecer las reservas internacionales y se alcanzaron acuerdos de precios de referencia sobre ciertos conjuntos de bienes y servicios.

Estas medidas impactaron principalmente en la categoría Núcleo del IPC que alcanzó el 5,2% promedio mensual en lo que va del cuarto trimestre (-1,4 p.p. respecto al III-22) y el 4,8% en noviembre (-2,6 p.p. respecto al último pico registrado en julio). La categoría Estacionales también se desaceleró en lo que va del cuarto trimestre (6,5% de suba promedio mensual, -4,0 p.p. respecto al III-22), en especial en noviembre cuando alcanzó el

4,1% de incremento mensual luego de cuatro meses con aumentos muy significativos (10,2 % promedio en el período julio-octubre). En contraste, la categoría Regulados (6,8% promedio mensual en el bimestre octubre-noviembre, +1,6 p.p. respecto al III-22) se aceleró en el marco del proceso de segmentación de tarifas de electricidad, gas y agua (ver Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2 | IPC. Principales categorías

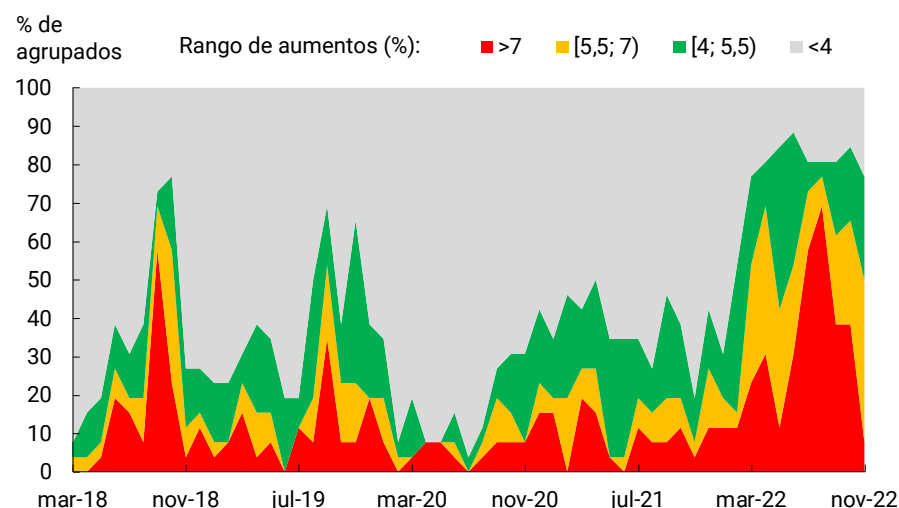
Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En lo que va del cuarto trimestre, el porcentaje de agrupados del IPC que subieron a un ritmo inferior al 7,0% mensual aumentó considerablemente retornando a niveles previos al episodio de aceleración del tercer trimestre del año. Durante julio y agosto se habían verificado subas muy elevadas en los precios de una gran cantidad de bienes y servicios en forma simultánea, con un nivel de difusión y coordinación que suele verificarse sólo en episodios de saltos del tipo de cambio oficial, como por ejemplo en 2018 y 2019 (ver Gráfico 6.3).

Gráfico 6.3 | IPC. Porcentaje de agrupados según rango de aumentos*



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

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La reducción de las tasas mensuales de inflación en octubre y noviembre fue traccionada por la desaceleración de los bienes, que subieron 5,9% y 4,5% mensual respectivamente, registros significativamente inferiores al pico de 7,4% verificado en agosto y al 7,2% promedio registrado durante el tercer trimestre. Entre las divisiones del IPC conformadas completamente por bienes, la que más contribuyó a la desaceleración del Nivel general fue Alimentos y bebidas no alcohólicas (4,8% promedio mensual en octubre-noviembre, -1,8 p.p. respecto del tercer trimestre), por su mayor peso relativo en el índice. En segundo lugar, se destaca el menor ritmo de suba de la división Prendas de vestir y calzado (5,7% promedio mensual, -4,0 p.p.) atribuible principalmente a factores estacionales y, en cierta medida, al acuerdo de precios entre el Gobierno Nacional y empresas del sector³⁵. Por otro lado, la división Bebidas alcohólicas y tabaco también contribuyó, aunque en menor medida, a la desaceleración de los bienes (5,9% promedio mensual, -1,7 p.p.), debido en parte a que las subas autorizadas en cigarrillos durante el período fueron más acotadas.

Entre los agrupados compuestos por bienes que pertenecen a otras divisiones se destacó la desaceleración verificada en octubre y noviembre en Adquisición de vehículos (4,3% promedio mensual, -2,0 p.p. respecto al tercer trimestre) y Periódicos, diarios y revistas (6,4%, -3,2 p.p.). En sentido contrario, los Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud (5,8%, +0,2 p.p.) evidenciaron una leve aceleración en el período ante la finalización del acuerdo entre el Gobierno y las empresas del sector que regía hasta el 18 de noviembre³⁶. Por su parte, los combustibles y lubricantes también aumentaron el ritmo de suba en el bimestre considerado (6,2%, +2,0 p.p.), si bien desde diciembre de 2022 a febrero 2023 se autorizarán subas de hasta 4% mensual en el marco del programa Precios Justos³⁷ lanzado a mediados de noviembre.

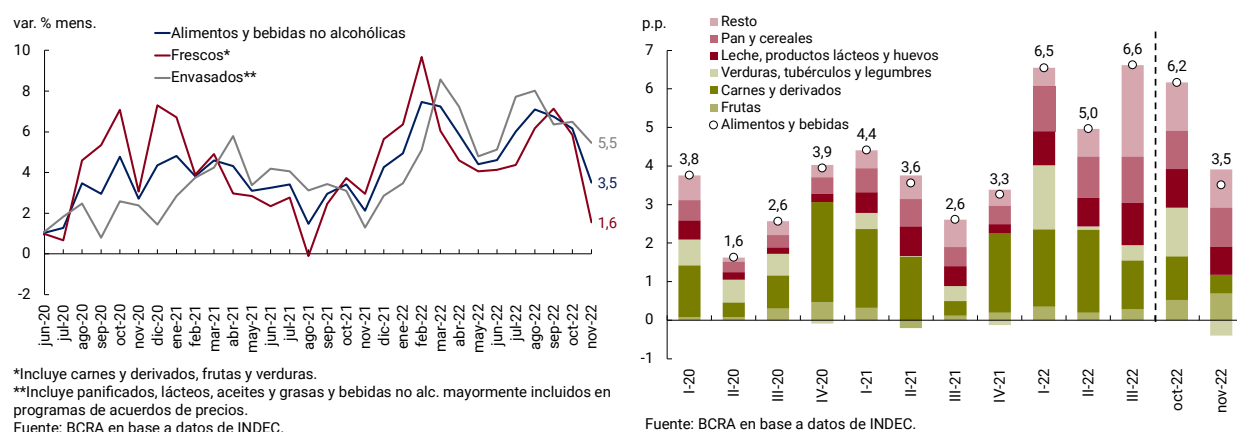
En lo que respecta a Alimentos y bebidas no alcohólicas, división de elevada ponderación en la canasta de consumo, la misma disminuyó gradualmente el ritmo de suba desde el pico verificado de agosto (7,1% mensual), y en noviembre profundizó la desaceleración (3,5% mensual, -3,6 p.p. respecto a agosto) debido principalmente a las caídas verificadas en los precios de las verduras, la moderación en Carnes y derivados y la entrada en vigencia del programa Precios Justos a mediados de mes. Al interior de la división, los precios de los alimentos frescos (no envasados) fueron los que verificaron la desaceleración más pronunciada en el bimestre considerado (3,7% prom. mensual en octubre/noviembre, -2,2 p.p. respecto a III-22; ver Gráfico 6.4).

35 El acuerdo entre el Gobierno Nacional y la Cámara Industrial Argentina de la Indumentaria (CIAI) alcanzado el 22 de septiembre con 60 marcas líderes se propuso retrotraer los precios a los valores del 5 de septiembre y mantenerlos estables hasta el 1° de diciembre.

36 Bajo el acuerdo alcanzado entre el Gobierno Nacional y los representantes del sector farmacéutico el 19 de julio de 2022, las empresas se comprometieron a actualizar las listas de precios de los medicamentos con tasas mensuales de hasta 1 punto por debajo de la variación del IPC Nivel general del mes previo (ver el siguiente [enlace](#)). Para su aplicación se tomaron de base los precios al 30 de junio de 2022. El 19 de septiembre el acuerdo fue prorrogado bajo las mismas condiciones hasta el 18 de noviembre de 2022. El 15 de diciembre de 2022 se anunció un nuevo acuerdo por el cual se fija un sendero de suba mensual de 3,8% para los medicamentos que contempla una cláusula gatillo por la cual si en un mes dado la inflación resulta mayor al 5% mensual, al mes siguiente se autoriza a fijar aumentos de hasta 1 p.p. por debajo de la inflación del mes previo (ver [enlace](#)).

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

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



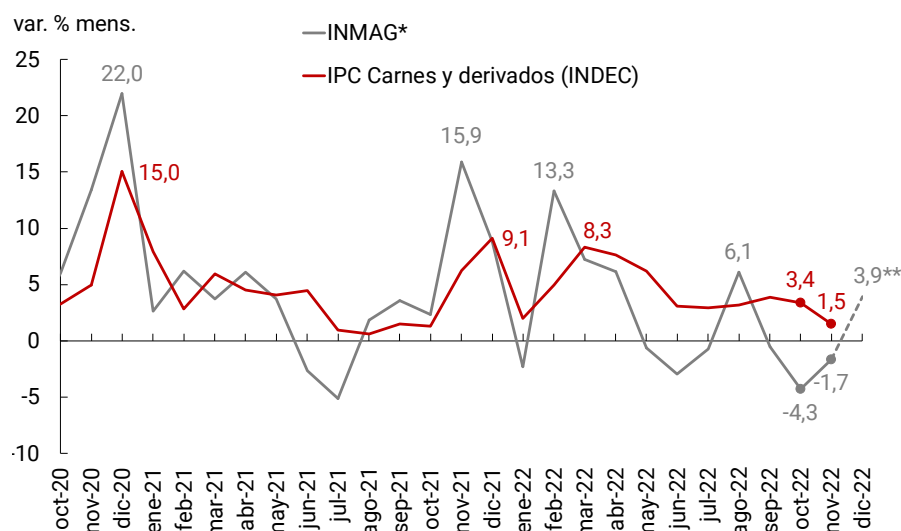
El menor ritmo de suba de los alimentos frescos en noviembre (1,6%) obedeció a la caída de 3,3% en el agrupado Verduras, tubérculos y legumbres (-3,3% mensual) y al menor ritmo de suba de las Carnes y derivados (1,5%) en comparación con los registros ya acotados del tercer trimestre (3,3% prom. mens. en III-22). Las Frutas, por el contrario, tuvieron en octubre y noviembre subas de 11,1% y 14,2% respectivamente, siendo mayores incluso a los elevados registros del tercer trimestre, (8,2% prom. mens. en el III-22).

La elevada participación del agrupado Carnes y derivados en el IPC amerita un análisis particular sobre su evolución reciente³⁸. Uno de los factores que explicaron las variaciones acotadas de dicho agrupado en los últimos meses es la menor disponibilidad de alimento para el ganado como consecuencia de la sequía. Esto ha incentivado una mayor faena, acotando los precios del ganado en pie y, por lo tanto, moderando los precios de venta al consumidor de los cortes de carne vacuna (que explican aproximadamente las dos terceras partes del agrupado Carnes y derivados). En lo que va de diciembre, la evolución de los precios del ganado medidos por el Índice de Novillo del Mercado Agroganadero (INMAG, ver Gráfico 6.5) permite suponer que los precios minoristas mantendrían un ritmo de suba superior al de noviembre, aunque posiblemente por debajo de la inflación núcleo. En sentido contrario, la reducción del stock ganadero y el comportamiento estacional de los precios minoristas de la carne vacuna³⁹ podrían explicar una aceleración en los primeros meses de 2023.

38 Con datos a noviembre de 2022, las Carnes y derivados representan aproximadamente el 9,1% de la canasta total de bienes y servicios que componen el IPC, el 13,1% del IPC núcleo y el 32,0% de la división Alimentos y bebidas no alcohólicas.

39 Los precios de la carne vacuna suelen registrar subas relativamente más acotadas durante los segundos y terceros trimestres y aceleraciones significativas hacia finales y/o a comienzos de cada año.

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



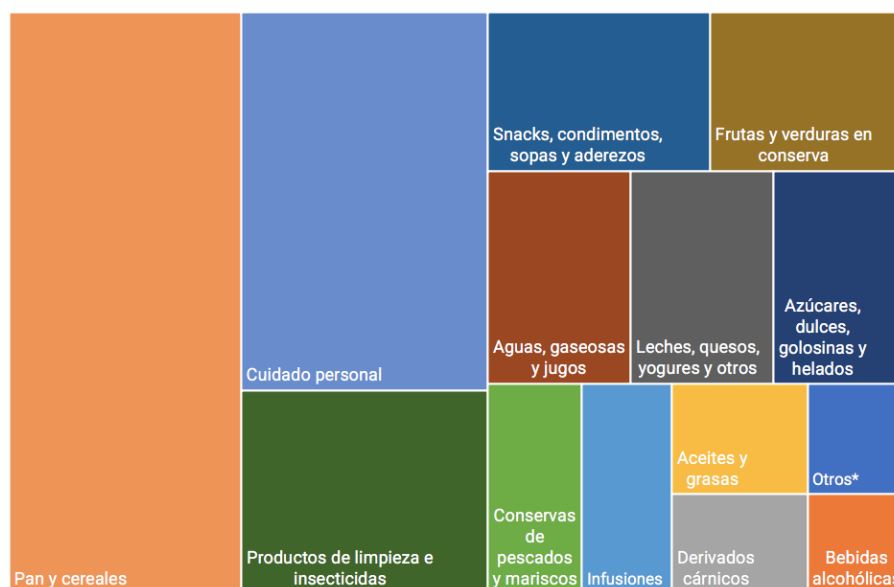
*Índice de Novillo del Mercado Agroganadero de Cañuelas (ex Mercado de Liniers).

**Dic-22: promedio 21 días de diciembre vs promedio 21 días de noviembre.

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

En lo que respecta a los alimentos y bebidas envasados, la desaceleración en lo que va del cuarto trimestre (6,0% prom. mens. -1,4p.p. respecto a III-22) se concentró en noviembre (5,5%) y fue favorecida por la elevada participación que tienen estos artículos en la canasta del programa Precios Justos, que tuvo una vigencia parcial en el mes y que resultará plena en diciembre (ver Gráfico 6.6). Las desaceleraciones más pronunciadas se verificaron en aceites y grasas (4,3% prom. mensual en octubre/noviembre, -6,0 p.p. respecto a III-22), azúcares y dulces (5,1%, -5,0 p.p.) e infusiones (4,3%, -2,2 p.p.). Los panificados (5,9%, -0,7 p.p.) y lácteos (6,3%, -1,4 p.p.), si bien registraron descensos más acotados en sus ritmos de suba durante el bimestre considerado, también contribuyeron a la moderación de los Alimentos y bebidas debido a su elevada ponderación en la división.

Gráfico 6.6 | Composición de la canasta de productos incluidos en Precios Justos



*Incluye productos medicinales, filtros de café, pilas y lámparas no incluidos en los otros grupos.

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

Contrariamente a lo observado en los bienes, durante lo que va del cuarto trimestre los servicios incrementaron su ritmo de suba respecto al periodo anterior (6,6% promedio mensual en el período octubre-noviembre, +0,8 p.p. respecto a III-22), con una variación promedio mayor en los servicios regulados respecto a los no regulados. Esta evolución representó una incipiente recuperación del precio relativo de los servicios frente a los bienes y se dio luego de una tendencia negativa que comenzó en abril de 2018, explicada tanto por la caída de los salarios reales como por la política de administración de las tarifas de servicios públicos.

La aceleración de los servicios públicos, cuyos precios son regulados, se explicó por los aumentos autorizados en energía eléctrica y gas en el marco del proceso de segmentación tarifaria implementado desde octubre. De esta manera, el agrupado Electricidad, gas y otros combustibles se aceleró hasta 9,5% promedio mensual en el bimestre octubre y noviembre (+6,6 p.p. respecto al tercer trimestre). En tanto, los aumentos en Transporte público se moderaron hasta 5,2% promedio mensual (-1,6 p.p.), destacándose durante este periodo los aumentos autorizados en taxis y subterráneos en la Ciudad de Buenos Aires.

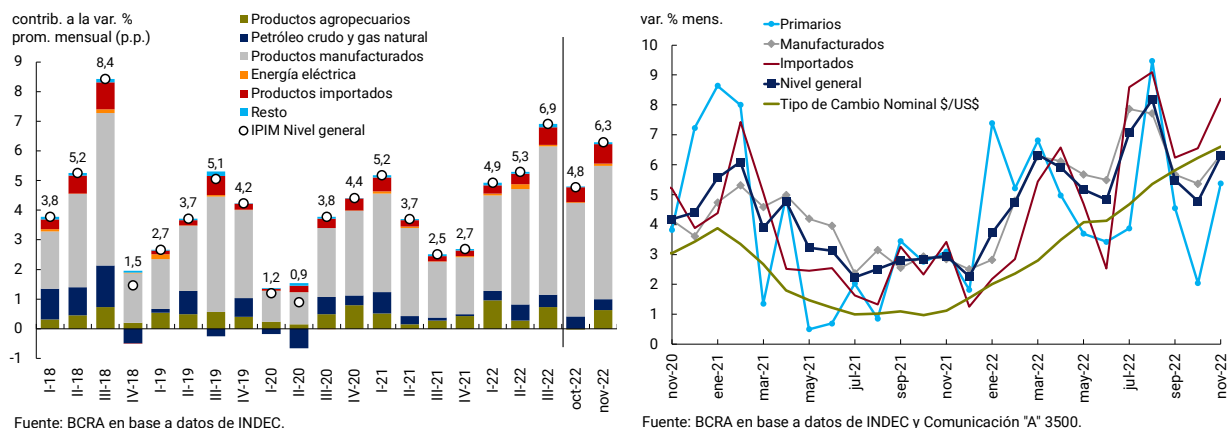
En cuanto a los servicios regulados privados, se observó una aceleración generalizada en lo que va del cuarto trimestre, destacándose la incidencia de los Servicios de telefonía e internet que incrementaron su ritmo de expansión significativamente hasta 9,3% promedio mensual (+5,5 p.p. respecto a la variación del III-22) luego de promediar subas relativamente acotadas durante los primeros nueve meses del año (3,3% promedio mensual hasta septiembre). Por su parte, los agrupados Gastos de prepagas (5,5% promedio mensual, +0,4 p.p.) y Educación (5,4%, +0,5 p.p.) registraron aceleraciones menores respecto al trimestre previo.

Por su parte, la aceleración de los servicios privados no regulados en el bimestre reflejó principalmente el aumento en el ritmo de suba de los Alquileres y gastos conexos a la vivienda (7,0%, +3,1 p.p. respecto al III-22), explicado en gran medida por una significativa incidencia de los tramos salariales del personal encargado de edificios sobre las expensas. El resto de los servicios privados no regulados evidenciaron una leve desaceleración en lo que va del cuarto trimestre respecto al previo. El agrupado Restaurantes y hoteles, con una elevada ponderación, subió 6,5% promedio mensual entre octubre y noviembre (-0,6 p.p. respecto al III-22), mientras que los Servicios recreativos y culturales se desaceleraron hasta 4,2% promedio mensual en el período (-0,8 p.p.).

6.2. Los precios mayoristas también se desaceleraron respecto al tercer trimestre

Tras promediar en el tercer trimestre el ritmo de expansión más elevado respecto al registrado en los últimos años (6,9% en el III-22, +1,6 p.p. respecto al II-22), los precios mayoristas capturados por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registraron una evolución similar a la de los precios minoristas y se desaceleraron en lo que va del cuarto trimestre hasta 5,5% promedio mensual (-1,4 p.p. respecto al III-22; ver Gráfico 6.7). Al igual que en el caso de los precios minoristas, la baja promedio de los registros mensuales del IPIM también se vio favorecida por el contexto de menor volatilidad financiera e incertidumbre cambiaria que se verificó después de julio. Además, sobre la trayectoria de este conjunto de bienes influyó el contexto de mayor estabilidad en los precios internacionales de las materias primas. Como se mencionó en el IPOM de septiembre, la mayor correlación entre las variaciones mensuales del IPIM y del IPC se verifica en forma contemporánea (ver Apartado 5 / ¿Es el IPIM un buen predictor del IPC?).

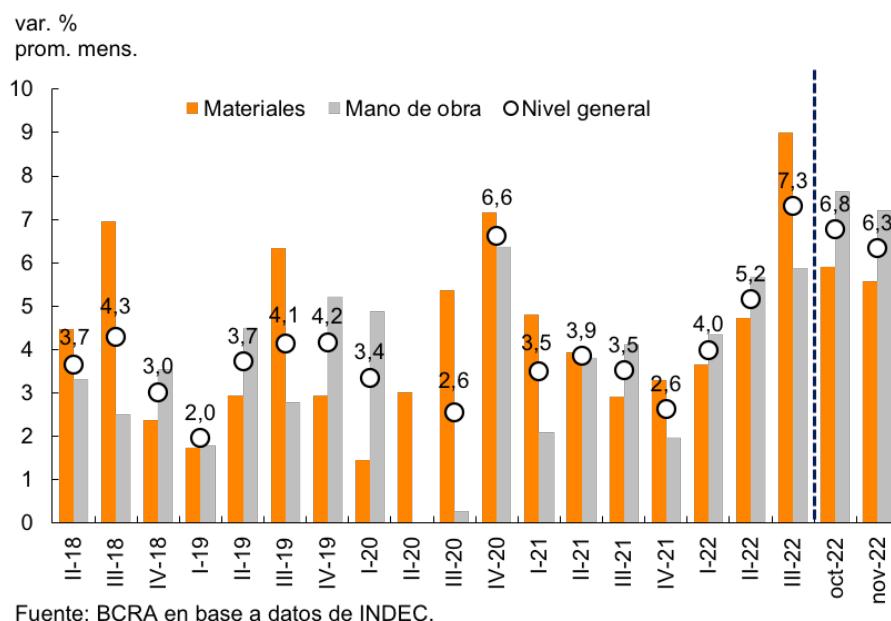
Gráfico 6.7 | Evolución y contribuciones del IPIM y tipo de cambio nominal



Al interior del IPIM, la mayor tasa de expansión durante el tercer trimestre había reflejado principalmente la aceleración de los Productos manufacturados —categoría con mayor ponderación en el índice—, que subieron 7,2% promedio mensual (+1,6 p.p. respecto al II-22). En menor magnitud influyeron los incrementos en las tasas de expansión de los Productos primarios y de los Productos importados. La moderación del IPIM en lo que va del cuarto trimestre, fue difundida entre sus categorías, con excepción de la Energía eléctrica que incrementó su ritmo de suba luego de un tercer trimestre con variaciones relativamente acotadas. Respecto a los Productos importados, si bien también se desaceleraron en el período octubre-noviembre, su ritmo de expansión (7,4% promedio) fue superior al del resto de las divisiones y al del tipo de cambio oficial.

Los costos de la construcción medidos por el ICC (Índice de Costos de la Construcción) también aminoraron su ritmo de aumento en lo que va del cuarto trimestre (6,6% promedio mensual, -0,7 p.p. respecto al III-22) luego de que, traccionados por los Materiales, se habían acelerado en forma significativa en el tercero (7,3%, +1,8 p.p. respecto al II-22; ver Gráfico 6.8). La desaceleración promedio verificada en octubre y noviembre reflejó una marcada moderación en los precios de los Materiales (5,7% promedio mensual, -3,3 p.p.), mientras que el componente Mano de obra exhibió una variación mayor a la del tercer trimestre (7,4%, +1,5 p.p.).

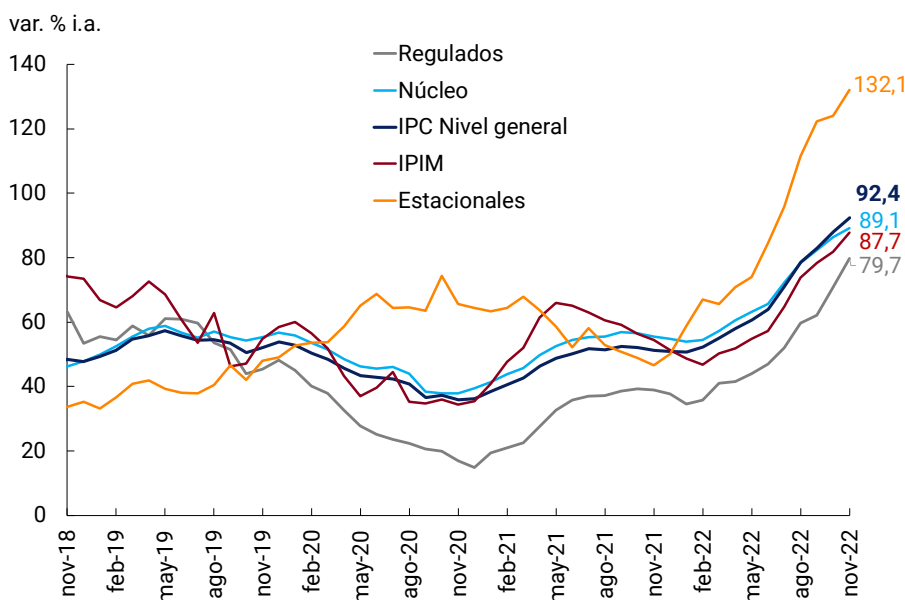
Gráfico 6.8 | Costos de la construcción



6.3. La tasa de inflación interanual continuó elevándose, destacándose la suba de la categoría Estacionales

La tasa de inflación interanual a nivel minorista se incrementó durante el año hasta ubicarse en 92,4% i.a. en noviembre, 41,5 p.p. superior al dato de diciembre de 2021 (50,9% i.a.). Esta tendencia al alza se observó nuevamente en las tres principales categorías que conforman al IPC, que sostuvieron ritmos muy heterogéneos amplificando las diferencias en su peso relativo dentro del índice. En efecto, la variación interanual de los Estacionales se elevó hasta 132,1% en noviembre, superando ampliamente a las del resto de las categorías. La inflación Núcleo alcanzó el 89,1% i.a., una variación similar a la del Nivel general debido a su elevada ponderación en el índice. Por último, los bienes y servicios que componen la categoría Regulados subieron 79,7% i.a. y, si bien se han acelerado, sus precios relativos se han deteriorado nuevamente en lo que va de 2022. Por su parte, la inflación mayorista interanual se ubicó en 87,7% en noviembre, manteniendo un ritmo inferior al del IPC tal como se verificó a largo de todo 2022, luego de que en 2021 se diera la situación contraria (ver Gráfico 6.9).

Gráfico 6.9 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)



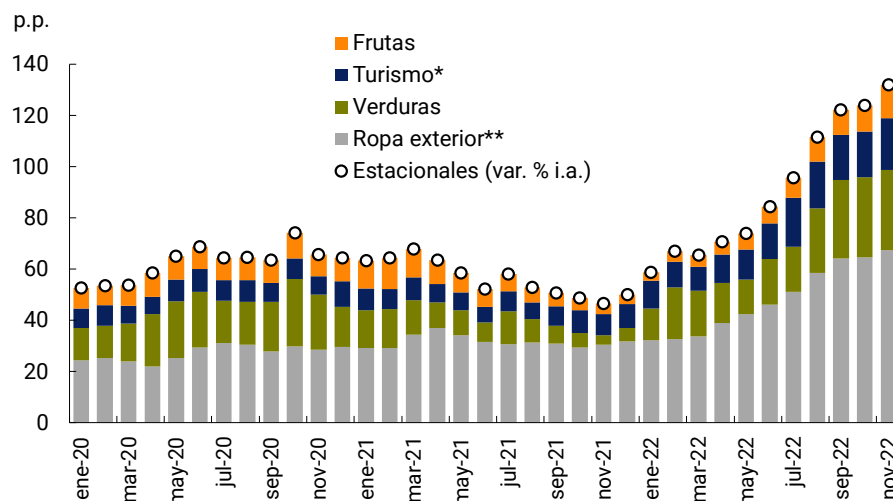
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Las elevadas tasas de variación interanual de los estacionales, que a lo largo de 2022 superaron a las del resto de las categorías del IPC, fueron explicadas principalmente por la evolución de tres de los cuatro agrupados que la conforman: Ropa exterior, Verduras, tubérculos y legumbres y Servicios asociados al turismo (ver Gráfico 6.10).

Los precios de la Ropa exterior⁴⁰ —agrupado de mayor ponderación dentro de los Estacionales— se incrementaron en aproximadamente 129% i.a. en noviembre (+61,6 p.p. respecto a dic-21), acumulando sucesivas subas mensuales de elevada magnitud, incluso en períodos en los cuales, por factores estacionales, suelen verificarse variaciones acotadas o incluso caídas. Las restricciones de oferta y la recuperación de la demanda son factores que podrían explicar la aceleración evidenciada por la indumentaria en los últimos dos años.

⁴⁰ La evolución de la ropa exterior se aproxima a partir de las variaciones mensuales correspondientes a las del agrupado "Prendas de vestir y materiales" (máxima apertura disponible) que además de Ropa exterior, comprenden Ropa interior y materiales textiles.

Gráfico 6.10 | Contribución a la variación interanual de la categoría Estacionales de los agrupados que la conforman



*Calculado por diferencia a partir de la evolución de Estacionales y de los restantes agrupados que componen dicha categoría.

**Corresponde a la evolución de Prendas de vestir y materiales (máx. apertura disponible).

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y DGEC-GCBA.

Por su parte, los precios de los servicios vinculados al turismo⁴¹ se expandieron aproximadamente 147,3% i.a en noviembre (+81,6 p.p. respecto a dic-21), traccionados por la recuperación de la demanda luego de la pandemia y el impulso de los programas de estímulo sectoriales como el Previaje.

Durante el año también se destacó la aceleración de las Verduras, tubérculos y legumbres (142,5% i.a. en noviembre, +120,6 p.p. respecto a la variación interanual de dic-21), agrupado que había registrado una suba acotada e inferior a la del Nivel general durante 2021 (21,9% i.a.). Cabe señalar que sobre la evolución de 2022 influyeron, entre otros factores, condiciones climáticas adversas que se registraron ocasionalmente sobre las regiones productoras.

Por último, las Frutas conformaron el agrupado de menor incremento en términos relativos entre los estacionales y el único que registró subas interanuales en promedio inferiores a las del Nivel general del IPC durante lo que va de 2022. Sin embargo, en los últimos meses los precios de las Frutas se aceleraron y alcanzaron un incremento interanual de 108,9% superando a la variación del Nivel general de precios, pero manteniéndose como el agrupado de menor suba interanual al interior de la categoría Estacionales.

De esta manera, durante el año las Verduras recuperaron parte de la ponderación en la categoría Estacionales que perdieron durante 2021. Los servicios asociados al turismo también subieron por encima de la categoría, mientras que la Ropa exterior y sobre todo las Frutas perdieron ponderación durante 2022.

⁴¹ La estimación del agrupado Turismo (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 que componen dicha categoría. En los casos de Frutas y Verduras, las ponderaciones de dichos agrupados se pueden estimar directamente a partir de los datos publicados. Para el caso de la ropa exterior, se asume que tienen un peso relativo del 50,3% dentro de Estacionales en dic-16 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 (jul-11/jun-12=100) en dic-16.

6.4. Perspectivas

Las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA en respuesta a la aceleración de los precios en julio y agosto contribuyeron al descenso de las tasas mensuales de inflación hasta alcanzar el 4,9% en noviembre (-2,5 p.p. respecto al pico de julio). Tal como se anticipó en el IPOM anterior, la reducción en la inflación se verificó principalmente en la categoría Núcleo, mientras que los Regulados se aceleraron debido en parte a la segmentación de tarifas de electricidad, gas y agua destinado a eficientizar la distribución de los subsidios y favorecer de ese modo la reducción del déficit fiscal.

Para los próximos meses, entre diciembre de 2022 y febrero de 2023, se espera que la inflación núcleo continúe en un sendero de descenso gradual. De acuerdo con el patrón estacional habitual, se prevén subas menores a la Núcleo en los bienes y servicios que conforman la categoría Estacionales durante los primeros dos meses de 2023. Por último, los precios de los bienes y servicios Regulados mantendrían el ritmo promedio verificado en los últimos meses ya que en enero coincidirían incrementos en tarifas de electricidad, gas y agua y en transporte público, entre otros.

La perspectiva de descenso gradual en la inflación se sustenta no solo en las referidas políticas fiscales y monetarias que se implementaron desde el tercer trimestre del año en curso, sino también en los acuerdos de precios alcanzados recientemente entre el Gobierno Nacional y distintas empresas privadas. Estos acuerdos persiguen el objetivo de reducir la inercia inflacionaria en el último mes del año y los primeros meses de 2023, acotando las subas de precios de una amplia variedad de productos de primera necesidad como alimentos, bebidas, higiene personal y medicamentos, entre otros. Adicionalmente el Gobierno Nacional limitó los aumentos autorizados en naftas al 4% mensual, al tiempo que repartió entre diciembre de 2022 y enero de 2023 el incremento en las cuotas de medicina prepaga autorizado originalmente para diciembre. Asimismo, se postergaron para enero de 2023 los incrementos originalmente previstos para diciembre de 2022 en las tarifas de trenes y colectivos del AMBA. Se espera que estas políticas contribuyan a coordinar la evolución de los precios con los demás fundamentos macroeconómicos planteados en el proyecto de ley de Presupuesto Nacional 2023, donde se contempló una previsión de 60% de inflación para 2023.

La gradualidad prevista para el descenso de la inflación núcleo contempla ciertos factores que le otorgan persistencia al proceso inflacionario. Entre ellos, elevadas expectativas de inflación, posibles efectos de segunda ronda de las actualizaciones de tarifas de servicios públicos y de combustibles, y el adelantamiento y la concentración de los acuerdos salariales firmados recientemente que implican aumentos sectoriales heterogéneos en términos de plazos y magnitudes. El Gobierno Nacional y el BCRA continuarán adoptando medidas orientadas a cumplir el objetivo de reducir la inflación enfrentando los desafíos previamente enunciados. En lo que respecta al BCRA, este conducirá su política monetaria sosteniendo las tasas de interés en un terreno positivo en términos reales y administrando la liquidez para preservar los equilibrios monetario, cambiario y financiero.

Apartado 5 / ¿Es el IPIM un buen predictor del IPC?

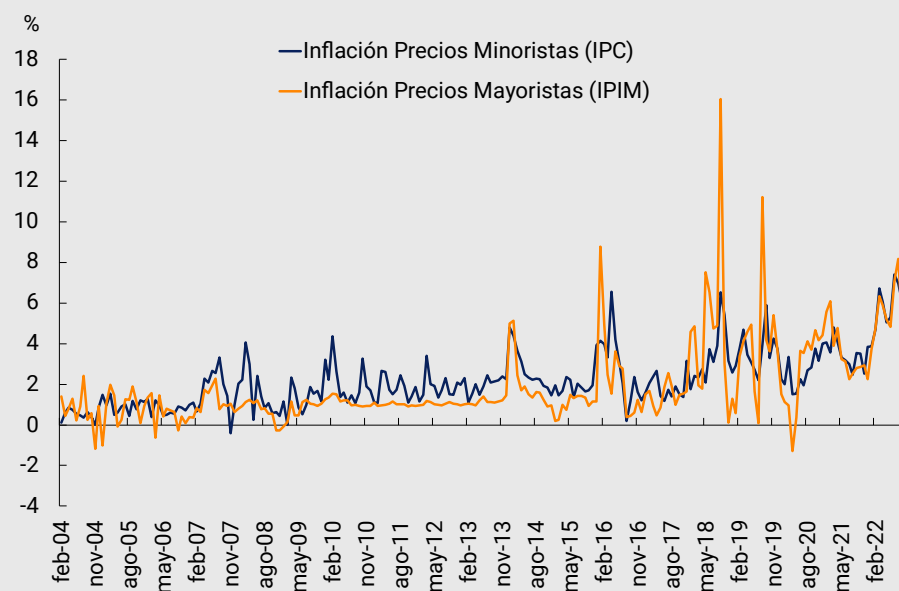
En el presente apartado se evalúa la hipótesis de capacidad predictiva o anticipación temporal del IPIM respecto del IPC. Para hacer esta evaluación, se presenta un análisis cuantitativo de la relación entre ambas variables para el caso argentino, con el objetivo de brindar un marco de referencia apropiado que sea de utilidad para la discusión de política económica.

El análisis se concentra en el período enero de 2004 a octubre de 2022, con foco en el vínculo a través del tiempo entre el Índice de Precios al Consumidor Nivel General (IPC, para futuras referencias) y el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM)⁴². Se estudia su relación buscando capturar el comportamiento promedio entre las variables en **períodos largos de tiempo**, mediante lo que se conoce en la literatura como análisis de cointegración, siguiendo el enfoque de Johansen-Juselius⁴³. Luego se evalúa su relación en el **corto plazo**, considerando tanto los ajustes a los desvíos de la relación de largo plazo como la anticipación temporal entre las variables (es decir, si el movimiento de alguna de ellas suele anteceder al de la otra). En base a estos ejercicios se esbozan conclusiones generales sobre la hipótesis planteada.

Análisis descriptivo

Es útil comenzar con la inspección visual de la evolución temporal de las tasas de crecimiento del IPC y del IPIM para todo el período considerado (ver Gráfico 1) como para el sub-período 2016-2022 (ver Gráfico 2), de modo de examinar la presencia de comportamientos diferenciales de estas variables en un período más reciente.

Gráfico 1 | Evolución temporal Inflación IPC e Inflación IPIM 2004-2022



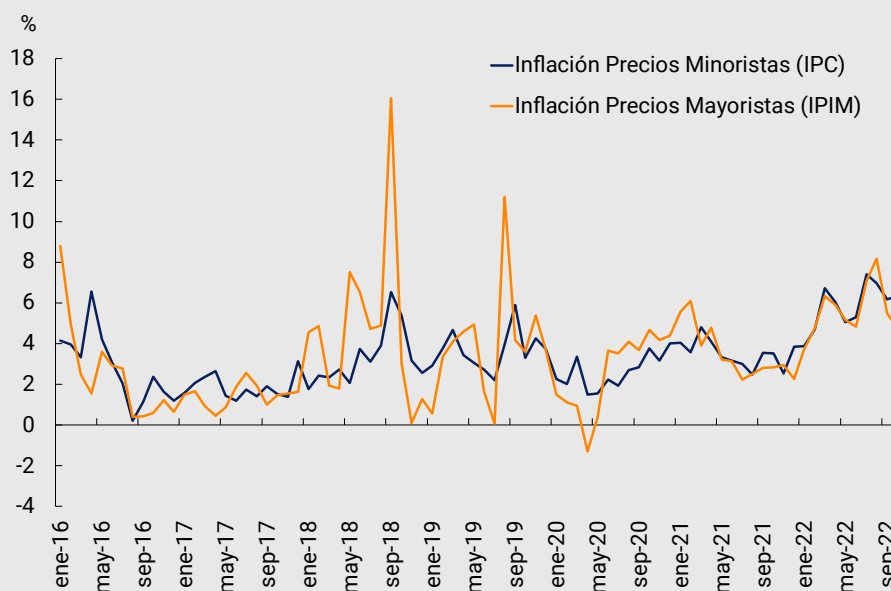
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC e Institutos de Estadísticas Provinciales.

42 Elaborado por el BCRA en base a datos de INDEC, Dirección Provincial de Estadística y Censos de San Luis y Dirección General de Estadística y Censos de CABA.

43 La metodología de Johansen-Juselius puede considerarse como una síntesis: (i) de la metodología de Vectores Autorregresivos (VAR), pero enriquecida con la incorporación del término de Corrección al Equilibrio (VEC) para distinguir efectos de corto y largo plazo, y (ii) de los enfoques más cercanos a la teoría económica, pero a través de una forma reducida de expresar modelos simultáneos dinámicos. Este tipo de análisis permite caracterizar las propiedades temporales de las series, evaluar la existencia de relaciones de cointegración e indicar las eventuales direcciones de los modelos condicionales.

Ambas series presentan tendencia. Adicionalmente, se observan períodos puntuales y acotados en los que el rol de anticipación cambia entre las variables. Es decir, de la simple observación de la evolución temporal de las variables no puede concluirse la existencia de una anticipación sistemática de una serie respecto de la otra, sino que más bien se observa, en promedio, una dinámica simultánea de las mismas para los dos períodos examinados.

Gráfico 2 | Evolución temporal Inflación IPC e Inflación IPIM 2016-2022



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC e Institutos de Estadísticas Provinciales.

Análisis de largo plazo y dinámica de corto plazo

A partir de la metodología de Johansen-Juselius, **se encuentra una relación de largo plazo entre las variables con un coeficiente unitario, tanto para el período completo como para el período 2016-2022⁴⁴**. Esta metodología también permite evaluar si alguna de las variables consideradas responde a las desviaciones o desequilibrios de la relación de largo plazo que se encuentra entre ambas, lo que se conoce en la literatura como análisis de “exogeneidad débil”. Este concepto de exogeneidad tiene la ventaja de que permite modelar un grupo de variables (las endógenas) sin necesariamente especificar cómo se determina el segundo grupo (las exógenas)^{45,46}.

El análisis de exogeneidad débil en el modelo VEC para IPC e IPIM **en el período 2004-2022** (Tabla 1) muestra que **ambas variables responden a los desequilibrios de la relación de largo plazo**, es decir, las dos variables

44 En la caracterización de las propiedades temporales de las series, encontramos que para el período completo y para el subperíodo 2016-2022 ambos Índices presentan una raíz unitaria en su nivel, independientemente de los componentes determinísticos de constante y tendencia que fueron incluidos en los test y evaluados en su significatividad para luego ser incorporados oportunamente en los análisis de largo plazo y de corto plazo.

45 Engle, Hendry y Richard (1983) definen tres conceptos de exogeneidad: débil, fuerte y súper, dependiendo del propósito del modelo, inferencia, pronóstico y evaluación de políticas y de los parámetros de interés.

46 Si bien es natural construir un modelo empírico seleccionando previamente las variables que se van a tratar como endógenas y exógenas, el concepto de exogeneidad es la herramienta que utiliza la econometría aplicada para resolver problemas asociados con las formas de especificación y la selección de variables exógenas. El cumplimiento de las condiciones de exogeneidad débil permite inferencias estadísticas válidas (estimación y test de hipótesis) en un modelo econométrico. Intuitivamente, la exogeneidad débil de las variables ubicadas del lado derecho de una ecuación de regresión, significa que no hay pérdida de información relevante al condicionar las variables endógenas en estas variables exógenas.

se comportan como endógenas. Esto se verifica en la Tabla 1 porque: a) los dos test de significatividad de los coeficientes de ajuste son en valor absoluto superiores a 1.96 y b) presentan el signo contrario al coeficiente con el que las variables ingresan en la relación de largo plazo, lo que significa que ambas variables corrigen los desequilibrios que se observan mes a mes. La implicancia es que, para la muestra completa, el comportamiento del IPC y del IPIM debería modelarse conjuntamente, a través de un sistema de ecuaciones dinámico. En el caso del **período 2016-2022** (Tabla 1), la evaluación de exogeneidad débil muestra una diferencia con el resultado obtenido para el período completo, pues **la única variable que responde a los desequilibrios de la relación de largo plazo es el IPC** (test t superior a 1.96 en valor absoluto), es decir, en este período de la muestra se validaría un modelo condicional del IPC en función del IPIM.

Tabla 1 | Análisis de Exogeneidad Débil período 2004-2022 y 2016-2022
Estadístico t

Variable	Período 2004-2022	Período 2016-2022
IPC	-2,6367	-3,5004
IPIM	2,0001	-0,5179

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Análisis de “anticipación temporal”

Siguiendo con la evaluación del vínculo entre el IPIM y el IPC, se complementa el análisis de cointegración con el de anticipación temporal a través de la evaluación de ausencia de causalidad en el sentido de Granger⁴⁷.

El resultado de la evaluación de anticipación temporal para la **muestra completa** presentado en la Tabla 2 indica que **las dos variables se anticipan temporalmente**. El valor p permite rechazar la hipótesis nula de “no causalidad en sentido de Granger” en ambas direcciones al nivel de significatividad del 1%.

Para el **período 2016-2022**, la Tabla 2 muestra que la evaluación de la “no causalidad en sentido de Granger” arroja **resultados que no se diferencian de la muestra completa**, ya que los dos valores p permiten rechazar la hipótesis nula al 1% de significatividad.

Ante este resultado de anticipación temporal mutua, vale la pena notar lo siguiente. La exogeneidad débil del IPIM respecto al IPC identificada en el análisis de cointegración para el período 2016-2022, no valida el uso de esta variable como predictora de la primera con fines de pronóstico, dado que no se cumple con el requisito de exogeneidad fuerte del IPIM al IPC⁴⁸.

Tabla 2 | Evaluación de anticipación temporal período 2004-2022 y período 2016-2022

Hipótesis	Valor p	
	Período 2004-2022	Período 2016-2022
IPIM no causa en sentido de Granger al IPC	0,0000	0,0000
IPC no causa en sentido de Granger al IPIM	0,0001	0,0004

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

47 Para un análisis exhaustivo sobre cómo especificar correctamente un modelo para la evaluación de no causalidad en el sentido de Granger, ver Ahumada (2006).

48 En este caso, el requisito adicional sería la no anticipación temporal o ausencia de causalidad en sentido de Granger del IPC al IPIM.

Conclusiones

El análisis empírico de la hipótesis de capacidad predictiva o anticipación temporal del IPIM respecto del IPC requiere, por un lado, evaluar la existencia o no de una relación de largo plazo para la correcta especificación del modelo a la hora de analizar la anticipación temporal y, por otro lado, tener en cuenta el concepto de exogeneidad fuerte cuando el propósito del modelo es de pronóstico.

En este sentido, se destacan dos resultados. En primer lugar, como es esperable, existe clara evidencia de una relación de largo plazo entre el IPC y el IPIM para el período completo 2004-2022. Adicionalmente, la relación entre las dos variables es dinámica a lo largo del período analizado, ya que, de una modelación simultánea para toda la muestra, se pasa a una condicional del IPC en función del IPIM para el período 2016-2022. En segundo lugar, para toda la muestra considerada (y para el sub-período 2016-2022) el IPIM y el IPC se anticipan temporalmente. De este modo, si bien para el sub-período 2016-2022 existe exogeneidad débil del IPIM respecto al IPC, la ausencia de exogeneidad fuerte impide usar al IPIM con fines de pronóstico del IPC en el modelo condicional.

Referencias

- Ahumada, H. (2006). Una nota sobre regresiones con variables integradas, Ensayos Económicos N° 45, BCRA.
- Engle, R., Hendry, D.F. y Richard, J.F. (1983). Exogeneity, *Econometrika*, 51(2), 277-304.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.12, issue 2-3, 231-254.
- Johansen, S. y Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-With Applications to the Demand for Money, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, issue 2, 169-210.
- Juselius, K. (2006). *The Cointegrated VAR Model. Methodology and Applications*. Oxford University Press.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria, adaptándola a un entorno macroeconómico cambiante. En el último trimestre del año, la actividad económica exhibió un dinamismo más acotado; en tanto, la tasa de inflación registró una moderación, aunque se mantuvo en niveles elevados. En este contexto, el BCRA decidió mantener la tasa de política monetaria en la última parte del año. De este modo, la tasa de interés real de política monetaria se fue afianzando en terreno positivo, lo que contribuirá a consolidar la estabilidad financiera y cambiaria.

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

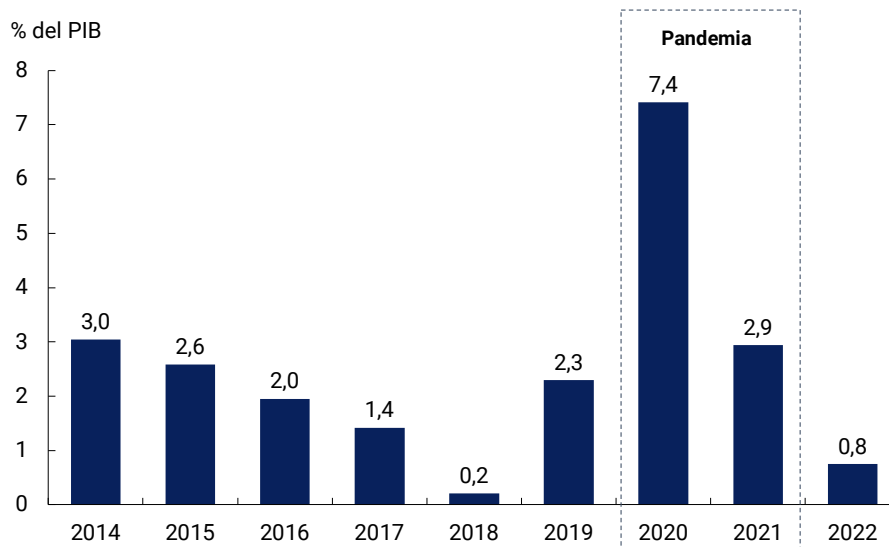
En materia cambiaria se siguió adaptando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas y potenciar la acumulación de reservas internacionales. Cabe destacar la creación del “Programa de Incremento Exportador”, que permitió al complejo sojero liquidar divisas a un tipo de cambio excepcional y transitorio y que tuvo un impacto positivo sobre las Reservas Internacionales de US\$5.000 millones durante septiembre y US\$1200 millones adicionales desde fines de noviembre al cierre de esta edición.

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

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

La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional a través de los Adelantos Transitorios permaneció dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. Asimismo, y tal como había sido anunciado oportunamente, el Tesoro Nacional cumplió su compromiso de no utilizar el saldo restante de adelantos transitorios en la última parte del año. De esta forma, la expansión primaria acumulada del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,8% del PIB (ver Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1 | Emisión primaria vinculada al Tesoro Nacional*
Acumulado al 22 de diciembre de cada año



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

Las operaciones de compra de divisas al complejo sojero efectuadas en el marco del “Programa de Incremento Exportador” implicaron una considerable expansión de la liquidez durante septiembre. Más recientemente el Gobierno Nacional decidió la reapertura de este mecanismo desde fines de noviembre (ver Recuadro. Funcionamiento y Resultados del “Programa de Incremento Exportador”).

Recuadro. Funcionamiento y Resultados del “Programa de Incremento Exportador”

Uno de los objetivos de las políticas cambiaria y comercial es incrementar la oferta de divisas a través del establecimiento de estímulos a la exportación, de manera de propender al fortalecimiento de las Reservas Internacionales. En línea con este objetivo estructural de la política económica del Gobierno Nacional se creó en septiembre el “Programa de Incremento Exportador”⁴⁹, mediante el cual se le permitió al complejo sojero liquidar exportaciones a un tipo de cambio excepcional y transitorio de \$200/US\$ entre el 5 y el 30 de septiembre.

De manera complementaria y con el objetivo de incentivar la liquidación de divisas el Gobierno anunció que aquellos productores que hayan vendido más del 85% de su cosecha 2021/22 tendrán acceso a los programas de incentivos que se creen para la campaña 2022/23. Por otro lado, y en igual sentido, el BCRA elevó el costo de financiamiento para los productores que mantengan un stock de soja superior a 5% de su producción⁵⁰. Esta medida comenzó a regir el 9 de septiembre y estará vigente por un plazo de 180 días corridos.

Para los productores que ingresen al programa se habilitó el acceso a cuentas a la vista con ajuste en función del tipo de cambio de referencia (Com. “A” 3500)⁵¹. La medida se extendió a otros sectores exportadores de bienes, con vigencia hasta noviembre del corriente año, siempre que cumplan con ciertas condiciones (una

49 Decreto N°576/2022.

50 Comunicación “A” 7600. Se fijó una tasa mínima del 120% de la tasa de política monetaria.

51 Comunicación “A” 7595.

de ellas es que anticipen en más de treinta días la liquidación respecto al plazo determinado para cada sector)⁵². Para que las entidades puedan cubrir el riesgo cambiario de estos depósitos el BCRA puso a su disposición Letras con ajuste en función del valor del dólar (LEDIV).

En septiembre, a través del Programa de Incremento Exportador, el BCRA adquirió US\$7.646 millones. Dado que, por el resto de las operaciones cambiarias, el BCRA fue vendedor neto en US\$2.633 millones, la acumulación neta en septiembre fue de alrededor de US\$5.000 millones. Las operaciones vinculadas al programa implicaron una expansión neta de la liquidez, que fue esterilizada a través de pasivos remunerados (ver Apartado 6 / Evolución de los pasivos remunerados). Puntualmente, unos \$117.000 millones se canalizaron hacia depósitos a la vista con ajuste en función del valor del dólar ("depósitos chacareros") que se esterilizaron, en parte, con LEDIV.

Para cubrir el impacto patrimonial del diferencial de cambio generado a partir de la discrepancia entre la cotización oficial y la del programa, el Tesoro Nacional integró al BCRA una letra intransferible. Dicha letra se integró el 30 de septiembre, tiene un plazo de 10 años, paga una tasa de interés equivalente a la que se obtiene por las reservas que será liquidable semestralmente y su valor asciende a US\$2.961,7 millones.

Recientemente, el Gobierno Nacional resolvió la reapertura del Programa desde el 28 de noviembre y hasta el 30 de diciembre, con una actualización en la cotización del tipo de cambio a \$230/US\$, por lo que en términos reales sería un valor similar al de su lanzamiento⁵³. En lo que va de diciembre, las compras de divisas al complejo sojero ascendieron a US\$2.222 millones, mientras que las ventas netas por otros conceptos fueron de US\$1.026 millones, incrementándose las reservas internacionales en alrededor de US\$1.200 millones. Por el diferencial de cambio el Gobierno Nacional volverá a integrar la diferencia a través de una letra con idénticas condiciones a las de septiembre.

Otro factor que implicó una expansión de la liquidez durante el período bajo análisis fueron las compras de títulos del Tesoro en el mercado secundario de deuda en pesos, que se reanudaron luego de meses sin participación del BCRA⁵⁴. En efecto, a mediados de octubre, el BCRA volvió a intervenir, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local. Así, continuó garantizando que los retornos en el mercado secundario se mantengan en una relación razonable con los que se determinan en el marco de las licitaciones primarias del Tesoro y propendiendo a una estrategia de mediano plazo que permita conducir la política monetaria valiéndose de operaciones de mercado abierto.

La expansión de la liquidez se canalizó en última instancia hacia instrumentos de regulación monetaria (ver Gráfico 7.2). Como consecuencia de lo anterior, en el segundo semestre del año se observó un incremento en el saldo de los pasivos remunerados. El stock de pasivos remunerados del BCRA alcanzó en noviembre un valor de 9,3% del PIB, ubicándose 1,4 p.p. por debajo del máximo alcanzado durante 2018⁵⁵ (ver Apartado 6 / Evolución de los pasivos remunerados).

52 Comunicación "A" 7571.

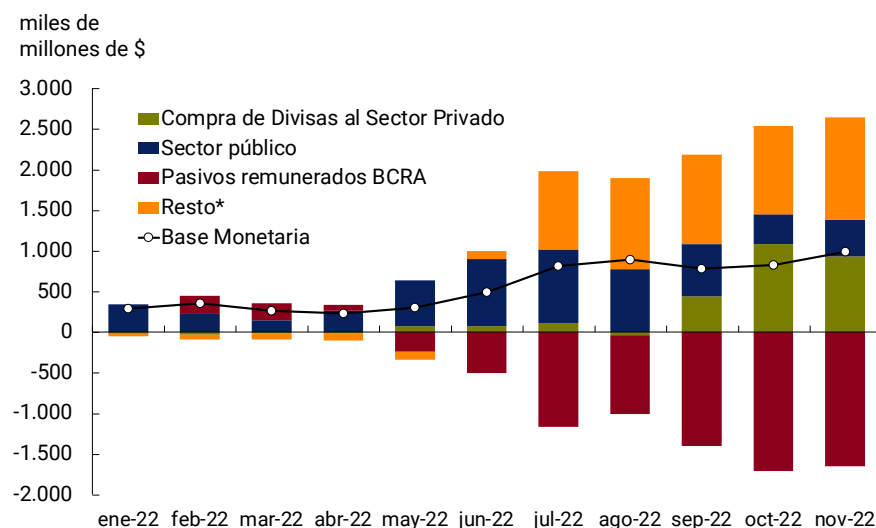
53 Decreto N°787/2022. La adhesión al Programa es voluntaria, pudiendo acceder solo aquellos sujetos que hubieron exportado productos del complejo sojero en los últimos 18 meses inmediatos anteriores a la vigencia del decreto.

54 Recordemos que mediante la Comunicación "A" 7546 se comunicó que el BCRA mantendría una presencia activa en el mercado de deuda doméstica, comprando títulos adjudicados a partir de julio (con un plazo residual de al menos 15 días) a una curva similar a la última convalidada en el mercado primario más un *spread* de 200 puntos básicos (p.b.).

55 Para calcular los ratios a PIB se utilizó el promedio móvil 3 meses de una mensualización del PIB nominal construida utilizando como serie de alta frecuencia el EMAE.

Gráfico 7.2 | Factores de explicación de la Base Monetaria

Variación acumulada

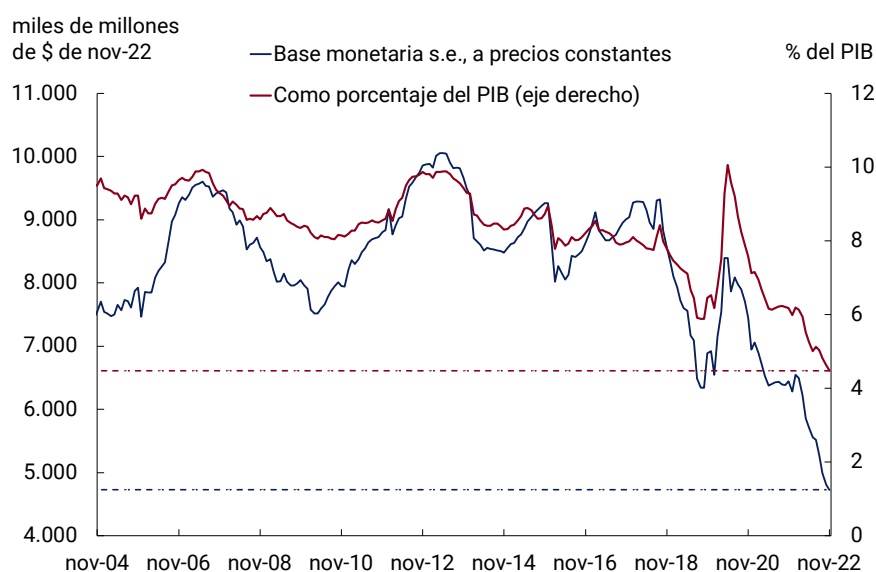


*Incluye la intervención del BCRA en el mercado secundario de títulos

Fuente: BCRA.

Con todo, la Base Monetaria se mantuvo relativamente estable en la última parte del año, registrando un aumento nominal de 2,6% promedio mensual entre octubre y noviembre. Ajustada por estacionalidad y a precios constantes continuó contrayéndose y se ubica en niveles históricamente bajos. Así, en los últimos doce meses acumula una caída real del orden del 26%. En igual sentido, en términos del PIB, a finales de noviembre la Base Monetaria se ubicaría en 4,5%, cifra en torno a los mínimos valores desde 2003 (ver Gráfico 7.3). Por último, respecto de la Base Monetaria, cabe mencionar que en el mes de octubre entró en vigor la simplificación del régimen de efectivo mínimo dispuesta en junio⁵⁶.

Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la base monetaria

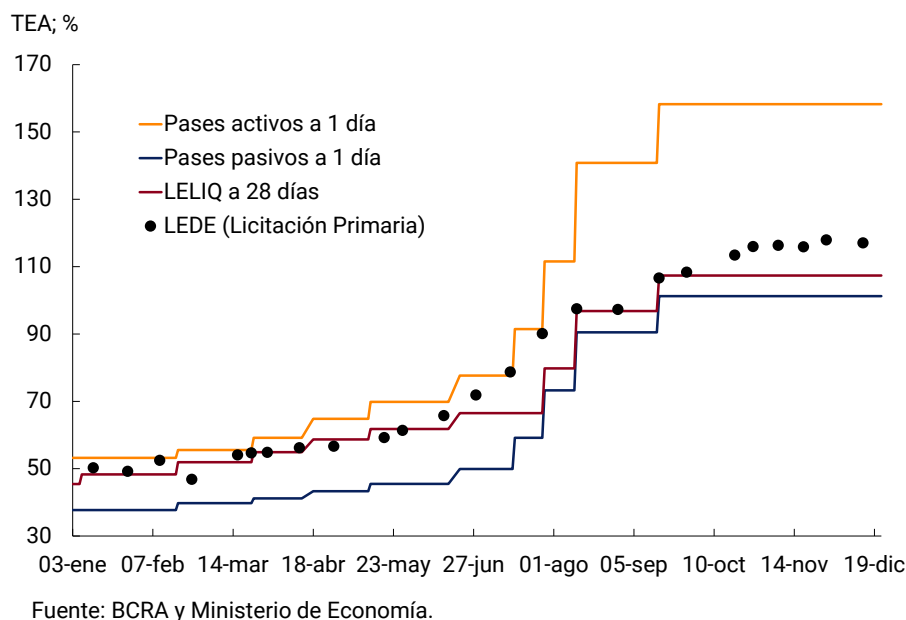


Fuente: BCRA.

56 Comunicación "A" 7536. Se eliminaron una serie de franquicias, preservándose únicamente aquellas que favorecen el crédito productivo a las MiPyMEs y el financiamiento de consumo de los hogares (Ahora12). Con la intención de minimizar el efecto monetario, se produjo una modificación en las tasas que se aplicaban sobre las partidas de efectivo mínimo. Esta última entró en vigor en el mes de octubre, mientras que la franquicia asociada a retiros de cajeros automáticos se computará hasta el mes de diciembre inclusive.

El BCRA conduce en la actualidad su política monetaria a través de la tasa de interés de las Letras de Liquidez a 28 días (LELIQ), siendo este el principal instrumento de la política monetaria. Luego de 9 alzas mensuales consecutivas, desde octubre el BCRA mantuvo sin cambios las tasas de interés debido a que la tasa de inflación comenzó a reducirse. De este modo, la tasa de interés real de política monetaria se fue afianzando en terreno positivo, lo que contribuirá a consolidar la estabilidad financiera y cambiaria.

Gráfico 7.4 | Estructura de Tasas de Interés de Política Económica



Actualmente la tasa de LELIQ a 28 días se sitúa en 75% nominal anual -n.a.- (107,35% efectiva anual -e.a.-), en tanto que la tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo es de 83,5% n.a. (101,23% e.a.). En cuanto a los instrumentos de menor plazo, la tasa de interés de los pases pasivos a 1 día se ubica en 70% n.a. (101,24% e.a.); mientras que, la tasa de interés de pases activos a 1 día es de 95% n.a. (158,25% e.a.). Finalmente, el *spread* fijo de las NOTALIQ en la última licitación del mes se fijó en 8,5 p.p.

La estructura temporal de tasas de interés del BCRA está coordinada con la de las licitaciones del Ministerio de Economía de la Nación para que estas presenten una relación razonable. En efecto, la tasa de interés del instrumento más corto de la última licitación del Tesoro Nacional, la Letra de Descuento (LEDE) con vencimiento el 31 de marzo 2023, se licitó en el mercado primario con una tasa de 87% n.a. (117,1% e.a.; ver Gráfico 7.4).

7.2. Dinámica de la demanda de saldos monetarios

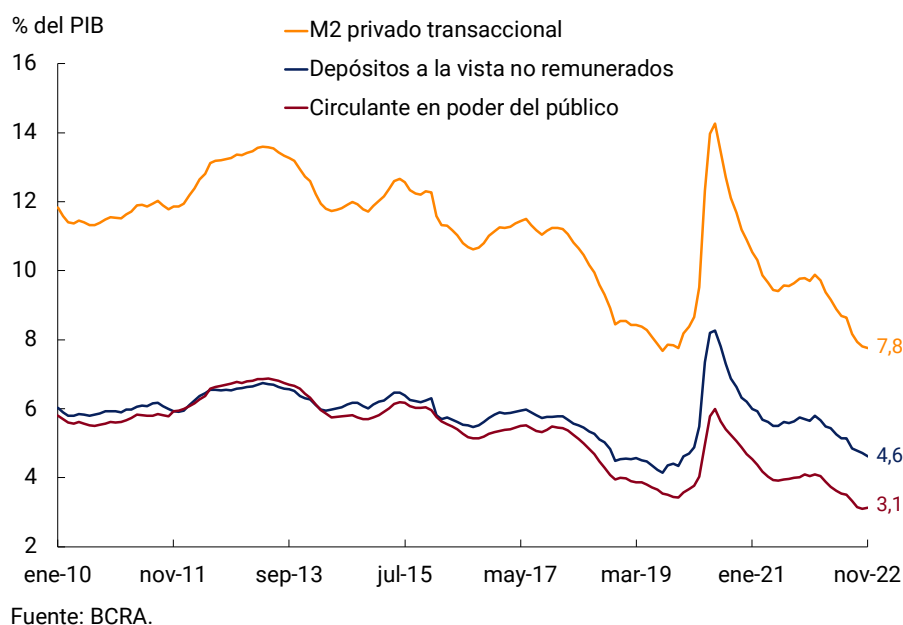
7.2.1. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB se ubicaron en torno a los valores mínimos de los últimos 20 años

Los medios de pago transaccionales, a precios constantes y ajustados por estacionalidad, se contrajeron a una tasa promedio mensual de 1,5% entre octubre y noviembre⁵⁷. De esta manera, este agregado se contrajo sistemáticamente a lo largo de todo el año. En términos de sus componentes, este comportamiento se ex-

⁵⁷ Los medios de pago se miden a través del M2 privado transaccional.

plicó tanto por la dinámica del circulante en poder del público como de los depósitos a la vista no remunerados. De este modo, en noviembre el M2 privado transaccional registró una caída interanual de aproximadamente 20% en términos reales.

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



Como ratio del Producto, los medios de pago se habrían ubicado en 7,8% en noviembre, exhibiendo una disminución de 2 p.p. en el año. Ambos componentes de los medios de pago permanecen en términos del PIB en torno a los mínimos de los últimos 20 años y, en el caso del circulante en poder del público, se marcó un nuevo mínimo (ver Gráfico 7.5).

Esta dinámica de los medios de pago se explica por diversos factores. El proceso de suba de tasas de interés de referencia llevado adelante por el BCRA elevó el costo de oportunidad de los agentes de mantener tenencias en pesos no remuneradas. Este efecto se vio reforzado por la aceleración inflacionaria observada a mediados de año, en un contexto en el que se mantienen las regulaciones para acceder al mercado de cambios. Esto llevó a que los agentes optaran por rotar sus tenencias de pesos hacia depósitos remunerados, de manera directa a través de la instrumentación de depósitos a plazo fijo o en forma indirecta a través de la suscripción de Fondos Comunes de Inversión (FCI MM) cuya cartera está compuesta fundamentalmente por depósitos a la vista remunerados y colocaciones a plazo fijo.

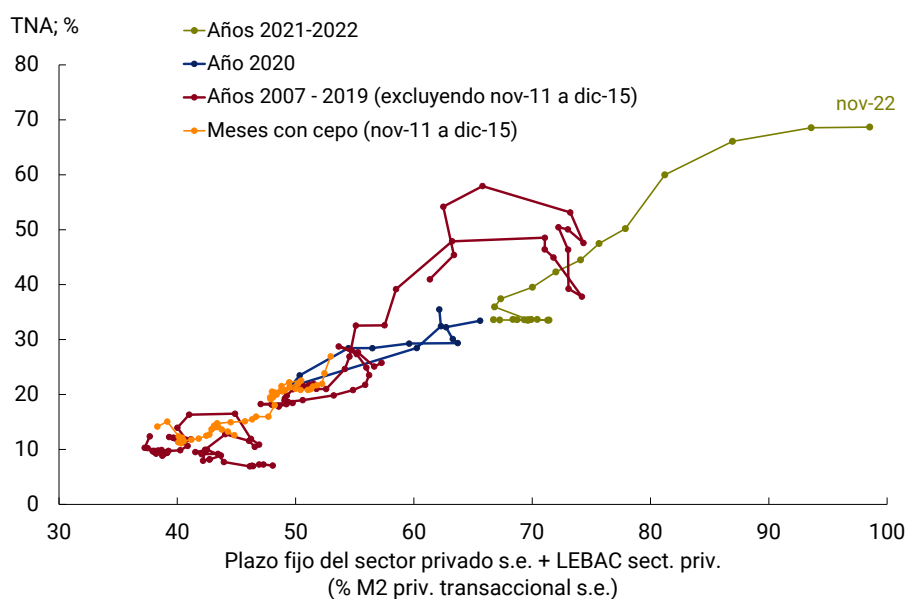
7.2.2. Los instrumentos de ahorro en pesos presentaron un marcado crecimiento, que fue a costa de una menor demanda de medios de pago.

Al igual que con la tasa de política monetaria, el BCRA decidió mantener las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo sin cambios en el último trimestre del año. Así, la correspondiente a las colocaciones de personas humanas por hasta un monto de \$10 millones permaneció en 75% n.a. (107,05%

e.a.), mientras que la tasa de interés pagada al resto de las y los depositantes del sistema financiero se mantuvo en 66,5% n.a. (91,07% e.a.)⁵⁸.

Al contrario de lo que ocurre con los medios de pago la relación entre depósitos a plazo fijo y tasa de interés resulta positiva y estable a lo largo del tiempo (ver Gráfico 7.6). En este contexto, en términos reales y ajustados por estacionalidad, los depósitos a plazo fijo registraron una tasa de crecimiento promedio mensual de 4,9% entre octubre y noviembre. Como resultado de esto, en noviembre marcaron un nuevo máximo en términos históricos y en porcentaje del PIB se ubicarían en 7,6%, cerrando el año en un nivel similar al máximo alcanzado durante la pandemia (ver Gráfico 7.7).

Gráfico 7.6 | Ratio depósitos a plazo a medios de pago y tasa de interés de depósitos a plazo fijo

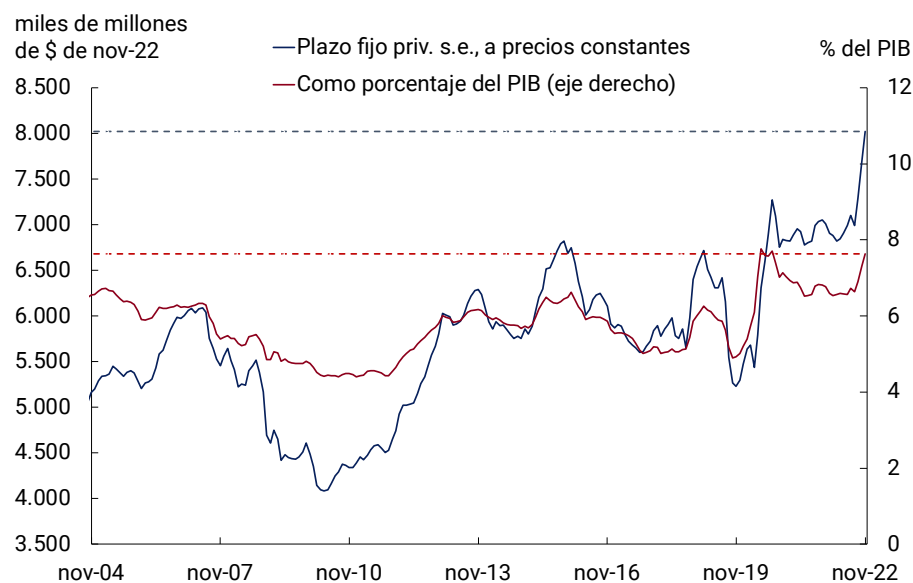


Fuente: BCRA.

Analizando la evolución de las colocaciones a plazo por estrato de monto, si bien todos los segmentos contribuyeron positivamente a la expansión del período, el más dinámico fue el de \$1 a \$20 millones, con una tasa de expansión promedio mensual de 7,4% s.e. a precios constantes. Por su parte, el segmento mayorista (más de \$20 millones) registró un crecimiento promedio mensual de 4% s.e. en términos reales entre octubre y noviembre. Por último, las colocaciones minoristas se mantuvieron sin grandes cambios.

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

Gráfico 7.7 | Depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado
A precios constantes y sin estacionalidad



Fuente: BCRA.

Los depósitos a plazo ajustables por CER continuaron presentando una tendencia descendente en términos reales. La caída promedio mensual fue de 5,7% s.e. en la última parte del año (bimestre octubre-noviembre). Este comportamiento podría estar asociado al menor rendimiento relativo de estas colocaciones dadas las subas de tasas de interés impulsadas por el BCRA, la moderación en la tasa de inflación y la perspectiva de que este proceso continúe. A finales de noviembre el saldo de estos depósitos era de \$365.000 millones (4,9% del total de depósitos a plazo). Por otro lado, los depósitos a plazo fijo con ajuste en función del valor del tipo de cambio de referencia, conocidos como DIVA dólar, registraron un sostenido crecimiento entre julio y octubre, parcialmente compensado por una caída en noviembre. Así, a fines de noviembre alcanzaron un saldo de \$40.700 millones.

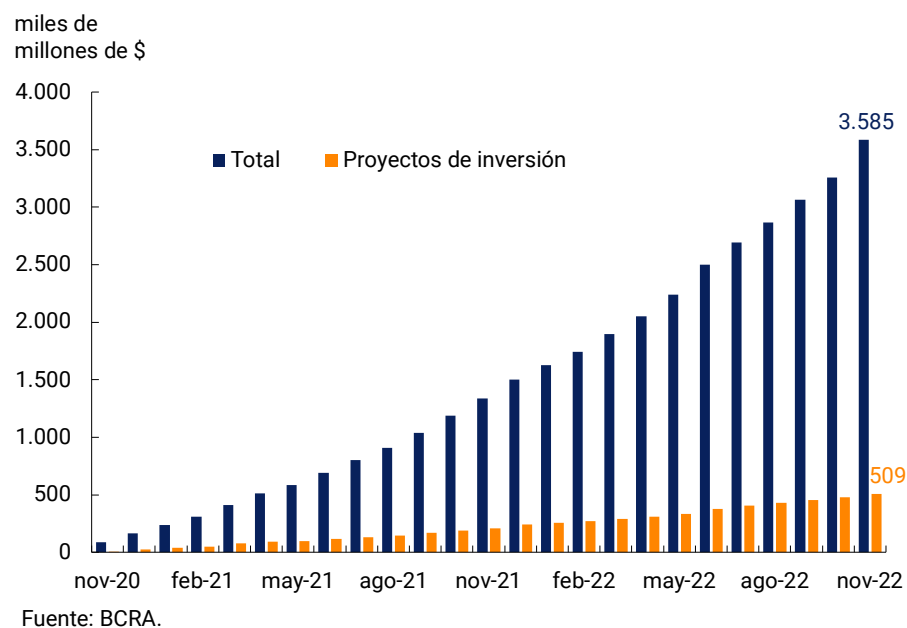
Con todo, el agregado monetario amplio M3 privado registró una expansión promedio mensual de 1,4% s.e. a precios constantes entre octubre y noviembre (-4,6% i.a.)⁵⁹. Como ratio del Producto este agregado monetario se ubicó en 17,4%, lo que implicó una caída de 0,9 p.p. respecto a fin del año pasado.

7.3. La política crediticia continuó enfocada en el desarrollo productivo

El BCRA mantuvo su política de crédito focalizada en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables.

⁵⁹ El M3 privado incluye el circulante en poder del público y los depósitos en pesos del sector privado no financiero (a la vista, a plazo y otros).

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

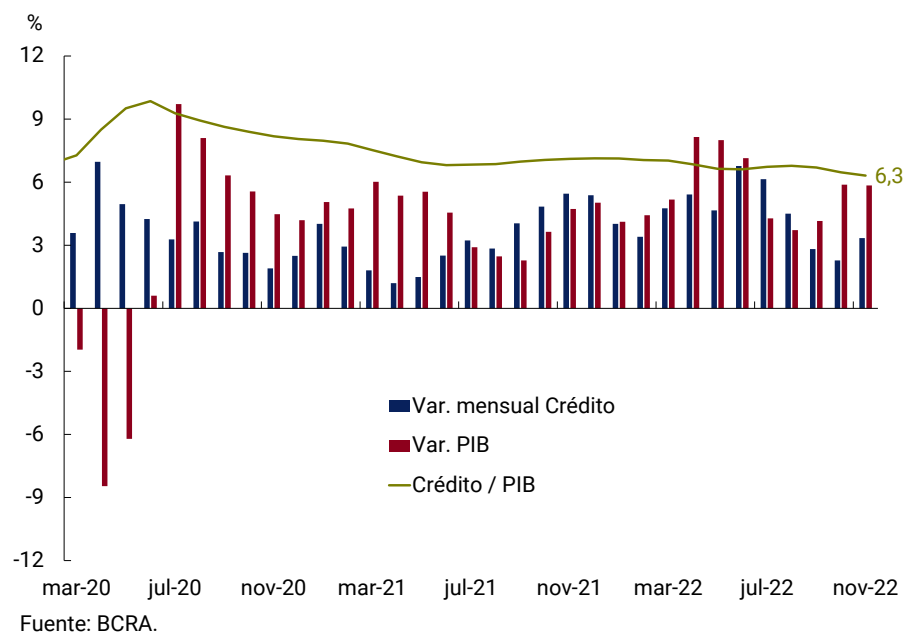


Desde su implementación hasta noviembre de 2022, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$3.585 miles de millones desde su puesta en marcha (ver Gráfico 7.8). Esto implicó un aumento de 5% a precios constantes respecto al registro septiembre pasado. Al término del undécimo mes del año más de 350 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. Respecto a los destinos de estos fondos, aproximadamente el 86% del total desembolsado correspondió a la financiación de capital de trabajo y el resto a la línea que financia proyectos de inversión. Cabe señalar que, el saldo promedio de las financiaciones activas otorgadas mediante la LFIP alcanzó aproximadamente a \$1.056 millones en octubre (última información disponible). Dicho saldo representó cerca de 17,5% de los préstamos en pesos al sector privado y 42% del total de los préstamos comerciales.

A pesar del impulso proveniente de la LFIP⁶⁰, en un contexto de menor dinamismo de la actividad económica, los préstamos en pesos al sector privado, medidos a precios constantes y sin estacionalidad, registraron una sistemática caída en la última parte del año. Entre octubre y noviembre el crédito se contrajo a una tasa promedio mensual de 2,2% s.e., acumulando una caída cercana a 12% en el año. De esta forma, en términos del PIB el financiamiento bancario al sector privado en pesos se ubicó en 6,3% del PIB al cierre del año (ver Gráfico 7.9).

60 La norma exige a las entidades del Grupo A cumplir un cupo del 7,5% de los depósitos, mientras que las entidades de menor envergadura deben cumplir con un cupo equivalente al 30% del de las entidades grandes.

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



Los préstamos comerciales exhibieron en el bimestre octubre-noviembre una contracción promedio mensual de 1,6% s.e. a precios constantes, con una caída interanual del orden de 7% en noviembre. Esta caída se explicó tanto por el comportamiento de los préstamos instrumentados a través de documentos como de adelantos en cuenta corriente. Cuando analizamos la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor, se aprecia que los préstamos a MiPyMEs a precios constantes cayeron en el trimestre bajo análisis y en el año se habrían mantenido sin grandes cambios (-1,0%) En tanto el financiamiento destinado a grandes empresas exhibió una contracción de 15,6% en el año.

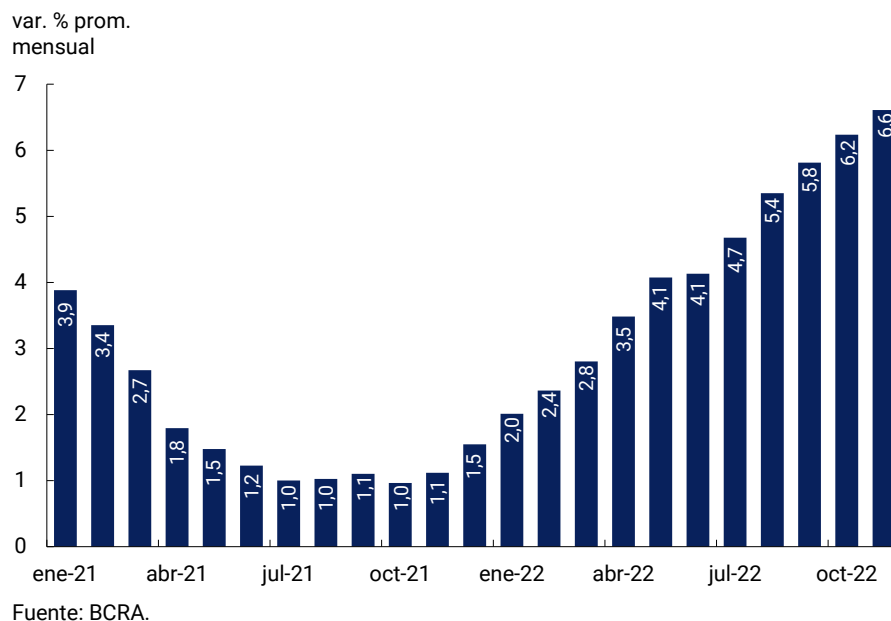
En cuanto a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios cayeron entre octubre y noviembre a una tasa promedio mensual de 2,1% s.e. a precios constantes, pero acumulan en los últimos doce meses una expansión de 8,6%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio de 4,1% s.e. mensual en términos reales, registrando una contracción del orden del 28% interanual.

Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mostraron una disminución promedio mensual de 2,8% s.e. a precios constantes en el bimestre y se ubicaron 12,8% por debajo del nivel de un año atrás. Algo similar ocurrió con los préstamos personales, cuya tasa de variación promedio mensual en el período fue de -1,8% s.e. real y de -15,9% interanual a fines de 2022.

7.4. La política cambiaria continuó adecuándose con el fin de mantener la competitividad externa

Hacia el final de año, el BCRA continuó readecuando gradualmente la tasa de *crawl* en el marco del régimen vigente de flotación administrada, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa (ver Gráfico 7.10). De este modo, se buscó fortalecer la posición de Reservas Internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes de los flujos reales.

Gráfico 7.10 | Variación mensual del tipo de cambio nominal



En el año tuvieron lugar una serie de modificaciones normativas en materia cambiaria, que buscaron alcanzar múltiples objetivos⁶¹. En particular, en la última parte del año se tomaron medidas tendientes a mejorar la eficiencia en la asignación de las divisas. Por un lado, se prorrogaron normativas vinculadas a la refinanciación y cancelación de vencimientos de capital de pasivos en moneda extranjera y, por el otro, se establecieron condiciones para dar acceso al mercado de cambios a clientes de diversos sectores productivos. Entre estas últimas, se destaca el acceso al mercado de cambios de las empresas que sean beneficiarias de los regímenes de acceso a divisas para la producción incremental de petróleo y/o gas natural, para realizar pagos de capital de deudas, repatriaciones de inversiones y pagos de utilidades y dividendos. Además, se establecieron ciertas excepciones relativas al acceso al mercado de cambios, en el marco del nuevo Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA) reglamentado por el Gobierno Nacional (ver Capítulo 4. Sector Externo).

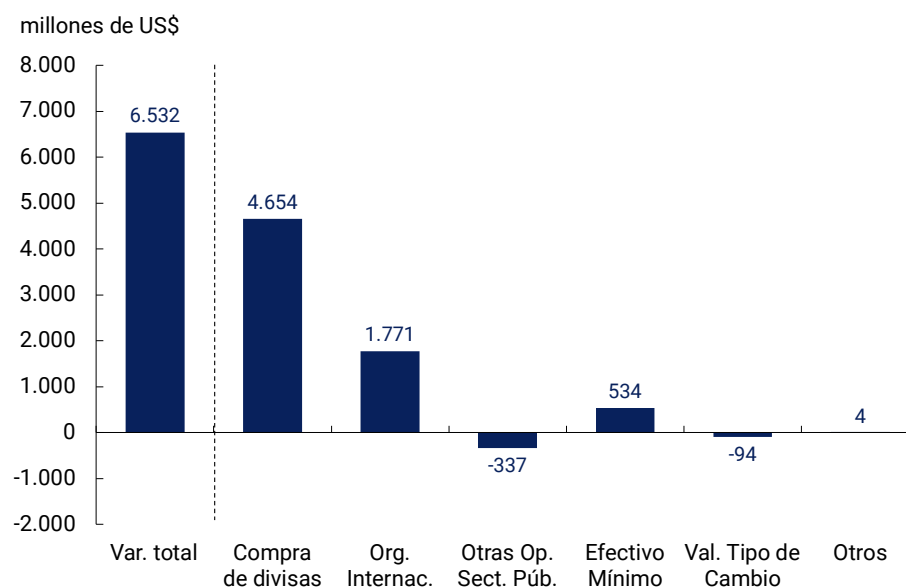
Por otro lado, se creó el “Programa de Incremento Exportador”, que incrementó la oferta de divisas (ver Recuadro “Programa de Incremento Exportador”). Se flexibilizó el requisito de liquidación para los cobros por la prestación de servicios por parte de residentes a no residentes. También se limitó el acceso al mercado de cambios para la compra de moneda extranjera y la realización de operaciones con títulos y valores con liquidación en moneda extranjera a personas beneficiarias de subsidios en los servicios públicos y a empresas que hayan vendido soja en el marco del Programa de Incremento Exportador. A su vez, se decidió gravar con una percepción adicional a ciertos consumos en moneda extranjera que superen determinado monto, así como a algunos servicios (personales, culturales y recreativos) contratados en el exterior.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 22 de diciembre en US\$43.267 millones, reflejando un incremento de US\$6.532 millones respecto al 31 de agosto (ver Gráfico 7.11). El principal factor de expansión en la última parte del año fueron las compras netas de divisas al sector privado en el marco del Programa de Incremento Exportador por US\$9.868 millones y los desembolsos recibidos por parte del FMI de

⁶¹ Para ver un mayor detalle, referirse a los Informes Monetarios Mensuales (IMM) del año 2022.

Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$8.089 millones, en el marco del PFE. Estos efectos fueron parcialmente compensados por los pagos de capital e intereses realizados a dicho organismo (unos US\$6.600 millones) y por la venta neta de divisas al sector privado (sin considerar el Programa de Incremento Exportador) por US\$5.215 millones.

Gráfico 7.11 | Reservas Internacionales. Factores de explicación
Acum. desde el 31 de agosto del 2022



Fuente: BCRA.

7.5. Perspectivas de política monetaria para el 2023

El BCRA continuará calibrando sus políticas con el objetivo de consolidar el proceso de desinflación. Seguirá fijando activamente la tasa de interés de política monetaria y el resto de la estructura de tasas de interés en pos de este objetivo. Para ello, el BCRA seguirá monitoreando la situación macroeconómica, prestando especial atención a la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios, y la dinámica del mercado de cambios, en particular en un año electoral donde tiende a observarse una mayor volatilidad en los mercados financieros. Todo esto dentro del objetivo estructural de propender hacia retornos que permitan resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y de consolidar la estabilidad cambiaria y financiera.

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

En el mediano plazo, el sostenido crecimiento de la actividad económica y una moderación en la tasa de inflación darán lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales.

En materia de política de crédito, el BCRA continuará estimulando la intermediación crediticia a través de la LFIP, en particular la vinculada al desarrollo productivo, que aún se encuentra en niveles relativos muy bajos. Con el fin de evitar una excesiva volatilidad en el mercado financiero local, el BCRA continuará evaluando el desempeño en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro, eventualmente interviniendo en caso de que el *spread* de entre la tasa de mercado y la de la última licitación primaria supere los 200 puntos básicos (p.b.). Asimismo, el BCRA busca converger gradualmente hacia una administración de la liquidez de la economía mediante operaciones de mercado abierto (OMA) con letras del Tesoro y otros títulos de corto plazo denominados en moneda local. Este tipo de mecanismo es similar al utilizado en otros países y se encuentra en sintonía con lo expresado en el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras en el marco del vigente programa, donde se considera dicha reforma una alternativa conveniente para reducir el costo cuasifiscal de la política monetaria. Para lograr esto el mercado de capitales local debe asumir una importancia creciente en el financiamiento de los actores económicos (público y privado).

En línea con lo acordado en el PFE, y dadas las mejores condiciones del mercado de deuda doméstica respecto de los primeros años de gestión, durante 2023 el BCRA continuará reduciendo la asistencia monetaria al Tesoro Nacional. En este contexto es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo gradualmente. Ello favorecerá que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por una reducción de su stock. No obstante, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, de manera de preservar el equilibrio monetario.

Apartado 6 / Evolución de los pasivos remunerados

Actualmente, el BCRA emplea dos instrumentos para regular la liquidez bancaria. En primer lugar, puede utilizar letras y notas propias, dentro de las cuales se destacan las Letras de Liquidez (LELIQ) que se licitan 3 veces por semana. El BCRA también puede, eventualmente, inyectar liquidez mediante la recompra de éstas en el mercado secundario. En segundo lugar, pone a disposición de las entidades financieras la operatoria con pases, que les permite colocar sus excedentes líquidos (pases pasivos) o demandar liquidez (pases activos).

Estos instrumentos les permiten a las entidades financieras, fundamentalmente, canalizar los excedentes de liquidez. El BCRA puede endurecer o relajar su política monetaria a través de cambios en la tasa de interés de política y su consistencia con el resto de la curva de tasas.

Este conjunto de instrumentos remunerados que se utilizan para administrar la liquidez de la economía representa, junto con la Base Monetaria, los principales pasivos de la hoja de balance del Banco Central. Los pasivos remunerados alcanzaron en noviembre un saldo promedio mensual de \$9,2 billones, representando un 9,3% del Producto, mientras que la Base Monetaria en igual período se ubicó en 4,5% del PIB.

Evolución reciente de los pasivos remunerados

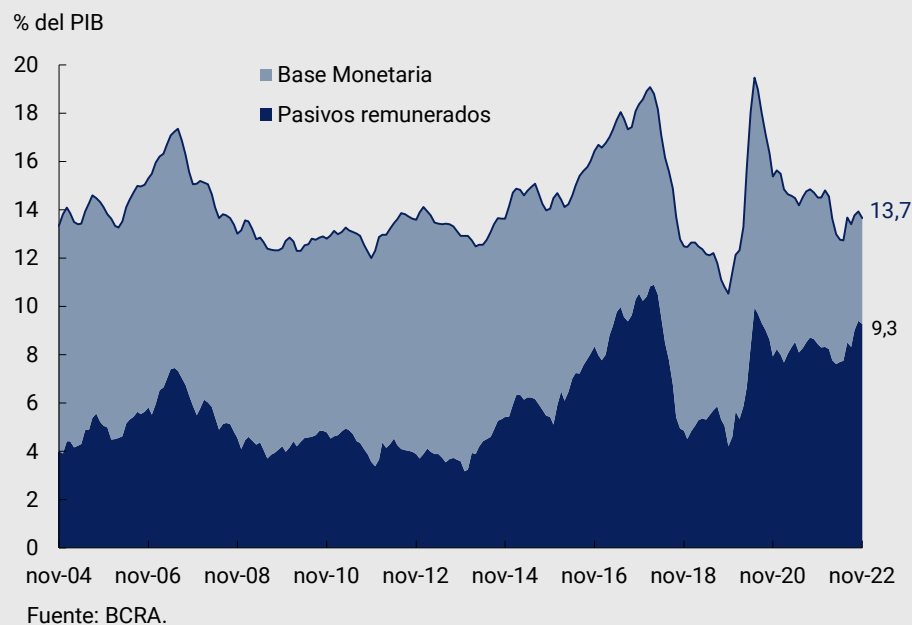
Al evaluar el ratio a PIB desde una perspectiva histórica, se comprueba que el mayor nivel de pasivos remunerados de los últimos años se alcanzó a comienzos de 2018, representando en aquel momento el 11% del Producto (siendo la Base Monetaria en igual período de 8% del PIB). Cabe recordar que, en ese entonces las Letras del BCRA (LEBAC) podían estar en manos de entidades financieras locales, sector público y privado, y dentro de este último también residentes del exterior. Los tenedores del sector privado no bancario llegaron a tener cerca del 65% de los pasivos remunerados totales, de los cuales 18 p.p. estaban en manos de inversores del exterior.

Durante el segundo semestre de 2018 el BCRA implementó un plan de reducción gradual del stock de LEBAC y determinó que las LELIQ, que estaban vigentes desde enero de dicho año y que sólo podían ser suscriptas por entidades financieras, se transformaran en la principal herramienta de política monetaria. En septiembre de 2018 se modificó el Régimen de Efectivo Mínimo habilitando a las entidades financieras a integrar parte de la exigencia en pesos de los depósitos con LELIQ. Este sería el primero de una serie de cambios que permitirían la integración parcial de la exigencia en pesos mediante estas letras.

La pandemia del COVID-19 fue un shock sin precedentes, que encontró a la economía argentina en una situación de emergencia, sin acceso a los mercados de crédito y con espacio muy limitado para hacer política anticíclica. En este contexto el Banco Central debió asistir de manera excepcional al Tesoro Nacional para afrontar las necesidades derivadas de la pandemia. Para evitar desequilibrios en el mercado monetario se esterilizaron los excedentes de liquidez mediante los instrumentos de regulación monetaria.

Un elemento adicional que también contribuyó al incremento en el saldo de los pasivos remunerados fue el cambio en el esquema de encajes de mediados de 2020. En ese momento, el BCRA permitió que la totalidad de los encajes correspondientes a los depósitos a plazo fijo en pesos fueran integrados en LELIQ, pasando de un encaje no remunerado a uno remunerado. Esta iniciativa acompañó la política de propiciar la mayor disponibilidad de instrumentos de ahorro en pesos y la fijación de tasas de interés mínimas. Actualmente, las LELIQ utilizadas por las entidades financieras para integrar su exigencia en pesos representan 0,6 p.p. del producto.

Gráfico 1 | Principales pasivos del BCRA como porcentaje del PIB



El apoyo financiero al Tesoro Nacional durante la pandemia y la consecuente esterilización de los excedentes de liquidez generó un incremento nominal en el saldo de los pasivos remunerados del BCRA. La dinámica de los pasivos remunerados acompañó el proceso de gradual normalización de la economía. Así, el saldo de instrumentos del BCRA como porcentaje del PIB subió hasta mediados de 2020, presentando posteriormente una gradual reducción, para mantenerse en niveles cercanos al 8% del Producto.

A mediados de 2022, en respuesta a episodios de excesiva volatilidad financiera, el BCRA intervino en el mercado secundario de títulos públicos con el fin de estabilizar las cotizaciones de los instrumentos del Tesoro. Asimismo, el BCRA diseñó una ventanilla de liquidez para instrumentos de deuda pública en cartera de los Fondos Comunes de Inversión (FCI). Por otra parte, y con el mismo objetivo, comenzó a ofrecer a las entidades del sistema financiero una opción de venta (*put option*) sobre títulos del Gobierno Nacional, adjudicados a partir de julio de 2022 y que tengan vencimiento antes del 31 de diciembre de 2023. Estas operaciones dieron lugar a una expansión de la liquidez del sistema, que se canalizó en última instancia hacia instrumentos de regulación monetaria. Así, entre fines del segundo trimestre e inicios del tercero se vio un incremento en el saldo de los pasivos remunerados. Cabe mencionar que estas operaciones tendrían un impacto acotado sobre el balance del BCRA, ya que los títulos del Tesoro Nacional fueron adquiridos en condiciones de precio y rendimiento que resultan más favorables que las de los pasivos remunerados emitidos para administrar la cantidad de dinero.

Por otro lado, en septiembre de 2022, favorecido por el impulso del “Programa de Incremento Exportador”, el BCRA adquirió un saldo de divisas de US\$7.000 millones a un tipo de cambio diferencial (ver Recuadro dólar soja). La contracara de estas compras fue una expansión de la liquidez del sistema, que también se esterilizó con pasivos remunerados.

Estas dos políticas llevadas adelante por el BCRA durante el segundo semestre de 2022, en un contexto donde la demanda de Base Monetaria crecía a una tasa menor, explicaron un incremento de los pasivos

remunerados cercano a 2 p.p. del PIB, generando al mismo tiempo un aumento de su activo (Reservas Internacionales y Títulos Públicos).

De esta forma, la evolución que muestran los pasivos remunerados en los últimos años es la contrapartida de las políticas implementadas por el BCRA para: asistir al Tesoro Nacional frente a la pandemia de COVID-19, estabilizar el mercado de deuda soberana frente a los episodios de excesiva volatilidad financiera, fortalecer sus reservas internacionales y promover mejores rendimientos para los ahorristas, lo que contribuye a reducir las presiones en el mercado de cambios y fortalecer la demanda de activos denominados en pesos. Aún con todos estos cambios, el ratio de pasivos monetarios totales a PIB se ubica en un nivel de 13,7%, 5,3 p.p. por debajo del máximo alcanzado en 2018 y un registro similar al verificado entre 2004 y 2015.

Características y relevancia de los pasivos remunerados

En la actualidad la tenencia de pasivos remunerados del BCRA se encuentra prácticamente en su totalidad en poder de las entidades financieras⁶². Así, a diferencia de lo ocurrido en otros momentos de la historia reciente, los instrumentos de política monetaria del Banco Central están en manos de instituciones reguladas por la propia autoridad monetaria, cumpliendo exclusivamente su rol de administración de la liquidez.

Estos instrumentos tienen hoy un rol central como contraparte de una porción sustancial del ahorro de los argentinos. Si bien el BCRA impulsa el desarrollo del mercado de capitales para canalizar ese ahorro, hasta que no se logren avances sustanciales en dicho sentido, debe mantener mecanismos que permitan a las entidades financieras remunerar a los ahorristas con tasas de interés que permitan preservar el valor de sus ahorros.

Para analizar la sostenibilidad de los pasivos remunerados muchas veces se recurre a utilizar el ratio con la Base Monetaria. Como fuera mencionado, al interior de la hoja de balance del BCRA se puede encontrar dos conceptos preponderantes dentro del pasivo: la BM y los Pasivos Remunerados. De manera simplificada, la BM es el dinero de alta potencia que el banco central emite y los bancos multiplican, vía la creación secundaria de dinero. Por su parte, los pasivos remunerados son los principales instrumentos que la autoridad monetaria utiliza para esterilizar los excedentes monetarios.

La comparación de dos pasivos, en el caso de un banco comercial, brinda información sobre la estructura de su fondeo y sobre su costo financiero. Pero en el caso del Banco Central esta comparación es menos relevante. Si bien existe un costo financiero, el Banco Central no emite sus pasivos remunerados porque busque financiarse; sino que lo hace, por ejemplo, para equilibrar el “mercado” de base monetaria.

Dada la tasa de interés y las regulaciones fijadas por el BCRA, se determina autónomamente la demanda de base monetaria. Por el lado de la oferta, cuando el Banco Central usa una tasa de interés como principal instrumento de política y a su vez determina otros factores de creación monetaria, la colocación neta de pasivos remunerados es la forma en la que automáticamente se restablece el equilibrio monetario, ya que cualquier excedente en la oferta de dinero se vuelca hacia los pasivos remunerados.

La relevancia de comparar los pasivos remunerados con la Base Monetaria no es clara. Utilizar la Base Monetaria como deflactor tiene el inconveniente que su evolución se encuentra afectada por las modificaciones de los requisitos de encaje. Al subir los coeficientes de encaje, sube el valor del denominador, a la vez que

⁶² Hay una mínima fracción de los mismos que está en manos de FCI.

cae el del numerador. Asimismo, las innovaciones financieras pueden modificar la composición de la demanda de dinero impactando en la demanda de Base Monetaria⁶³. De hecho, la base monetaria se encuentra en niveles históricamente bajos. Esto es así tanto por la demanda en pesos como por la baja exigencia en pesos del Régimen de Efectivo Mínimo. Esto último asociado a la posibilidad de integrar parte de la exigencia en pesos con LELIQ.

Perspectivas de los pasivos remunerados

Los pasivos remunerados son un instrumento de política y como tal reflejan en su evolución las condiciones macroeconómicas y las necesidades de desarrollo económico y de fortalecimiento de los mercados financieros y monetarios locales.

Un sendero favorable en el cual la actividad crezca y la inflación se reduzca, que la demanda de crédito se reactive apoyada en la percepción de una economía más vigorosa y que los ingresos se fortalezcan a partir del aumento de la productividad de la economía darán lugar a una mayor demanda de saldos monetarios reales. Esto último impulsará también la demanda de Base Monetaria, la cual se abastecería por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por una reducción de su stock.

Asimismo, el esquema de políticas macroeconómicas pautado en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) con el FMI estipula una reducción gradual en el déficit primario. En este marco, la asistencia monetaria al Tesoro seguirá una trayectoria descendente en términos del PIB, previéndose un valor nulo para 2024. El menor financiamiento monetario por parte del Tesoro Nacional reduciría las necesidades de esterilización.

La continuidad de este proceso de normalización de la economía, junto con el fortalecimiento y profundización del mercado de deuda pública, permitirían al BCRA incorporar gradualmente las operaciones de mercado abierto como instrumento principal de regulación monetaria, en línea con las prácticas de la mayor parte de los bancos centrales del mundo.

La transición no es lineal, no está exenta de shocks, y no se puede estimar con claridad su duración. Pero las condiciones están dadas para iniciar un camino gradual hacia una menor dependencia de este instrumento de regulación monetaria.

63 El desarrollo de los medios electrónicos de pago reduce el uso de circulante que incide plenamente en la demanda de Base Monetaria con un aumento de depósitos a la vista como contrapartida. Dado que solo se encaja una fracción de las colocaciones a la vista, el crecimiento de la demanda de depósitos en cuenta corriente de las entidades en el BCRA es menos que proporcional.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASPO: Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DISPO: Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

PFE: Programa de Facilidades Extendidas

PIB: Producto Interno Bruto

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

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI