

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2023



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2023

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 9 de octubre de 2023.

Contenidos

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

Pág. 6 | 2. Contexto Internacional

Pág.17 | Apartado 1 / Sistema de Pagos en Moneda Local en el Mercosur (SML)

Pág.21 | Apartado 2 / Determinantes reales y financieros de la inversión productiva a nivel firma: tendencias estructurales y cambios postpandemia en América Latina (1995-2022)

Pág.28 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág.37 | Apartado 3 / Pronósticos de recuperación para la próxima campaña agrícola

Pág. 41 | 4. Sector Externo

Pág. 53 | Apartado 4 / El BCRA retoma la publicación del Informe de Inversión Extranjera Directa

Pág. 58 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 67 | Apartado 5 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2024

Pág. 70 | 6. Precios

Pág. 79 | Apartado 6 / La incidencia de las commodities y los bienes de capital e insumos en la inflación: un análisis de largo plazo para Argentina

Pág. 83 | 7. Política Monetaria

Pág. 94 | 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

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 economía global ha tendido a desacelerarse en los últimos meses. Con la inflación núcleo persistiendo en muchas economías avanzadas y cediendo en buena parte de las emergentes, los bancos centrales de las primeras mantuvieron, o incluso subieron, las tasas de interés de referencia; mientras que, los de las segundas comenzaron a reducirlas, especialmente en Latinoamérica. Ello impactó sobre los flujos de capitales hacia las economías emergentes, que perdieron dinamismo, con su consecuente impacto sobre las monedas. Asimismo, el dólar estadounidense se ha apreciado en el margen presionando a la baja a los precios de las materias primas agropecuarias, mientras que el petróleo se fortalece ante las restricciones de oferta.

En Argentina la actividad económica se contrajo en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la severa sequía que afectó principalmente la cosecha gruesa, tal como se había anticipado en el IPOM anterior. Por su parte, el nivel de actividad del conjunto de los sectores no agropecuarios se mantuvo estable respecto al primer trimestre y también en términos interanuales, con las actividades más vinculadas al agro contrayéndose y el resto creciendo. El empleo formal en los sectores no agropecuarios continuó aumentando. La demanda interna se mantuvo relativamente estable respecto al primer trimestre, con cierta heterogeneidad entre sus componentes. La contracción de las exportaciones netas, caída de existencias, ambas afectadas por la sequía, y la merma en el consumo privado fueron parcialmente contrarrestadas por el aumento de la inversión. Hacia delante se espera que el conjunto de políticas de refuerzo de ingresos implementadas por el Gobierno Nacional contribuya a sostener la demanda interna, en un contexto de elevada inflación e incertidumbre asociada al período electoral.

La sequía también provocó una fuerte caída en flujos comerciales del exterior, con una pérdida estimada en torno a US\$20.000 millones, y de la recaudación por derechos de exportación, que se redujo en 0,6% del PIB. Con el objetivo de contribuir a una mejora en el saldo comercial y favorecer la acumulación de reservas internacionales, así como también fortalecer los recursos fiscales, desde mediados de julio el Gobierno Nacional y el BCRA impulsaron un conjunto medidas impositivas y cambiarias. Entre ellas se destacaron la recalibración del tipo de cambio oficial a un valor de \$/US\$ 350, la ampliación del impuesto PAIS a la importación de otros bienes y servicios y una serie de modificaciones al Programa de Incremento Exportador (PIE).

En este contexto y ante la necesidad de atender oportunamente los pagos de los servicios de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), dada la demora en los desembolsos correspondientes a la quinta revisión del Programa de Facilidades Extendidas (PFE), el BCRA debió asistir financieramente de manera transitoria y extraordinaria al Tesoro Nacional. Además, para hacer frente a los compromisos de fines de julio y principios de agosto se recurrió a fuentes extraordinarias de fondeo (la colocación de una letra intransferible al BCRA, financiamiento de la CAF y un préstamo bilateral con el Estado de Catar). Estas operaciones permitieron cumplir en tiempo y forma con los servicios de la deuda con el organismo multilateral de crédito hasta la aprobación conjunta de la quinta y sexta revisión del PFE. En la misma se ajustó la meta de reservas internacionales, reflejando el impacto de la sequía y manteniendo un elevado esfuerzo de acumulación en el resto del año. Por otro lado, se incrementó de 0,6 a 0,8% del PIB el límite de financiamiento monetario al Tesoro; al tiempo que se mantuvo la meta de déficit fiscal primario del Sector Público No Financiero.

Tras la aprobación de la revisión del PFE, el 23 de agosto el organismo realizó un desembolso de 5.500 millones de DEGs (unos US\$7.400 millones) y se comenzaron a revertir los mecanismos de financiamiento puente mencionados anteriormente. Ese mismo día se cancelaron \$0,5 billones de Adelantos transitorios

netos. También se canceló el préstamo con el Estado de Catar y el Gobierno Nacional decidió adelantar el pago de septiembre al FMI por 687,5 millones de DEGs (unos US\$910 millones).

La inflación de los últimos meses reflejó el impacto de la mayor volatilidad financiera y de las diversas medidas orientadas a compensar las consecuencias de la sequía en los recursos fiscales y en las reservas internacionales, entre las que se destacó la recalibración del tipo de cambio oficial. El efecto en precios se habría concentrado fundamentalmente en agosto y septiembre, con una inflación promedio mensual en torno al 12%. Sin embargo, la inflación mostró una tendencia a la baja desde la primera semana de septiembre y se espera para octubre una marcada reducción en la tasa de inflación mensual. La desaceleración de la inflación de las últimas semanas respondió mayormente a una serie de medidas implementadas por el Gobierno Nacional y el BCRA.

El Gobierno Nacional renovó los acuerdos de precios en el marco del programa Precios Justos —acotando el ritmo de suba de productos de la canasta básica y estabilizando los precios de los medicamentos—. Asimismo, dispuso el congelamiento transitorio de precios de ciertos productos regulados —como las naftas y las cuotas de medicina prepaga— y postergó el incremento en las tarifas de trenes, colectivos, gas y electricidad.

El BCRA, por su parte, readecuó la tasa de interés de política monetaria con el objetivo de morigerar el traslado a precios de la recalibración del tipo de cambio oficial. Específicamente, dispuso elevar en 21 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 118% n.a. (209,4% e.a.). Asimismo, elevó la tasa de interés mínima garantizada para las colocaciones de personas humanas a un rendimiento efectivo mensual de 9,7%. De este modo, se buscó propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y contribuir al equilibrio financiero y cambiario.

Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de acotar la volatilidad y auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana. Asimismo, mantuvo su política de crédito focalizada en el desarrollo productivo a través de Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP). Esta herramienta permitió que el financiamiento bancario a las empresas de menor tamaño relativo se ubique por encima del registro previo a la pandemia y del promedio histórico.

En los próximos meses, el BCRA continuará calibrando sus políticas en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros asociado al período electoral. En materia de tasas de interés, actuará dentro de su objetivo estructural de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y favorecer la acumulación de reservas. Asimismo, el BCRA continuará interviniendo en los mercados secundarios de deuda pública con el fin de evitar una excesiva volatilidad que comprometa la estabilidad financiera y cambiaria, y mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, de manera de preservar el equilibrio monetario. Por último, en pos de seguir apoyando la expansión de la actividad económica, el BCRA continuará estimulando el crédito, en particular aquel vinculado al desarrollo productivo a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva.

2. Contexto Internacional

La economía global ha tendido a desacelerarse en los últimos meses. De los principales socios comerciales de la Argentina, China crece menos de lo esperado, mientras experimenta una crisis inmobiliaria. Brasil también se desacelera, en tanto la zona del euro y el Reino Unido se estancan. Sólo el crecimiento de Estados Unidos da muestras de cierta fortaleza.

Con la inflación núcleo persistiendo en muchas economías avanzadas y cediendo en buena parte de las emergentes y en desarrollo, los bancos centrales de las primeras mantienen o incluso suben las tasas de interés, mientras que los de las segundas han comenzado a reducirlas (especialmente en Latinoamérica). Ello ha impactado recientemente sobre las monedas y los flujos de capitales a los emergentes.

En los mercados se consolida un escenario de “tasas más altas por más tiempo”, con su impacto sobre bonos y acciones, y divisas. El dólar estadounidense, que venía depreciándose en lo que va del año, se ha apreciado en el margen; ello también se refleja en los precios de materias primas. Las *commodities* agropecuarias muestran cierta retracción, mientras que el petróleo se fortalece ante las restricciones de oferta.

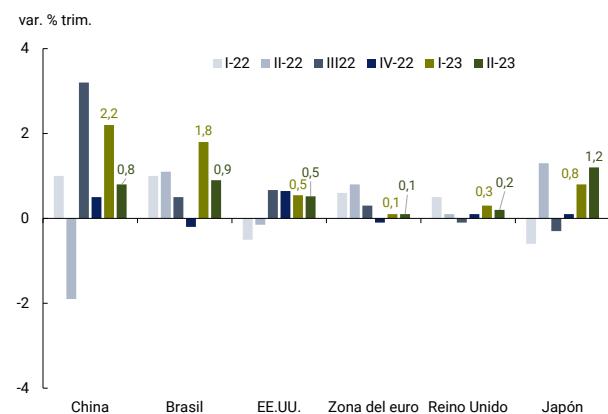
Los riesgos para la actividad mundial siguen sesgados a la baja. En China es incierta la repercusión financiera de la crisis inmobiliaria, y será clave la respuesta de política económica. En tanto, la persistencia de la inflación subyacente en algunas economías avanzadas podría derivar en subas adicionales de las tasas de interés y eventuales turbulencias financieras (bancarias o vinculadas con situaciones de insostenibilidad de deudas empresarias y soberanas). Las tensiones geopolíticas persisten como focos de riesgo, y pueden implicar una mayor fragmentación comercial.

2.1. Menor crecimiento global en un contexto más incierto

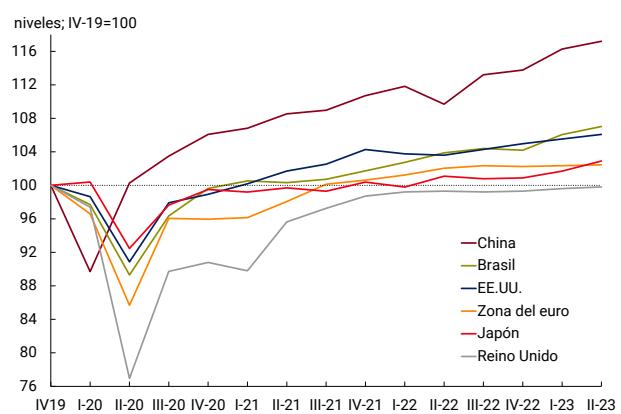
En el segundo trimestre del año la actividad económica global tendió a desacelerarse. En las economías avanzadas, el panorama fue heterogéneo: la zona del euro y el Reino Unido continuaron estancados, con crecimientos trimestrales de 0,1% y 0,2% (sin estacionalidad), respectivamente. En Estados Unidos sorprendió la fortaleza de la economía frente a la política monetaria contractiva con una tasa de crecimiento similar a la del trimestre previo (+0,5% trimestral s.e.); mientras que en Japón el crecimiento se aceleró inesperadamente (de +0,8% a +1,2% trimestral s.e.). Las economías emergentes continuaron registrando un mejor desempeño, pero con señales de desaceleración en algunos casos relevantes. En China, se conjugaron una crisis inmobiliaria en la inversión residencial con menor dinamismo del consumo de los hogares y menor demanda externa por la desaceleración global. Ello llevó a una expansión de sólo 0,8% trimestral s.e. en el segundo trimestre del año, luego del alza de 2,2% del trimestre previo. Asimismo, en Brasil la actividad económica creció 0,9% trimestral s.e., luego de haberse expandido 1,8% en el trimestre anterior (ver Gráfico 2.1). Los mercados laborales continúan robustos en ambos grupos de países, con una dinámica de creación de empleos que se sostiene, aunque a un menor ritmo, y tasas de desocupación que se mantienen en niveles bajos en términos históricos, pero con algunas señales de deterioro de las condiciones laborales en el margen en algunos casos.

Gráfico 2.1 | Evolución del PIB de economías seleccionadas (PIB real sin estacionalidad)

a. Variación % trimestral



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

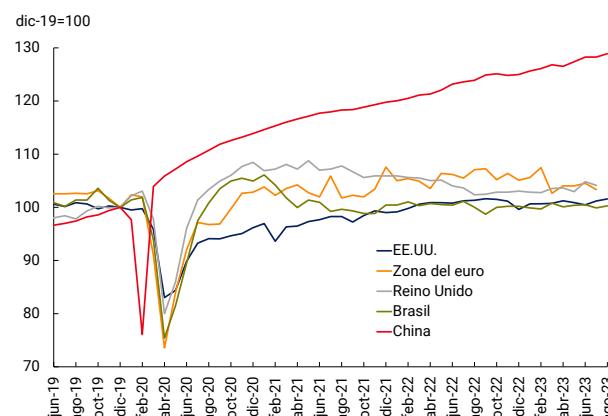


Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas nacionales.

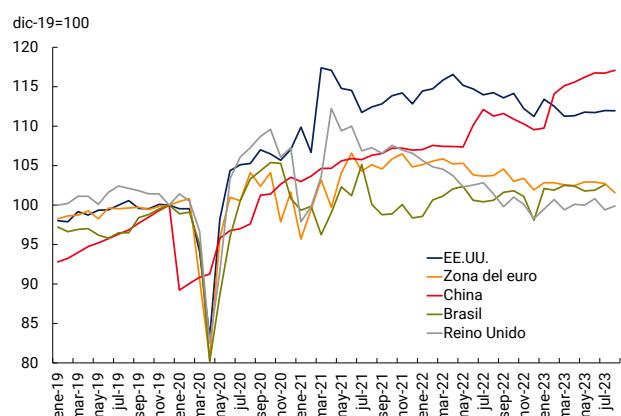
Los indicadores de alta frecuencia sugieren, en general, un peor desempeño de la actividad económica en el tercer trimestre en la zona del euro y el Reino Unido, con caídas en la producción industrial y las ventas minoristas. En julio se mantuvieron las malas señales para China, con estancamiento de las ventas minoristas y de la producción industrial, pero luego recuperándose en agosto. La excepción es Estados Unidos, donde parece sostenerse la actividad económica con expansión mensual de ambas variables en julio y agosto (ver Gráfico 2.2). Por otra parte, el comercio mundial viene mostrando una leve recuperación en los últimos meses, en el contexto de una tendencia decreciente iniciada a mediados de 2021¹.

Gráfico 2.2 | Indicadores de actividad

a. Producción industrial



b. Ventas minoristas



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

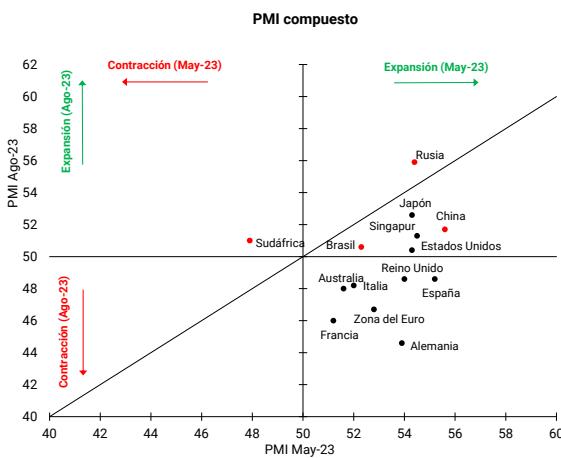
Los indicadores prospectivos también evidencian la misma dinámica de un deterioro de la actividad en el tercer trimestre, con un giro en su tendencia respecto al informe previo. El índice compuesto elaborado a partir de las encuestas a los gerentes de compras (PMI) tendió a disminuir en muchos países (puntos ubicados por debajo de la diagonal) y, en particular, pasó a zona de contracción en Europa (Gráfico 2.3a). El sector servicios, que impulsaba la expansión, experimentó un significativo retroceso (ver Gráfico 2.3c) y el industrial, con la excepción de los países que integran los BRICS, permanece en contracción (ver Gráfico 2.3b).

1 Según el Nowcasting de datos de exportaciones globales que construye el Kiel Institute for the World Economy.

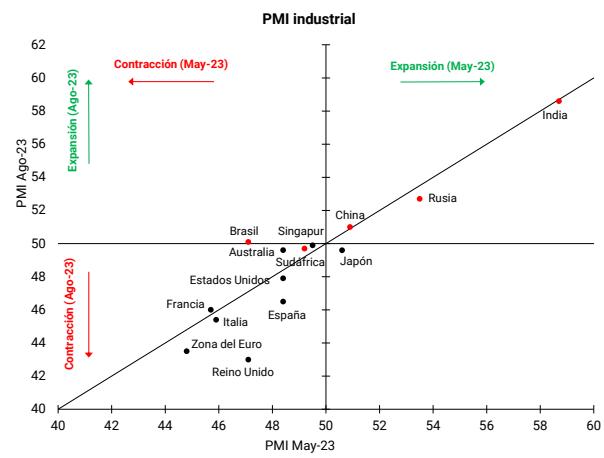
Por su parte, la confianza del consumidor continuó su recuperación en el período mayo-agosto en la zona del euro, Reino Unido, Estados Unidos y Brasil, pero permaneciendo por debajo del promedio de los últimos cinco años (excepto en Brasil que lo ha superado) (ver Gráfico 2.3d). En China, la última medición disponible es de abril y mostró un deterioro de tal magnitud que el valor reportado volvió próximo a los niveles de diciembre de 2022 cuando comenzaron a levantarse las restricciones sanitarias por la pandemia del COVID-19. Las y los analistas acuerdan en que la confianza del consumidor ha seguido declinando.

Gráfico 2.3 | Indicadores de actividad prospectivos

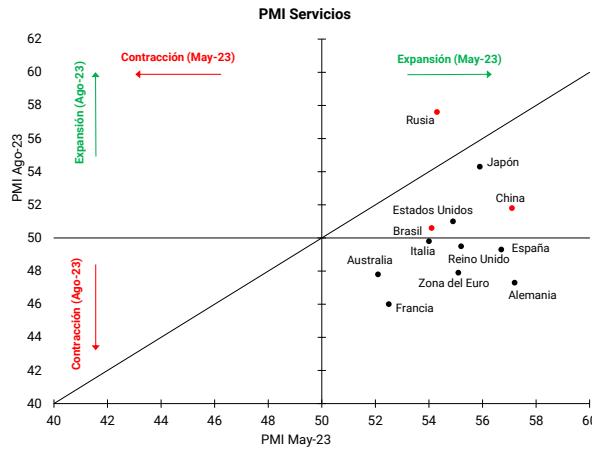
a. PMI compuesto



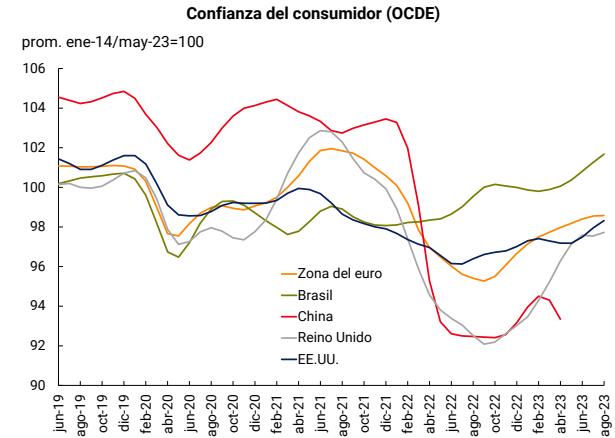
b. PMI del sector industrial



c. PMI del sector servicios



d. Confianza del consumidor



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

Las perspectivas de la actividad económica siguen indicando una desaceleración del crecimiento global este año, y una expansión similar para 2024, con una inflación persistente, especialmente en las economías avanzadas, y mayores riesgos financieros. Se prevé que las economías en desarrollo y emergentes, particularmente China e India, continúen evidenciando tasas de crecimiento superiores a las avanzadas y lideren la expansión global, aunque con mayores riesgos a la baja (ver Cuadro 2.1). Los últimos pronósticos, en general, han incrementado levemente la proyección de crecimiento global para este año, aunque se mantiene por debajo de la tasa del año pasado. Así, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronostica que el crecimiento global se desacelerará a 3% este año (luego de un alza de 3,5% en 2022) y será también de 3% para 2024, mientras que el consenso de analistas prevé tasas de expansión de 2,7% para ambos años. Por otra parte, los pronósticos también apuntan a una reducción gradual de la tasa de inflación global, que se mantendrá

en niveles elevados en 2023 y 2024. Según el FMI, la inflación general global caerá de 8,7% en 2022 a 6,8% en 2023 y a 5,2% en 2024 (-0,2 p.p. y +0,3 p.p. respecto del pronóstico previo, respectivamente), pero con una inflación subyacente (que excluye los precios de energía y alimentos) más persistente.

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

	FMI		FMI		Banco Mundial				Consenso de mercado						
	2021 2022		Proyecciones julio 2023		Dif. con proy. abril 2023		Proyecciones junio 2023		Dif. con proy. enero 2023		Proyecciones agosto 2023		Dif. con proy. abril 2023		
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
PIB Mundial	6,3	3,5	3,0	3,0	0,2	0,0	2,1	2,4	0,4	-0,3	2,7	2,7	⁽¹⁾	0,2	-0,1
Economías avanzadas	5,4	2,7	1,5	1,4	0,2	0,0	0,7	1,2	0,2	-0,4					
Estados Unidos	5,9	2,1	1,8	1,0	0,2	-0,1	1,1	0,8	0,6	-0,8	1,9	0,9	0,8	0,1	
Zona del euro	5,3	3,5	0,9	1,5	0,1	0,1	0,4	1,3	0,4	-0,3	0,6	0,9	0,0	-0,2	
Economías emergentes y en desarrollo	6,8	4,0	4,0	4,1	0,1	-0,1	4,0	3,9	0,6	-0,2					
China	8,4	3,0	5,2	4,5	0,0	0,0	5,6	4,6	1,3	-0,4	5,5	4,8	⁽¹⁾	0,1	-0,2
India	9,1	7,2	6,1	6,3	0,2	0,0	6,3	6,4	-0,3	0,3	6,9	6,2	0,0	0,2	
América Latina y el Caribe	7,0	3,9	1,9	2,2	0,3	0,0	1,5	2,0	0,2	-0,4					
Brasil	5,0	2,9	2,1	1,2	1,2	-0,3	1,2	1,4	0,4	-0,6	2,2	1,5	⁽¹⁾	1,3	0,0
Argentina	10,7	5,0	-2,5	2,8	-2,7	0,8	-2,0	2,3	-4,0	0,3	-3,3	-0,5	⁽¹⁾	-1,0	-1,5
Europa Emergente y en desarrollo	7,3	0,8	1,8	2,2	0,6	-0,3	1,4	2,7	1,3	-0,1					
Rusia	5,6	-2,1	1,5	1,3	0,8	0,0	-0,2	1,2	3,1	-0,4	2,0	1,3	2,9	0,1	

Fuente: FMI, Banco Mundial y Reuters (consenso de mercado). (1) Pronóstico de julio de 2023.

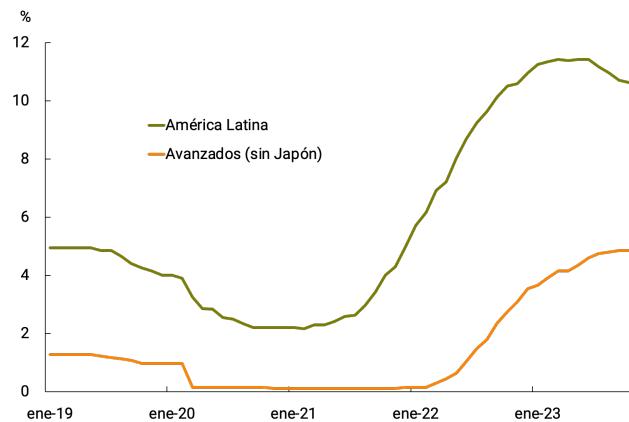
Los riesgos para la actividad mundial continúan sesgados a la baja. Se acrecentó el riesgo de menor crecimiento en China: el principal factor de incertidumbre radica en el impacto de la crisis inmobiliaria en el sistema financiero; y será clave la respuesta de política económica que, por el momento, el consenso de analistas de mercado juzga como modesta. Otro factor importante es la persistencia de la inflación subyacente, particularmente, en algunas economías avanzadas, en un contexto en el que se están desfasando los ciclos de política monetaria entre avanzados y emergentes. Esto podría derivar en subas adicionales de las tasas de interés de política y en nuevas turbulencias financieras, como las registradas en el sistema bancario norteamericano en el primer trimestre o las vinculadas con situaciones de insostenibilidad de las deudas corporativas o soberanas. Los ratios de deuda pública a PIB se mantienen por encima de los niveles de prepandemia en los países emergentes y en los países de bajos ingresos. En este último grupo la situación es más delicada, con pagos de intereses de la deuda como porcentaje de los ingresos fiscales crecientes en los últimos años. Los conflictos geopolíticos, como un recrudecimiento de la guerra en Ucrania o una escalada de las tensiones entre China y Estados Unidos, no pueden descartarse como focos adicionales de riesgo. Además del impacto negativo de estos factores en la estabilidad financiera internacional, pueden implicar una mayor fragmentación comercial (ver Recuadro. Argentina en el BRICS").

2.2. Política monetaria: tasas de interés estables o en alza en países avanzados, cediendo en países en desarrollo

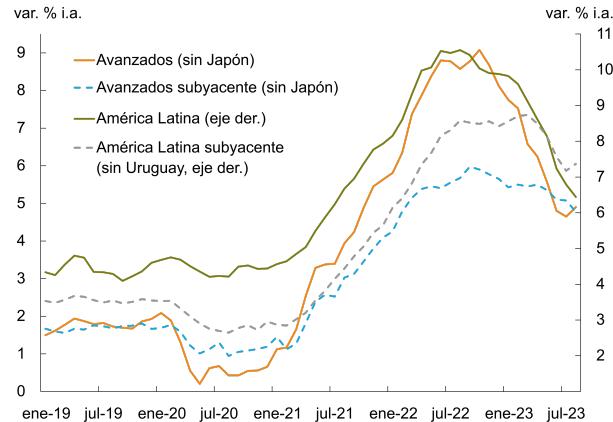
Los ciclos de política monetaria continúan desfasados. Los bancos centrales de economías desarrolladas mantienen sus tasas de interés de política monetaria (TPM) "en pausa" e incluso podrían volver a subirlas (como hizo el Banco Central Europeo en septiembre); mientras que los de países en desarrollo han comenzado a bajarlas, particularmente en Latinoamérica. Estos ciclos de política monetaria están relacionados a la evolución de la inflación: los bancos centrales latinoamericanos comenzaron antes a subir sus TPM, y en la región la inflación ha comenzado a ceder antes (ver Gráficos 2.4a y b).

Gráfico 2.4 | Política monetaria e inflación

a. Tasa de política monetaria



b. Inflación

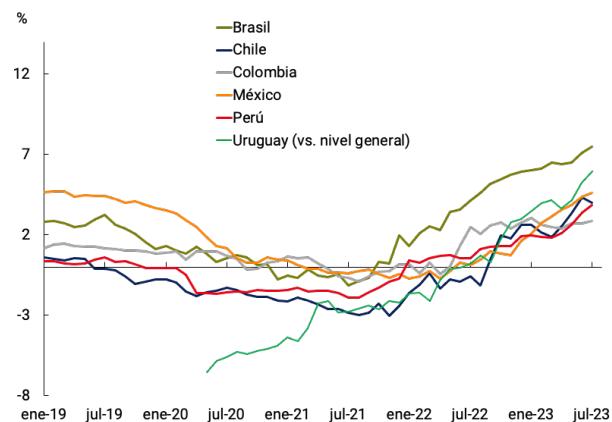


Fuente: BCRA en base a datos de Reuters.

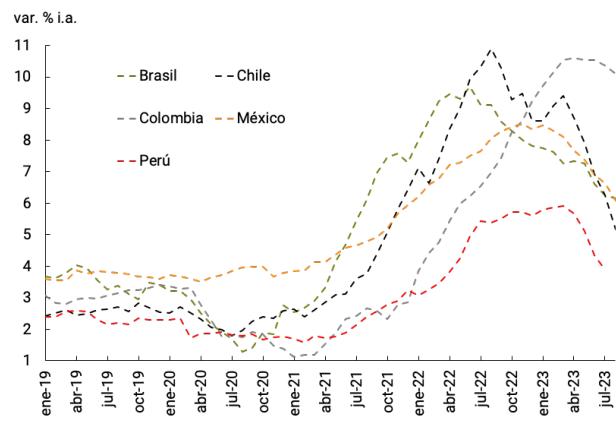
En Latinoamérica, comenzó reduciendo su TPM el Banco Central de Uruguay, seguido por los de Brasil y Chile. En todos los casos, la TPM habría pasado ya su nivel máximo (quizás con la excepción de Colombia). La TPM en términos reales (vs. inflación subyacente) en todos los casos continuó aumentando, salvo en Chile. La inflación subyacente está reduciéndose, excepto en Colombia (donde si bien dejó de subir, está constante en valores cercanos a 10,5%; ver Gráficos 2.5a y b).

Gráfico 2.5 | Economías de América Latina

a. Tasa real de política monetaria



b. Inflación subyacente

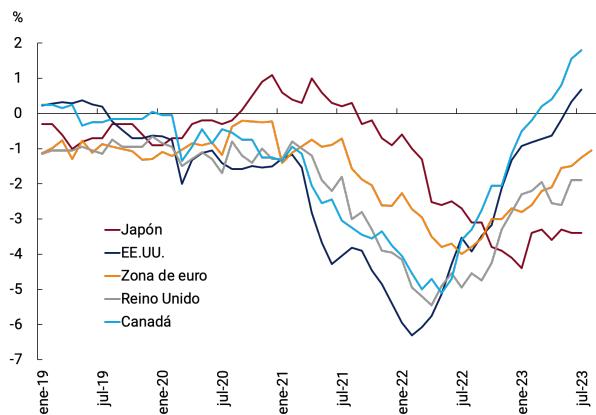


Fuente: BCRA en base a datos de Reuters.

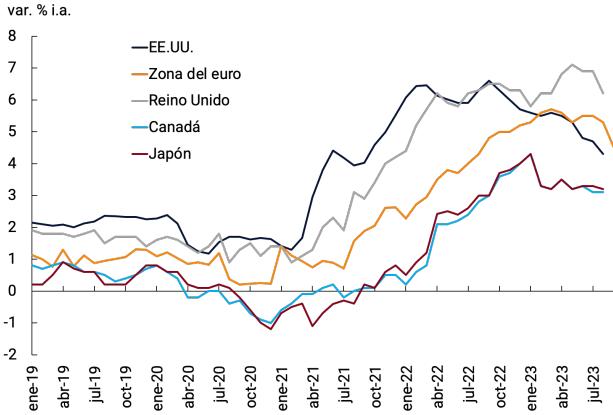
En cambio, si bien las economías avanzadas se encaminan a las tasas “terminales” de este ciclo, no hay indicios de que comiencen a reducirlas. Otra diferencia respecto de las economías latinoamericanas es que en la mayoría de los países desarrollados de la muestra se proyectan TPM en niveles elevados por más tiempo de lo esperado hasta ahora; en parte, debido a que la inflación subyacente se mantiene elevada y se reduce lentamente (ver Gráficos 2.6a y b).

Gráfico 2.6 | Principales economías avanzadas

a. Tasa real de política monetaria



b. Inflación subyacente



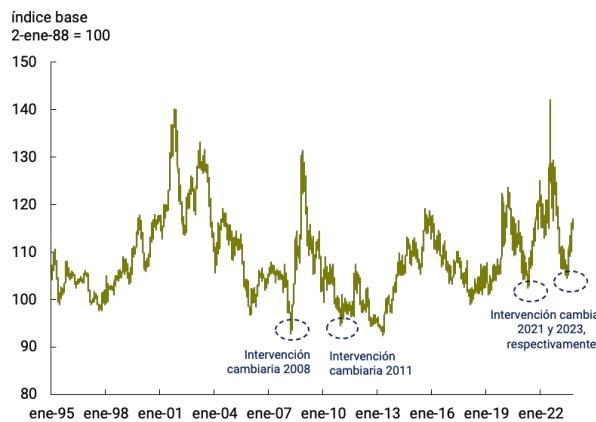
Fuente: BCRA en base a datos de Reuters.

Esta dinámica de tasas de interés se ha reflejado en el mercado cambiario. Si durante buena parte del año las monedas de Latinoamérica venían apreciándose -en parte- impulsadas por el diferencial de tasas, ahora este factor se revierte en el margen, y de hecho se observan depreciaciones de las monedas junto a salidas de capitales en los principales países de la región.

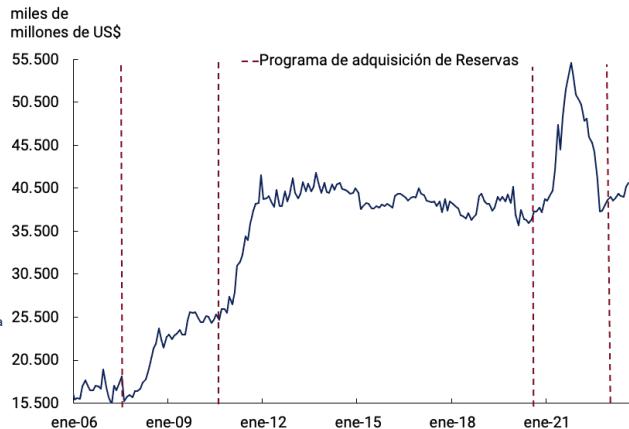
Además, dentro de la región la autoridad monetaria de Chile (BCCh) comenzó un nuevo proceso de acumulación de reservas internacionales. El BCCh inició un programa de reposición y ampliación de reservas internacionales por un total de US\$10.000 millones, para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, compras que tendrán un efecto monetario nulo al ser esterilizadas (ver Gráficos 2.7a y b).

Gráfico 2.7 | Indicadores del sector externo de Chile

a. Tipo de Cambio Real Multilateral de Chile



b. Reservas Internacionales de Chile



Fuente: BCRA en base a datos del Banco Central de Chile.

En tanto, continuaron según lo anunciado, los programas de contracción cuantitativa de la Fed, y sin nuevos impactos en el sector financiero, tras lo sucedido con el *Sillicon Valley Bank*, entre otros. Además, continúan los riesgos de una salida de la política monetaria expansiva del Banco de Japón, que si no logra ser ordenada puede tener efectos disruptivos tanto locales, especialmente en las entidades financieras no bancarias, como internacionales por el desarme de posiciones de *carry trade*.

En el caso del resto de las principales autoridades monetarias, se esperan leves reducciones en la TPM del sudeste asiático. Sus bancos centrales son los que en términos relativos menos habían subido sus TPM dado que su tasa de inflación se mantuvo dentro o muy cercana a la meta. Por otro lado, la autoridad monetaria de Turquía cambió drásticamente su estrategia de política monetaria, y comenzó a incrementar marcadamente su TPM para combatir la inflación.

Recuadro. Argentina en el BRICS

En agosto pasado, los presidentes del grupo [BRICS](#) (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) invitaron a seis países a convertirse en miembros plenos desde 2024: Argentina, Egipto, Etiopía, Irán, Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos. Los miembros actuales del BRICS representan más de 42% de la población mundial, 30% del territorio, 23% del PIB global y 18% del comercio internacional.

En 2001, un informe de Goldman Sachs (["Building better global economic BRICs"](#)) daba cuenta del crecimiento de esos cinco países emergentes, afirmando que en el corto plazo superarían a las del G-7 para convertirse en los futuros líderes de la economía mundial. Los mandatarios de Brasil, Rusia, India y China se reunieron informalmente por primera vez en julio de 2006, y en septiembre de ese año, acordaron incorporar el concepto BRIC a las categorías de política exterior, remarcando la necesidad de afianzar la cooperación mutua.

En 2008, la crisis financiera global catalizó consolidación del bloque en el seno del G20: los Ministros de Finanzas del BRIC adoptaron [declaraciones conjuntas](#) sobre los problemas globales, realizando propuestas alternativas para lidiar con la crisis. En junio de 2009 finalmente se llevó a cabo la [Primera Cumbre de Líderes del BRIC](#). Definieron su misión fundamental: impulsar la reforma de las instituciones financieras internacionales y la cooperación en cuestiones cruciales del desarrollo global. Acordaron realizar anualmente una Cumbre de Líderes. Sudáfrica fue invitada en 2010, y el grupo adoptó la denominación de BRICS.

Anualmente, el BRICS celebra alrededor de 150 reuniones sobre tres pilares de cooperación: i) de política y seguridad, ii) financiera y económica, y iii) cultural y entre pueblos. La firma de más de 30 acuerdos y memorandos de entendimiento brindan la base legal para la cooperación en áreas tan diversas como el Acuerdo de Reservas Internacionales Contingente, aduanas, impuestos, sistema bancario, cultura, ciencia, tecnología e innovación, investigación agrícola, eficiencia energética, política de competencia y academias diplomáticas.

En el comunicado de la Cumbre del presente año se enfatiza que sus miembros comparten la visión del BRICS como un grupo que defiende las necesidades y preocupaciones de los pueblos del Sur Global. Estas incluyen la necesidad de un crecimiento económico beneficioso, un desarrollo sostenible y una reforma de los sistemas multilaterales.

Como ha quedado de manifiesto a lo largo de la participación de Argentina en el G20, nuestro país comparte agenda con los miembros del BRICS en temas como i) reforma de la arquitectura financiera internacional; ii) inseguridad alimentaria y energética; y iii) cambio climático. Por su parte, abre la posibilidad de acceder a una nueva fuente de financiamiento para proyectos de infraestructura y de desarrollo sostenible a través del [Nuevo Banco de Desarrollo](#) (NBD) establecido por los miembros del BRICS en 2015. A fines de 2022, el NBD tenía 96 proyectos aprobados por un monto total de US\$32.800 millones.

Por último, los miembros del BRICS vienen impulsando el uso de sus propias monedas para el intercambio comercial dentro del bloque (ver Apartado 1 / Sistema de Pagos en Moneda Local en el Mercosur). Esto es de especial interés para la actual coyuntura de Argentina ya que el comercio con los miembros representa, aproximadamente, el 29% de las exportaciones y el 43% de las importaciones.

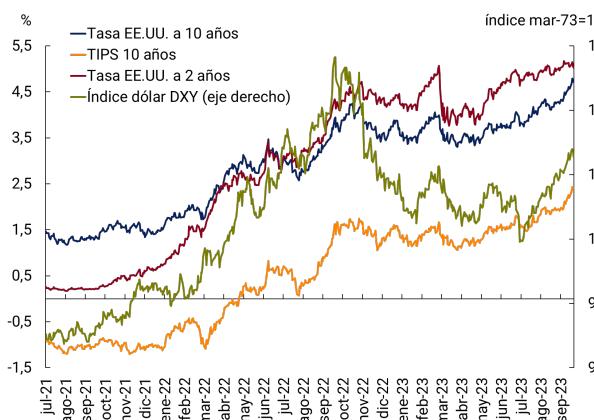
2.3. Mercados: tasas de interés más altas por más tiempo, con impacto sobre bonos, acciones y divisas

A pesar de las turbulencias por la crisis bancaria en los EE.UU. a comienzos de año, las tasas de interés se mantuvieron elevadas y, con subas en el margen parecen estabilizarse en estos valores, lo que lleva a muchos analistas a plantear un escenario de “tasas más altas por más tiempo”, lo que sería un cambio muy relevante para los países emergentes.

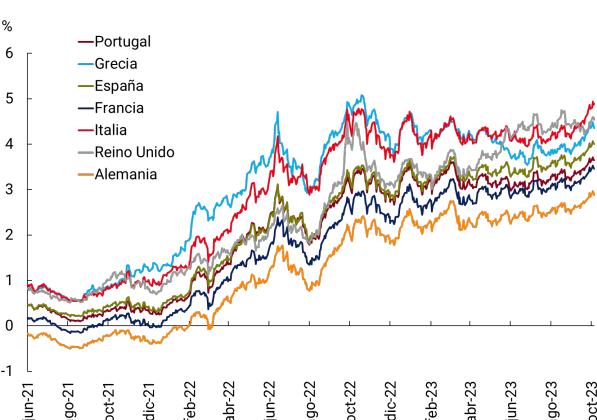
Desde el cierre del IPOM anterior la tasa del Tesoro de los EE.UU. a 10 años subió 75 p.b. y ha tocado máximos que no se veían desde el año 2007. Las tasas de interés reales, medidas por las tasas de los bonos indexados por inflación a 10 años (TIPS) también están en valores muy elevados, con una suba de 88 p.b. en el año (ver Gráfico 2.8a.). Esto no se ve sólo en los Estados Unidos; en Europa las tasas también se estabilizaron en valores elevados y con subas en el margen (ver Gráfico 2.8b).

Gráfico 2.8

a. Tasas de interés e índice dólar



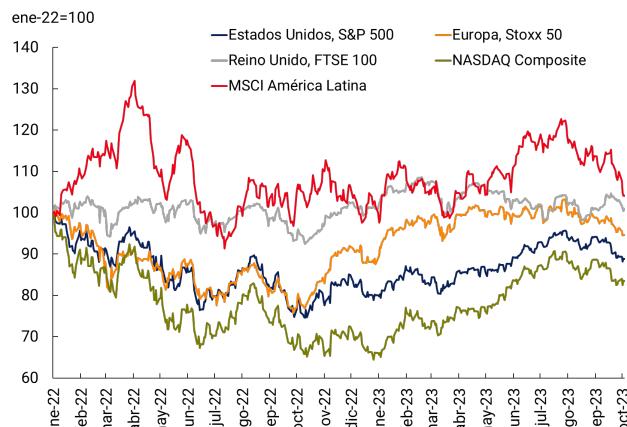
b. Tasas de interés países europeos



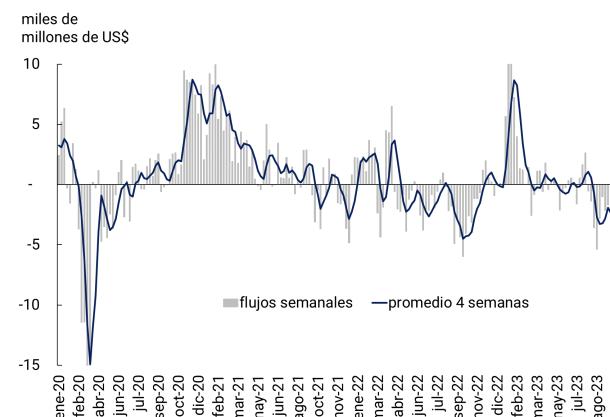
Fuente: Bloomberg.

Estos niveles de tasas de interés más altos y por mayor tiempo ya empezaron a impactar en algunos sectores de la economía. Por un lado, comienza a haber más restricciones para financiamiento a empresas a nivel global, por ejemplo, en el sector de bonos corporativos. Existen temores del impacto en los mercados inmobiliarios, aunque por el momento el de los Estados Unidos continúa resiliente al nuevo escenario. Sí hay países, como Gran Bretaña, que al tener mayor proporción de préstamos hipotecarios a tasa variable ya evidencian un enfriamiento en el mercado inmobiliario. Por último, China continúa con sus problemas en el sector inmobiliario que amenazan la estabilidad financiera de bancos e intermediarios financieros no bancarios, aunque los problemas son idiosincráticos y no relacionados al ciclo global de suba de tasas.

En ese contexto, las bolsas globales moderaron las subas en el año y bajaron cerca de un 4% con respecto al cierre del IPOM anterior. Desde comienzos de año, las bolsas europeas han subido alrededor de un 8% y en Estados Unidos el S&P 500 y el Nasdaq subieron 11% y 26%, respectivamente (ver gráfico 2.9a). Las acciones de América Latina, medidas por el índice MSCI, cayeron 14,9% desde fines de julio, período que coincide con salidas de capitales de países emergentes en línea con la reversión del ciclo de tasas descripta en la sección anterior (ver gráfico 2.9b). Si bien las salidas de capitales se dieron en todo el conjunto de emergentes, fueron mucho más importantes en el caso de China.

Gráfico 2.9**a. Índices accionarios**

Fuente: Bloomberg.

b. Flujos de capitales a países emergentes

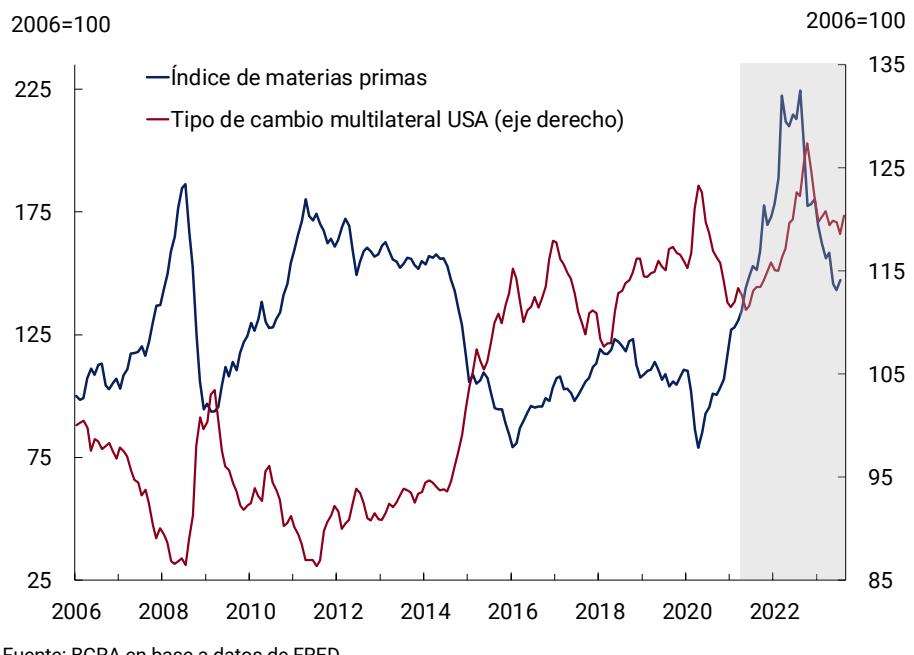
Durante la primera mitad de 2023 el dólar norteamericano en términos multilaterales experimentó una depreciación que a partir de mediados de julio comenzó a revertirse por diversos motivos, la divergencia en la velocidad de la implementación de políticas monetarias con otras economías, con su impacto en el diferencial de tasas de interés, y el incremento en el precio del petróleo, entre otros.

En particular, durante el tercer trimestre de 2023, los precios de las principales materias primas agrícolas como soja, trigo y maíz continuaron bajando, mientras que los energéticos como el crudo y gas subieron. La decisión de la OPEP+ de recortar la producción en diferentes reuniones impactó en el incremento del precio del petróleo, aunque la suba de tasas de interés globales y el mayor riesgo de recesión serían los factores opuestos que funcionarían como contrapeso en la baja del precio de las materias primas.

Como señalábamos en el IPOM de junio de 2023, los precios de las materias primas y el dólar estadounidense se han movido a la par recientemente, en contraste con su patrón habitual de hacerlo en direcciones opuestas (ver Gráfico 2.10). Las causas son en parte temporales, como la combinación inusual de shocks recientes, y en parte estructurales, como el surgimiento de Estados Unidos como exportador neto de energía².

2 BIS, 2023.

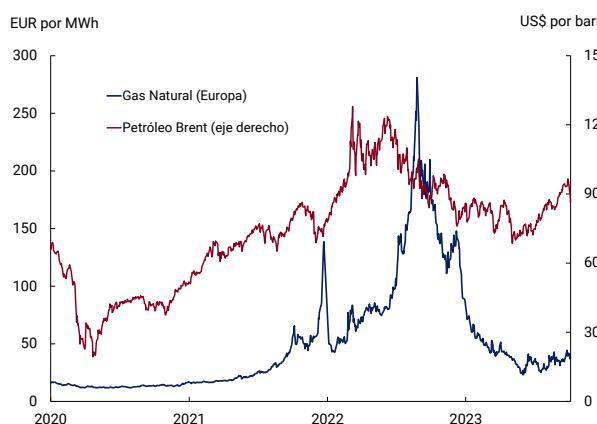
Gráfico 2.10 | Tipo de cambio multilateral de Estados Unidos e índice de materias primas



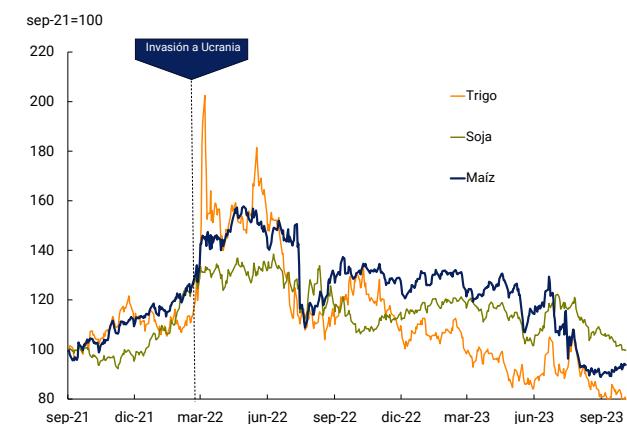
El petróleo brent comenzó a subir desde mediados de junio hasta alcanzar en septiembre su valor máximo en el año como resultado de los diferentes recortes en los niveles de producción que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP+) llevó adelante, aumentando 25% su precio durante el tercer trimestre³. El precio del gas natural en Europa subió 30% este trimestre, aunque partiendo desde valores muy bajos debido a los altos niveles de reservas alcanzados en los depósitos europeos (ver Gráfico 2.11a).

Gráfico 2.11 | Precios de materias primas seleccionadas

a. Gas natural y crudo Brent



b. Maíz, trigo y soja



Fuente: Bloomberg.

3 Arabia Saudita anunció que extendería su recorte voluntario de producción de 1 millón de barriles por día hasta finales de diciembre. Rusia también extendió su reducción voluntaria de las exportaciones de petróleo en 300.000 bpd hasta finales de año.

Luego de que los principales países productores presentaran cosechas récord, el trigo continuó con su descenso en el precio alcanzando los US\$198 durante septiembre, valor registrado por última vez en 2020. La soja llegó a caer hasta los US\$468 en septiembre continuando con el sendero bajista de la primera mitad de 2023 aunque con subas específicas debido a situaciones climáticas. Por su parte, el maíz en septiembre también alcanzó su nivel más bajo en años debido a las abundantes cosechas registradas en los principales productores y una menor demanda estimada para China (ver Gráfico 2.11b). Hacia delante, la suba en las de tasas de interés en los países avanzados y un menor empuje por parte de la demanda desde China impactarían a la baja sobre los precios de las materias primas.

2.4. En síntesis

Se abren varios focos de riesgo para la economía global. Será clave la evolución de China y las repercusiones financieras de su crisis inmobiliaria. Por otra parte, si se consolida el escenario de un “aterrizaje suave” de la economía norteamericana, ello apoyaría la actividad global, contrastando con otras economías avanzadas que casi no crecen. Pero a nivel financiero, el escenario de “tasas más altas por más tiempo” implicaría un diferencial de rendimientos a favor de los bonos de economías avanzadas, fortaleciendo también el dólar estadounidense y endureciendo en general las condiciones financieras internacionales. El balance de riesgos luce bajista para la actividad global y con persistencia para la inflación, sobre todo en economías avanzadas.

Apartado 1 / Sistema de Pagos en Moneda Local en el Mercosur (SML)

En la reunión de ministros de economía y presidentes de bancos centrales del Mercosur de julio de 2023, el tema central fue la convergencia macroeconómica y el uso de monedas locales en el comercio regional. Desde 2008, los bancos centrales del Mercosur han creado sistemas de pagos en moneda local (SML) entre los países del bloque. Los SML tienen el objetivo de facilitar el intercambio comercial entre los países en moneda local (apuntando a un menor uso del dólar), profundizar el mercado de esas monedas y reducir el costo de las operaciones, especialmente para las PyMEs. Esta temática se enmarca dentro de los esfuerzos internacionales para: mejorar los sistemas de pagos transfronterizos, como los realizados por el G20 en su Hoja de Ruta para Mejorar los Pagos Transfronterizos; y desarrollar mercados de capitales en moneda doméstica, como las que se efectúan en el grupo de Arquitectura Financiera Internacional del G20; o el desarrollo del comercio internacional en monedas locales que estimula el grupo BRICS. Este apartado describe el funcionamiento de este sistema, sus ventajas potenciales y limitaciones, su grado de utilización y las medidas que podrían incentivar un mayor uso del mismo.

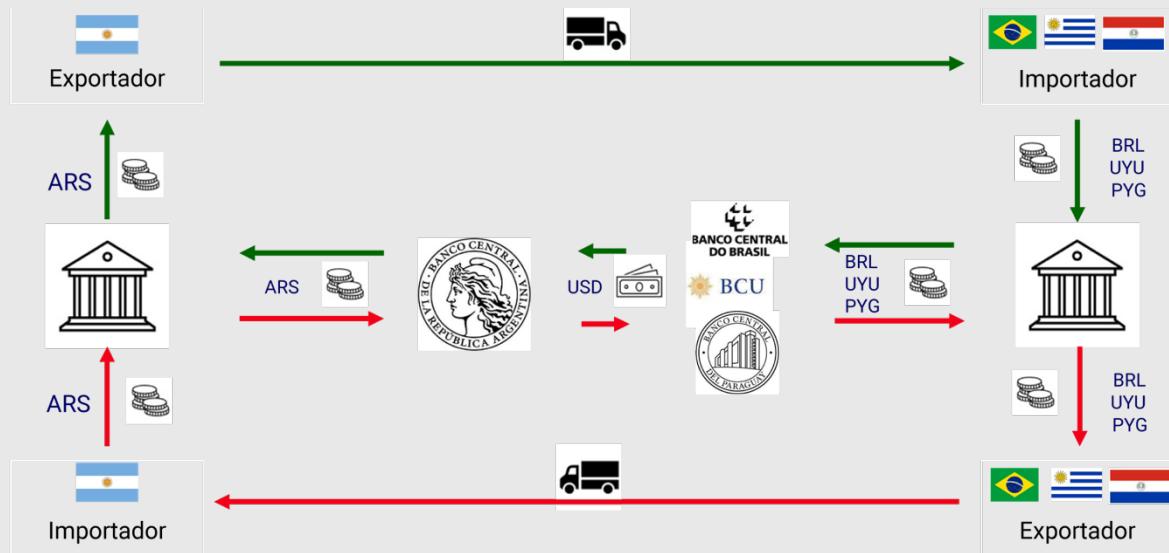
El SML es un sistema de pagos bilateral para cursar pagos de determinadas operaciones entre personas físicas y jurídicas de dos países utilizando monedas locales. Su objetivo es facilitar las transacciones entre los dos países en monedas locales y reducir las transferencias en divisas (dólares estadounidenses) entre sí. La implementación del SML busca fomentar el comercio exterior en monedas locales, profundizar el mercado de esas monedas y reducir los costos de las transacciones.

Existen seis convenios de SML firmados entre los países del Mercosur que vinculan de manera bilateral a los cuatro países de la región (el primero en 2008). La mayor parte de los convenios de SML firmados permite el pago de operaciones de comercio de bienes (más servicios y gastos asociados), el pago de operaciones de comercio de servicios asociados o no al comercio de bienes, las transferencias por jubilaciones y pensiones y el pago de remesas. En el caso de los convenios de Argentina con Paraguay y recientemente con Uruguay, se permiten los pagos por comercio de servicios y el pago de remesas (con Brasil aún no se extendió a ese campo el acuerdo bilateral del SML). Los convenios no incluyen los pagos de servicios financieros.

¿Cómo es el funcionamiento operativo del SML?

El ciclo del SML tiene tres grandes pasos, que como máximo pueden demandar hasta tres días de operatoria. Se inicia por quien importa/remite los fondos, quien registra la operación, informa los datos bancarios brindados por la parte exportadora y realiza el pago en su propia moneda en una entidad financiera autorizada de su país (ver el Esquema 1).

Esquema 1. Funcionamiento del SML



Fuente: BCRA.

El pago se efectúa en moneda local con la tasa de cambio acordada o a la Tasa SML divulgada por el banco central en el final del día. La Tasa de cambio SML es representativa del mercado mayorista en los dos países y es un promedio comprador-vendedor. Esta tasa es utilizada para liquidar las operaciones a los bancos intervenientes y es publicada diariamente por los bancos centrales. La tasa de cambio es uniforme independientemente del volumen de la transacción liquidada por medio del SML.

En segundo lugar, los bancos centrales controlan la confirmación del pago de las operaciones declaradas en el día anterior por las entidades financieras y se calcula el saldo entre las operaciones de ambos países. El saldo se calcula en base a la suma de los valores de las operaciones que se cursan por el SML en el día, en la moneda originalmente registrada, convertido al dólar con base a los tipos de cambio de referencia de cada país. El valor compensado en dólares, así obtenido, es liquidado por el banco central deudor por medio de su corresponsal en Nueva York.

Finalmente, cada banco central informa a las respectivas entidades financieras y acredita en sus cuentas el monto correspondiente a los pagos cursados por el SML para ser transferido a los exportadores y/o a los beneficiarios de la seguridad social en moneda local.

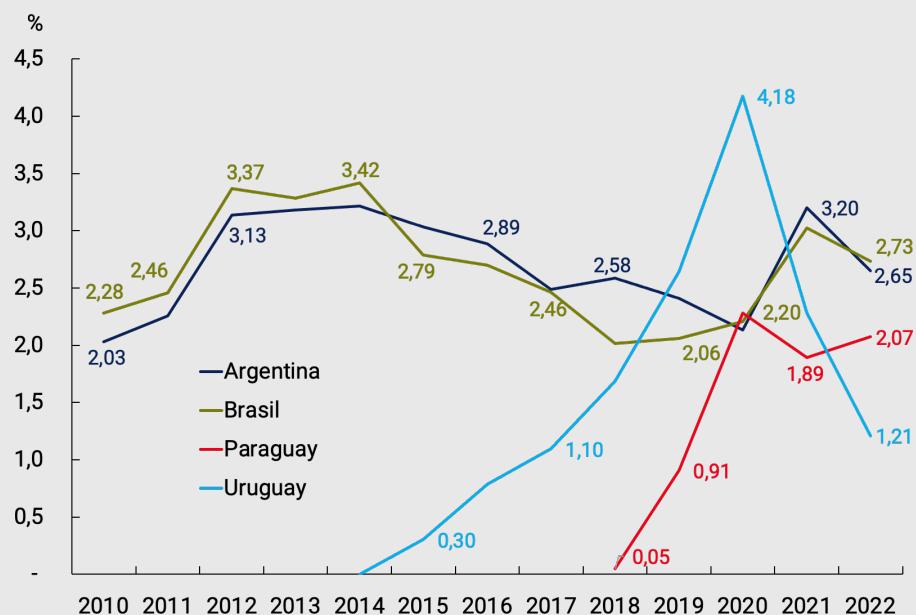
Ventajas del SML

La principal ventaja potencial del SML es la reducción de costos para sus usuarios, en particular para las PyMEs. El tipo de cambio utilizado es el representativo del mercado mayorista, y no cambia con el volumen de la transacción; esto permite acceder a las empresas, en especial a las PyMEs, a un tipo de cambio más bajo. Por otra parte, los gastos administrativos son menores, ya que los bancos centrales no cobran comisiones ni gastos entre sí y tampoco les cobran a las entidades financieras gastos de ningún tipo. Asimismo, se genera una interconexión de los sistemas de pagos de los países de la región a través de una infraestructura de pagos transfronterizos.

Grado de utilización del SML

La utilización del SML por parte de los países de la región varió a lo largo del tiempo, pero aún es baja. El SML como porcentaje del comercio bilateral entre los países que componen el Mercosur es un valor que osciló entre 1% y 4% en la última década, existiendo entonces espacio para seguir creciendo (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Comercio realizado a través del SML como porcentaje del comercio total (exportaciones más importaciones) en los países del Mercosur



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas del Mercosur.

Entre los factores que explican su baja utilización pueden mencionarse: un bajo conocimiento del SML por parte de los usuarios y su eventual dificultad para percibir las ventajas de su utilización (como menor tipo de cambio y/o menores comisiones). Vinculado a esto, existe una desalineación de los incentivos de las entidades financieras que redunda en pocos bancos ofreciendo el SML y en el escaso interés para impulsar a sus clientes a utilizarla. El plazo de 2-3 días también podría ser una desventaja dado que implica cierto riesgo cambiario. En el caso de los pagos de jubilaciones y pensiones, la demora en algunos de los acuerdos entre los fondos previsionales de los países dificulta el buen funcionamiento del sistema para ese tipo de giros.

Asimismo, deben apuntarse factores más vinculados a la macroeconomía: la demanda de moneda local por quienes operan en comercio exterior depende de su atractivo como medio de cambio y reserva de valor. De esta manera, la volatilidad cambiaria de las monedas de la región atenta contra el uso de monedas locales en general. Ésta puede estar reflejando el impacto de shocks asimétricos o respuestas de política diferenciadas a shocks comunes que se traducen, por ejemplo, en tasas de inflación dispares o en regímenes cambiarios muy diferentes entre los países de la región.

¿Cómo estimular un mayor uso del SML?

El diagnóstico del bajo uso del SML revela una serie de posibles acciones para la mejora del sistema. Éstas van de un menor a un mayor plazo, y de menor a mayor complejidad en su puesta en marcha.

En el corto plazo, pueden mejorarse aspectos operativos del sistema. Ellos incluyen promocionar más el funcionamiento y utilización del SML; alinear los incentivos de los bancos para que estimulen un mayor uso del sistema; reducir los plazos de los pagos para reducir costos y la exposición al riesgo cambiario; y agilizar los acuerdos entre los organismos previsionales de la región.

Entre las recomendaciones de mayor plazo y complejidad, podría pasarse de acuerdos bilaterales a multilaterales: pueden contribuir a asignar la liquidez de manera más eficiente y reducir la volatilidad del tipo de cambio. Otra manera de estimular el uso del SML sería ofrecer líneas de crédito para las operaciones de comercio exterior que se realicen exclusivamente a través del sistema; sería una forma de “estimular la demanda”, haciendo más atractivo a potenciales usuarios las operaciones a través de este sistema.

Desde un punto de vista macroeconómico, el mantenimiento de bajas tasas de inflación y una mayor homogeneidad de los regímenes cambiarios, incluyendo las regulaciones cambiarias, pueden colaborar con la reducción de la volatilidad cambiaria. Monedas locales más estables contribuyen a estimular su demanda y la tenencia en los balances de los bancos centrales de la región.

En un horizonte más largo, una mayor convergencia macroeconómica y la reducción de las volatilidades cambiarias pueden abrir la puerta a desarrollar un SML con compensaciones en monedas del Mercosur, evitando la compensación neta con dólares, lo que reduciría la demanda de activos de reserva en monedas extra-Mercosur.

Apartado 2 / Determinantes reales y financieros de la inversión productiva a nivel firma: tendencias estructurales y cambios postpandemia en América Latina (1995-2022)

Introducción

En este apartado estudiamos los determinantes de largo plazo de la inversión productiva y las nuevas dinámicas en la pospandemia para los principales países de América Latina⁴, empleando información de registros contables y distinguiendo los efectos por tamaño de empresa⁵.

Documentos recientes indican que, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, la Formación Bruta de Capital (FBK) logró recuperarse tras la recesión provocada por la pandemia de COVID-19, aunque sin retomar la tendencia de crecimiento previa (Schabel, 2023). En América Latina, por su parte, la FBK durante la pospandemia se mantiene en niveles considerablemente inferiores a 2019 y con señales de ralentización (CEPAL, 2022). En paralelo a esta dinámica, estadísticas recientes indican una sobreacumulación de recursos financieros líquidos inmovilizados en las hojas de balance de las empresas de países emergentes, contribuyendo al pesimismo sobre la nueva dinámica de la inversión (FMI, 2022).

Tendencias durante el período

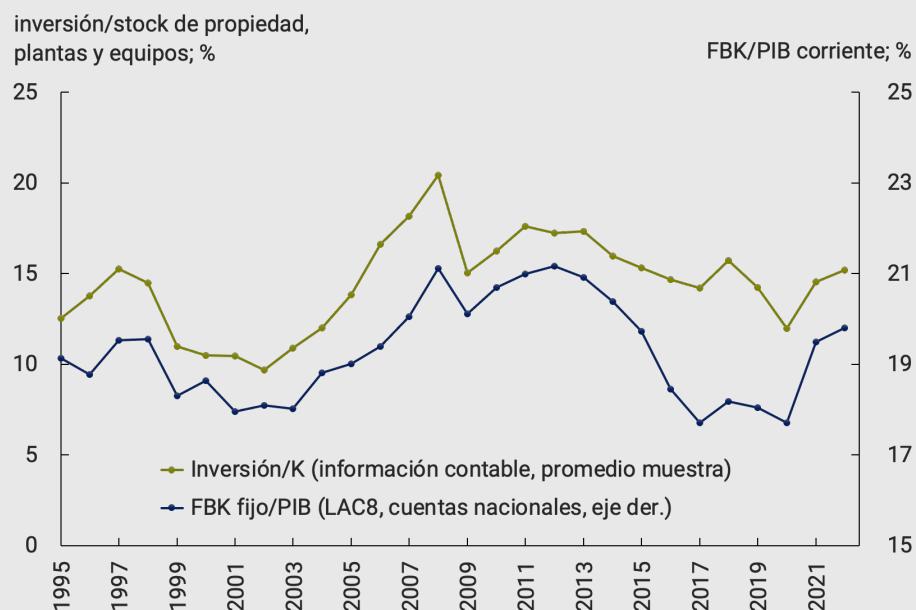
En el Gráfico 1 se presenta la evolución de la inversión productiva en la región entre 1995 y 2022, de acuerdo a lo registrado por las cuentas nacionales e información de los balances de las empresas⁶. En ambos casos, se observan 3 etapas diferenciadas para el ciclo de crecimiento e inversión. La primera de ellas abarca el periodo 1995-2002, cuando la inversión se expande hasta 1998, para luego estancarse e iniciar un ciclo contractivo desde 2002, en coincidencia con las crisis de Brasil en 1998 y de Argentina en 2001. En la segunda etapa, desde 2003 a 2012, se observa una expansión en paralelo al ciclo de mejora de términos de intercambio y de la distribución del ingreso, aún con el breve interregno del impacto de la crisis financiera internacional en 2008/09. Luego, a partir de 2012, la inversión muestra una paulatina desaceleración, que se transforma en caída durante la pandemia en 2020, para posteriormente recuperarse, aunque sin superar los niveles máximos alcanzados en el ciclo anterior.

4 El análisis utilizará información basada en estados contables sistematizados provenientes de Eikon-Reuters para Empresas Privadas no Financieras de América Latina, listadas en principales índices bursátiles, entre 1995 y 2022, y pertenecientes a las 8 principales economías de la región (LAC8) (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México, Venezuela y Uruguay).

5 Entre los trabajos previos que estudian esta problemática es posible distinguir entre aquellos que utilizan información agregada (ver Bebczuk, 1994; Acosta y Losa, 2005; Panigo et. al, 2007, para un análisis sobre Argentina) de aquellos que se basan en el uso de micro-datos, provenientes de registros tributarios, contables o similares (ver Fanelli y Bebczuk, 2002; Panigo y Oliveri, 2007, Elosegui et. al. 2006; Fernandez, 2011 para un análisis sobre Argentina y América Latina).

6 Diversos tests de correspondencia entre la información de cuentas nacionales y la información contable muestran que, a pesar del sesgo de la base hacia grandes empresas, existe un elevado vínculo entre el ciclo de ventas y el PIB nacional, el ciclo de beneficios y el Excedente Bruto de Explotación del PIB y la dinámica de inversión corporativa en Propiedades, Plantas y Equipos y la FBK a nivel nacional.

Gráfico 1 | Dinámica de la formación bruta de capital y la inversión productiva de empresas en América Latina 2000 a 2022

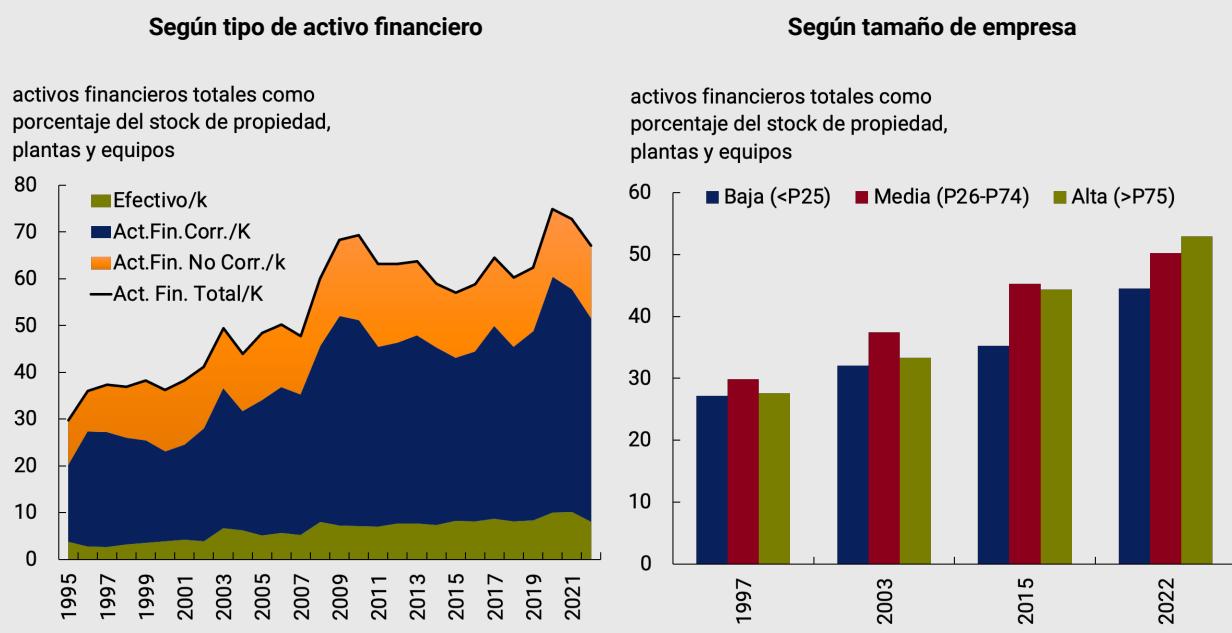


Desde 2018 a 2022 información no disponible para Venezuela. Año 2022 incluye datos de cuentas nacionales proyectados en base a estadísticas nacionales. Fuente: BCRA en base a datos de CEPAL, Reuters-Eikon y Estadísticas Nacionales⁷.

El Gráfico 2, a su vez, muestra los cambios en la composición de la estructura financiera de las firmas. Entre 1995 y 2022 se observa una tendencia creciente en la ratio de tenencia de activos financieros sobre activos productivos. Esta dinámica se modifica a lo largo del tiempo y, cabe remarcar, es heterogénea según el tamaño de la firma. En primer lugar, el aumento es persistente para las 3 etapas de la inversión alcanzando un máximo durante la crisis financiera global y en la pandemia, aunque en ninguno de los dos casos registra una reversión completa a los niveles previos. En segundo lugar, el mayor dinamismo se observa en el componente de Activos Financieros Corrientes (Fondos a la vista, bonos de corto plazo, depósitos a plazo fijo), lo cual sugiere la relevancia de estrategias de inversión de tipo *carry trade*. En tercer lugar, esta expansión de activos financieros en las hojas de balance fue más acentuada en las firmas de mayor tamaño.

⁷ LAC8 corresponde a las ocho principales economías de América Latina como son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela y Uruguay. Desde 2018 a 2022 información no disponible para Venezuela. Año 2022 incluye datos de cuentas nacionales proyectados en base a estadísticas nacionales.

Gráfico 2 | Dinámica de la tenencia ratio activos financieros sobre activos productivos según tamaño de las firmas En porcentaje



Fuente: BCRA en base a datos de Eikon-Reuters.

Análisis Econométrico

Para analizar cómo las transformaciones en la estructura financiero-patrimonial de la firma han modificado los determinantes de largo plazo de la inversión productiva, estimamos una función de inversión⁸. La variable dependiente corresponderá al registro contable de gastos netos en plantas, propiedades y equipos ajustado por el stock de capital. Las variables explicativas incluyen un set estándar de controles, similares a los estudios previos para la Argentina y la región, entre los que se encuentra la inversión en el pasado como estimador del efecto inercial; las ventas, los beneficios operativos y la valuación accionaria (q-tobin) –como proxy de la mayor tasa de utilización y expectativas favorables sobre la inversión– y la deuda total, que mide el grado de apalancamiento. Luego, se incluye un set particular de controles, menos tratados en la literatura tradicional, vinculados a los flujos y activos financieros, como son los ingresos (intereses, dividendos y diferencias cambiarias), pagos (intereses y dividendos pagados) y activos (efectivo, activo financiero corriente y activo financiero no corriente) que dan cuenta de las transformaciones recientes en las prácticas financieras de las empresas.

Los resultados de la estimación se presentan en la tabla 1 a continuación. Se estimaron dos modelos. Por un lado, una especificación general que incluye los controles estándar y adicionales ya mencionados; por otro lado, una especificación que, además, distingue por el tamaño de la firma. Asimismo, se presentan dos recortes temporales para testear robustez y cambios en los resultados^{9,10}.

8 La metodología de estimación utiliza el método generalizado de momentos de Arellano-Bond con la transformación de paneles dinámicos de Bundell-Bond empleando instrumentos en niveles para años y sectores y niveles y diferencias para el resto de los controles.

9 Las variables están escaladas por el stock de capital de cada firma, y en logaritmos, por lo que los coeficientes reportados pueden interpretarse como elasticidades.

10 Se realizaron test de sobre identificación y autocorrelación habituales con resultados favorables.

Tabla 1 | Determinantes de la inversión productiva

	1995 a 2022	2000 a 2022			
		Todos	Bajo (<P25)	Medio (P26-P74)	Alto (>P75)
inversion (t-1)	0.500***	0.488***	0.492***	0.488***	0.490***
ventas (t-1)	0.084***	0.090***	0.101***	0.089***	0.096***
beneficios operativos (t-1)	0.091***	0.098***	0.095***	0.098***	0.095***
Deuda (t-1)	-0,002	-0,001	-0,002	-0,001	-0,002
TOBINQ	0.059***	0.060***	0.058***	0.060***	0.057***
Pagos financieros (t-1)	-0.053**	-0.052**	-0.056**	-0.052**	-0.053**
Ingresos financieros (t-1)	0,012	0.014*	0.013*	0.014*	0,012
Act. Financieros (t-1)	0.079***	0.075***	0.066***	0.076***	0.086***
Act. Financ (t-1)*P25			0.130**		
Act. Financ (t-1)*P51				-0,002	
Act. Financ (t-1)*P75					-0.029*
EF Fijo Año	SI	SI	SI	SI	SI
Dummy sectores	SI	SI	SI	SI	SI
Observaciones	1975	1928	1928	1928	1928

Nota: p-value * 0.10 ** 0.05 *** 0.01

Fuente: BCRA en base a datos de Eikon-Reuters.

Los resultados de la especificación presentan el signo esperado y una elevada significatividad para el set de variables estándar. Esto es, la mayor inversión pasada, el volumen de ventas, los beneficios operativos y la valuación accionaria tienen un efecto positivo en el nivel de inversión de la firma. No se observa una relación estadísticamente relevante para el grado de apalancamiento. Estos resultados son robustos para distintas especificaciones temporales.

Respecto al conjunto de variables financieras de interés se observa, en primer lugar, que una mayor distribución de dividendos y otros pagos financieros tiende a disminuir los recursos internos de las empresas, afectando negativamente la inversión. Este resultado se encuentra en línea con lo encontrado por la literatura de países desarrollados y otros trabajos preliminares para la región.

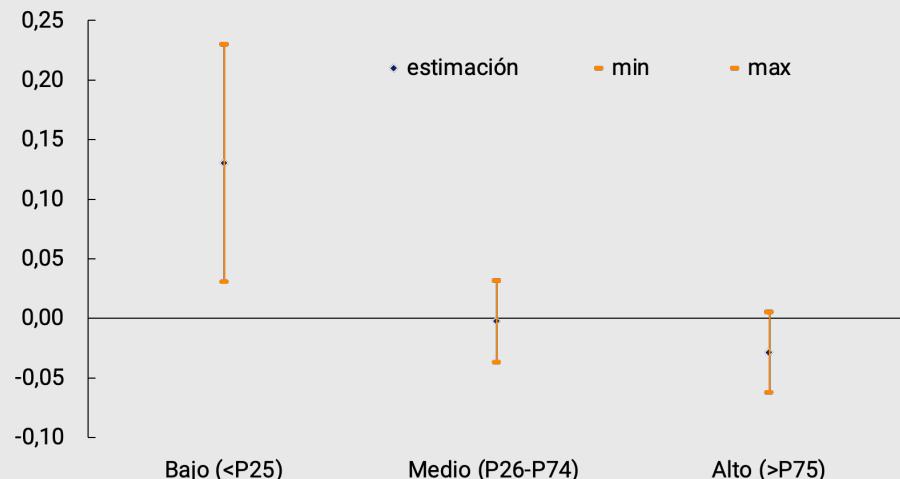
En segundo lugar, se observa que los mayores ingresos provenientes de beneficios financieros tienden a aumentar la inversión. Es decir, no se registra un efecto “desplazamiento financiero”, sino que la evidencia sugiere que las empresas destinan recursos provenientes de otras actividades a la inversión productiva. Igualmente, nótese que este es un canal significativo solo a partir de los años 2000 y no alcanza a las firmas de mayor tamaño en la distribución del activo.

En tercer lugar, la mayor tenencia de activos financieros implica un mejor desempeño para la inversión productiva. Sin embargo, este efecto depende del tamaño de firmas. Como se observa en el Gráfico 3, existe un impulso favorable adicional por la acumulación de recursos financieros en empresas pertenecientes a percentiles bajos en la distribución del activo total (empresas de menor tamaño relativo), neutral en empresas de tamaño medio y adverso en empresas de mayor tamaño. Es decir que, dados los restantes flujos reales

y financieros, y frente a cambios en su inversión productiva, las empresas de mayor tamaño tienen una elasticidad total de solo 1/3 respecto a las empresas de menor tamaño¹¹.

Gráfico 3 | Coeficiente de interacción entre inversión productiva y ratio tenencia de activos financieros sobre stock de capital según tamaño de la firma (2000 a 2022)

En valores absolutos



Nota: rangos para un intervalo de confianza del 95%.

Fuente: BCRA en base a datos de Eikon-Reuters.

Tendencias postpandemia

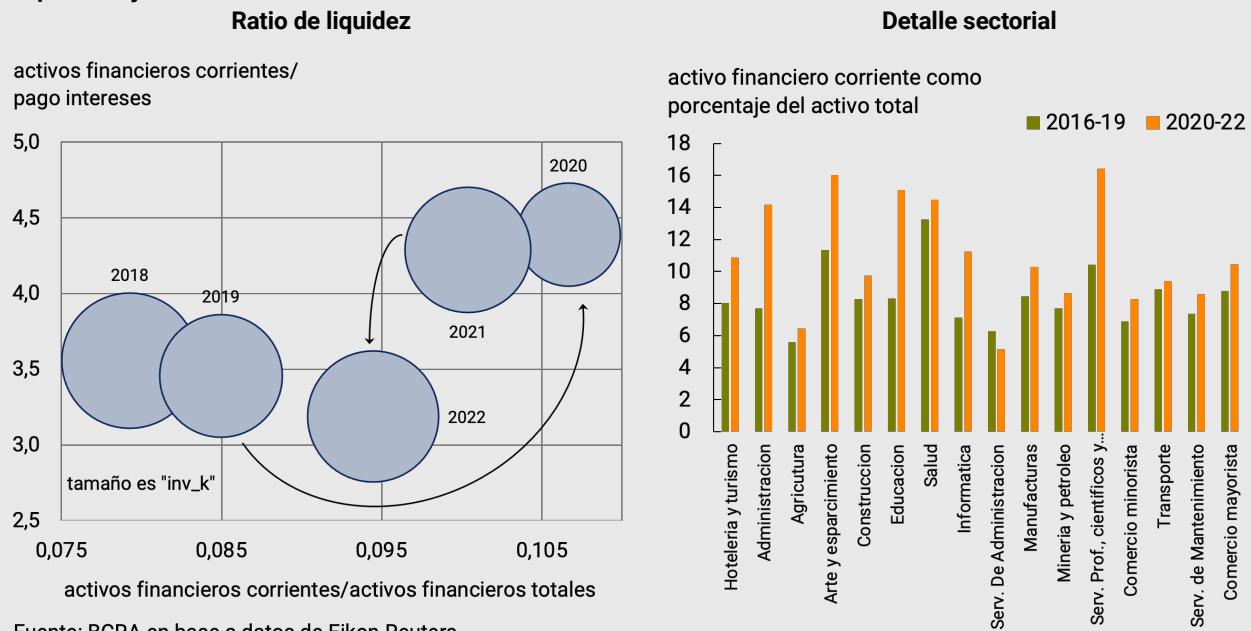
Durante el periodo entre 2018 y 2020, la tenencia de Activos Financieros Corrientes creció de 7% al 10,6%, medida como proporción del Activo Total, y del 340% a 440% medida como proporción de los Pagos de Intereses de Deuda. Posteriormente, en el contexto de aislamiento la preferencia por una mayor flexibilidad financiera implicó un fuerte crecimiento de los ratios de liquidez.

Como se observa en el Gráfico 4, desde 2020 la tenencia de activos financieros inmovilizados se ha incrementado, especialmente para los activos financieros corrientes, sin un presumible correlato equivalente en la inversión productiva.

Para el año 2022, si bien se observó una reversión desde los niveles máximos, estos indicadores permanecieron por encima de los valores previos, a la par que se deterioraron en relación al ratio de Activos Financieros Corrientes sobre Pago de Intereses de Deuda. Es decir, aunque aumentaron los activos inmovilizados, se deterioró la posición de cobertura financiera. Asimismo, esta mayor acumulación de activos financieros corrientes resultó transversal a todos los sectores de la economía, con una mayor preponderancia en servicios educativos, servicios profesionales y esparcimiento.

11 La elasticidad total del ratio activo financiero a inversión para empresas pertenecientes a percentiles bajos de la distribución del activo es de 0,196 (suma de 0,066 del efecto promedio más 0,130 del efecto específico del percentil 25), en tanto que la elasticidad total para empresas de percentiles altos en la distribución del activo es de 0,057 (suma de 0,086 del efecto promedio menos 0,029 del efecto específico del percentil 75).

**Gráfico 4 | Ratio de liquidez ampliada en la postpandemia
En porcentaje**



Fuente: BCRA en base a datos de Eikon-Reuters.

Estos resultados nos estimulan a seguir de cerca las transformaciones que las nuevas prácticas financieras de las empresas generan sobre los determinantes estructurales de la inversión productiva.

Referencias

- Acosta, P., y Loza, A. (2005). Short and long run determinants of private investment in Argentina. *Journal of Applied Economics*, 8(2), 389-406.
- Bebczuk, R. (1994). La inversión privada en la Argentina. *Anales de la AAEP*. Buenos Aires.
- CEPAL. (2022). Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Dinámica y desafíos de la inversión para impulsar una recuperación sostenible e inclusiva. Santiago de Chile: Comisión Económica Para América Latina (CEPAL).
- Elosegui, P., Sotes Paladino, J., Español, P., y Panigo, D. (2006). Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina. Documento de trabajo número 1. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- Fanelli, J., y Bebczuk R., P. J. (2002). Determinants and consequences of financial constraints facing firms in Argentina. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Fernandez, V. (2011). The driving factors of firm investment: Latin American evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(5), 4-26.
- FMI. (2023). Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks. Washington, DC, April: International Monetary Fund.
- Panigo, D., Depetris-Chauvin, E., Pasquini, R., & Pussetto, L. (2007). Evolución y determinantes de la inversión privada en Argentina. Buenos Aires : Centro para la Estabilidad Financiera.

Schnabel, I. (2023). The risks of stubborn inflation. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Euro50 Group conference on “New challenges for the Economic and Monetary Union in the post-crisis environment” (págs. 1-19). Luxemburgo, 19 de junio del 2023: Banco Central Europeo, disponible online en el siguiente [enlace](#).

3. Actividad Económica y Empleo

El Producto cayó 2,8% trimestral desestacionalizado (s.e.) y 4,9% interanual (i.a.) en el segundo trimestre de 2023, como consecuencia de la severa sequía, tal como se había anticipado en el IPOM anterior. El nivel de actividad del conjunto de los sectores no agropecuarios se mantuvo en rangos similares a los del primer trimestre y también en términos interanuales, observándose sin embargo una mayor heterogeneidad. Las actividades más vinculadas al agro se contrajeron mientras que el resto promedió una variación positiva. Como resultado, la creación de empleo formal en el sector no agropecuario sostuvo un ritmo de crecimiento de 3,7% i.a.

La demanda interna se mantuvo relativamente estable respecto al primer trimestre (-0,1% s.e.) y registró un leve crecimiento respecto al año previo (0,7% i.a.), con una contracción del consumo privado y un crecimiento de la inversión. Los efectos negativos de la sequía se reflejaron en una contracción de las exportaciones netas y de los stocks siendo, junto con el menor consumo privado, los principales factores que explicaron la caída del producto del segundo trimestre desde el lado de la demanda.

En el tercer trimestre se conjugaron efectos opuestos sobre la actividad económica. Por un lado, la recalibración del nivel del tipo de cambio oficial y el aumento de la volatilidad financiera luego de las elecciones PASO habrían tenido un impacto contractivo sobre la demanda interna. Este efecto sería atenuado por el conjunto de políticas de ingreso recientemente implementadas por el Gobierno Nacional. La recuperación de la producción agropecuaria y las actividades conexas permitiría que el producto ajustado por estacionalidad se incremente respecto al segundo trimestre. En el mismo sentido, se espera que continúe creciendo la producción de petróleo y gas no convencional, traccionada por la puesta en funcionamiento del gasoducto Néstor Kirchner y la inversión en oleoductos.

Durante el último trimestre del año se prevé que la economía se desenvuelva en un entorno de mayor volatilidad asociada al ciclo político, lo que podría afectar negativamente a las decisiones de consumo e inversión. Para 2024 se espera que la economía retome gradualmente el sendero de crecimiento potenciado por las perspectivas favorables de cosecha agrícola y del sector energético.

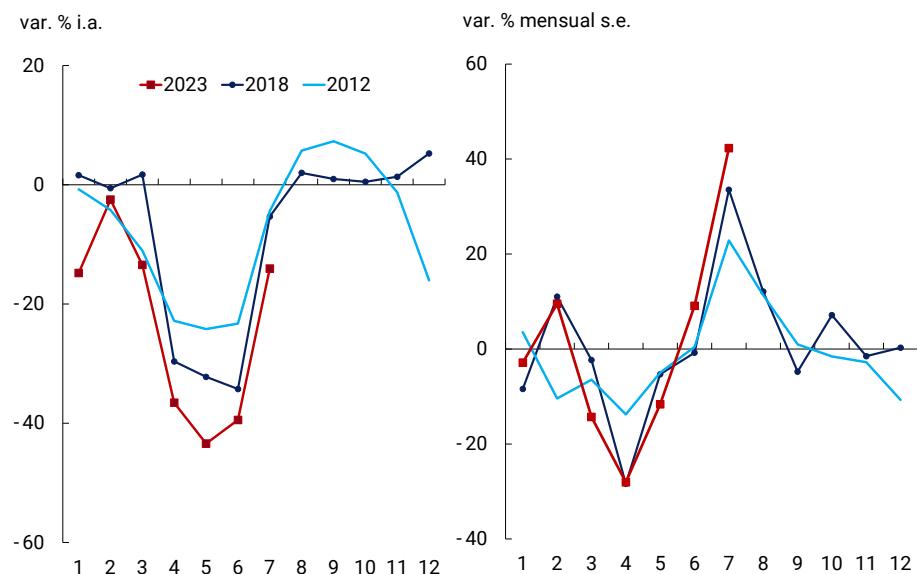
3.1. La caída de la actividad durante el segundo trimestre estuvo mayormente concentrada en el sector agropecuario

El Producto Interno Bruto (PIB) cayó 2,8% trimestral s.e. y 4,9% i.a. en el segundo trimestre de 2023 (II-23) debido al impacto directo de la sequía sobre la actividad agropecuaria. En efecto, la contracción del producto agropecuario explicó íntegramente tanto la variación trimestral (-3,0% s.e.) como la interanual (-5,1%) del PIB medido a precios básicos (sin considerar impuestos).

Cabe destacar que en el segundo trimestre de cada año se contabiliza en el PIB el producto derivado de la cosecha gruesa, principalmente de soja y maíz. Estos cultivos fueron los más afectados por la sequía resultando en caídas de 43% y 30% i.a. respectivamente¹², explicando de esta forma la severa contracción registrada en el Producto. A partir de junio, y tal como se esperaba en base a lo ocurrido en los episodios anteriores de sequía, la actividad del sector agropecuario comenzó a revertir las fuertes contracciones registradas entre marzo y mayo (ver Gráfico 3.1). En efecto, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) evidenció en julio un alza mensual de 2,4% s.e. que se compone de una fuerte suba del Sector agropecuario (42,3% s.e.), que aportó aproximadamente 1,8 p.p. a la variación mensual del nivel general, mientras que el resto de los sectores y de los impuestos netos de subsidios subió aproximadamente 0,6% mensual s.e.

En lo que resta del año el producto agrícola reflejará la evolución de las tareas que se realicen con vistas a la próxima campaña¹³ y el resultado de las cosechas de algunos cultivos, principalmente de trigo. La consolidación del fenómeno climático El Niño con evidentes mejoras en los perfiles de agua de los suelos en la zona núcleo del país, asegurarían la reversión de las condiciones climáticas que prevalecieron en las últimas tres campañas. Ello permite prever una sustancial mejora en la producción agrícola correspondiente a la campaña 2023/2024 (ver Apartado 3 / Pronósticos de recuperación para la próxima campaña agrícola).

Gráfico 3.1 | EMAE Sector agropecuario



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3.1.1. Los sectores no agropecuarios perdieron impulso registrando una evolución heterogénea

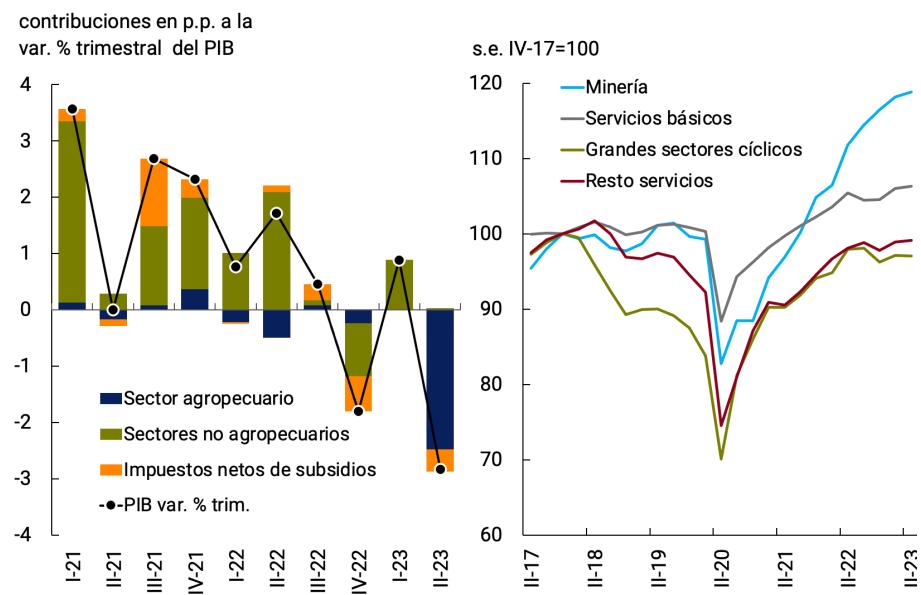
El conjunto de los sectores no agropecuarios se mantuvo estable respecto al segundo trimestre y también en términos interanuales (0% trimestral s.e. y 0,1% i.a.), observándose una mayor heterogeneidad. Este desempeño se dio como resultado de las contracciones en algunos sectores vinculados al agro (Transporte y comunicaciones y ciertos bloques industriales), del suministro de Electricidad, gas y agua (EGA) y de la Intermediación financiera, que fueron contrarrestadas por el crecimiento del resto de los sectores.

12 Según los datos de la Secretaría de Agricultura.

13 Por ejemplo, reparación de los suelos, tareas vinculadas a la siembra como alquiler de maquinarias, compra de semillas, entre otras.

El segmento más destacado por su desempeño continuó siendo Explotación de minas y canteras (Minería) que, con una suba de 0,6% trimestral s.e. y 6,3% i.a. durante el segundo trimestre de 2023, superó en 18,8% s.e. el nivel del cuarto trimestre de 2017, período en el que el PIB había alcanzado el máximo anterior (ver Gráfico 3.2). La extracción no convencional de petróleo y de gas principalmente desarrollada en el yacimiento de Vaca Muerta es el principal factor de expansión de este rubro. En efecto, la extracción de *shale oil* aumentó 26,9% i.a. en dicho trimestre y representó el 47% de la producción nacional de petróleo crudo en tanto que, en el caso del gas natural, el *shale* registró un crecimiento de 7,8% i.a. (40% de la producción total).

Gráfico 3.2 | Evolución de los niveles de actividad de los sectores de oferta
Variación del PIB s.e. y contribuciones **Descomposición del nivel de PIB s.e.**
sectoriales **no agropecuario**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La actividad del grupo de los sectores de mayor ponderación en el Producto, por sus encadenamientos, niveles de empleo y prociclicidad —Industria, Comercio, Construcción y Transporte y comunicaciones— disminuyó respecto del primer trimestre de 2023 (-0,8% trimestral s.e.). Ello se explicó principalmente por la vinculación más estrecha entre el Sector agropecuario y algunos segmentos de la cadena agroindustrial, el transporte de buques y camiones hacia los puertos y el comercio de insumos para el campo, entre otros segmentos, cuya actividad fue afectada indirectamente por la menor cosecha.

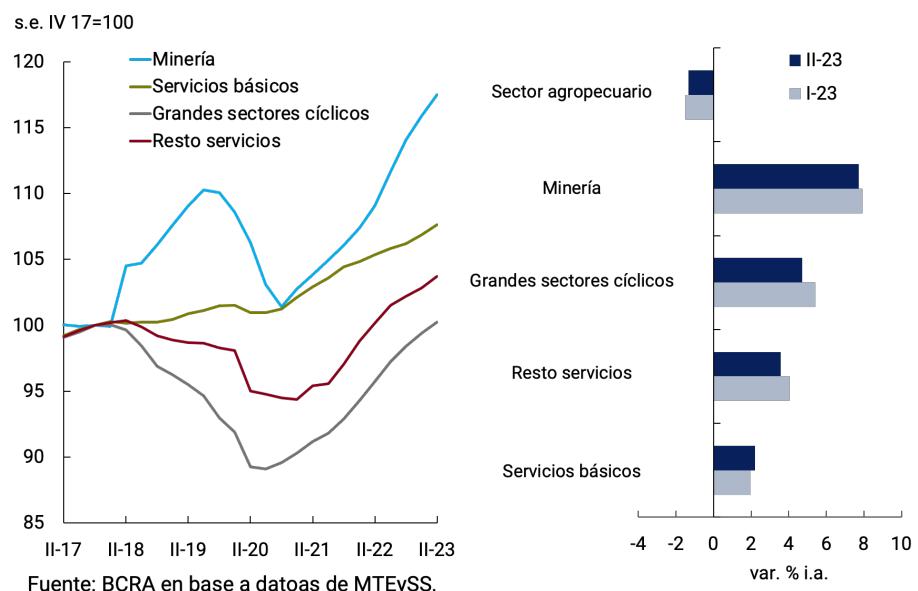
Por último, los demás servicios promediaron un aumento en el segundo trimestre, aunque aminoraron el ritmo de suba. El conjunto de los denominados básicos—Electricidad, gas y agua (EGA), Salud, Educación y Administración pública— subió 0,3% trimestral s.e. y 1% i.a. en conjunto. El resto de los servicios—Hoteles y restaurantes, Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias y empresariales y Otros servicios comunitarios—evidenció un desempeño similar (0,3% trimestral s.e. y 1,1% i.a.) y superó el máximo nivel de 2022. Sin embargo, es relevante destacar que, al interior de dichos grupos, tanto EGA (-7,6% s.e. y 6,3% i.a.) como Intermediación financiera (-2,4% s.e. y -3,0% i.a.) se contrajeron en el segundo trimestre.

3.1.2. El nivel de empleo formal continuó creciendo a un ritmo sostenido en los sectores no agropecuarios

La evolución diferenciada entre los niveles de actividad de los sectores económicos durante el segundo trimestre del año se reflejó en los datos de empleo formal del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS). En efecto, en el conjunto de sectores no agropecuarios¹⁴ el empleo creció 3,4% i.a. en el segundo trimestre, mientras que en el sector agropecuario se verificó una caída de 1,3% i.a.

En línea con la evolución de la actividad, la Minería lideró la creación de empleo formal en el II-23, con un incremento de 7,7% i.a. y de 17,5% s.e. acumulado desde el IV-17. El empleo formal en el conjunto de los Grandes sectores cíclicos (Industria, Comercio, Construcción y Transporte y comunicaciones) aumentó significativamente en el II-23 (4,7% i.a.), con un ritmo superior al que experimentaron el “Resto de los servicios” (3,6% i.a.). En los servicios denominados “básicos” la creación de empleo formal mantuvo su tendencia relativamente estable en torno al 2,2% i.a. (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Empleo asalariado privado registrado
Nivel de empleo formal en los sectores **Crecimiento interanual del empleo formal**
no agropecuarios



Cabe destacar que dentro del empleo privado se observó un crecimiento importante de las y los trabajadores independientes (autónomos y monotributistas; 1,0% promedio mensual s.e.), mientras que el empleo asalariado privado también subió, aunque en menor medida (0,3%). El crecimiento del empleo asalariado privado a julio de 2023 ha mostrado, en términos de difusión sectorial valores históricamente altos continuando la dinámica positiva iniciada en la postpandemia.

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el segundo trimestre de 2023 tanto la tasa de empleo (44,6%, sin variaciones)¹⁵ como la de actividad (47,6%, -0,3 p.p. i.a.), continuaron en valores

14 Incluye a la Administración pública nacional.

15 En términos interanuales la variación de la tasa de empleo se mantuvo sin mayores alteraciones debido a la contribución positiva de las y los asalariados con descuento jubilatorio (+1,2% i.a.), la cual fue totalmente compensada por las caídas tanto de las y los asalariados sin descuento jubilatorio (-0,5% i.a.) como de las y los patrones (-0,4% i.a.) y las y los trabajadores familiares (-0,1% i.a.).

elevados, mientras que la tasa de desocupación abierta se contrajo a 6,2% (-0,7 p.p. i.a.), ubicándose en valores mínimos históricos al menos desde el comienzo de la serie, en 2016¹⁶.

3.1.3. Desde el punto de vista de la demanda, la menor actividad durante el segundo trimestre se explicó por la caída de las exportaciones netas, la desacumulación de stocks y la reducción del consumo privado

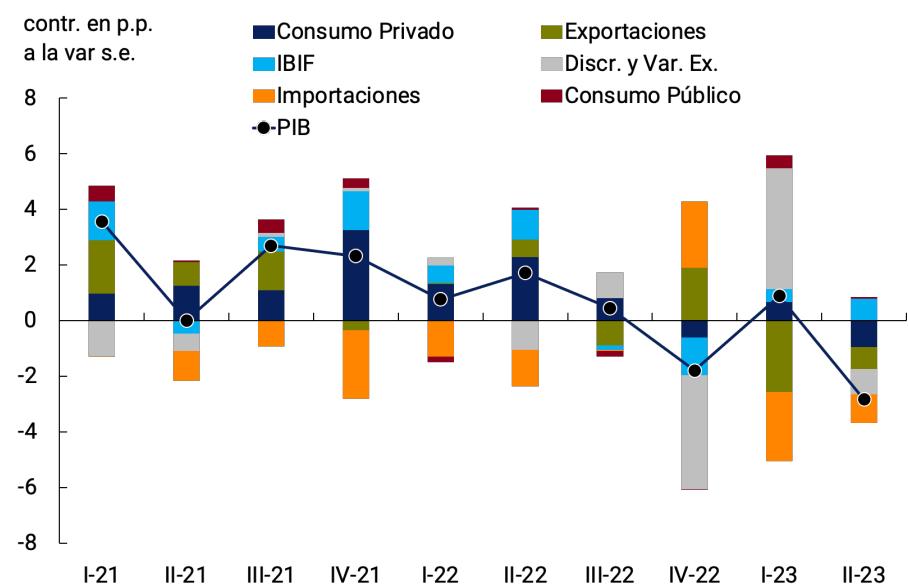
Durante el segundo trimestre de 2023 la demanda interna se mantuvo prácticamente estable (-0,1% trimestral s.e. y +0,7% i.a.), mostrando un comportamiento diferencial entre el Consumo privado, que cayó 1,3% trimestral s.e. (+0,8% i.a.), el Consumo público, que aumentó levemente (+0,4% trimestral s.e. y 2,6% i.a.) y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), que mostró una significativa expansión de 3,8% trimestral s.e. (-1,1% i.a.). El crecimiento de la inversión bruta se verificó tanto en Equipamiento durable de producción, que exhibió una suba de 4,6% trimestral s.e., como también en la Construcción (2,3% trimestral s.e.). Respecto al consumo interno, se observó un comportamiento diferenciado, con una contracción en la demanda de no durables y una suba en la de durables, probablemente como estrategia de cobertura ante el aumento de la inflación. En este sentido, se registró una caída en las ventas de supermercados, mientras que las ventas en centros comerciales (*shoppings*), los patentamientos de autos y motos y la comercialización de algunos grandes electrodomésticos crecieron en el trimestre¹⁷. Otra evolución para destacar durante el período fue el crecimiento registrado por el sector Hoteles y restaurantes (4,7% s.e.; 6,4% i.a.).

Dada la estabilidad de la demanda interna, la caída del Producto se explicó principalmente por la desacumulación de stocks, que en gran parte podría atribuirse al sector agropecuario, y por el desempeño del sector externo. En efecto, la variación de existencias, junto con la discrepancia estadística, sustrajeron 0,9 p.p. s.e. a la variación trimestral del Producto, luego del fuerte aporte que había tenido en el I-23. Además, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron 3,7% trimestral s.e., mientras que las exportaciones cayeron 4,1% trimestral s.e., mayormente vinculadas al sector agropecuario (ver Capítulo 4. Sector Externo). De esta manera, el sector externo neto sustrajo 1,8 p.p. a la variación trimestral del Producto (ver Gráfico 3.4).

16 No obstante las diferencias metodológicas explicitadas debidamente por INDEC entre los procedimientos de relevamiento previos a 2016 de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) y los procedimientos posteriores, cabe destacar que la tasa de desocupación registrada en el segundo trimestre de 2023 es la más baja desde el comienzo del relevamiento de la EPH de carácter continuo, en 2003.

17 En el caso de Supermercados, las ventas deflactadas registraron una caída de 1,5% trimestral s.e. según INDEC. No obstante, las unidades vendidas de autos de producción nacional aumentaron 13,3% trimestral s.e. según datos de ADEFA, las ventas deflactadas en centros comerciales crecieron un 16% trimestral s.e. según INDEC, con crecimiento en todos los rubros, y también aumentaron las unidades vendidas de grandes electrodomésticos, como Heladeras y freezers (2,9% trimestral s.e.), Cocinas a gas (16,2% trimestral s.e.), Calefones y termostanques (14,6% trimestral s.e.), Lavarropas (3,4% trimestral s.e.), y Televisores (12,1% trimestral s.e.).

Gráfico 3.4 | Variaciones trimestrales del PIB y contribuciones de la demanda



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3.1.4. Los datos parciales del tercer trimestre muestran una recuperación respecto del trimestre anterior

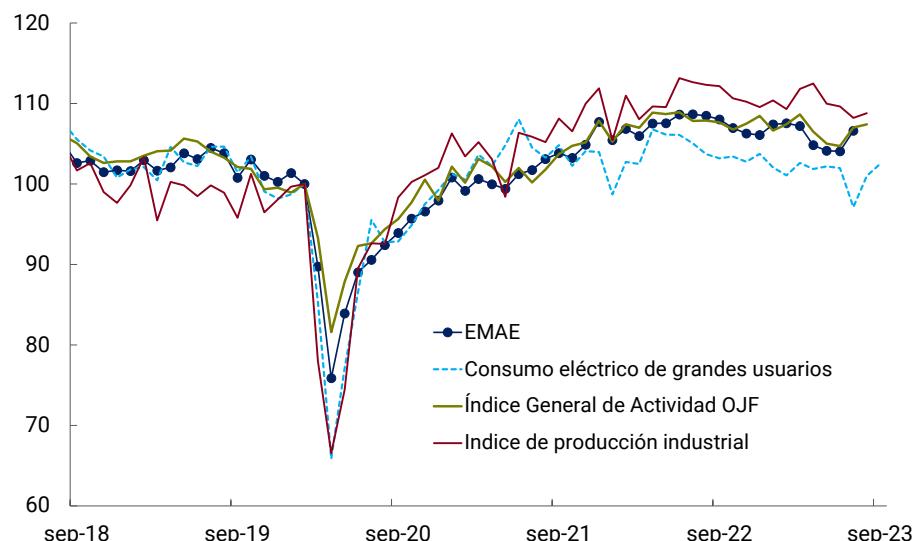
En julio el EMAE aumentó significativamente (2,4% mensual s.e.), debido tanto a la fuerte recuperación del producto agropecuario, como a la suba del resto de los sectores, que promedió 0,6% mensual s.e. De esta manera, el arrastre estadístico que dejó el dato fue positivo para el tercer trimestre (+2,2 p.p.), pero aún sigue siendo negativo para el promedio de 2023.

Respecto a otros indicadores disponibles que son útiles para estimar la evolución de la actividad a nivel agregado, durante el tercer trimestre se destaca una contracción en julio-agosto y luego recuperación en septiembre del consumo eléctrico de las grandes empresas¹⁸. El Índice General de Actividad (IGA) elaborado por O.J. Ferreres cuya correlación con el dato oficial de actividad resulta elevada, subió en julio y agosto 2,2% y 0,4% mensual s.e. respectivamente. Por último, el Nowcast-BCRA —que predice con mayor precisión el PIB no agropecuario— anticipa una caída de 0,5% trimestral s.e. durante el tercer trimestre (ver Gráfico 3.5).

18 A los datos de demanda de las grandes empresas abastecidas por CAMMESA se los desestacionalizó y normalizó.

Gráfico 3.5 | EMAE e indicadores adelantados de actividad económica

s.e. feb-20=100



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

Las estadísticas de producción industrial y los indicadores de la construcción disponibles para el tercer trimestre¹⁹ anticipan una posible retracción trimestral (s.e.) de dichos sectores. En sentido contrario, los indicadores muestran que los servicios asociados al turismo y el esparcimiento se sostendrían en terreno positivo²⁰.

Respecto al consumo privado, los datos disponibles sugieren que la demanda de bienes durables evidenció en julio y agosto un comportamiento similar al observado en el primer semestre, con significativos aumentos debido a los mismos factores señalados previamente. En el caso de las ventas de automotores de industria nacional al mercado interno, aumentaron 1,2% trimestral s.e. en el tercer trimestre de 2023. Si bien desde mediados de agosto el consumo privado habría sido afectado negativamente por el aumento de la inflación y la mayor incertidumbre electoral luego de las PASO, la vigencia desde septiembre de un conjunto de medidas adoptadas por el Gobierno Nacional para apuntalar los ingresos reales de las familias e impulsar el crédito habría contribuido a compensar su impacto negativo (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

La inversión bruta verificaría un nuevo aumento en el tercer trimestre de acuerdo con el indicador IBIF-BCRA (ver Gráfico 3.6). La demanda de importaciones de bienes de capital y de equipos de transporte industrial habría explicado la mejora, mientras que la producción nacional de ese tipo de bienes y la construcción habrían evolucionado en sentido contrario²¹.

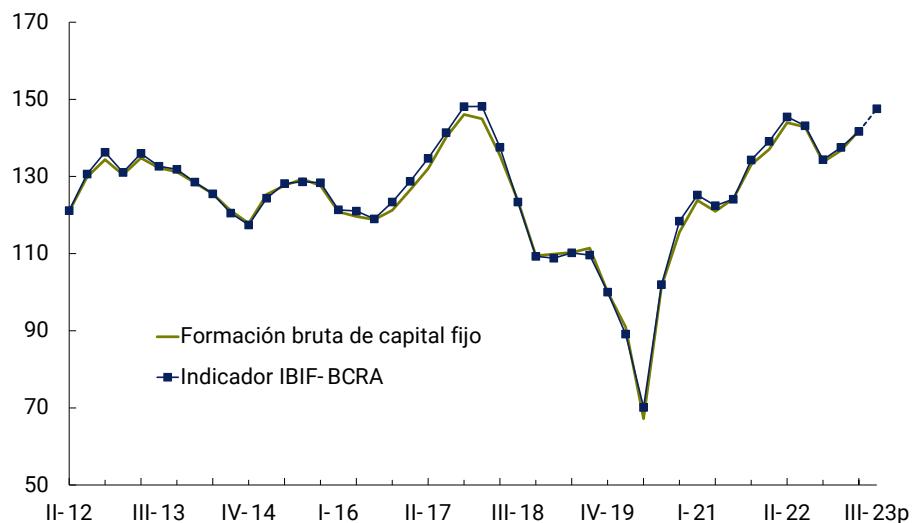
19 Entre julio y agosto de 2023 el nivel de producción industrial medido en términos desestacionalizados registró una caída de 2% en comparación con el observado durante el segundo trimestre. La demanda de insumos para la construcción (ISAC del INDEC) disminuyó un 1,2% en el mismo lapso.

20 Hoteles y restaurantes aumentó 0,4% s.e. y Otros servicios comunitarios, en los que se contabilizan entre otros, las actividades culturales y recreativas, 0,4% s.e. según el EMAE de julio.

21 Corresponde a la clasificación de Bienes de Capital del IPI de FIEL que registró un arrastre de -2,2 p.p. para el III-23 y al IPI de Maquinaria y equipo del INDEC, que dejó un arrastre de 2,1 p.p. en ago-23 para el III-23, en ambos casos la desestacionalización es propia. El EMAE de la construcción dejó, en jul-23, un arrastre de -1,8 p.p. para el III-23 y el ISAC de agosto dejó un arrastre de -1,4 p.p. En tanto, las cantidades importadas de bienes de capital y equipos de transporte, registró una fuerte suba de 13,4% en el bimestre julio-agosto de 2023, contra el II-23.

Gráfico 3.6 | Inversión bruta

nivel s.e.
IV-19=100



Nota: La evolución del indicador IBIF-BCRA se calcula mediante las variaciones del índice de producción industrial en bienes de capital elaborado por FIEL, las cantidades importadas de bienes de capital y del EMAE de la construcción. El III-23 fue proyectado con los arrastres estadísticos de las series respectivas.

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

p: Proyectado

En conclusión, si bien los indicadores relacionados con el producto no agropecuario muestran señales mixtas, la recuperación prevista para el agro permitiría un crecimiento del PIB respecto al segundo trimestre en términos desestacionalizados. Respecto a la demanda interna, si bien existen indicadores favorables sobre el consumo durable y la inversión en bienes de capital importados, podría esperarse que durante el tercer trimestre se haya visto resentida por el aumento de la inflación en agosto y septiembre. Sin embargo, el efecto negativo sobre los ingresos reales habría sido atenuado por el sostenimiento del empleo y por el conjunto de medidas compensatorias adoptadas por el Gobierno Nacional. Respecto a la demanda externa, los datos del intercambio comercial de bienes de julio y agosto mostraron un aumento de 3,4% s.e. en las cantidades exportadas respecto del trimestre anterior y una caída de los volúmenes importados de 0,5% s.e. en el mismo período. De esta manera, estimando un comportamiento del intercambio de servicios similar al de los bienes, el sector externo mostraría un aporte neto positivo a la variación trimestral del Producto en el tercer trimestre de 2023, luego de dos trimestres fuertemente negativos (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.2. Perspectivas

Durante el último trimestre del año la economía se desenvolverá en un entorno de mayor volatilidad asociada al ciclo político que podría afectar negativamente a las decisiones de consumo e inversión. En ese contexto la demanda interna seguirá siendo apuntalada por el amplio conjunto de políticas de ingreso y protección social, implementadas por el Gobierno Nacional desde el tercer trimestre con el objetivo de amortiguar los posibles efectos contractivos de la recalibración del nivel de tipo de cambio oficial de mediados de agosto. El mercado laboral continuó creando empleo hasta el tercer trimestre y se espera que dicha tendencia continúe en los últimos meses del año, de acuerdo con la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL).

Desde el punto de vista sectorial, se prevé que algunos rubros puedan exhibir retracción de sus niveles de actividad como resultado del contexto resumido anteriormente, sin embargo, existen determinantes favorables para sostener el buen desempeño que evidenciaron algunos sectores durante los tres primeros trimestres del año. Entre ellos, se destaca el crecimiento registrado en los últimos años y el potencial de desarrollo del sector minero y, en especial, del hidrocarburífero potenciado por la reciente puesta en funcionamiento del Gasoducto Néstor Kirchner. Por su parte, también tendría una evolución positiva el producto agropecuario que, en el último trimestre del año, reflejará principalmente el resultado de la cosecha de trigo, con un crecimiento estimado de 30% respecto de la campaña anterior. En el corto plazo, también se prevé que continúe el alza de los servicios turísticos, culturales y de esparcimiento, favorecidos por el programa PreViaje.

Para 2024 se espera que la economía retome gradualmente el sendero de crecimiento potenciado por las perspectivas favorables de cosecha agrícola y del sector energético. Este escenario no está exento de riesgos tanto a nivel local como global. En este contexto, el BCRA intensificará sus acciones para preservar la estabilidad cambiaria y financiera y continuará facilitando el financiamiento de los sectores productivos. De esta manera buscará contribuir con el sostenimiento de la actividad económica y el mercado laboral.

Apartado 3 / Pronósticos de recuperación para la próxima campaña agrícola

La recuperación esperada para el producto agropecuario en lo que resta de 2023 y en 2024 se sustenta en la normalización prevista de los niveles de actividad del sector luego del impacto de la sequía, principalmente sobre la cosecha gruesa, que se contabiliza en el PIB durante el segundo trimestre. Las estimaciones para la campaña 2023/24 implican significativos incrementos en la producción de los principales cultivos.

En el caso del trigo, el impacto de la recuperación del nivel de la cosecha en el PIB se registrará principalmente en el cuarto trimestre de este año. De acuerdo con los datos de la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca, a fines de septiembre el trigo se encontraba totalmente sembrado a nivel país, con el 80% del total implantado en estado bueno y muy bueno. No obstante, en algunas zonas y por la falta de precipitaciones adecuadas, el cultivo presentó un escaso crecimiento²². La superficie sembrada con trigo alcanza a 5,6 millones de hectáreas (Mha), un 5,1% por debajo de la correspondiente a la campaña previa. Sin embargo, con esa superficie y de recuperarse los rindes obtenidos en 2021/22, la producción de trigo podría ascender a cerca de 18 millones de toneladas (Mton), que significaría un aumento de 42% interanual (i.a.).

El principal determinante del resultado de la cosecha de trigo es el nivel de precipitaciones en la etapa de floración del cultivo. En agosto llovió menos de lo esperado en la región núcleo y eso generó un ambiente de incertidumbre con vistas a las siembras de la cosecha gruesa. Por el momento, el panorama agrícola presenta situaciones dispares a nivel nacional, con una franja claramente mejor posicionada dentro de la zona núcleo, pero con lluvias que aún no logran sostener las mejoras en los perfiles de humedad de los suelos que se evidenciaron a partir de mayo (ver Gráfico 1).

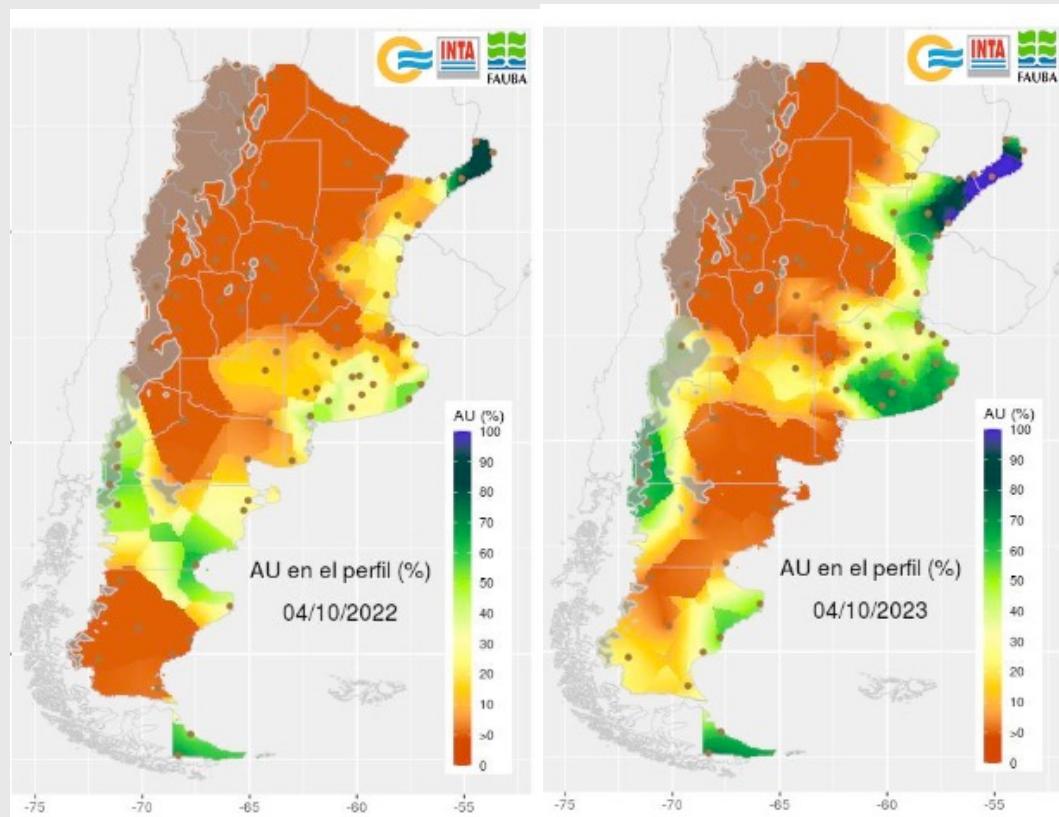
En el mismo sentido, y de acuerdo con el último Panorama Agrícola Semanal de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (BCBA), los suelos en la zona núcleo, en la que se concentra más del 30% de la producción nacional de trigo, denotan condiciones de humedad adecuadas, pero en el norte del país las lluvias fueron insuficientes promediando la siembra. Por esa razón muchos productores decidieron no arriesgarse en cosecha fina, confiados en que las condiciones climáticas serán más favorables para la cosecha gruesa. De todas maneras, según la BCBA el 72,5% del trigo sembrado presenta condición normal o excelente y la estimación de la producción se ubica en 16,5 Mton, que significaría una mejora de 35,2% i.a. Una estimación más conservadora presentó la Bolsa de Comercio de Rosario, estimando una producción de 15 Mton de trigo, un 30,4% superior a la del año pasado.

Por su parte, los pronósticos disponibles del *Climate Prediction Center*²³ indican que las anomalías de temperatura del agua del mar en el océano Pacífico ecuatorial son persistentes y robustas para asegurar la presencia del fenómeno climático El Niño, asociado a un mayor nivel de precipitaciones. Para el trimestre que finalizará en noviembre próximo, hay un 99% de probabilidad de que estas condiciones climáticas se mantengan en tanto que para enero-marzo, los modelos asignan a esa situación una probabilidad de 95%. Es decir que las mejoras observadas a partir de mayo pasado en los perfiles de agua de los suelos en las principales zonas productivas del país se extenderían con elevada probabilidad hasta el verano.

22 Particularmente en el oeste de la provincia de Buenos Aires, La Pampa, Chaco y norte de Santa Fe. A la misma fecha de 2022 el porcentaje en estado bueno y muy bueno era algo menor, de 74%, pero un 5% ya era declarado en estado malo, algo que no sucedió en la campaña actual.

23 https://www.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/enso_advisory/ensodisc.shtml.

Gráfico 1 | Perfil de agua en los suelos. Comparación interanual



Fuente: Servicio Meteorológico Nacional.

La expectativa de mejora en las condiciones de los suelos sustenta el optimismo en relación con la próxima cosecha gruesa, cuyo impacto en el PIB se concentrará principalmente en el segundo trimestre de 2024, cuando el producto agrícola alcanzaría una significativa recuperación respecto a los niveles de 2023, afectados por la sequía.

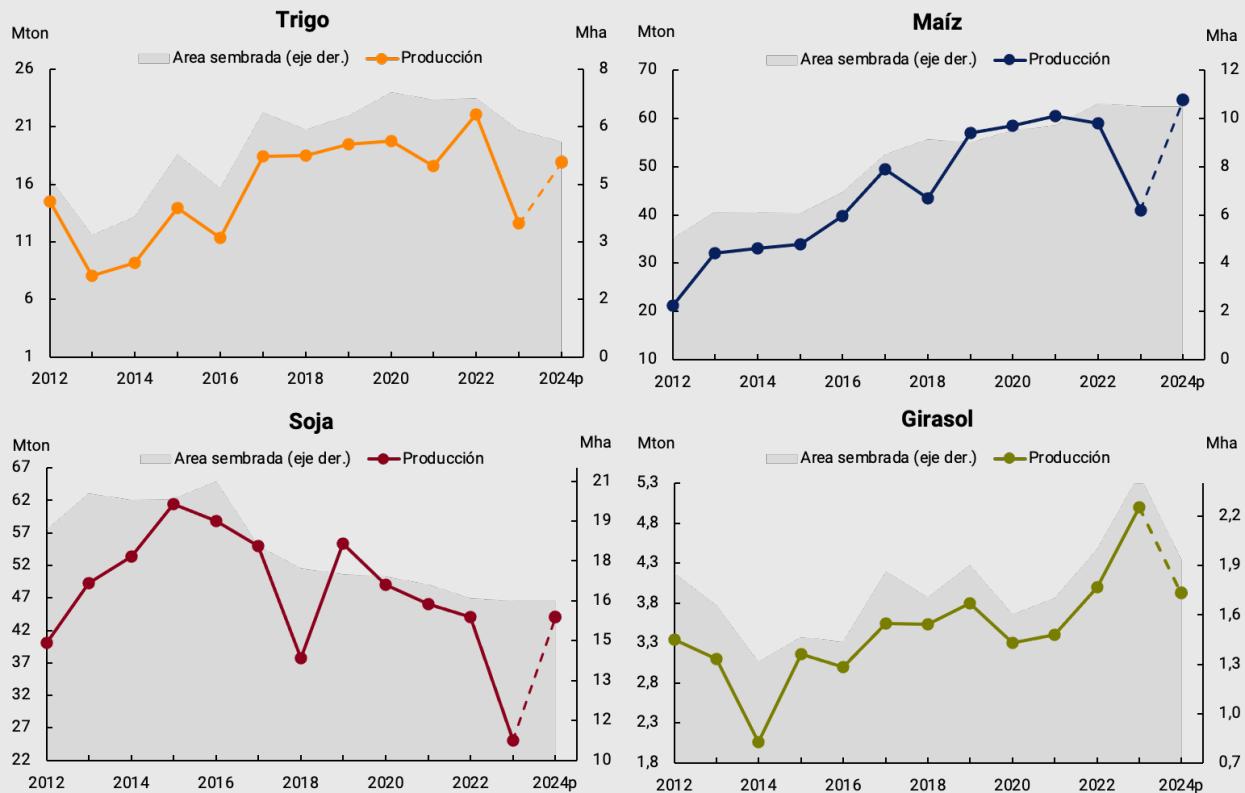
En el caso del maíz, la campaña 2022/23 se dio por finalizada oficialmente a mediados de septiembre. Recientemente se inició la siembra temprana en algunas zonas de Santa Fe, Entre Ríos y Córdoba, aunque muy lentamente²⁴. La siembra tardía podría darse hasta diciembre y tendría un costo mayor para el productor, sobre todo por los gastos que demanda el control de malezas, pero una mayor humedad en los suelos podría ofrecer un mayor rendimiento. Las estimaciones de superficie sembrada para la campaña 2023/24 la sitúan en niveles similares a los de la campaña previa (10,5 Mha), con cerca de un 65% correspondiente a siembra tardía. De recuperarse los rindes obtenidos en la Campaña 2020/21 (los menores desde la sequía de 2018), la producción total de maíz podría crecer un 42% i.a. (ver Gráfico 2).

En el caso de la soja, la primera estimación de la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca respecto de la intención de siembra de la oleaginosa es de 16 Mha, igual que la de la campaña previa. Con una leve mejora respecto a los rendimientos mínimos obtenidos en la campaña que acaba de finalizar, la producción de esta oleaginosa podría mostrar muy elevadas tasas de crecimiento. En particular, si el escenario en cuanto a

²⁴ El 5% de la superficie estimada a nivel nacional, según la BCBA. En promedio, en la zona núcleo ya se sembró el 19,6% aunque todavía varias zonas reportan escasas reservas hídricas que limitan en parte la superficie correspondiente a siembras tempranas.

rindes fuera similar al de 2021/22, el aumento de la producción podría alcanzar el 75% i.a. Cabe recordar que la producción de soja 2022/23 fue la más baja desde 1999/2000.

Gráfico 2 | Áreas sembradas y producción de los principales granos



Fuente: BCRA en base a datos de SAGyP y proyecciones propias.

Para el girasol la intención de siembra relevada por la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca es algo inferior respecto del año pasado (-4%), mencionándose como determinantes el bajo precio de la oleaginosa y la posibilidad de implantación de otros cultivos más rentables ante la posible ocurrencia de precipitaciones. Se ha sembrado hasta el momento el 16% de la superficie estimada, mientras que para igual fecha en la campaña pasada ese nivel alcanzaba el 21%.

Respecto a las proyecciones de producción de otros agentes especializados, todos dan por descontado un contexto de fenómeno climático "El Niño". La BCBA proyecta incrementos en las hectáreas implantadas tanto para la soja (5,6% i.a.) como para el maíz (2,8% i.a.), superiores a las exhibidas por el organismo oficial mientras que para el girasol la caída esperada en el área cultivada es mayor que la oficial (-13,6% i.a.). La cosecha ascendería a 50 MTn para soja y 55 MTn para el maíz, implicando aumentos muy significativos, del 138,1% y 61,8% i.a., respectivamente. Para el girasol, espera una caída de 10,4% i.a. Por su parte, la Bolsa de Comercio de Rosario estimó la cosecha de trigo 2023/24 en 15 Mtn (30% i.a.), la de soja en 48 Mtn (140% i.a.) y la de maíz del mismo ciclo en 56 MTn (65% i.a.).

En síntesis, la reversión de las condiciones climáticas ya observadas sumadas a los pronósticos de mayor humedad en los suelos durante toda la primavera y el verano permiten prever un crecimiento muy significativo en la cosecha de la próxima campaña, con aumentos superiores al 30% en trigo (que impactará en la

actividad agrícola en lo que resta de este año), al 50% en maíz y al 90% en soja, con el consecuente impacto positivo no sólo en la actividad económica sino también en resultado fiscal —a partir de los derechos de exportación asociados— y en el flujo de divisas que implicarán las exportaciones de los granos y sus derivados durante 2024.

4. Sector Externo

En el segundo trimestre de 2023 la economía operó con déficit de cuenta corriente principalmente por una caída difundida de las exportaciones de bienes, en la que se destacaron por su peso los menores envíos de granos y sus derivados fuertemente afectados por la sequía que habrían impactado en menores ingresos por unos US\$20.000 millones. En simultáneo, las importaciones de bienes mostraron un aumento trimestral, aunque concentrado en pocas categorías de importación entre las que se destacaron los bienes de capital y sus piezas y los porotos de soja en el contexto de la sequía. En el tercer trimestre se observó una reducción del déficit comercial de bienes, en un contexto en el que el Gobierno Nacional y el BCRA impulsaron un conjunto medidas orientadas a alcanzar este objetivo.

A pesar de observarse un balance comercial negativo, la dinámica de la deuda comercial por exportaciones e importaciones permitió acumular un resultado neto positivo por bienes en el mercado de cambios de US\$6.267 millones durante los primeros nueve meses de 2023, un 65% menos que lo observado en el mismo periodo del año previo. Adicionalmente, se registraron egresos netos a través del mercado cambiario en concepto de servicios, intereses y otras transacciones financieras por US\$9.026 millones. De esta manera, el BCRA resultó vendedor neto en el mercado de cambios por US\$1.990 millones, sumado a los pagos netos por el Sistema de Pagos de Moneda Local (SML) por US\$771 millones.

Al 30 de septiembre las reservas internacionales del BCRA alcanzaron un nivel de US\$26.925 millones, mostrando una caída de US\$17.673 millones a lo largo del año. Esta reducción se explicó principalmente por la cancelación neta de capital e intereses con organismos internacionales (excluyendo FMI) y otra deuda financiera del Tesoro Nacional por US\$5.197, por la cancelación neta de capital, intereses y cargos con el FMI por US\$4.020 millones, por la caída de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el BCRA por US\$2.517 millones, por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios, por los pagos netos del BCRA a través del SML y por la caída de la cotización en dólares estadounidenses de los activos que componen las reservas por US\$723 millones.

Como consecuencia de las medidas recientemente adoptadas se espera una leve contracción en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales a partir del tercer trimestre. Para el último trimestre del año se espera que las exportaciones se vean impulsadas por la entrada de los productos de la cosecha fina (principalmente trigo), aunque seguirán condicionadas por los efectos de la sequía sobre la cosecha gruesa y por la incertidumbre asociada al contexto electoral.

4.1. En el segundo trimestre de 2023 la economía profundizó el déficit de cuenta corriente

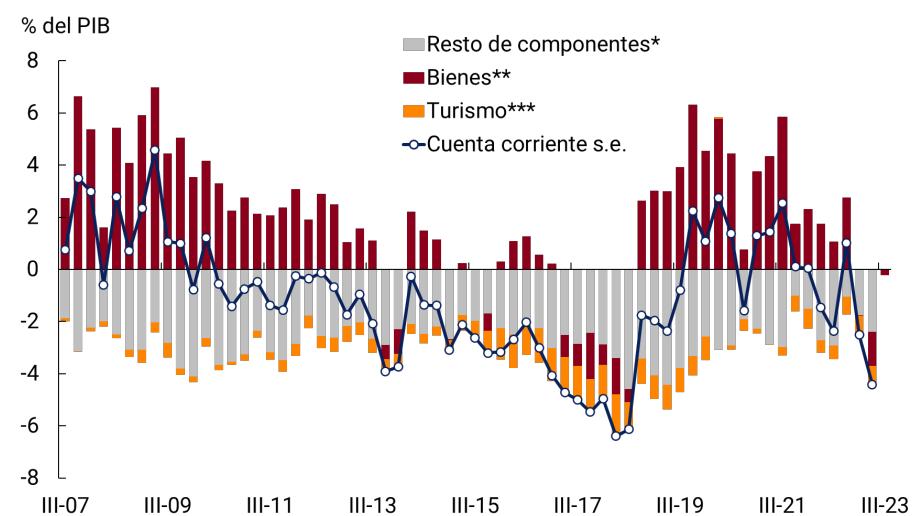
En el segundo trimestre de 2023 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un déficit de cuenta corriente de US\$6.351 millones —equivalente a 4,4% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. Este resultado se dio en el contexto de una caída de las exportaciones respecto al trimestre anterior y mayores importaciones. Al déficit desestacionalizado por el intercambio de bienes (1,3% del PIB anualizado)

se le suman los déficits originados por el turismo internacional (0,7% del PIB anualizado) y el resto de los conceptos de la cuenta corriente (2,4% del PIB anualizado). Con datos parciales del tercer trimestre se vio una mejora en el saldo comercial de bienes, aunque se mantiene un resultado deficitario (0,2% del PIB anualizado).

Este desempeño implicó la reversión interanual del saldo comercial de bienes y servicios del segundo trimestre del año de US\$5.011 millones, que se debió principalmente a una fuerte caída de los valores exportados de bienes por cerca de US\$7.400 millones, parcialmente compensada por una contracción aproximada de US\$2.400 millones de las importaciones²⁵.

Por otra parte, las rentas continuaron reflejando el aumento de las tasas de interés internacionales, mientras que se habría mantenido un elevado nivel de devengamiento de utilidades de la inversión extranjera directa. De esta manera, se estima que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad habría arrojado un nuevo resultado negativo en el tercer trimestre de 2023 (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



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

**III-23: datos hasta agosto de 2023.

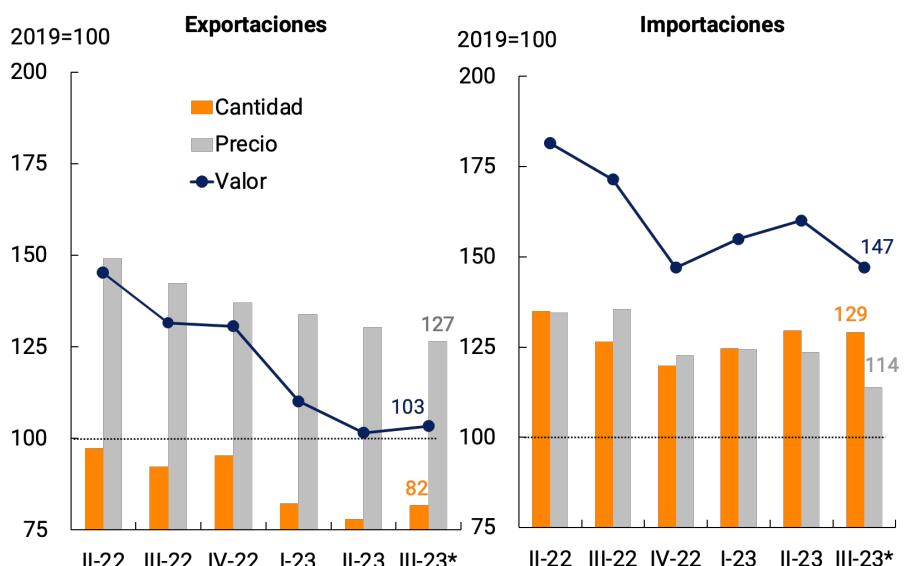
***Incluye las cuentas viajes y pasajes.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Entre abril y junio de 2023 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$16.534 millones (Free on Board –FOB–) a precios corrientes, lo que representó una caída de 7,8% respecto al nivel registrado en el primer trimestre de 2023. Esta caída se dio como consecuencia de una disminución generalizada de las cantidades, que fue potenciada por una leve caída de precios. En el bimestre julio-agosto de 2023, los valores exportados interrumpieron su tendencia bajista como consecuencia principalmente de un aumento de las cantidades vendidas, a pesar de una nueva caída de los precios de exportación (ver Gráfico 4.2).

25 En la contabilización de la balanza de pagos las importaciones de bienes se registran a valor FOB. En el acumulado de los primeros 8 meses del año, la reversión interanual del saldo comercial (FOB-CIF) fue de unos US\$8.300 millones, debido principalmente a una fuerte caída de los valores exportados por cerca de US\$14.300 millones y una contracción de alrededor de US\$6.000 millones de las importaciones (CIF).

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



*Datos hasta Ago-23.

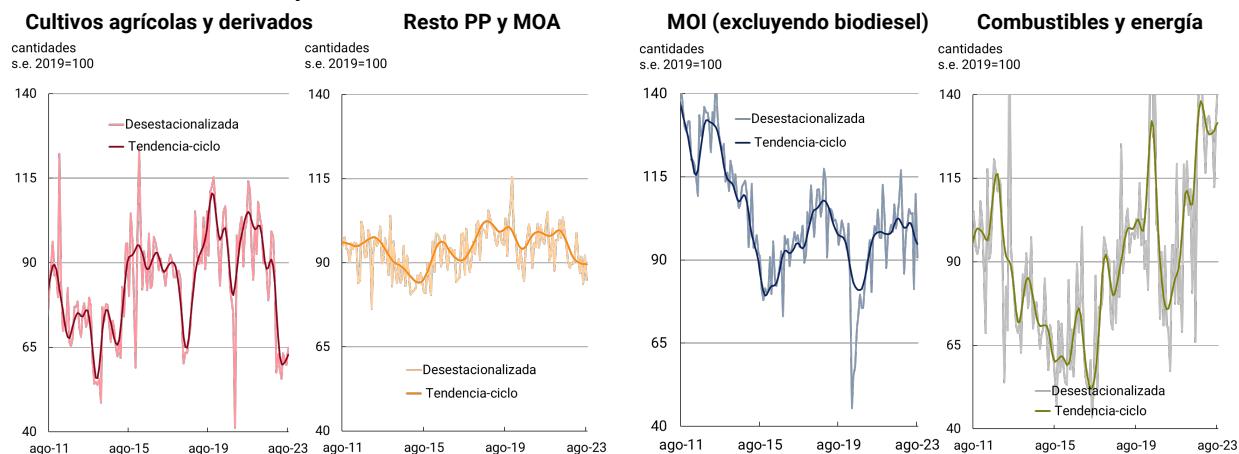
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por otro lado, en el segundo trimestre de 2023 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$19.659 millones (*Cost, insurance and freight –CIF–*) a precios corrientes, un 3,3% superior al registro del primer trimestre del año. Este desempeño de los valores importados se explicó principalmente por una suba de las cantidades adquiridas (+4,0% s.e.). En el bimestre julio-agosto se observó una caída de los valores adquiridos como consecuencia de una caída en precios y un estancamiento en las cantidades. Los indicadores adelantados de septiembre sugieren que el tercer trimestre cerraría con una disminución pronunciada de los valores importados, en el contexto de las medidas recientemente implementadas por el Gobierno Nacional y por el BCRA (generalización del impuesto PAIS a las importaciones de bienes y servicios y recalibración del tipo de cambio oficial) y la mencionada caída de los precios.

A nivel desagregado los volúmenes exportados replicaron en gran medida la trayectoria del nivel general. Las ventas externas de los Cultivos agrícolas (en grano y sus derivados –incluyendo el biodiesel–) tocaron su piso en el segundo trimestre de 2023, alcanzando niveles inferiores incluso a los observados en los episodios de sequía de 2018 y a los meses posteriores a la irrupción de la pandemia en 2020). Las mayores contribuciones negativas en este grupo de productos exportables fueron las de porotos de soja y de maíz. En el segundo trimestre también se observaron caídas del resto de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y Productos Primarios (PP) y de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) –excluyendo biodiesel–. En todos los casos la disminución de las exportaciones fue generalizada. Por último, entre abril y junio también se observó una breve interrupción de la tendencia alcista de las ventas externas de combustibles.

En sentido opuesto, en el bimestre julio-agosto los cuatro agrupados de productos aportaron al crecimiento desestacionalizado de los volúmenes exportados. Se destaca el caso de los Combustibles y energía, que –impulsados en el margen por los envíos de gas– que retomaron su trayectoria alcista (+10,4% s.e. respecto al II-23) y se sostienen en los niveles más elevados de los últimos 12 años (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Cantidades exportadas



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

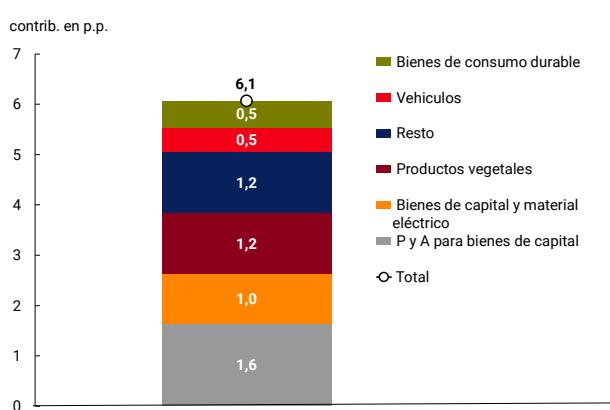
En cuanto a las importaciones de bienes, en el segundo trimestre 2023 el crecimiento de las cantidades estuvo concentrado en pocas categorías de productos: insumos vegetales (en el contexto de baja disponibilidad de grano de soja por la sequía), bienes de capital y sus partes, bienes de consumo durables y vehículos (ver Gráfico 4.4).

En el bimestre julio-agosto las cantidades importadas de bienes exhibieron una leve caída (0,5% s.e. respecto del trimestre anterior), con comportamientos heterogéneos entre grupos de productos. Se destacaron por su incidencia las caídas de las compras de vehículos y de combustibles elaborados —lo cual coincide con la puesta en funcionamiento del Gasoducto Néstor Kirchner—, compensadas parcialmente por el aumento en las compras externas de bienes de capital y autopartes, acompañando el crecimiento de la inversión bruta (ver Capítulo 3. Actividad Económica).

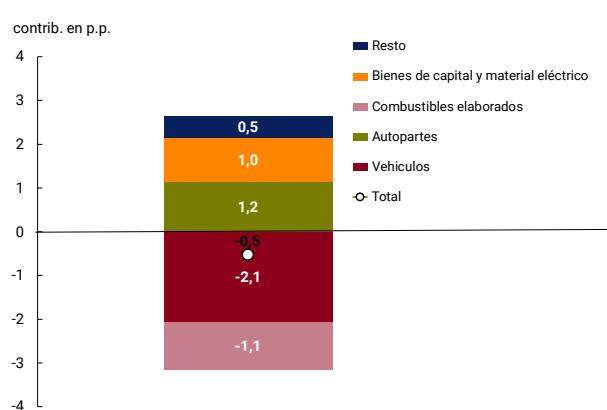
Gráfico 4.4 | Cantidades importadas por categoría

Series ajustadas por estacionalidad (var. % acum. s.e.)

II-23 vs I-23



III-23* vs II-23



*Datos hasta Ago-23

La variación acumulada de las importaciones puede diferir de la obtenida en el gráfico 4.2 porque en esta ocasión se utilizó un método indirecto de ajuste estacional.

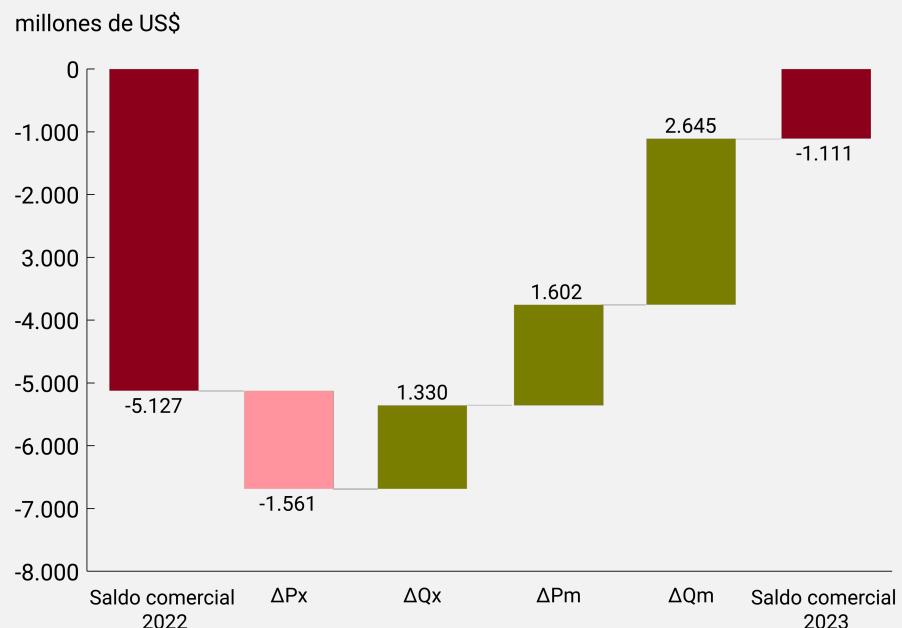
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Recuadro. Balance comercial energético 2023

En los primeros ocho meses del año 2022 se había observado un significativo deterioro del balance energético. Dicho deterioro fue explicado principalmente por el aumento de los valores importados de energía. La bajante de los ríos se tradujo en un menor aporte de las fuentes hidroeléctricas que fue sustituido por importaciones de fueloil y gasoil para la generación térmica de electricidad. Adicionalmente, Bolivia –nuestro principal proveedor de gas natural– cuyos yacimientos gasíferos se encuentran en la fase declinante, redujo la oferta disponible, obligando a Argentina a sustituir esa fuente energética con mayores importaciones de gas natural licuado (GNL) y combustibles líquidos como fueloil y gasoil. En el marco del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania las mayores cantidades importadas fueron realizadas a precios internacionales de la energía extraordinariamente altos.

Esta situación se revirtió este año. En los primeros ocho meses de 2023 el balance energético mejoró su resultado en US\$4.016 millones respecto al mismo período de 2022 (ver Gráfico 4.5). Los menores precios de importación significaron un ahorro de US\$1.602 millones, mientras que las menores cantidades importadas de energía explicaron un ahorro de US\$2.645 millones. Adicionalmente, y a pesar de que los menores precios de exportación de energía significaron un deterioro del balance energético por US\$1.561 millones, las mayores cantidades exportadas de energía sumaron US\$1.330 millones a la mejora del saldo. De esta manera el déficit se redujo de US\$5.127 millones a US\$1.111 millones.

Gráfico 4.5 Factores de variación de la balanza energética



Nota: Efecto por variación de precios (ΔPx) y de cantidades (ΔQx) de exportaciones de combustibles, y por variación de precios (ΔPm) y de cantidades (ΔQm) de importaciones de combustibles.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

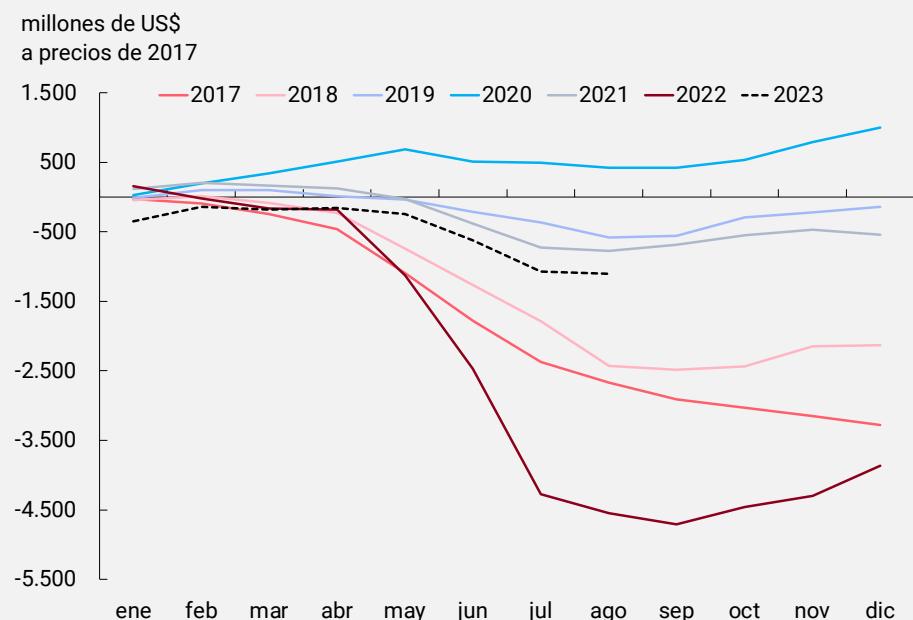
En la caída de las importaciones de combustibles influyeron una serie de factores. El aumento de la generación de electricidad por vía hidráulica -por el aumento observado en el caudal de agua en los principales ríos-, renovable y nuclear permitieron una reducción de la participación de la generación de tipo térmica. Debido a este y otros factores, como el menor consumo de combustible por parte del sector agropecuario en un contexto de

sequía y al aumento de la refinación local de combustibles, se observaron menores cantidades importadas de gasoil (-47,8% i.a.) y fueloil (-51,3% i.a.). Dada la caída de los precios, el ahorro de importaciones de gasoil (-57,7% i.a.) y de fueloil (-59,9% i.a.) fue de US\$2.631 millones en el período. En segundo lugar, la caída en las cantidades importadas de gas natural (-41,1% i.a.) y los menores precios unitarios de las importaciones significaron menores valores importados de gas por US\$545 millones. Por su parte, las mayores cantidades importadas de GNL fueron más que compensadas por los menores precios de importación (-27,2% i.a.), implicando un ahorro adicional de US\$794 millones.

Las exportaciones acumuladas en los primeros 8 meses de 2023 también contribuyeron a la mejora del saldo comercial energético. Los volúmenes exportados de combustibles y energía llevan una tendencia de crecimiento de casi 7 años, apoyada en la explotación de los recursos no convencionales de Vaca Muerta. Dicho despegue exportador en las cantidades permitió que no se observara una mayor caída en los valores exportados como resultado de la caída de los precios internacionales.

Como consecuencia, en los primeros 8 meses de 2023 se observó una notable mejora en el saldo comercial acumulado del balance energético (ver Gráfico 4.6). Prospectivamente, se espera que la mejora en el balance comercial energético resulte significativamente más notoria en el segundo semestre de 2023. En este sentido, la finalización de la construcción y reciente puesta en marcha a partir de junio del Gasoducto Néstor Kirchner permitirá aumentar la explotación del recurso gasífero de Vaca Muerta, compensando las menores importaciones previstas de gas de Bolivia y eventualmente de barcos de GNL.

Gráfico 4.6 | Resultado acumulado del balance comercial energético



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

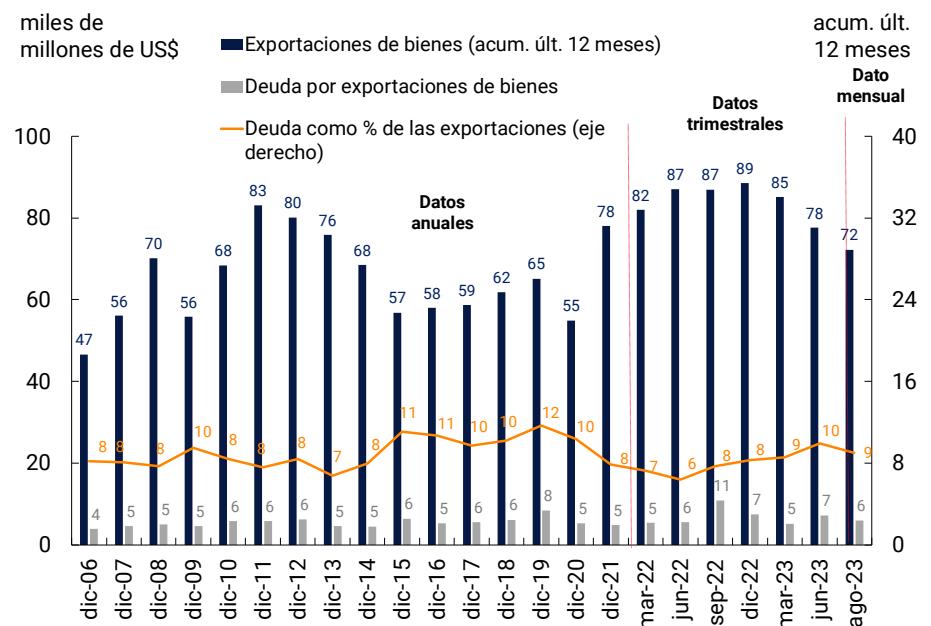
Por último, el deterioro del saldo comercial de bienes en lo que va de 2023 no se explica exclusivamente por la fuerte caída de los volúmenes exportados y/o la recuperación de las cantidades importadas. Los términos de intercambio también contribuyeron negativamente, aunque este efecto se diluyó parcialmente en el margen como consecuencia de menores precios de importación. Esta coyuntura se distingue de lo que ocurrió en otros

episodios de sequía, como 2009 o 2018, en los que la mejora en la relación de los precios externos era un amortiguador para la economía respecto de los efectos nocivos de las pérdidas en la cosecha agrícola.

4.2. En los primeros nueve meses del 2023 las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios acumularon US\$1.990 millones

Durante los primeros nueve meses de 2023, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$50.400 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$51.000 millones, lo que implicaría una reducción de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de alrededor de US\$600 millones. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se ubicó en torno al 9%, con una suba de 0,7 p.p. respecto de diciembre de 2022 (ver Gráfico 4.7)²⁶.

Gráfico 4.7 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



Nota: Deuda del II-23 sujeta a revisión y deuda de jul-23, ago-23 y sep-23 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

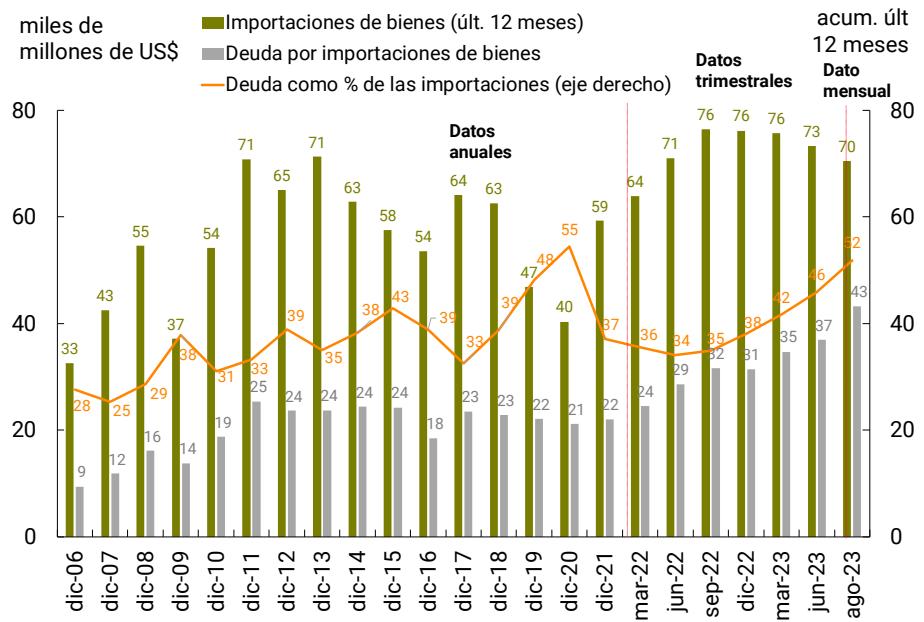
Por su parte, se estima que la deuda por importaciones de bienes habría registrado un aumento de unos US\$11.800 millones²⁷ en los primeros 9 meses del año. Así, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones subió 13,7 p.p., hasta alcanzar el 51,8% (ver Gráfico 4.8).

Esta evolución de las exportaciones e importaciones de bienes, sumada a la dinámica de la deuda comercial por esos conceptos, derivaron en un resultado neto positivo por bienes en el mercado de cambios de US\$6.267 millones en los primeros nueve meses de 2023.

26 Dato estimado en base al stock de deuda al II-23 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de exportaciones de bienes de julio, agosto y septiembre estimada a partir de la diferencia entre los cobros de exportaciones por el mercado de cambios y las exportaciones FOB.

27 Dato estimado en base al stock de deuda al II-23 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de importaciones de bienes de julio, agosto y septiembre estimada a partir de la diferencia entre las importaciones y los pagos de importaciones por el mercado de cambios.

Gráfico 4.8 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del II-23 sujeta a revisión y deuda de jul-23, ago-23 y sep-23 estimada en función a datos devengados y caja.

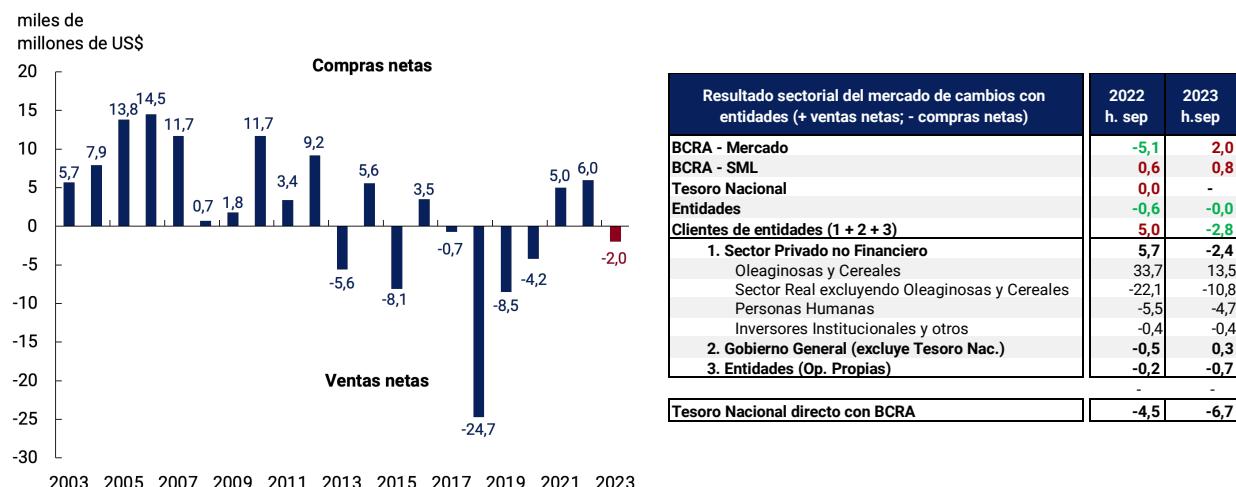
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

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

En este contexto, a partir de las renegociaciones registradas desde inicio de la norma hasta septiembre de 2023, los pagos netos efectuados a través del mercado de cambios representaron el 40% de los vencimientos originales, impactando en menores compras netas por unos US\$5.350 millones.

En cuanto al resultado del BCRA en el mercado de cambios, en el acumulado de los primeros nueve meses del año concertó ventas netas por US\$1.990 millones y transferencias a través del SML por US\$771 millones. Estas ventas fueron explicadas por compras de clientes y de las entidades por US\$2.758 y US\$3 millones, respectivamente. El resultado de clientes dentro de dicho período se explicó por las compras de los sectores “Real excluyendo Oleaginosas y Cereales”, “Personas Humanas”, las operaciones propias de las entidades e “Inversores Institucionales y otros”, por US\$10.847 millones, US\$4.660 millones, US\$431 millones y US\$699 millones, respectivamente, parcialmente compensadas por las ventas del sector “Oleaginosas y Cereales” y del “Gobierno General” por US\$13.548 millones y US\$330 millones, respectivamente (ver Gráfico 4.9 y Cuadro 4.1).

Gráfico 4.9 y Cuadro 4.1 | Mercado de cambios. Resultado



*Datos al 29-sep-23

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

Fuente: BCRA

En particular, los ingresos netos del sector “Oleaginosas y Cereales” a través del mercado de cambios se vieron impactados tanto por los menores cobros de exportaciones como por los mayores pagos de importaciones de bienes.

Los cobros por exportaciones de bienes del sector “Oleaginosas y Cereales” —principal sector vendedor de divisas en el mercado de cambios—, durante los primeros nueve meses del año acumularon un total de US\$18.490 millones, mientras que en el mismo período del 2022 habían ascendido a US\$37.512 millones, por lo que ingresaron un 51% menos de divisas respecto al año previo, lo que se explicó fundamentalmente por la severa sequía y las heladas que sufrieron los cultivos de la campaña 2022/23.

Los pagos por importaciones de bienes se incrementaron por el aumento de las importaciones de materia prima por parte de la industria aceitera, tal y como se explicó previamente (ver sección 4.1). Así, en el acumulado hasta septiembre de 2023 el sector realizó pagos de importaciones por US\$4.861 millones, mientras que en el mismo período de 2022 habían sido de US\$3.775 millones, mostrando un incremento interanual del 29%.

De esta manera, como resultado de los menores cobros por exportaciones y los mayores pagos por importaciones, los ingresos netos del sector “Oleaginosas y cereales” se redujeron aproximadamente en un 43% con relación al año anterior.

En este contexto, con el objeto de incentivar la comercialización de soja, sus derivados y de otros productos exportables producidos por las economías regionales, el Gobierno Nacional instruyó, mediante el Decreto 194/2023²⁸ del 10 de abril, el restablecimiento del “Programa de Incremento Exportador” (conocido como PIE III), donde se dispuso un tipo de cambio de \$300 por cada US\$1 para los ingresos a través del mercado de cambios por las exportaciones de esos productos. La vigencia del decreto se extendió hasta el 2 de junio para

28 Decreto 194/2023.

la soja²⁹ y sus derivados y hasta el 31 de agosto para el resto de los productos. Posteriormente el programa fue modificado mediante el Decreto 378/2023³⁰ del 24 de julio, disponiendo un tipo de cambio de \$340 por cada US\$1 para los ingresos a través del mercado de cambios por las exportaciones de productos de las economías regionales, manteniendo la vigencia hasta el 31 de agosto, dando lugar al “PIE IV”. Adicionalmente, mediante la Resolución 216/2023³¹ publicada el 24 de julio por la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca, se incluyeron nuevos productos elegibles (entre los cuales se destaca el maíz) dentro del grupo de economías regionales³². A su vez, el martes 5 de septiembre se publicó el decreto 443/2023³³, dando comienzo al nuevo “Programa de Incremento Exportador”, con vigencia hasta fin de septiembre, en el cual se permitía a los exportadores liquidar el 75% de las divisas provenientes de exportaciones al tipo de cambio oficial y que el otro 25% sea de libre disponibilidad. El día 2 de octubre, mediante el Decreto 492/2023³⁴, se prorrogó dicho programa, esta vez con duración hasta el 25 del mismo mes, pero explicitando que el 25% de los ingresos que no se liquidan en el mercado de cambios deben ser canalizados mediante operaciones de compraventa con valores negociables adquiridos con liquidación en moneda extranjera y vendidos con liquidación en moneda local.

En el marco de la tercera edición de este Programa, desde el 10 de abril hasta el 24 de julio ingresaron US\$5.630 millones, de los cuales US\$4.520 millones correspondieron a cobros de exportaciones del sector “Oleaginosas y Cereales” (mayormente vinculado a exportaciones de productos del complejo sojero; ver Gráfico 4.10) y US\$1.110 millones asociados a las exportaciones de productos de economías regionales fuera del sector de “Oleaginosas y Cereales”. Asimismo, los ingresos bajo la vigencia del PIE IV fueron de US\$2.125 millones, vinculados en su totalidad de productos de economías regionales (principalmente asociados a las ventas externas de maíz por empresas dentro del sector “Oleaginosas y Cereales”). Por su parte, los ingresos por cobros de exportaciones a través del mercado de cambios bajo el PIE V fueron de US\$1.027 millones. Cabe aclarar que, por las características de la última edición del programa, una parte considerable de los cobros de exportaciones del sector no ingresaron a través del mercado de cambios, sino que lo hicieron a través del mercado de valores.

29 Originalmente el Decreto 194/2023 establecía el día 31 de mayo como fin de la vigencia para las liquidaciones del complejo sojero, sin embargo, el plazo fue extendido mediante la Resolución 203/2023 hasta el 2 de junio. Puede acceder a la mencionada resolución en el siguiente [enlace](#).

30 Decreto [378/2023](#).

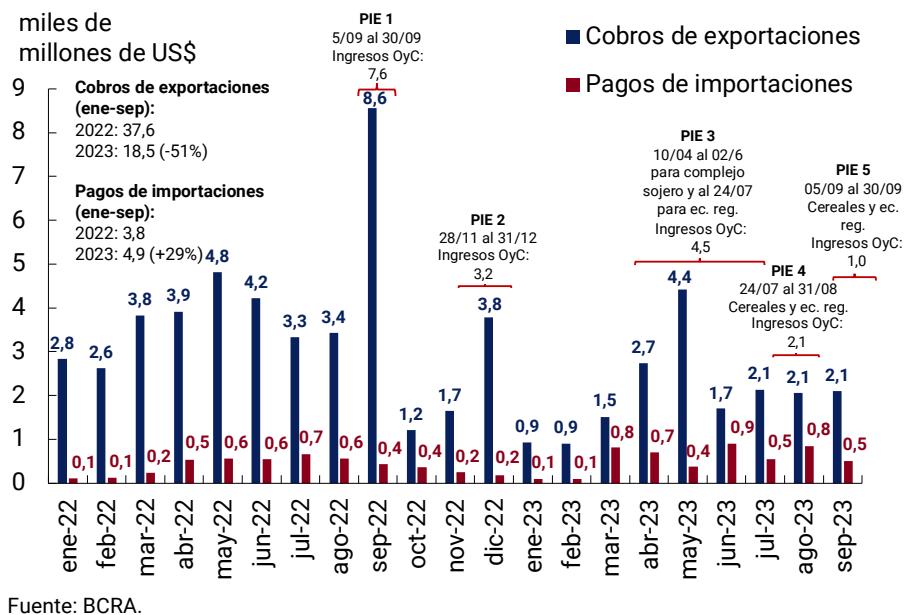
31 Resolución [216/2023](#).

32 Adicionalmente, el Gobierno Nacional tomó otra serie de medidas vinculadas al mercado de cambios, entre ellas, a fines de julio se estableció la aplicación del impuesto PAIS para gran parte de las importaciones de servicios, con una alícuota del 25% (en el caso de los fletes se aplica un 7,5% y servicios de salud y educación se mantienen exentos). Por su parte, la AFIP modificó el régimen de percepción del impuesto sobre los bienes personales que se aplica sobre las operaciones alcanzadas por el impuesto “PAÍS”, mediante la Resolución General [5403/2023](#) del 14 de agosto. En particular, para las operaciones de adquisición de servicios en el exterior y de transporte de pasajeros con destino fuera del país se practicará una percepción de bienes personales del 5% (anterior 25%).

33 Decreto [443/2023](#).

34 Decreto [492/2023](#).

Gráfico 4.10 | Mercado de cambios. Transferencias por bienes del sector Oleaginosas y Cereales



Fuente: BCRA.

De este modo, al 30 de septiembre de 2023 las reservas internacionales del BCRA alcanzaron un nivel de US\$26.925 millones, mostrando una caída de US\$17.673 millones a lo largo del año. Esta reducción se explicó principalmente por la cancelación neta de capital e intereses con organismos internacionales (excluyendo FMI) y otra deuda financiera del Tesoro Nacional por US\$5.197, por la cancelación neta de capital, intereses y cargos con el FMI por US\$4.020 millones, por la caída de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el BCRA por US\$2.517 millones, por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios, por los pagos netos del BCRA a través del SML y por la caída de la cotización en dólares estadounidenses de los activos que componen las reservas por US\$723 millones.

4.3. Perspectivas

Recientemente el Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron medidas de política que comenzaron a contener el crecimiento de las importaciones (ante la generalización del impuesto PAIS sobre las importaciones de bienes y servicios y la recalibración del tipo de cambio oficial de mediados de agosto). Los indicadores adelantados de septiembre sugieren que el tercer trimestre cerraría con una disminución pronunciada de los valores importados. De todas formas, se espera que se continúe priorizando el abastecimiento de productos importados para sostener la producción local. En este sentido, se aprobaron recientemente autorizaciones de importación en el marco del SIRA (Sistema de Importaciones de la República Argentina) para más de 7.400 PyMEs por un monto de US\$700 millones para la disposición de repuestos, bienes intermedios para la producción y el consumo.

Adicionalmente, estas políticas han ofrecido un impulso a los sectores exportadores a partir de los nuevos valores del tipo de cambio, nuevas líneas de crédito de prefinanciación de ventas externas, promoción de la fertilización agrícola y la redefinición del programa de incremento exportador para contemplar, a la soja durante septiembre y octubre), a hidrocarburos y algunos derivados (durante octubre), la extensión del programa para las economías regionales (hasta octubre) y el anuncio de la incorporación de las exportaciones de las PyMEs a este esquema. Para potenciar las exportaciones de economías regionales con alto valor industrial se redujeron o eliminaron las retenciones sobre ciertos productos (vino, mosto, arroz, tabaco, forestal

y cáscara de citrus, entre otros). La mejora del saldo comercial para lo que resta del año será sostenida por la evolución prevista para la balanza comercial energética. En efecto, se espera una significativa sustitución de importaciones de combustibles luego de la puesta en funcionamiento del nuevo gasoducto Néstor Kirchner y un mayor impulso para las exportaciones de petróleo tras las inversiones en oleoductos.

Como consecuencia de las medidas recientemente adoptadas se espera una leve contracción en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales a partir del tercer trimestre. Para el último trimestre del año se espera que las exportaciones se vean impulsadas por la entrada de los productos de la cosecha fina (principalmente trigo), aunque seguirán condicionadas por los efectos de la sequía sobre la cosecha gruesa y por la incertidumbre asociada al contexto electoral.

Apartado 4 / El BCRA retoma la publicación del Informe de Inversión Extranjera Directa³⁵

A partir de agosto de 2023, el Banco Central de la República Argentina reanudó la publicación de su “Informe sobre Inversión Extranjera Directa”, esta vez con periodicidad trimestral, y con las estimaciones elaboradas en base al Relevamiento de Activos y Pasivos Externos (RAyPE) establecido mediante Comunicación “A” 6401³⁶.

Desde su implementación, este relevamiento se convirtió en la principal fuente para la estimación de las Inversiones Directas en Argentina. El diseño del mismo fue producto del trabajo conjunto realizado entre el BCRA y el INDEC en el contexto del Acuerdo Marco de Cooperación firmado entre ambos organismos en 2016, e implicó la introducción de cambios tanto en los datos recolectados como en la forma en que los mismos se recolectan. Todo este trabajo se realizó con los objetivos conjuntos de: lograr mejoras en la calidad de la información, recabar datos que pudieran satisfacer la creciente demanda de información, que los mismos se adaparan a los nuevos estándares internacionales (Manual de Balanza de Pagos del FMI – 6a edición y Definición Marco de Inversión Extranjera Directa de OCDE – 4a edición) y que a su vez simplificara el proceso de recolección y validación de los datos, de manera de facilitar la carga a los declarantes³⁷.

Particularmente, en lo referente a las estimaciones de la Inversión Extranjera Directa, los cambios introducidos en los formularios de carga posibilitaron la mejora en la identificación de las distintas relaciones de inversión directa que se pueden dar entre las empresas locales y sus inversores no residentes, ya que no se identifican solamente los inversores directos a través de su participación en el capital de la empresa local, sino que es posible identificar relaciones de inversión directa más complejas, como las empresas emparentadas o la inversión en sentido contrario³⁸.

Por último, cabe remarcar que todo este trabajo contó con la colaboración del INDEC, no sólo en el desarrollo de los nuevos formularios de carga, tal como se indicó anteriormente, sino también en el intercambio continuo de opiniones técnicas respecto de las metodologías de estimación y la revisión de los datos recolectados, que finalizaron con el acuerdo entre ambos organismos de las series actualmente publicadas por este BCRA.

35 Los datos presentados surgen de las declaraciones validadas en el marco del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos establecido por el Banco Central de la República Argentina por Comunicación “A” 6401 y se pueden consultar en el siguiente [enlace](#).

36 Hasta diciembre de 2016, las series se presentaban con un informe de periodicidad anual y los datos subyacentes a las estimaciones se elaboraban en base al Relevamiento de Inversiones Directas (Comunicación “A” 4237 y complementarias) y del Relevamiento de Títulos de Deuda y Otros Pasivos Externos (Comunicación “A” 3602 y complementarias), los que fueron sustituidos por el Relevamiento de Activos y Pasivos Externos (RAyPE) a partir de 2017.

37 Los formularios de carga del nuevo relevamiento incluyen ahora información sobre activos externos, e información sobre posiciones en derivados financieros, y están en línea con la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional, y con los *Data Gaps Initiative* del G20, en los que las principales economías del mundo reconocieron la existencia de brechas de información sobre las cuales era imperativo trabajar. Asimismo, modernizó la metodología de compilación, trabajando sobre las plataformas de carga de la información (se ofrece la posibilidad de efectuar la carga en forma masiva extrayendo datos de los sistemas propios del declarante o bien en forma manual) y en la eliminación de los costos de transacción asociados. En este sentido, el nuevo relevamiento se completa en forma electrónica ingresando a través del sitio web de la AFIP y las validaciones de los datos cargados se efectúan de manera más ágil, minimizando errores en la carga y asegurando la consistencia de la información recibida por el BCRA.

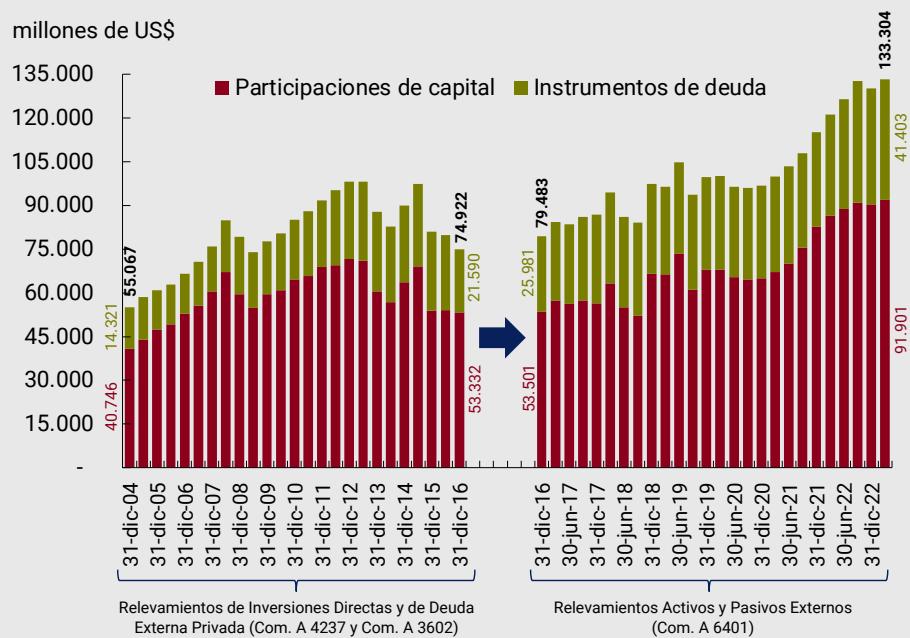
38 Las empresas emparentadas son aquellas que están bajo la influencia o control del mismo inversionista inmediato o indirecto, pero ninguna de las empresas emparentadas controla o influye sobre otra. En tanto, la inversión en sentido contrario ocurre cuando una empresa de inversión directa le presta fondos a su inversionista directo inmediato o indirecto, o adquiere una participación de capital en él, siempre y cuando no posea una participación de capital equivalente al 10% o más de los votos en ese inversionista directo. Los relevamientos anteriores no lograban identificar o captar estos tipos de relaciones de inversión directa.

Como consecuencia de este acuerdo, periódicamente, y luego del proceso de validación y control de la información, las estimaciones de Inversión Extranjera Directa del BCRA se comparten con el INDEC, que las utiliza como insumo para la estimación del Balance de Pagos y la Posición de Inversión Internacional.

Inversión Extranjera Directa

La posición pasiva bruta de inversión extranjera directa (IED) alcanzó, al 31-mar-23, el nivel récord de la serie, con un stock de IED de US\$133.034 millones, con participaciones de capital por US\$91.901 millones, e instrumentos de deuda por US\$41.403 millones (Gráfico 1). Se observó una tendencia ascendente en la posición pasiva bruta desde comienzos de 2017, con una aceleración en el ritmo de crecimiento a partir de 2021, registrándose una suba del 33% entre el 31-mar-21 y el 31-mar-23.

Gráfico 1 | Posición Pasiva Bruta de inversión extranjera directa en Argentina Relevamiento Com. A 4237, Com. A 3602 y Relevamiento Com. A 6401

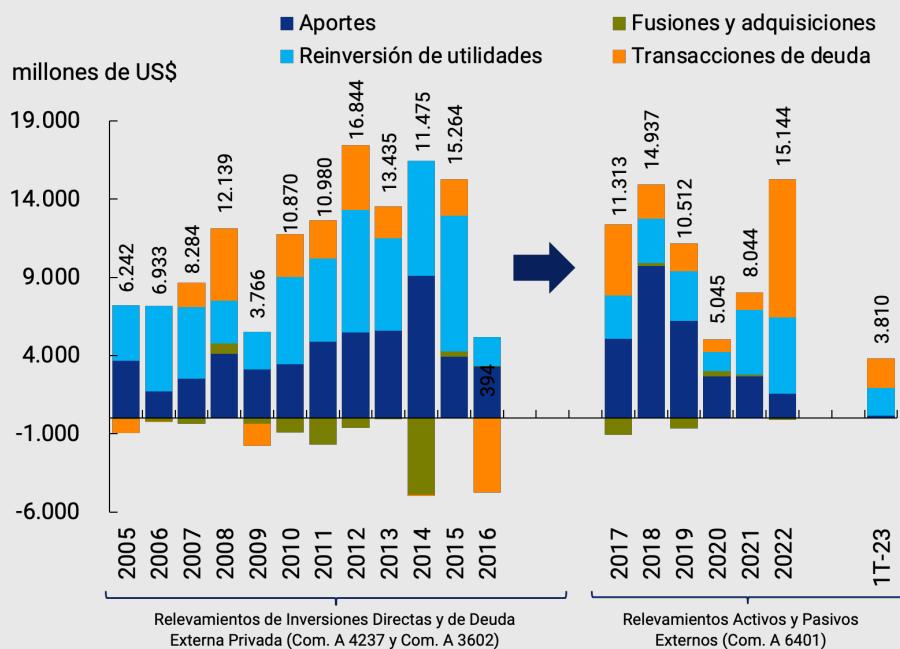


Fuente: BCRA.

Este incremento en la posición estuvo principalmente explicado por los flujos transaccionales de IED, que evidenciaron una recuperación y crecimiento a partir de 2021, registrando un incremento interanual del 59% en 2021 y del 88% en 2022, llegando a ingresos netos de IED por US\$15.144 millones en dicho año. En tanto, en el primer trimestre de 2023, se obtuvieron US\$3.810 millones de flujos transaccionales (ver Gráfico 2).

Haciendo una distinción por tipo de transacción, este aumento de la posición registrada durante los dos últimos años estuvo básicamente explicada por el financiamiento neto de empresas relacionadas, por unos US\$10.700 millones; la reinversión de utilidades que, luego por la crisis causada por el COVID-19 que afectó la actividad económica y la renta de las empresas de IED principalmente en 2020, recuperó su importancia relativa alcanzando flujos por US\$10.000 millones; y los aportes netos de inversores directos por unos US\$4.000 millones.

Gráfico 2 | Flujos transaccionales de inversión extranjera directa en Argentina
Relevamiento Com. A 4237, Com. A 3602 y Relevamiento Com. A 6401

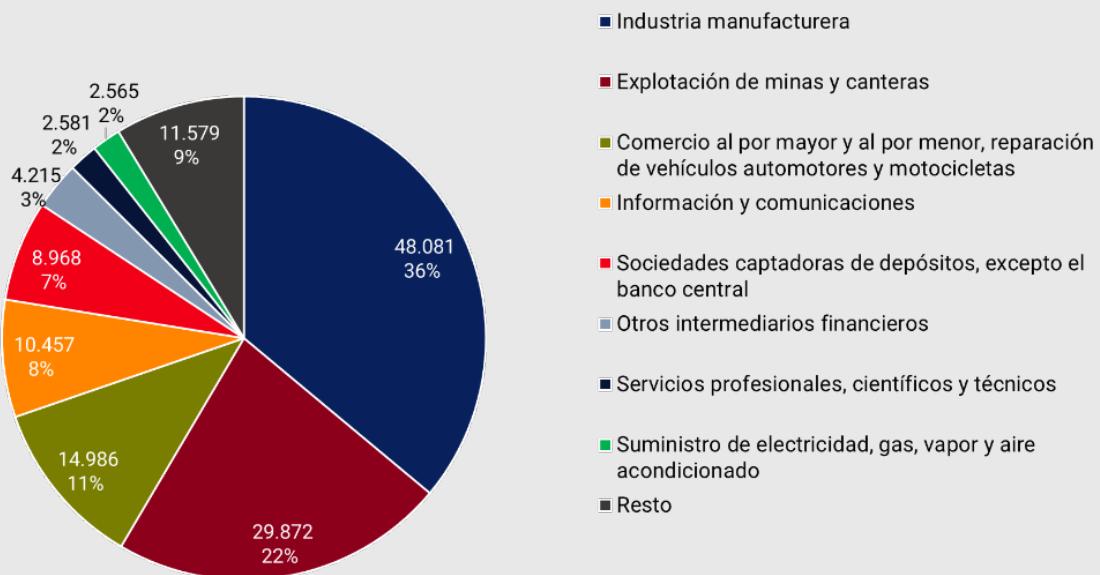


Fuente: BCRA.

A nivel sectorial³⁹ (ver Gráfico 3), el principal sector de destino de la IED al 31-mar-23 fue la “Industria manufacturera”, con una posición de US\$48.081 millones. Siguiendo en importancia se encuentran los sectores “Explotación de minas y canteras”, con una posición de US\$29.872 millones y “Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores y motocicletas”, con un stock de US\$14.986 millones. Luego se ubicaron “Información y comunicaciones”, con un stock de IED de US\$10.457 millones; “Sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central”, con US\$8.968 millones; e “Información y comunicaciones”, con una posición pasiva bruta de US\$4.215 millones.

39 La clasificación sectorial se efectuó considerando la actividad principal de la empresa receptora de la inversión, de acuerdo al Censo Nacional Económico, complementado, en casos particulares, con el Clasificador Nacional de Actividades Económicas (CLNAE 2010), a nivel letra. Para el caso de “Intermediación financiera y servicios de seguros” (letra K), se desagrupó en cuatro diferentes sectores: Sociedades captadoras de depósitos, excepto el Banco Central; Seguros; Auxiliares financieros y Otros intermediarios financieros.

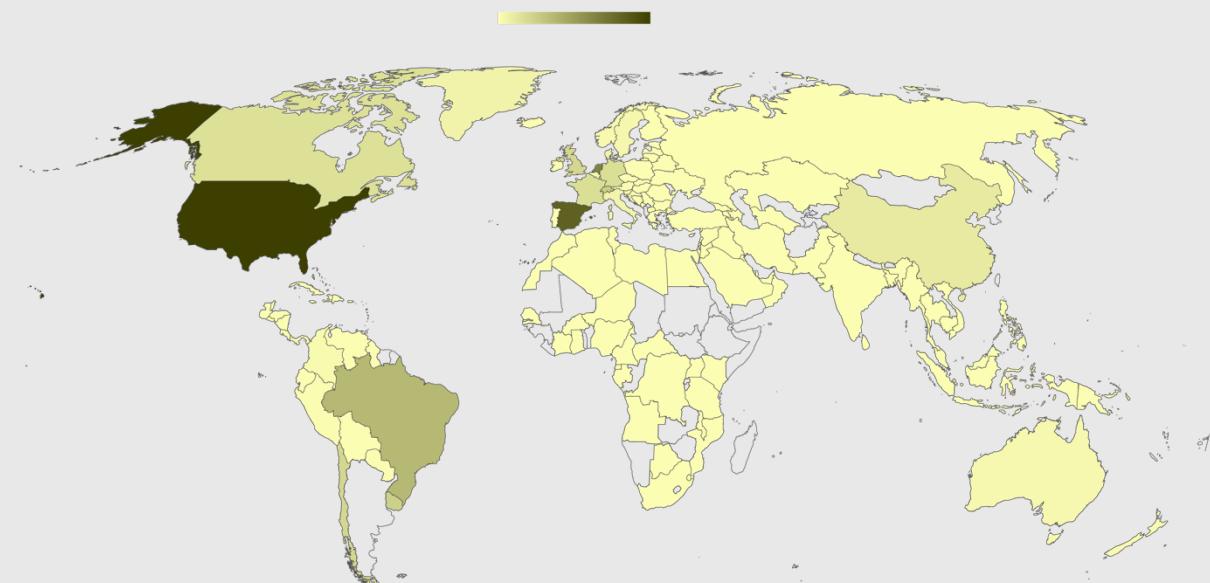
Gráfico 3 | Posición Pasiva Bruta de IED en Argentina por sectores
En millones de US\$



Fuente: BCRA.

En relación con el origen geográfico de la IED en Argentina, se observaron inversores directos de un total de 145 países al 31-mar-23 (ver Gráfico 4). Sin embargo, a pesar de esta aparente dispersión geográfica, la posición pasiva bruta de IED se concentró en un grupo reducido de países de América del Norte, Europa y Sudamérica.

Gráfico 4 | Posición Pasiva Bruta de IED en Argentina países



Nota: Mayor intensidad del color indica una mayor Posición pasiva bruta de IED.

Fuente: BCRA.

Estados Unidos se ubica como el principal origen de la IED en Argentina, con un stock de US\$25.684 millones al 31-mar-23, lo que representó un 19% del total de tenencias. En segundo lugar, se encuentra España, con una posición pasiva bruta de US\$21.084 millones (16% del total), y en tercera posición Países Bajos, con US\$16.343 millones (12% del total). Esos tres países concentraron casi el 50% del stock en Argentina. Le siguen en importancia Brasil (US\$9.174 millones), Suiza (US\$6.346 millones), Uruguay (US\$6.066 millones), Reino Unido (US\$5.140 millones) y Chile (US\$5.125 millones).

5. Finanzas Públicas

Los ingresos fiscales nacionales se vieron fundamentalmente afectados por el impacto de la sequía en la producción agrícola en los primeros tres trimestres del año. En un contexto de normal desarrollo del resto de los tributos, se verificaron menores ingresos por Derechos de Exportación — asociados a la peor cosecha agrícola de la historia reciente— por un monto equivalente a cerca de 0,6% del PIB. El Gobierno Nacional tomó un conjunto de medidas para reforzar los ingresos públicos: tras modificar el sistema de retenciones sobre las importaciones en el Impuesto al Valor Agregado (IVA) en abril, desde fines de julio impuso en forma generalizada un gravamen sobre las importaciones de bienes y servicios (impuesto PAIS) y en los últimos días de septiembre se dispuso el ingreso extraordinario de un anticipo del impuesto a las ganancias a bancos, empresas financieras y empresas aseguradoras. Asimismo, a mediados de agosto se sumó el impacto directo del mayor tipo de cambio oficial sobre los tributos asociados al comercio internacional.

El gasto primario en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) continuó reduciéndose en términos reales, pero la caída resultó inferior a la merma en los recursos en el período y no se alcanzó a cumplir con las metas de junio establecidas en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En este contexto, se avanzó con los mencionados refuerzos de los ingresos fiscales y se aplicaron nuevos aumentos en las tarifas de servicios públicos tendientes a reducir el monto de subsidios económicos.

El déficit primario acumuló a agosto de 2023 un saldo equivalente a cerca de 1,3% del PIB anual. Hacia delante, se prevé un impacto fiscal del anuncio de las políticas de refuerzo de ingresos para la población en mayor situación de vulnerabilidad ante el transitorio aumento de inflación. Entre las medidas anunciadas se destaca el esquema de devoluciones de IVA sobre la canasta básica de consumo a las familias de menores ingresos y el alivio fiscal para las personas asalariadas formales, monotributistas, autónomos y MiPyMEs. Para el año 2023, tanto el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2024 como la quinta y sexta revisión del Programa de Facilidades Extendidas del FMI mantuvieron la meta del déficit del SPNF en base caja de 1,9% de Producto para 2023 y de 0,9% del PIB para 2024, si bien se anunció recientemente el envío de una adenda con modificaciones al proyecto de ley.

Finalmente, las mayores necesidades derivadas de los menores ingresos tributarios se cubrieron con financiamiento neto que el Tesoro Nacional obtuvo a través de licitaciones de instrumentos en el mercado doméstico. Sin embargo, durante los meses de junio, julio y agosto, la necesidad de atender oportunamente los pagos de los servicios al FMI ante la demora de la quinta revisión del programa con el FMI requirió de una asistencia financiera transitoria extraordinaria por parte del BCRA.

5.1. La recaudación total cayó interanualmente en términos reales en el tercer trimestre a un ritmo similar al de los dos trimestres previos

La recaudación tributaria nacional aumentó 113,0% i.a. durante el tercer trimestre, lo cual habría significado aproximadamente una caída real de 5,2% i.a., similar a los trimestres previos (-6,8% i.a. y -5,3% i.a. en el primer

y segundo trimestre del año, respectivamente; ver Gráfico 5.1). El desempeño de la recaudación en el tercer trimestre tuvo comportamientos disímiles entre tributos.

Por un lado, los Derechos de Exportación continúan impactados negativamente por la sequía, por el adelantamiento de declaraciones juradas incentivadas por los sucesivos Programas de Incremento Exportador (PIE) del año 2022 y por las heladas tempranas. Los Derechos de Exportación se retrajeron 76,1% i.a. real entre julio y septiembre (-74% i.a. y -41,8% i.a. en el primer y segundo trimestre real), a pesar del impulso en las ventas externas por el cuarto Programa de Incremento Exportador⁴⁰ destinado a incentivar las exportaciones de economías regionales, incluyendo en esa ocasión al maíz, y del mayor tipo de cambio nominal desde mediados de agosto. En septiembre este derecho mejoró su rendimiento debido a la implementación de un nuevo PIE⁴¹ centrado en el complejo sojero, pero incide negativamente en la comparación internacional la recaudación récord durante septiembre de 2022 en el marco del primer PIE.

El Impuesto al Valor Agregado –IVA– sostuvo el buen desempeño mostrado a lo largo del primer semestre, en línea con el crecimiento de la demanda interna y, en particular del consumo real de bienes durables (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). Sobre este tributo continuó pesando positivamente el efecto de medidas de administración tributaria (monitoreo, planes de facilidades de pago) y cambios normativos (cambios en el régimen de percepción)⁴². El IVA neto tuvo una suba de 17,5% i.a. real entre julio y septiembre (+4% i.a., +10,8% i.a. en el primer y segundo trimestre). A mediados de septiembre, se anunció la implementación⁴³ del programa “Compre Sin IVA” que consiste en la devolución del 21% del IVA para los consumos con tarjetas de débito de la canasta básica para aproximadamente 12 millones de personas con ingresos mensuales de hasta \$708.000, al tiempo que se continúa con la devolución anunciada desde agosto a aproximadamente 7,8 millones de personas jubiladas y pensionadas; y se incorpora a aproximadamente 2,3 millones de monotributistas.

Otros tributos vinculados al mercado interno tuvieron un comportamiento más acotado a precios constantes, como el impuesto al “cheque” y los impuestos internos (-0,3% i.a. y -0,6% i.a. real en el tercer trimestre, respectivamente). Los recursos de la seguridad social aumentaron 1,9% i.a. real en el tercer trimestre de 2023 (+0,6% i.a. real en el segundo), respondiendo básicamente a la mejora del empleo formal (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo).

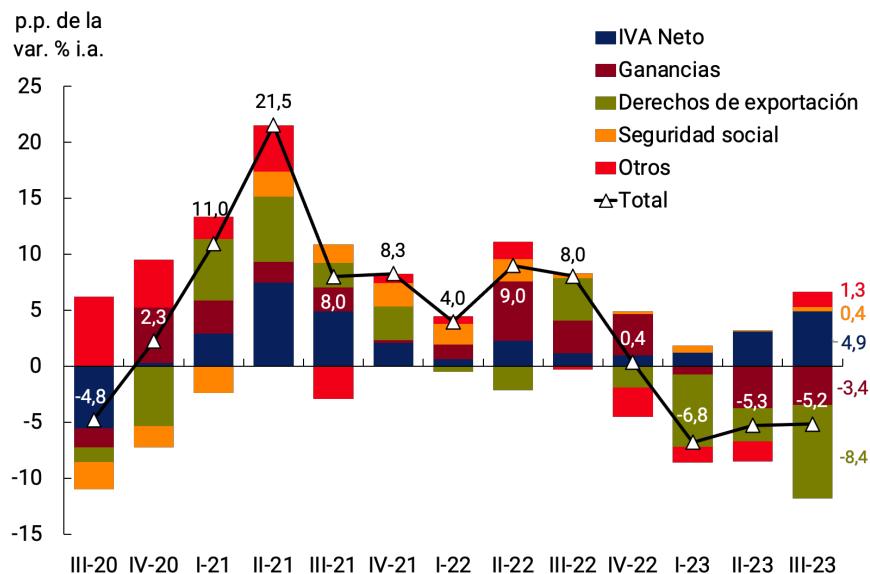
40 Decreto 378/2023 <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/385000-389999/387134/norma.htm>

41 Decreto 443/2023 <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/385000-389999/389285/norma.htm> A diferencia de los programas anteriores donde se liquidaban a un valor preferencial de la divisa, en este caso el 75% del contravalor de las exportaciones que sean objeto de adhesión al programa deberá ingresarse al país en divisas y negociarse a través del Mercado de Cambios (MC), en tanto que el 25% restante será de libre disponibilidad.

42 Mediante RG 5339/2023 del 29/3/23, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) suspendió hasta el 31 de diciembre el régimen de percepción que permitía, a través de un certificado de exclusión, que grandes empresas importadoras quedaran exentas del pago del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y del Impuesto a las Ganancias. Atenuaron la comparación interanual las mayores devoluciones de IVA que avanzaron 39,1% real en el semestre.

43 Se ingresó además un proyecto en Congreso de la Nación para implementarlo por Ley.

Gráfico 5.1 | Contribución al crecimiento de la recaudación nacional por tributo, en moneda constante



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

La recaudación del impuesto a las Ganancias continuó mostrando en el tercer trimestre el impacto del efecto del pago a cuenta extraordinario realizado por las grandes sociedades durante los últimos meses del año pasado⁴⁴, reduciéndose 15,4% i.a. real en el período, magnitud similar a la del segundo trimestre (-14,7% i.a.). Asimismo, operaron las actualizaciones del mínimo no imponible y de la escala del impuesto para personas humanas y la disminución, a partir de la segunda quincena de agosto, al 5% de la alícuota adicional del 25% sobre viajes y gastos en el exterior para determinados sujetos⁴⁵. Además, a mediados de septiembre se implementó por Decreto⁴⁶ una modificación que eleva, para el segundo semestre del período fiscal 2023, el monto Mínimo no Imponible (MNI) del Impuesto a las Ganancias, hasta una suma mensual equivalente –conforme el monto vigente el 1º de octubre de 2023–, a quince salarios mínimos (Salario Mínimo Vital y Móvil –SMVM–)⁴⁷. A partir de dicha modificación dejaron de estar alcanzados por el impuesto personas trabajadoras en relación de dependencia y jubiladas, con la única excepción de aquellas con remuneraciones vinculadas a cargos directivos o muy altos ingresos o jubilaciones de regímenes especiales. Esta medida tendrá impacto en la recaudación del tributo en el último trimestre el año. En sentido opuesto, amortiguó la caída real del tributo 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 exterior y otras operaciones gravadas⁴⁸. A fines de septiembre, se dispuso el ingreso extraordinario de un anticipo del impuesto a las ganancias a bancos, empresas financieras y empresas aseguradoras.

En tanto, los Derechos de importación y la Tasa estadística recortaron la reducción a 1,9% i.a. en términos reales en el tercer trimestre (vs. -20,7% i.a. y -12,4% i.a. en el primer y segundo trimestre respectivamente), debido, en parte, a un mayor tipo de cambio nominal desde agosto. Sin embargo, la retracción se volvió a explicar básicamente por menores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

44 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.

45 La alícuota de 25% se había implementado a partir de julio de 2022.

46 A su vez se aprobó una Ley en el Congreso de la Nación que modificó, en línea con lo instrumentado, la Ley del Impuesto con vigencia desde enero de 2024.

47 Se dispusieron medidas de alivio fiscal también para monotributistas y autónomos.

48 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 sumtuosas), y se establecieron nuevas percepciones a cuenta del impuesto a las ganancias y sobre los bienes personales sobre transacciones alcanzadas por dicho impuesto. Desde julio de 2023 se elevó del 35 % al 45 % la alícuota de percepción del impuesto a las ganancias y/o impuesto sobre los bienes personales de quienes compren moneda extranjera para atesorar.

Desde finales de julio crecieron significativamente los ingresos por la imposición generalizada del impuesto PAIS sobre las importaciones de bienes y servicios. Las nuevas alícuotas⁴⁹ van del 7,5 % al 25 %. Así, la recaudación de este impuesto en los meses de agosto y septiembre se incrementó cerca de un 270% respecto del promedio mensual de los meses previos⁵⁰.

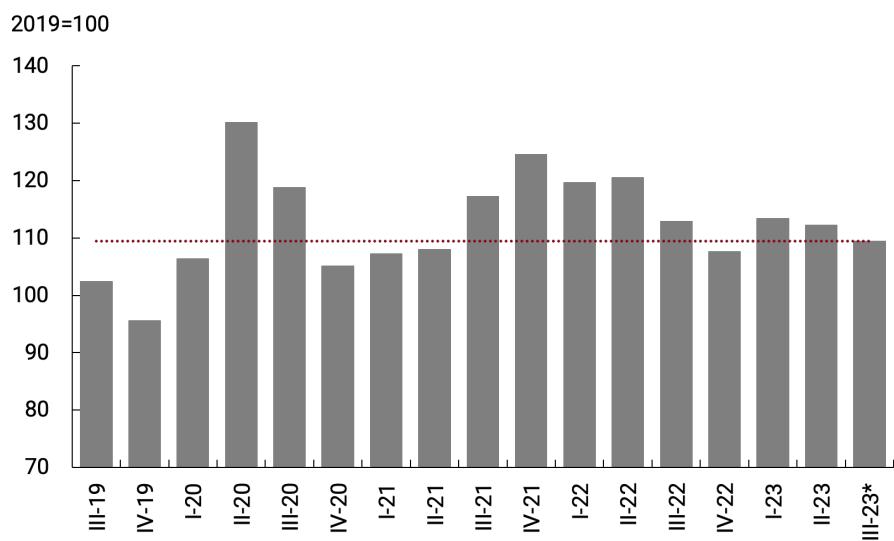
La evolución de los ingresos tributarios implicó que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) recortaran la caída en términos reales a 2,2% i.a en el tercer trimestre de 2023 (con datos parciales a agosto). Sobre la comparación anual impactó la merma en los Derechos de Exportación ya descripta y menores ingresos por recursos no tributarios, en particular Rentas de la propiedad relacionadas con emisiones primarias⁵¹. Neto de Derechos de Exportación, los recursos habrían mostrado un incremento real de 2,2% i.a en el tercer trimestre.

5.2. El gasto primario disminuyó en términos reales en el tercer trimestre del año

Los gastos primarios acumulan 5 trimestres (con datos parciales a agosto) de reducción real interanual y habrían recortado la caída real a 3,0% i.a. en el tercer trimestre del año. En términos reales y desestacionalizados, el gasto primario real exhibió una contracción de 2,5% s.e. con relación al segundo trimestre (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Gastos primarios en moneda constante

Ajustados por estacionalidad



*Datos a ago-23.

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

49 Las alícuotas aplicables serán del 25 % a quienes compren divisas para pagar servicios, y del 7,5 %, a quienes compren divisas para pagar importaciones de bienes (se excluyen las importaciones de bienes suntuarios que ya están alcanzados por el impuesto PAIS a la alícuota del 30 %). Además, quienes adquieran en el exterior servicios de fletes y otros servicios de transporte por operaciones de importación o exportación de bienes también se encontrarán alcanzados por el impuesto PAIS a una alícuota del 7,5 %. En todos los casos el Decreto indica que las entidades financieras intervenientes en la operación de cambio cumplirán la función de agente de percepción y liquidación del impuesto PAIS al momento de efectivizarse la operación de cambio.

50 En los casos de compra de moneda extranjera para pagar importaciones de bienes, el Decreto N°377/2023 autoriza a la AFIP a establecer pagos a cuenta del impuesto PAIS de hasta el 95 %. Así, por Resolución General se estableció un pago a cuenta del 7,125% para importar bienes en general, y un pago a cuenta del 28,5% para importar bienes suntuarios. En ambos casos, este pago a cuenta se realiza al oficializar el despacho de importación y se aplica a la obligación resultante al momento de acceder al MC.

51 En los meses de julio a agosto de 2022 se registraron como ingresos por estos recursos \$88.658 millones que no se registraron en el año 2023.

Esta disminución del gasto se realizó sin afectar el gasto de capital (+14,1% i.a con datos a agosto), asociado a obras de infraestructura vial, vivienda, transporte y energética, destacándose principalmente la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner, que, en materia fiscal, permitirá reducir el costo de la energía a partir de la segunda mitad del año y así fortalecer la consolidación fiscal en el mediano plazo.

Los gastos en prestaciones sociales aumentaron 0,2% i.a. real en el tercer trimestre —con datos parciales a agosto—. Dentro de este rubro, las prestaciones previsionales se retrajeron 5,8% i.a. entre julio y agosto dado que avanzaron al ritmo impuesto por la Ley de movilidad jubilatoria, que arrojó aumentos de 17,0% en marzo y de 21,0% en junio (89,2% i.a. a junio). No obstante, las jubilaciones y pensiones, en particular las de aquellas personas que perciben las prestaciones menores (hasta dos haberes mínimos) se vieron incrementadas por los bonos que se otorgaron en forma mensual desde fines de 2022 para compensar parcialmente la inflación observada. Incluyendo estas compensaciones, el gasto en prestaciones previsionales se habría reducido 2,5% real i.a. en el tercer trimestre. Entre las medidas anunciadas en agosto y septiembre se volvió a incrementar para los meses de septiembre, octubre y noviembre el monto de este bono intentando así que quienes perciban los menores haberes compensen el incremento del nivel general de precios.

En líneas generales, el Gobierno tomó una serie de medidas destinadas a amortiguar el efecto del movimiento del tipo de cambio sobre los ingresos de las personas jubiladas y las desempleadas, los trabajadores y las trabajadoras en relación de dependencia de menores salarios, los y las monotributistas y emprendedores y emprendedoras, entre otros. En contraposición, para compensar se dispuso el ingreso extraordinario de un anticipo del impuesto a las ganancias a bancos, empresas financieras y empresas aseguradoras (ver Tabla 5.1).

El conjunto de otros programas de transferencias corrientes de Ayuda a personas, vinculadas a programas como Tarjeta Alimentar o Potenciar Trabajo, entre otros, tuvieron incrementos superiores a la inflación durante el tercer trimestre, con datos parciales a agosto. Por su parte, las transferencias corrientes a las provincias también se incrementaron a precios constantes 11,6% i.a en el tercer trimestre —con datos a agosto— respecto del año previo, luego de haberse reducido en términos reales durante gran parte del año. Las partidas correspondientes a las jurisdicciones subnacionales dependientes del régimen de coparticipación de impuestos, que no se encuentran afectados por la reducción de la recaudación por tributos sobre el comercio exterior, también crecieron 2,0% i.a real en el tercer trimestre (tras reducirse 1,3% i.a. en el segundo trimestre).

Tabla 5.1 | Principales medidas anunciadas en agosto y septiembre de compensación y refuerzo de ingresos

Medida	Descripción	Periodo de aplicación	Cant. beneficiarios estim.
Medidas de transferencia de ingresos (Mayor Gasto Primario)			
Sector Informal	Ingreso para personas trabajadoras del sector informal en dos meses de \$94.000.	oct. y nov.	3 mill.
Jubilados/as y pensionados/as	Aumento de \$10.000 del refuerzo mensual por compensación de haberes que perciben jubilación mínima llevando el haber mínimo a \$124.460.	sep., oct., nov.	5,5 mill.
Trabajadores/as Sector privado formal	\$60.000 no remunerativos en dos cuotas (absorbible por paritaria) a trabajadores y trabajadoras con salario neto de hasta \$400.000 mensuales. El Estado asume el costo mediante al pago a cuenta de contribuciones de Micro (100%) y Pequeñas Empresas (50%).	sep. y oct.	5,5 mill.
Jubilados/as y pensionados/as	Ampliación del monto a \$15.000 por mes del programa de personas beneficiarias del refuerzo alimentario de PAMI.	sep., oct., nov.	3 mill.
Jóvenes	Aumento de \$12.000 a \$20.000 para beneficiarios/as de Becas Progresar.	desde ago-23	1,7 mill.
Hogares Menores ingresos	Refuerzo por una vez de dos cuotas mensuales en función a la cantidad de hijos en la familia en la Tarjeta Alimentar: 1 hijo \$10.000, 2 hijos \$17.000, 3 hijos \$23.000. Se incrementa un 30% el monto de la tarjeta luego del refuerzo adicional.	desde sep-23	2,4 mill.
Trabajadores/as Potenciar Trabajo	\$20.000 en dos cuotas.	sep. y oct.	1,3 mill.
Trabajadores/as Sector público	\$60.000 no remunerativos en dos cuotas (absorbible por paritaria). Personal con salario neto de hasta \$400.000 mensuales.	sep. y oct.	390 mil
Trabajadores/as en casas particulares	\$25.000 en dos cuotas mensuales a personal en casas particulares. Empleadores/as con ingresos de hasta \$2.000.000 mensuales el Estado reembolsara el 50% del refuerzo.	ago. y sep.	424 mil
Desocupados/as	Suma fija de \$20.000 en dos cuotas para beneficiarios/as de la Prestación de desempleo.	oct. y nov.	60 mil
Medidas de reducción/devolución de Impuestos (Menos Recursos Tributarios)			
Impuesto a las Ganancias	Suba por decreto del mínimo no imponible para año 2023 a 15 SMVM. Modificación por ley para el año 2024.	desde ago-23	800 mil
IVA	Devolución del IVA de la canasta básica para monotributistas, a personas trabajadoras con ingresos formales hasta 6 SMVYM, régimen de casas particulares y beneficiarias de programas sociales hasta \$18.800 por mes.	desde sep-23	13,8 mill.
Autónomos	Prórroga de pago del aporte personal y pago del IVA. También se actualizan los importes de la escala de retención del impuesto a las ganancias, siendo el nuevo monto no sujeto a retención de \$160.000.	sep., oct., nov., dic.	700 mil
IVA	Para el total de los consumos con compras en comercios con la tarjeta de débito hasta \$18.800 (tote anterior era de \$4.056) de personas jubiladas y pensionadas.	desde ago-23	7,8 mill.
Derechos de Exportación	Retención 0% para economías regionales con valor agregado industrial: vino, mosto, arroz, tabaco, forestal, cáscara de citrus.	desde sep-23	
Monotributo Productivo	Para las categorías A, B, C y D: diferimiento del pago del componente impositivo.	6 meses	1 mill.
Monotributistas	Se suspenden las exclusiones por superar el límite de facturación hasta la actualización de la escala el año que viene, y no habrá baja automática por falta de pago.	sep., oct., nov., dic.	1 mill.
PyMEs	Regularización de deuda con ciertas condiciones en 120 cuotas mensuales. Se podrán incluir Obligaciones vencidas hasta el 31/8/2023 y planes caducos. Tasa de interés del 4,14% mensual (70% de la tasa de interés resarcitorio).	sep., oct., nov., dic.	300 mil
MiPyMEs	Reducción de cargas sociales para nuevo empleo joven, devolución del 100% de las contribuciones para MicroPyMEs y del 50% para PyMEs, y regularización de relaciones laborales.	2 años	

Fuente: BCRA en base a información oficial.

El gasto en subsidios, que se había visto ampliado por las subas en los precios internacionales de combustibles y energía durante el 2022, en lo que va del tercer trimestre del año registró una merma de 28,2% i.a. en términos reales. Las subas de las tarifas de servicios públicos, en el marco del avance de la segmentación tarifaria, permitió la disminución paulatina de la carga del costo de estos servicios sobre las cuentas públicas. Cabe agregar que mientras los subsidios energéticos se redujeron 33,4% i.a. real entre julio y agosto (vs. +12,2% i.a. en el segundo trimestre), los subsidios al transporte se redujeron 0,5% i.a. real en el mismo periodo (vs. -22,2% i.a. entre abril y junio). En el transcurso de los meses de septiembre y octubre operan también nuevos incrementos en la tarifa de los servicios de agua, en tanto fueron congelados los incrementos previstos de tarifas de transporte urbano durante dos meses hasta octubre en el marco de la aceleración del nivel general de precios durante agosto y septiembre.

Las partidas asociadas a remuneraciones y gasto en funcionamiento crecieron 7,0% i.a. real en el tercer trimestre con datos a agosto. En particular, las remuneraciones avanzaron 7,5% i.a. en el primer trimestre y 6,3% i.a. en el segundo trimestre, producto básicamente de los acuerdos salariales acordados, y morganeraron su incremento en el tercer trimestre a 5,9% i.a. Las transferencias corrientes a Universidades, también muy asociadas

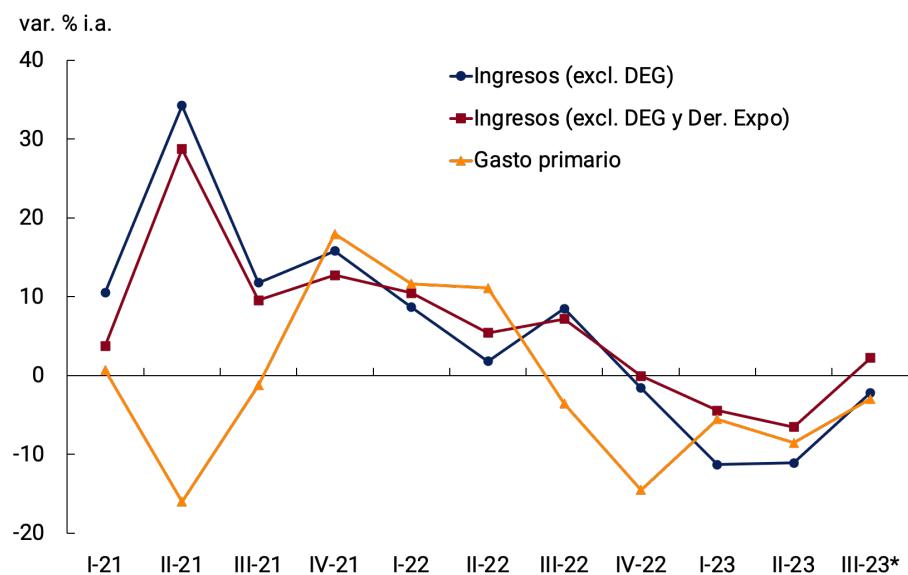
a gastos en personal, crecieron 6,6% i.a. —con datos parciales— en el tercer trimestre, tras avanzar 12,7% i.a en el segundo trimestre y caer 3,4% i.a real en el primer trimestre del año.

5.3. El impacto de la cosecha sobre los ingresos fiscales se reflejó parcialmente en la evolución del resultado primario

El recorte del gasto primario del SPNF en términos reales fue inferior a la caída registrada por los ingresos totales (ver Gráfico 5.3). En junio, el déficit primario del SPNF acumulado superó la meta prevista en el marco del acuerdo con el FMI para el segundo trimestre del año mientras que en agosto alcanzó aproximadamente 1,3% del Producto anual.

Gráfico 5.3 | Ingresos y Gastos Primarios del SPNF

En moneda constante



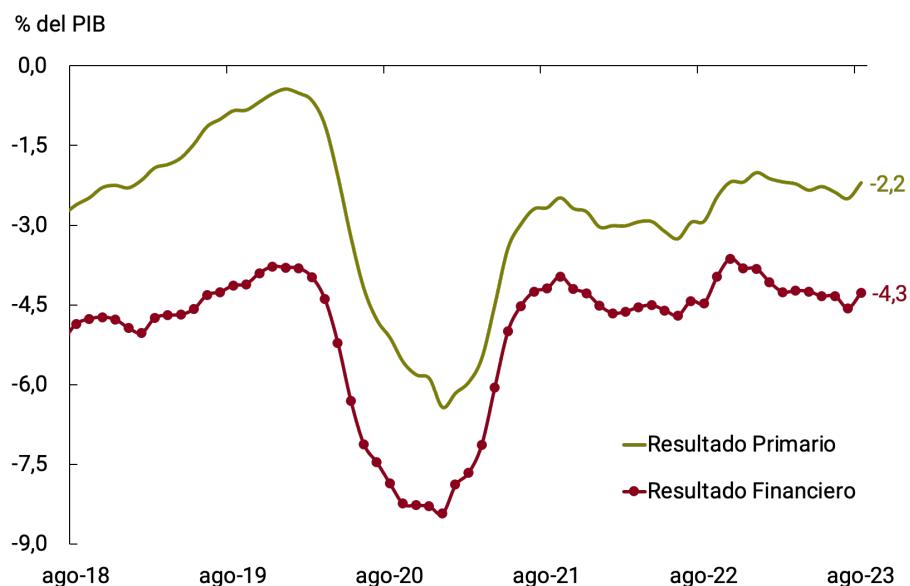
Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

*Datos a ago-23.

El déficit primario del SPNF acumulado en los últimos 12 meses, a agosto de 2023, representó aproximadamente 2,3% del PIB. Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 4,3% del PIB (ver Gráfico 5.4). Para el año 2023, tanto el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2024 como la quinta y sexta revisión del Programa de Facilidades Extendidas del FMI mantuvieron la meta de déficit del SPNF en base caja de 1,9% del Producto para 2023 y de 0,9% del PIB para 2024, si bien se anunció recientemente el envío de una adenda con modificaciones al proyecto de ley enviado a mediados de septiembre.

Gráfico 5.4 | Resultado del SPNF

Acumulado 12 meses



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

5.4. Durante el tercer trimestre las necesidades financieras del Tesoro Nacional se cubrieron con colocaciones en el mercado local y asistencia transitoria extraordinaria del BCRA

Durante los primeros 9 meses de 2023 el Tesoro Nacional (TN) logró un refinanciamiento del 150% de los servicios de capital e intereses en pesos, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$4,1 billones. Las emisiones de instrumentos de deuda durante el tercer trimestre se concentraron en títulos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), títulos ajustados a la evolución del dólar (DLK) e instrumentos duales (mayor variación entre dólar y CER) y, en menor medida, se colocaron letras en pesos a descuento a tasa fija.

Respecto de lo que había ocurrido a fines de julio, el plazo ponderado por monto de los instrumentos emitidos aumentó. Las licitaciones de septiembre tuvieron un plazo promedio ponderado por monto de 291 días, en línea con el promedio de 310 días de las licitaciones realizadas en agosto y durante el segundo trimestre del año, y por encima de los 244 días promedio de julio. Considerando como referencia a las letras a descuento, las tasas efectivas anuales se elevaron considerablemente en las últimas licitaciones. La tasa efectiva anual de letras a descuento de la última licitación de septiembre se ubicó en 171,9%.

Asimismo, con el objetivo de continuar despejando el perfil de vencimientos, se llevará a cabo una operación de conversión de forma voluntaria y en condiciones de mercado, dirigida a entidades del Estado Nacional con tenencias relevantes de instrumentos con vencimientos durante el último trimestre del año. Con ello, se espera una extensión de dichos vencimientos en más de \$600.000 millones a 2025 y 2026.

El stock de Deuda Pública Nacional a fines de agosto de 2023 ascendió a US\$395.395 millones y representó cerca de 103% del PIB, mostrando un nivel similar al de fines de 2020.

Como se destacó en el IPOM de julio, pese al financiamiento neto que el TN obtuvo a través de licitaciones de instrumentos en el mercado doméstico, el resultado fiscal, sumado a la necesidad de atender oportunamente los pagos de los servicios al Fondo Monetario Internacional (FMI) ante la demora en los desembolsos de la quinta revisión del PFE, requirió de una asistencia transitoria extraordinaria por parte del BCRA. De los casi \$2 billones que el BCRA transfirió al TN desde el inicio de 2023 hasta mediados de agosto—mediante Adelantos Transitorios netos, así como utilidades—, casi la mitad se destinó a la atención de servicios de capital e intereses al FMI, y por lo tanto no implicó una expansión de la liquidez. Además, para hacer frente a los compromisos de fines de julio y principios de agosto se recurrió transitoriamente a otras fuentes no convencionales de fondos (la colocación de una letra intransferible al BCRA y un préstamo bilateral con el Estado de Catar). Estos puentes financieros permitieron cumplir en forma oportuna los vencimientos del programa con el FMI. Tras la aprobación de la 5ta y 6ta revisión del acuerdo con el FMI, el 23 de agosto se logró el desembolso bruto de unos US\$7.400 millones por parte del organismo y se comenzaron a revertir los mecanismos de financiamiento utilizados para los pagos realizados al organismo internacional. Ese mismo día se cancelaron \$0,5 billones de Adelantos transitorios netos, al igual que se canceló el préstamo puente con el Estado de Catar.

Apartado 5 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2024

El viernes 15 de septiembre el Poder Ejecutivo elevó al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2024 (PPN-24). El proyecto delimita un conjunto de políticas públicas a nivel nacional que buscan propender a la estabilidad macroeconómica, recomponer el poder adquisitivo de los ingresos y fortalecer el mercado interno, con el objetivo de mejorar la calidad de vida de la población.

Los supuestos macroeconómicos incluidos en el PPN-24 contemplan una caída de la economía de 2,5% en 2023 y un crecimiento de 2,7% para el año siguiente. En particular, la expansión prevista para 2024 será difundida entre los componentes de la demanda, destacándose avances de 17,4% en las exportaciones y de 1,6% en la inversión.

El PPN-24 proyecta exportaciones de bienes y servicios por US\$101.248 millones (+19,6% i.a.) e importaciones por US\$91.876 millones (+1,3% i.a.) para 2024, dando lugar a un superávit de la balanza de bienes y servicios de US\$9.372 millones. La inflación interanual estipulada en el proyecto desciende respecto de los registros actuales hasta 69,5% i.a. para diciembre del año próximo. Por último, se estima que el tipo de cambio en diciembre de 2024 sea de \$607/US\$ (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | PPN 24 Principales supuestos macroeconómicos

Concepto	PPN-24	
	2023	2024
PIB real (var. % i.a.)	-2,5	2,7
Tipo de Cambio (\$/US\$ a dic. de cada año)	365,9	607
Inflación (var. % i.a., a dic. de cada año)	135,7	69,5
Exportaciones de Bienes y Servicios, en mill. de US\$	84.663	101.248
Importaciones de Bienes y Servicios, en mill. de US\$	90.624	91.876
Saldo comercial, en mill. de US\$	-5.961	9.372

Fuente: BCRA en base al PPN-24.

En el plano fiscal, se estima que la recaudación tributaria nacional alcance \$84,3 billones en 2024, lo que implica una suba de 105,5% i.a. respecto de la proyección para 2023. La suba en la recaudación sería impulsada principalmente por los derechos de exportación (+356% i.a.), debido a mayores saldos exportables por una mejora anual en la cosecha, pasando a representar 1,43% del PIB (+0,79 p.p. respecto a lo esperado para 2023). Otros tributos que aumentarían por encima del PIB nominal serían el Impuesto PAIS (+0,34 p.p. del PIB; 184% i.a.) y Ganancias (+0,23 p.p. del PIB; 112,2% i.a.). Por otro lado, el IVA neto de reintegros se reduciría en 1,15 p.p. del PIB con relación a 2023, debido a los créditos fiscales originados por las mayores percepciones aduaneras recaudadas en 2023. De este modo, la Recaudación pasaría a representar 23,6% del PIB en 2024, 0,32 p.p. más que en 2023. Este desempeño de la recaudación incrementaría los recursos tributarios del SPNF en 115% i.a. en 2024. Los ingresos totales del SPNF totalizarían \$62,1 billones y representarían 17,6% del PIB (+0,54 p.p. con relación a lo estipulado en el PPN-24 para el cierre del 2023; ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Ingresos y gasto primario del SPNF



p: Proyectado Nota: Hasta 2022 base caja. Desde 2023, en base devengado. En 2021 se detrajeron ingresos por la asignación de DEGs del FMI por el equivalente a \$427.400 millones.

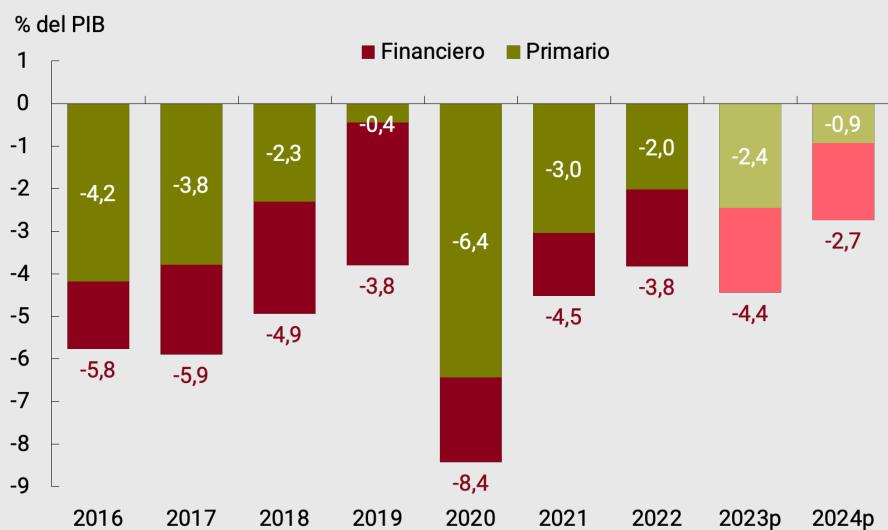
Fuente: Secretaría de Hacienda, PPN-24 e INDEC.

Por otra parte, el PPN-24 contempla una moderada desaceleración nominal en el ritmo de crecimiento de los gastos primarios del SPNF que pasarían de un crecimiento de 102% i.a. en 2023 a uno de 93% i.a. el año próximo, totalizando \$65,4 billones (18,6% del PIB; -1,0 p.p. i.a.). La reducción interanual del gasto primario en términos del PIB se concentra fundamentalmente en las transferencias corrientes, y en otros gastos corrientes, entre los que se cuenta al déficit de empresas públicas. El principal rubro que impulsaría el crecimiento de las erogaciones primarias continuaría siendo el de las prestaciones de la Seguridad social que crecerían en 0,4 p.p. del PIB en 2024 y representarían el 41% del total del Gasto primario. En tanto, se prevé que el gasto de capital mantenga su participación en 1,6% del PIB.

Como resultado de la dinámica de los ingresos y los gastos, se estima que en 2024 el SPNF presente un déficit primario de \$3,3 billones (0,9% del PIB). Este resultado primario es compatible con la meta fiscal prevista en el programa vigente con el FMI. Los intereses con privados, bilaterales, y organismos públicos financieros considerados para el año próximo totalizarían \$6,4 billones (1,8% del PIB). Así, el PPN-24 prevé un resultado financiero del SPNF deficitario en \$9,7 billones para el próximo año (2,7% del PIB; ver Gráfico 2). De esta forma, el déficit financiero, sin contabilizar los ingresos extraordinarios por la asignación de DEGs del FMI en 2021, se ubicaría en el nivel más bajo desde 2015⁵².

52 Cabe señalar que una creciente porción de la deuda pública se encuentra indexada por la inflación (CER) o por el dólar oficial, sin que ello se refleje en la dinámica de los intereses.

Gráfico 2 | Resultados del Sector Público Nacional no Financiero



p: Proyectado. Nota: Hasta 2022 base caja. Desde 2023, en base devengado.

En 2021 se detrajo de ingresos asignación de DEG por \$427.400 millones.

Fuente: Secretaría de Hacienda, PPN-24 e INDEC.

En cuanto al financiamiento, el PPN-24 contempla necesidades totales por el equivalente a 3,5% del Producto. Las mismas serían financiadas a partir de colocaciones netas con títulos y letras en moneda nacional por 1,5% del PIB⁵³ y financiamiento neto con organismos multilaterales de crédito por 0,1% del PIB. En línea con la 5ta y 6ta revisión del acuerdo con el FMI no se prevén ni Adelantos Transitorios ni Utilidades del BCRA (ver Cuadro 2).

Cuadro 2 | Financiamiento neto de la Administración Pública Nacional (PPN-24)

Concepto	En \$	% del PIB
Resultado Financiero (SPNF)	-9.651.194	-2,7
Resultado Financiero Empresas, FF.FF. y Otros	2.505.522	0,7
Resultado Financiero (Administración Nacional)	-12.156.716	-3,5
Total Financiamiento neto (fuentes menos aplicaciones financieras netas)	12.156.716	3,5
Colocaciones en mercado	14.128.681	4,0
Letras	1.620.742	0,5
Bonos	3.604.628	1,0
Otras colocaciones de mercado	8.903.310	2,5
Colocaciones Intra Sector Público	1.618.133	0,5
FGS- ANSeS	1.319.104	0,4
BCRA (Letras intransferibles)	299.028	0,1
BCRA (AT más Utilidades)	0	0,0
Desembolsos netos de Org. Internacionales	392.170	0,1
de los cuales FMI	-384.814	-0,1
resto	776.984	0,2
Club de París	-175.825	0,0
Otros documentos a pagar a corto plazo y variación de cuentas	-481.587	-0,1
Inversión Financiera	-3.324.855	-0,9

Fuente: BCRA en base al PPN-24.

53 El presupuesto contempla un financiamiento neto a partir de colocaciones en el mercado financiero de alrededor de 4,0% del PIB.

6. Precios

El incremento en la volatilidad financiera y diversas medidas orientadas a compensar las consecuencias de la extraordinaria sequía, tanto en los recursos fiscales como en las reservas internacionales, tuvieron un efecto en la inflación del trimestre. El mayor impacto se habría concentrado en agosto, cuando la inflación mensual se ubicó en 12,4%, y en septiembre, debido al arrastre estadístico que dejaron las alzas de precios verificadas en la segunda mitad del mes previo. De esta forma el tercer trimestre del año finalizaría con un ritmo de suba de precios en torno al 10% promedio mensual (aproximadamente 2,6 p.p. superior al del II-23). La inflación acumulada hasta agosto fue 80,2% mientras que la interanual alcanzó el 124,4%.

La aceleración del nivel general de precios se concentró en mayor medida en los bienes, dado su carácter transable, dando cuenta del impacto de la ampliación de la base imponible del impuesto PAIS y mayormente de la recalibración del tipo de cambio oficial. La incidencia más elevada fue en los alimentos, en especial en el agrupado Carnes y derivados, evidenciando en parte la influencia del incremento de las cotizaciones del maíz tras el estímulo del Programa de Incremento Exportador (PIE). Las categorías Núcleo (13,8%, +7,3 p.p. respecto a julio) y Estacionales (14,8%, +5,5 p.p.) fueron las que evidenciaron las mayores aceleraciones en agosto, mientras que la categoría Regulados aumentó su ritmo, aunque en menor medida (8,3%, +1,6 p.p.).

En respuesta al incremento de la inflación, el Gobierno Nacional adoptó una serie de medidas orientadas a contener la inercia y evitar un proceso de espiralización. Entre ellas se destacan la renovación de acuerdos de precios en el marco del programa Precios Justos —acotando el ritmo de suba de productos de la canasta básica y estabilizando los precios de los medicamentos—, el congelamiento transitorio de precios de ciertos productos regulados —como las naftas y las cuotas de medicina prepaga— y la postergación de incrementos en las tarifas de los trenes, colectivos, gas y electricidad. El BCRA, por su parte, elevó la tasa de interés de política monetaria, mantuvo estable la paridad cambiaria y continuó con sus intervenciones en los mercados financieros con el objetivo de contribuir a acotar la volatilidad.

Como resultado de estas medidas la inflación se desaceleró en las últimas semanas de septiembre y, de no mediar nuevos shocks, se espera para octubre una marcada reducción en la tasa de inflación mensual. El BCRA continuará orientando sus decisiones a morigerar la volatilidad financiera y cambiaria, en un período marcado por tensiones asociadas al ciclo político.

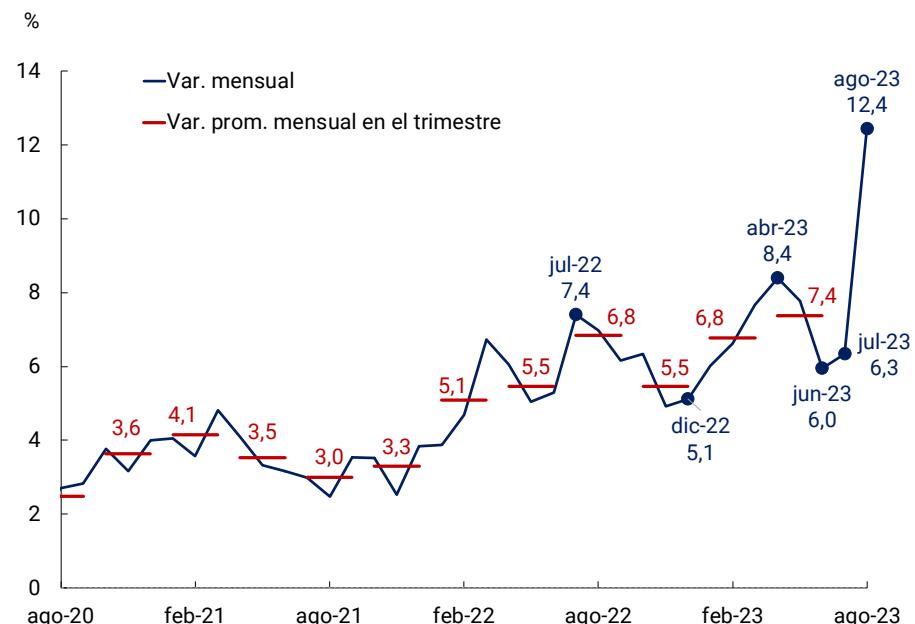
6.1. Durante el tercer trimestre la inflación reflejó el impacto del aumento de la volatilidad y diversas medidas orientadas a compensar el efecto de la sequía

Luego de que en julio (6,3%) la inflación mensual se mantuviera relativamente estable respecto a junio (6,0%), en agosto se produjo una significativa aceleración del nivel general de precios alcanzando el 12,4% de suba mensual. El marcado aumento de la inflación fue resultado de la recalibración del TCN oficial y, en menor

medida, la generalización del impuesto PAIS sobre las importaciones de bienes y servicios, la implementación del Programa de Incremento Exportador para el maíz y el incremento de los tipos de cambios implícitos en las cotizaciones de los activos financieros luego de las elecciones PASO, entre otros factores.

En respuesta al incremento de la inflación, el Gobierno Nacional adoptó una serie de medidas orientadas a contener la inercia y evitar un proceso de espiralización. Entre ellas se destacan la renovación de acuerdos de precios en el marco del programa Precios Justos acotando el ritmo de suba de productos de la canasta básica y estabilizando los precios de los medicamentos, el congelamiento transitorio de precios de ciertos productos regulados —como las naftas y las cuotas de medicina prepaga— y la postergación de incrementos en las tarifas de los trenes, colectivos, gas y electricidad. Si bien estas políticas contribuyeron a desacelerar los precios durante septiembre, el elevado arrastre estadístico que dejaron las alzas de precios verificadas en la segunda mitad de agosto habría implicado una inflación promedio mensual nuevamente muy alta para el noveno mes del año (en un rango similar al de agosto⁵⁴), mientras que la reducción se reflejaría recién en el índice mensual de octubre. De esta forma, el tercer trimestre finalizaría con un ritmo de suba de precios promedio en torno al 10% mensual (aproximadamente 2,6 p.p. superior al del II-23, ver Gráfico 6.1).

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



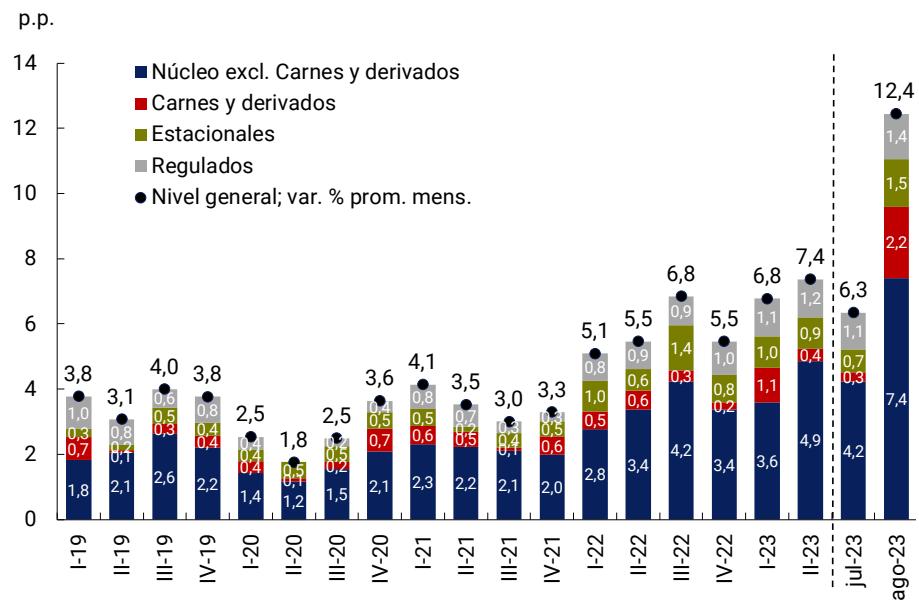
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Las categorías Núcleo (13,8%, +7,3 p.p. respecto a julio) y Estacionales (14,8%, +5,5 p.p.) fueron las que evidenciaron las mayores aceleraciones en agosto, mientras que la categoría Regulados aumentó su ritmo, aunque en menor medida (8,3%, +1,6 p.p.). La inflación núcleo excluyendo a Carnes y derivados —que podría considerarse una medida más estructural de la inflación subyacente— fue 12,2% mensual (+5,2 p.p.), explicando este agredado 7,4 p.p. de la inflación mensual de agosto (ver Gráfico 6.2.).

54 En septiembre el IPC de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPCB) verificó un incremento de 12% respecto a agosto.

Gráfico 6.2 | IPC. Principales categorías

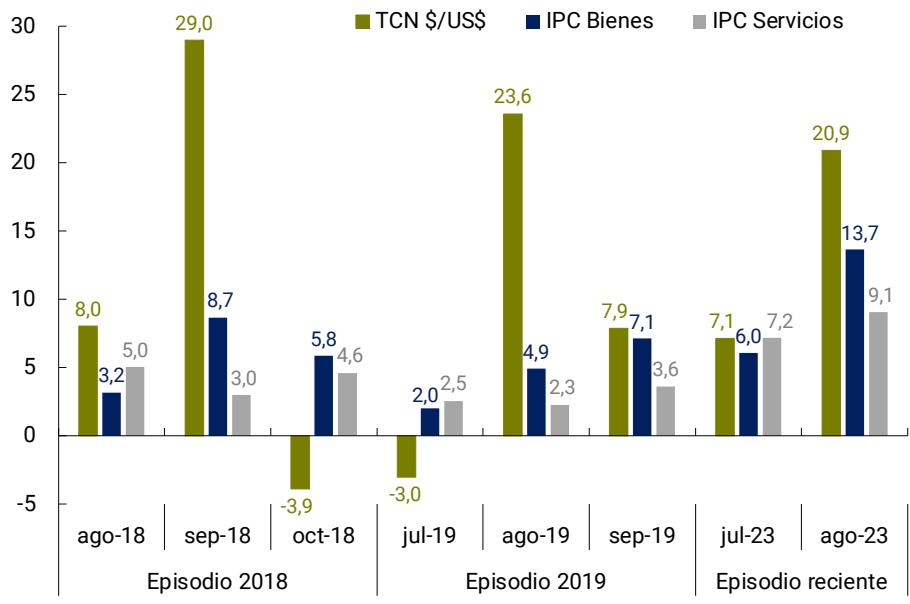
Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico 6.3 | Tipo de cambio nominal, IPC Bienes e IPC Servicios. Episodios destacados

var. % mens.



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. A 3500.

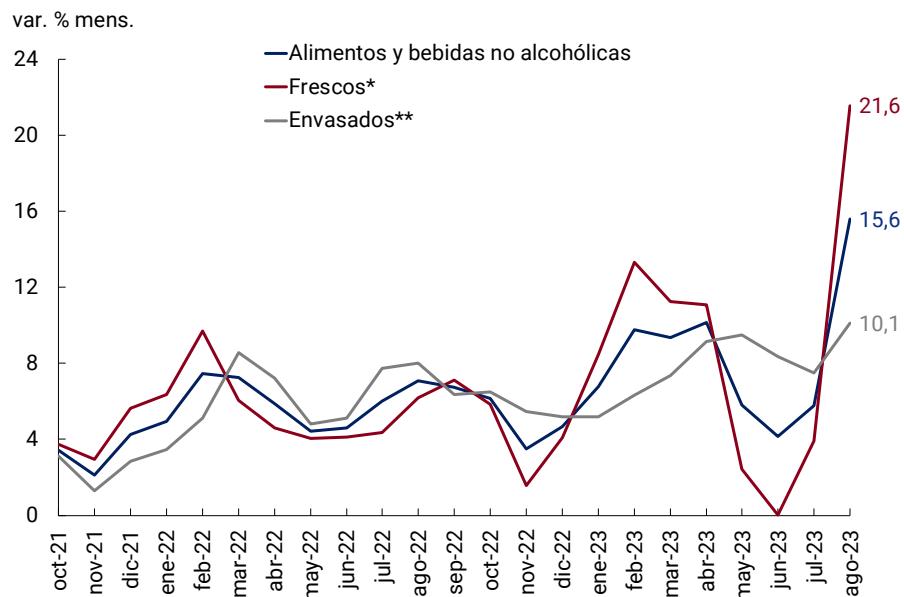
La aceleración del IPC en agosto se concentró en mayor medida en los bienes, dado su carácter transable, registrando una suba promedio de 13,7% (+6,7 p.p. respecto a julio). Los servicios también incrementaron su ritmo de suba, aunque en menor medida (9,1%, +1,9 p.p.). La mayor reacción de los precios de los bienes es típica ante aceleraciones del tipo de cambio, y suele darse en el mes de la devaluación y dejar un arrastre

estadístico para el mes siguiente, algo que se verificó por ejemplo en los últimos episodios en 2018 y 2019 (ver Gráfico 6.3). Por ello, se espera que el IPC de septiembre registre nuevamente un ritmo de incremento de los bienes superior al de los servicios.

Entre los bienes del IPC, el incremento en el ritmo de suba de agosto fue ampliamente difundido, con una elevada incidencia de la división Alimentos y bebidas no alcohólicas (15,6%, +9,8 p.p. respecto a julio). En el mes también se destacaron los aumentos verificados en agrupados como Productos medicinales y otros (18,3%, +8,7 p.p.), Adquisición de vehículos (11,1%, +6,6 p.p.), Combustibles (11,1%, +4,4 p.p.) y Prendas de vestir y calzado (9,1%, +6,1 p.p.). Por otra parte, también se aceleraron significativamente algunos agrupados del IPC que además de bienes incluyen servicios, entre los que se destaca Equipamiento y mantenimiento del hogar (14,1%, +7,9 p.p.), que se compone en gran medida por artículos total o parcialmente importados.

En lo que respecta específicamente a la división Alimentos y bebidas no alcohólicas (AyB), la aceleración se concentró principalmente en los alimentos que denominamos frescos (carnes, verduras y frutas), que aumentaron 21,6% mensual en agosto, luego de una suba relativamente acotada en julio (3,9%). Los alimentos envasados y las bebidas también se aceleraron (10,1%, +2,6 p.p.), aunque en menor magnitud respecto a los frescos (ver Gráfico 6.4).

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

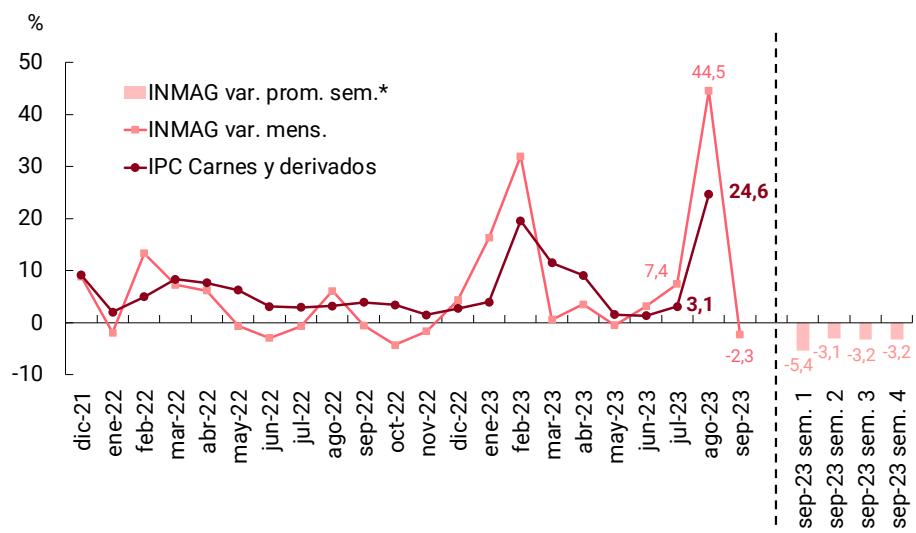


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Entre los alimentos frescos, el agrupado Carnes y derivados —el de ponderación más elevada en la canasta de consumo de los hogares— fue el que evidenció la aceleración más marcada y el que tuvo la mayor incidencia en la variación mensual del IPC en agosto. En el mes, dicho agrupado promedió un incremento de 24,6% luego de subas acotadas en los tres meses previos (promedio de 2,0% mensual). Además del retraso en los precios relativos, pueden identificarse al menos dos factores que explicaron la reciente aceleración. Desde comienzos de agosto los precios mayoristas, y luego minoristas, de las carnes reflejaron el incremento de las cotizaciones del maíz —principal insumo forrajero— como resultado de su inclusión en la cuarta edición del Programa de Incremento Exportador (PIE). Posteriormente, en la segunda quincena del mes los

precios reaccionaron rápidamente ante la recalibración del tipo de cambio oficial. En efecto, los precios del ganado en pie promediaron en agosto un incremento de 44,5% mensual según el INMAG (Índice de Novillo del Mercado Agroganadero). Este significativo aumento se trasladó gradualmente a los precios minoristas impactando en el IPC de agosto y dejó un elevado arrastre estadístico para septiembre, mes en que el agrupado Carnes y derivados registraría nuevamente una suba en torno al 20%. Las caídas semanales en los precios del ganado vacuno durante septiembre permiten esperar, en ausencia de nuevos shocks, una marcada desaceleración de las carnes a nivel minorista en el IPC de octubre, lo que contribuiría a contener el alza del Nivel General del índice (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | Índice de Novillo del Mercado Agroganadero e IPC Carnes y derivados



*La semana 1 va del 1 al 7 de cada mes; la semana 2, del 8 al 15 de cada mes; la semana 3, del 16 al 23 de cada mes y la cuarta semana, del 24 hasta fin de mes.

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

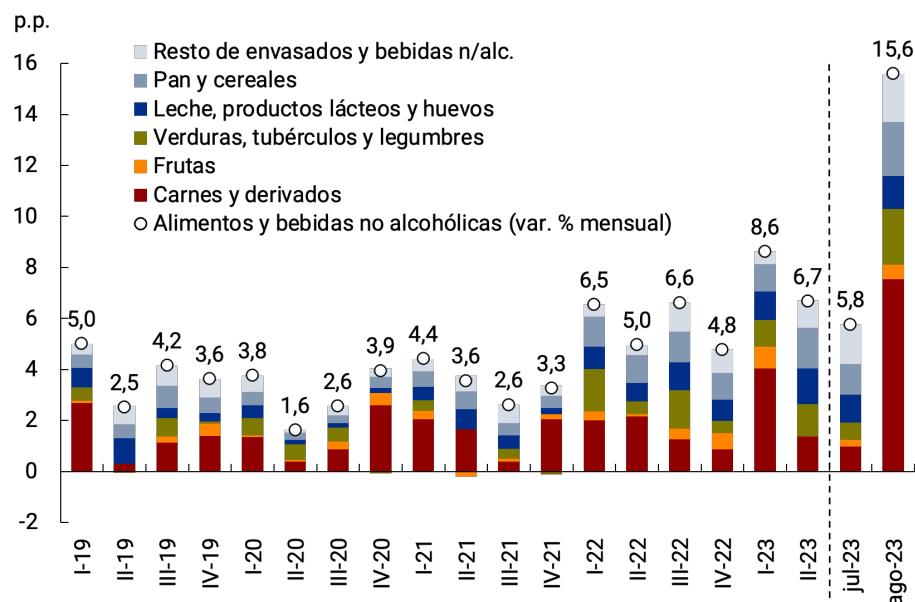
Por su parte, el agrupado Verduras, tubérculos y legumbres también explicó una proporción significativa del mayor ritmo de suba de los alimentos frescos, al registrar en agosto un incremento mensual de 18,2% (+12,6 p.p. respecto a julio). Por último, las frutas también se aceleraron en el mes (11,2%, +6,3 p.p.), aunque su incidencia fue menor debido a su relativamente baja ponderación en el IPC.

Respecto a la evolución de alimentos envasados, en agosto se destacaron los incrementos superiores al 10% en los agrupados Pan y cereales (12,2%) y Azúcar, dulces y otros (11,0%). Los Lácteos y huevos (8,6%) y Aceites y grasas (8,1%) también se aceleraron en el mes, pero evidenciaron los menores incrementos entre los envasados. Entre las Bebidas no alcohólicas (9,2%) se destacó un significativo aumento en los precios de las infusiones que conforman el agrupado Café, té, yerba y cacao (12,2%), explicado por el carácter importado de parte de los productos que lo componen (ver Gráfico 6.6).

En respuesta a la significativa suba de los alimentos, el Gobierno Nacional lanzó el programa "Compre sin IVA", el cual beneficiará a una amplia gama de la población (ver Capítulo 5. Finanzas públicas). Si bien esta política contempla la devolución de hasta \$18.000 por mes por beneficiario del Impuesto al Valor Agregado (IVA) que abonaron al momento de realizar compras, en especial de alimentos, esto no se reflejará –de acuerdo con la metodología correspondiente– en la medición del IPC ni en la Canasta Básica Alimentaria o la Total (CBA-CBT).

Gráfico 6.6 | Evolución de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas

Contribuciones a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Respecto a los agrupados del IPC conformados por servicios, se verificó una evolución muy heterogénea en agosto; los regulados registraron incrementos relativamente acotados mientras que los no regulados evidenciaron una suba promedio muy significativa, acelerándose respecto a julio.

Entre los servicios regulados, los públicos subieron 4,4% en agosto, un ritmo levemente superior al del mes previo (3,3%), aunque significativamente inferior al del segundo trimestre (10,8%). La moderación de los servicios públicos se explica principalmente por la evolución del agrupado Electricidad, gas y otros combustibles, ya que luego de 6 meses en los que promedió incrementos de 10,6% mensual, se desaceleró a 1,6% en julio y 3,3% en agosto. Por su parte, el agrupado Transporte público se incrementó 5,8% en agosto, ritmo similar al de julio (5,6%). Cabe señalar que desde marzo los cuadros tarifarios del servicio de trenes y colectivos en el AMBA se actualizaron por el nivel general de inflación de dos meses previos⁵⁵, ajuste que se suspendió desde septiembre⁵⁶.

Los servicios regulados privados se desaceleraron en agosto y subieron 7,0% mensual (-1,9 p.p. respecto a julio). El menor ritmo de suba se explicó exclusivamente por la evolución de los Servicios de telefonía e internet, que habían aumentado 12,0% en julio y en agosto se incrementaron solo 3,9% mensual. El agrupado Gastos de prepagas sostuvo un ritmo similar al de julio (8,6%, +0,1 p.p.), ajustándose según la fórmula de actualización mensual vigente⁵⁷ hasta agosto, en base a la evolución de los costos de salud. Para el período septiembre/noviembre se dispuso una suspensión de los aumentos en función de los ingresos del grupo

55 Resolución 1017/2022 del Ministerio de Transporte de la Nación.

56 Resolución 501/2023 del Ministerio de Transporte de la Nación.

57 El Gobierno Nacional dispuso mediante el DNU N°743/2022 la fórmula de actualización de los valores de las cuotas de la medicina prepaga con vigencia desde febrero de 2023 y una extensión de 18 meses que establece un tope para quienes perciban ingresos netos inferiores a seis (6) Salarios Mínimos, Vitales y Móviles (SMVM) y certifiquen mensualmente sus ingresos. Para quienes no se inscriban para acceder al beneficio del tope o perciban más de 6 SMVM, el valor de la cuota se incrementa según la variación del Índice de Costos de Salud, aprobado por la Res. 1293/2022 del Ministerio de Salud (ver [enlace](#)).

familiar y otros requisitos demostrables⁵⁸. Por su parte, el agrupado Educación se aceleró en agosto hasta 8,7% mensual (+2,5 p.p. respecto a julio), principalmente como resultado de las mayores subas autorizadas en las cuotas de los establecimientos de nivel inicial, primario y secundario, acompañando en gran medida la evolución de los salarios de los docentes.

Por último, los servicios no regulados, incrementaron significativamente su ritmo de suba en agosto hasta 11,1% mensual (+3,4 p.p. respecto a julio), evolución explicada principalmente por el alza del agrupado Restaurantes y comidas fuera del hogar (12,4%, +5,0 p.p.), afectado directamente por los precios de los alimentos. En el mes también se verificó un incremento en el ritmo de suba del Alquiler de la vivienda y gastos conexos (7,5%, +2,2 p.p.), aunque su incidencia fue menor en comparación con otros servicios. Por último, los agrupados más vinculados al turismo como Servicios recreativos y culturales (7,1%, -0,6 p.p.) y, especialmente, Hoteles (9,1%, -11,1 p.p.) se desaceleraron en agosto luego del receso invernal.

La perspectiva de los precios de los servicios se encuentra vinculada en parte a la evolución de los salarios nominales. En un contexto en el que se observa un acortamiento de los plazos contractuales y un aumento en la cantidad de tramos de incrementos en los acuerdos, se espera una rápida reacción de los salarios nominales al reciente incremento de la inflación que habría impactado sobre las remuneraciones reales en agosto. En este sentido, el Gobierno Nacional decretó⁵⁹ que se otorgue una suma fija en dos tramos a las y los asalariados del sector privado registrado y del público nacional buscando amortiguar rápidamente dicho impacto. Las renegociaciones salariales que se llevarán a cabo durante el último trimestre buscarán terminar de recomponer los ingresos reales de los asalariados.

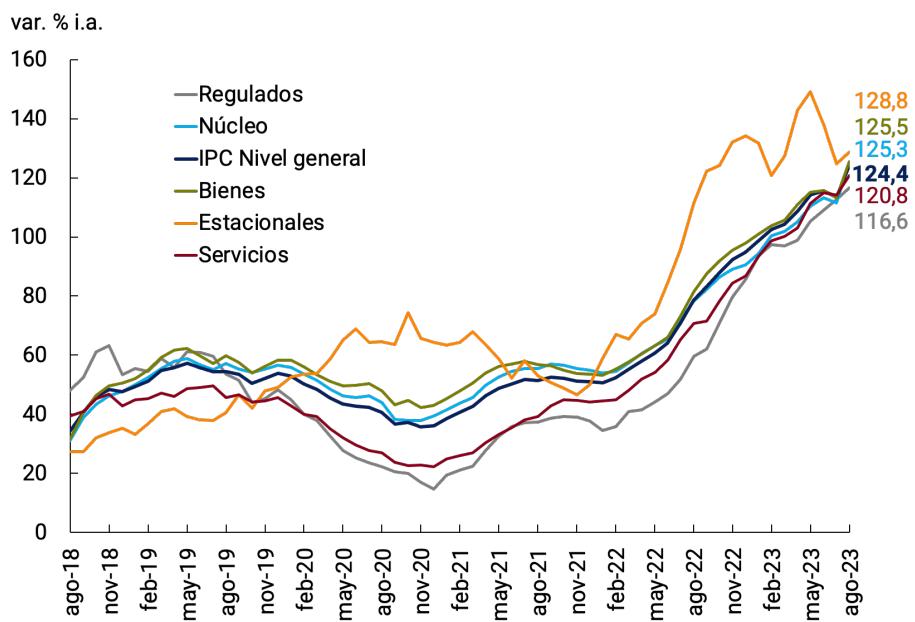
6.3. La tasa de inflación interanual alcanzó 124,4%

Luego de una leve baja en julio (113,4%, -2,1 p.p. respecto a junio), la tasa de inflación interanual (i.a.) se incrementó nuevamente en agosto alcanzando el 124,4% i.a. A nivel de sus principales categorías, continuó la evolución verificada durante 2022, con los bienes y servicios estacionales evidenciando el ritmo promedio más elevado (128,8% i.a.), aunque el marcado incremento de la inflación núcleo interanual (125,3%, +13,8 p.p. respecto a julio) redujo la heterogeneidad entre categorías. La variación interanual de la categoría Regulados también continuó aumentando y alcanzó el 116,6%, siendo nuevamente la de menor ritmo de suba. Utilizando otra desagregación relevante, se verifica que en agosto los Bienes (125,5% i.a.) evidenciaron un alza interanual superior a la de los Servicios (120,8% i.a.), tendencia que se había interrumpido transitoriamente en julio luego de más de cuatro años consecutivos de deterioro de los precios relativos de los servicios (ver Gráfico 6.7).

58 Las empresas de medicina prepaga acordaron con el Gobierno la suspensión de los aumentos de sus servicios durante los próximos 90 días para los grupos familiares cuyos ingresos no superen los \$2 millones mensuales. Los otros requisitos para acceder al beneficio contemplan: no ser propietario de dos o más inmuebles, no ser propietario de tres o más vehículos, a menos que en el hogar exista al menos una persona con Certificado Único de Discapacidad, no ser propietario de una o más aeronaves o embarcaciones de lujo y no ser titular de activos societarios que demuestren capacidad económica plena. Los titulares contratantes de los planes de salud interesados deben cargar una Declaración Jurada de Certificación de Ingresos en el sitio web de la Superintendencia de Servicios de Salud a principios de cada mes.

59 DNU 438/2023.

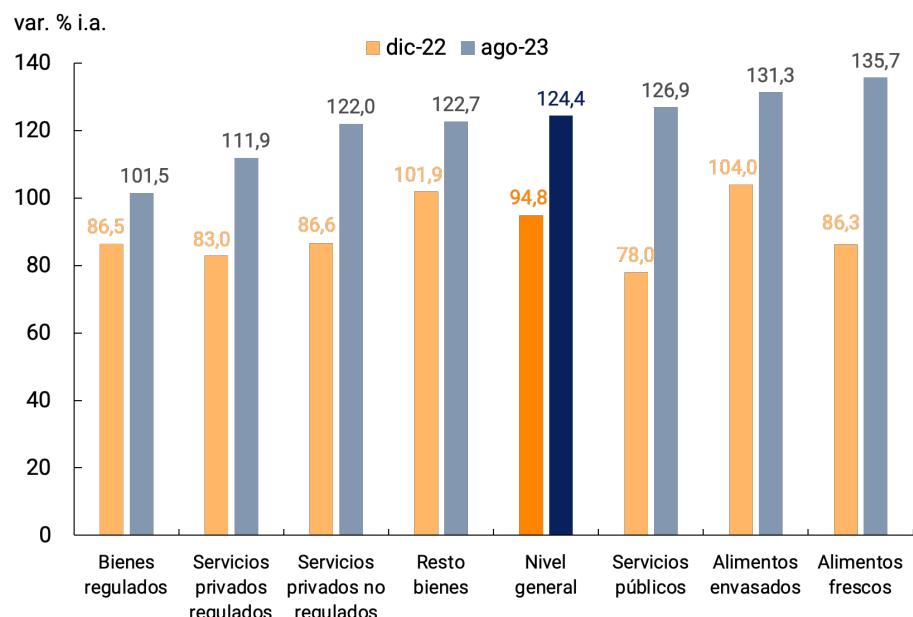
Gráfico 6.7 | Precios minoristas (IPC)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

De esta forma, la heterogeneidad entre las variaciones interanuales de las principales aperturas del IPC se ha reducido en los últimos meses. Sin embargo, analizando con un mayor nivel de desagregación es posible detectar evoluciones diferenciadas entre los agrupados del IPC (ver Gráfico 6.8).

Gráfico 6.8 | Evolución del IPC por grupos seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los Alimentos y bebidas no alcohólicas (tanto Frescos como Envasados) registraron incrementos interanuales superiores al promedio, en un año marcado por la sequía y recientemente por el incremento del tipo de cambio. Otro de los agrupados cuya variación interanual en agosto fue superior a la inflación fue el de Servicios públicos (126,9% i.a.), marcando un cambio significativo respecto a lo ocurrido en 2022, cuando estos servicios se habían incrementado 16,8 p.p. menos que el nivel general de inflación. La implementación de la segmentación de los subsidios a las tarifas de electricidad y gas fue el principal determinante que explicó hasta agosto el freno al deterioro de sus niveles relativos al IPC. El resto de los bienes, que no pertenecen a la división Alimentos y bebidas no alcohólicas ni son regulados, se incrementaron 122,7% i.a. en agosto, apenas por debajo de la suba del IPC, luego de que en 2022 habían superado a la inflación por 7,1 p.p. Los servicios no regulados (122,0% i.a.) también subieron levemente menos en términos interanuales que el nivel general del IPC.

Por último, los bienes regulados y los servicios privados regulados (101,5% i.a. y 111,9% i.a. respectivamente), registraron en agosto alzas interanuales significativamente inferiores al nivel general de inflación, repitiendo el patrón observado en 2022.

6.4. Perspectivas

Desde septiembre comenzaron a incidir las medidas implementadas por el Gobierno Nacional para contener la evolución de los precios, lo cual se vio reflejado en una reducción de la inflación semanal estimada a partir de diversos indicadores de alta frecuencia. No obstante, dicha moderación en el ritmo de suba de los precios se reflejará plenamente en el IPC recién a partir de octubre. Tras los aumentos de los combustibles posteriores al reacomodamiento cambiario se logró un acuerdo con actores del sector que implica un congelamiento de precios hasta el 31 de octubre. En la misma línea, se renovaron acuerdos con más de 340 empresas en el marco del programa Precios Justos que establece un tope de aumento mensual del 5% para más de 52.300 productos durante 90 días. En cuanto al sector farmacéutico, se anunció un nuevo acuerdo de precios que contempla el congelamiento de los precios de los medicamentos hasta finales de octubre. En forma análoga se acordó un congelamiento de precios con las empresas proveedoras de servicios de medicina prepaga. Por último, se decidió posponer hasta el mes de noviembre los aumentos tarifarios previamente programados para septiembre y octubre, tanto para transporte público en el AMBA como en los servicios de electricidad y gas residencial.

De sostenerse la dinámica observada en las últimas semanas de septiembre y en un contexto de estabilidad del tipo de cambio oficial, la tasa de inflación para el mes de octubre se reduciría significativamente, previsión compartida con las y los analistas especializados en el último Relevamiento de Expectativas de Mercado. En los meses posteriores el espacio para una desaceleración adicional de precios se verá condicionado por las elevadas expectativas de inflación, la renovación de los acuerdos de precios, el posible descongelamiento de algunas tarifas de servicios públicos desde noviembre y por las renegociaciones salariales previstas para el último trimestre.

El BCRA continuará orientando sus decisiones a acotar la volatilidad financiera y cambiaria para contener la inflación en un período marcado por tensiones asociadas al ciclo político.

Apartado 6 / La incidencia de las *commodities* y los bienes de capital e insumos en la inflación: un análisis de largo plazo para Argentina

Introducción

La estructura productiva argentina presenta, por un lado, una elevada participación de las materias primas en su canasta exportadora⁶⁰, y, por el otro, exhibe una fuerte dependencia de las importaciones de bienes de capital e insumos. Ello explica el peso del sector externo en la dinámica inflacionaria doméstica⁶¹. Si bien las fluctuaciones del tipo de cambio son de primer orden para entender ese proceso, los movimientos autónomos de los precios internacionales tampoco pueden soslayarse, especialmente luego de que la pandemia por el COVID-19 y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania hayan reavivado el fenómeno inflacionario a nivel global, precisamente en un contexto donde las relaciones interindustriales entre países influyen en el comercio internacional⁶².

Para dar cuenta de estos factores, en este apartado presentamos un nuevo análisis de los determinantes de largo plazo de la inflación en Argentina para el período 2004-2022⁶³, incorporando el Índice de Precios de Materias Primas Agrícolas (IPMPA) publicado por el BCRA, y un nuevo Índice de Precios Externos (IPE), que permite capturar la dinámica de los precios al productor en los principales países proveedores de insumos y de bienes de capital utilizados en la producción local.

Índice de Precios Externos (IPE)

El IPE sigue la metodología empleada por Morlin (2022)⁶⁴, quien elabora el mismo índice para estudiar el impacto de los costos de bienes de capital e insumos importados en la inflación en Brasil. El IPE es un promedio ponderado de los índices de precios al productor de los socios comerciales de Argentina:

$$IPE_t = \sum_i \omega_{i,t} \left(\frac{IPP_{i,t}}{E_{i,t}} \right) \quad (1)$$

Donde $\omega_{i,t}$ ⁶⁵ mide la participación de las importaciones de bienes de capital, partes y piezas para bienes de capital y de bienes intermedios provenientes del país i en el período t en las importaciones totales de Argentina de esos usos. $IPP_{i,t}$ representa el índice de precios al productor del país i en el período t y $E_{i,t}$ es el tipo de cambio nominal de la moneda del país i frente al dólar de Estados Unidos, en el mismo período. El ratio entre el precio al productor y el tipo de cambio de cada país con respecto al dólar brinda una medida de la inflación al productor en dólares. Ello evita que, en caso de que un socio comercial experimente un incremento sostenido en su nivel de precios con relación al resto, ese país termine dominando el comportamiento

60 En el período 2016-2022, aproximadamente 70% de las exportaciones argentinas se concentran entre productos primarios (30%) y manufacturas de origen primario (40%) (ver Dogliolo et al., 2023).

61 Para un análisis reciente de la heterogeneidad estructural de la economía argentina, reflejado en sus bajas elasticidades precio del comercio exterior ver Dogliolo et al. (2023).

62 Para un análisis reciente sobre las relaciones insumo producto a nivel global y sus efectos en el comercio, ver el Apartado 1 del IPOM de Julio de 2023 y Montes Rojas y Noguera (2023).

63 Para un análisis anterior, ver el apartado 7 del IPOM (2020).

64 Ver también Auer et. al (2017).

65 La participación de los socios comerciales fue re-ponderada, para que la sumatoria de los ponderadores sea igual a la unidad.

del índice. De la misma forma, permite moderar el impacto de las devaluaciones de los socios comerciales, en un marco en que una elevada inflación puede estar asociada a devaluaciones de la moneda.

Para la selección de los países considerados en la confección del índice se utilizaron los datos provenientes de la base de comercio de INDEC sobre las importaciones de bienes de capital, piezas y accesorios para bienes de capital y de bienes intermedios. Los países seleccionados son aquellos que superan individualmente al 5% del comercio para cada uso, y en conjunto son responsables de aproximadamente el 80% de las importaciones de esos usos en los últimos once años (período 2012-2022; (ver Cuadro 1)).

Cuadro 1 | Participación de los Socios Comerciales en las Importaciones 2012-2022, en porcentaje

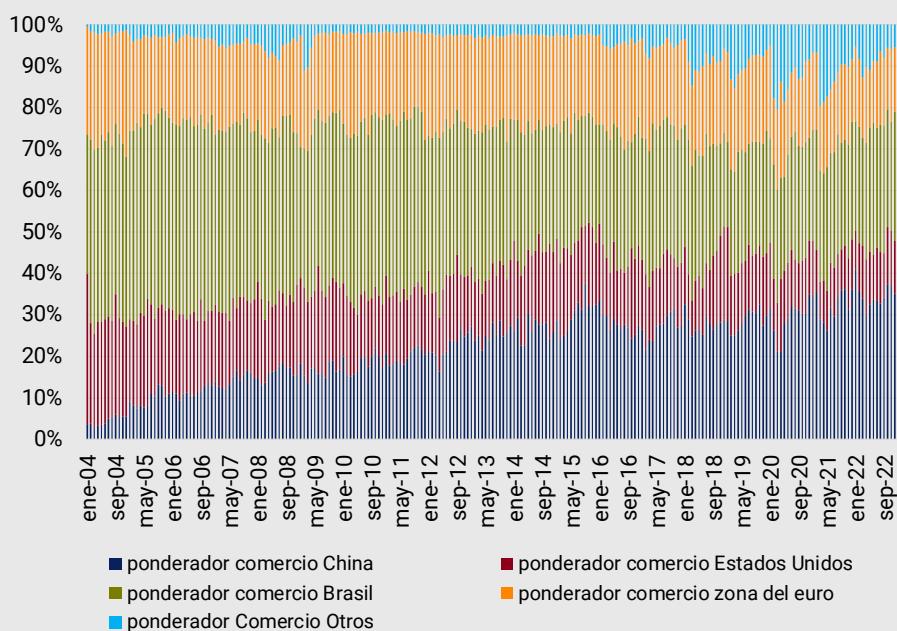
	Bienes de capital	Piezas y accesorios	Bienes intermedios	
China	29,4	China	24,5	Brasil
Brasil	21,2	Brasil	22,4	China
Zona del euro	16,3	Zona del euro	17,0	Estados Unidos
Estados Unidos	13,6	Estados Unidos	7,5	Zona del euro
		Otros*	5,4	Otros*
Total comercio considerado	80,5	Total comercio considerado	76,7	Total comercio considerado
				74,9

*Otros corresponde a las importaciones desde Tailandia y Paraguay.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El Gráfico 1, a su vez, permite observar la evolución de la participación de estos países como socios comerciales de Argentina, y da cuenta del fuerte incremento de China en detrimento del resto, como por ejemplo Estados Unidos y Brasil.

Gráfico 1 | Ponderadores de Comercio del Índice de Precios Externos



Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Análisis de largo plazo

El análisis del vínculo de largo plazo de la inflación núcleo con variables domésticas y externas se realiza mediante la metodología de “cointegración”⁶⁶. El período considerado se extiende entre 2004 y 2022.

El índice de precios utilizado para el cómputo (P), es la categoría Núcleo del Índice de Precios al Consumidor (IPC), con cobertura nivel nacional, elaborado por INDEC. Entre los determinantes domésticos se consideraron a los salarios (W), en particular a la remuneración promedio de los trabajadores registrados del sector privado, publicados por el Ministerio de Trabajo (MTEySS). Para cuantificar el impacto de las variables externas, además del IPE, se incluyeron al tipo de cambio nominal (E), correspondiente a la “Comunicación a A3500” del BCRA, y al índice de precios de las materias primas agrícolas (IPMPA), de la misma fuente.

Aplicando el enfoque de cointegración a las series de interés, se encuentra una única relación de largo plazo:

$$P = 0.20 \times E + 0.80 \times W + 0.02 \times IPE + 0.01 \times IPMPA \quad (2)$$

Todas las variables son significativas con el signo esperado⁶⁷. El primer resultado es que se mantienen los valores para los pesos de los salarios y del tipo de cambio nominal obtenidos en estimaciones previas. El 80% de la evolución de los precios está asociada al sendero de los salarios, mientras que un 20% depende del tipo de cambio. Se confirma, para el período 2004-2022, que depreciaciones reales persistentes han estado asociadas a menores niveles de salario real en promedio, y viceversa. El segundo resultado confirma la relevancia, aunque significativamente menor, de los precios externos en la determinación de los precios domésticos, ya que tanto el IPE como el IPMPA resultaron significativos en la relación de cointegración.

Esta metodología también permite evaluar si alguna (algunas) de las variables consideradas responde a las desviaciones o desequilibrios de la relación de largo plazo, lo que se conoce en la literatura como análisis de “exogeneidad débil”. Este concepto de exogeneidad tiene la ventaja de permitir modelar a un grupo de variables (las endógenas) sin necesariamente especificar cómo se determina el segundo grupo (las exógenas)⁶⁸. Como es de esperarse (ver Cuadro 2), además del tipo de cambio nominal, tanto el IPE como el IPMPA son variables exógenamente débiles, mientras los precios domésticos y los salarios nominales son las variables que responden endógenamente a los desequilibrios de largo plazo.

Los tests reportados en el Cuadro 2 son los tests convencionales de exogeneidad débil. La hipótesis evaluada es $\alpha_i = 0$ vs $\alpha_i \neq 0$, con $i = 1,2,3,4,5$ (que corresponden, respectivamente, a P, W, E, IPE e IPMPA). Estos coeficientes representan la respuesta de cada variable a las desviaciones de la relación de largo plazo.

66 El análisis de cointegración fue realizado mediante el enfoque de Johansen-Juselius. Ver Johansen (1988), Johansen y Juselius (1990) y Juselius (2006).

67 La hipótesis de que los coeficientes suman uno no puede rechazarse al 1% de significatividad.

68 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.

Cuadro 2 | Análisis de exogeneidad débil

Test de exogeneidad débil	
Variable	Valor p
P	0,00
W	0,00
E	0,29
IPE	0,57
IPMPA	0,85

Fuente: BCRA.

Conclusiones

En el presente apartado hemos incorporado el IPMPA elaborado por el BCRA y un nuevo índice de precios externos (IPE) para dar cuenta del rol que, en el largo plazo, tienen los precios internacionales en la inflación doméstica, ampliando el conjunto de información relevante utilizado en estimaciones previas.

Si bien el tipo de cambio nominal y los salarios monetarios continúan teniendo el mayor peso en la dinámica inflacionaria local, los resultados económétricos permiten concluir que los precios internacionales ejercen un rol acotado pero significativo en ese proceso. Y, al igual que el tipo de cambio nominal, son variables débilmente exógenas en la relación de largo plazo, mientras que los salarios y los precios domésticos son las variables que ajustan a los desvíos respecto a la relación de largo plazo.

Referencias

- Auer, R., Borio, C.E. y Filardo, A. J. (2017). The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains. Technical Report DP11905, CEPR Discussion Paper.
- BCRA (2020). Informe de Política Monetaria, Noviembre, Apartado 7.
- BCRA (2023). Informe de Política Monetaria, Julio, Apartado 1.
- Dogliolo, F., Dvoskin, A., Garegnani, L. y Sangiacomo, M. (2023). Las elasticidades del comercio exterior en Argentina (2004-2022). Nota Técnica N°6, BCRA.
- Engle, R., Hendry, D.F. y Richard, J.F. (1983). Exogeneity. *Econometrica*, 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.
- Morlin, G.S. (2022). International Inflation and Trade Linkages in Brazil under Inflation Targeting. Working Paper N. 16, DISEI, Universit'a degli Studi di Firenze.
- Montes Rojas, G. y Noguera, D. (2023). Los efectos directos e indirectos de un shock sectorial asimétrico a nivel global: Un análisis dinámico de las relaciones insumo-producto. Documento de Trabajo N°111, BCRA.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria, adaptándola a un entorno macroeconómico complejo. Los días previos a las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) se verificó una elevada volatilidad en los mercados financieros, que acrecentaron las expectativas de devaluación y de aceleración de la inflación. En este contexto, se implementaron un conjunto de medidas con el objetivo de favorecer la acumulación de reservas internacionales y contener los tipos de cambio financieros. Luego de las PASO el BCRA decidió recalibrar el nivel del tipo de cambio oficial, llevándolo a \$350/US\$. Asimismo, se anunciaron modificaciones al Programa de Incremento Exportador (PIE), destacándose la incorporación del maíz y cebada cervecera a los productos de las economías regionales y una nueva modalidad por la cual los exportadores alcanzados deben liquidar el 75% de las divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y tendrán libre disponibilidad por el 25% restante de las divisas.

Paralelamente a la recalibración del tipo de cambio oficial, y con el objetivo de morigerar su traslado a precios, se readecuaron simultáneamente las tasas de interés de referencia y de los depósitos a plazo fijo, alineándolas a un nivel consistente con las expectativas de inflación de mediano plazo. De este modo se buscó propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y contribuir al equilibrio financiero y cambiario.

Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de acotar la volatilidad y auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana.

Durante el tercer trimestre del año comenzaron a disiparse los efectos de la sequía sobre la actividad agropecuaria. En tanto, el resto de los sectores continuó presentando un desempeño mixto. En este contexto, el BCRA continuó estimulando la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva.

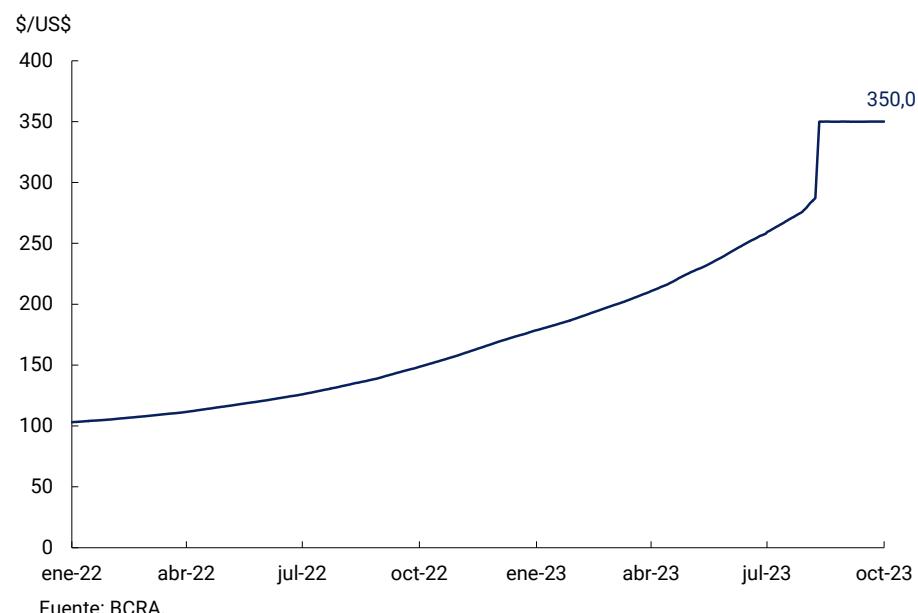
Por último, cabe destacar que en el marco de la 5^{ta} y 6^{ta} revisión del Programa de Facilidades Extendidas (PFE), se recibió el desembolso del FMI por aproximadamente US\$7.300 millones (5.500 millones de DEGs), lo que permitió fortalecer las Reservas Internacionales y adelantar el pago de septiembre por unos US\$910 millones (687,5 millones de DEGs).

Frente a este contexto, el BCRA continuará calibrando sus políticas en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros asociado al ciclo electoral, al tiempo que seguirá llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente.

7.1. El BCRA recalibró el tipo de cambio oficial tras las PASO, en un contexto de mayor volatilidad financiera

Tras las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO), en un contexto de elevada volatilidad financiera, el BCRA recalibró el nivel del tipo de cambio oficial con el objetivo de favorecer la acumulación de reservas internacionales. En efecto, el 14 de agosto llevó el tipo de cambio nominal (TCN) respecto del dólar estadounidense a \$350/US\$, lo que implicó un aumento de 21,8% respecto al día hábil previo, de 20,9% en el promedio de agosto y de 8,8% en septiembre por efecto arrastre (ver Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1 | Tipo de Cambio Nominal bilateral con Estados Unidos



Fuente: BCRA.

Paralelamente, en el tercer trimestre del año tuvieron lugar diversas modificaciones normativas en materia cambiaria, orientadas a favorecer una eficiente asignación de las Reservas Internacionales⁶⁹. Así, se tomaron medidas relativas al acceso al mercado de cambios por parte de personas humanas y se modificaron las alícuotas con las que se gravan ciertos consumos en moneda extranjera, así como la compra de moneda extranjera destinada al pago de servicios en el exterior. A su vez, se ampliaron las condiciones para la suscripción de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina en dólares liquidables en pesos por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500 (LEDIV) a tasa cero. Además, se amplió el Sistema de Pagos en Moneda Local (SML) entre Argentina y Uruguay, lo que permite cursar pagos de ciertas operaciones de comercio y transferencias en monedas locales.

Por otra parte, con el objetivo de incrementar la oferta de divisas se restableció el "Programa de Incremento Exportador". En las nuevas ediciones se incorporó dentro de las posiciones arancelarias de productos de las economías regionales a la producción de maíz y cebada cervecera⁷⁰. Además, desde los primeros días de septiembre se dispuso que el 75% del contravalor de la exportación de las mercaderías alcanzadas debería ingresarse al país en divisas y negociarse a través del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC); en tanto,

69 Para ver un mayor detalle, referirse a los Informes Monetarios Mensuales (IMM) del año 2023.

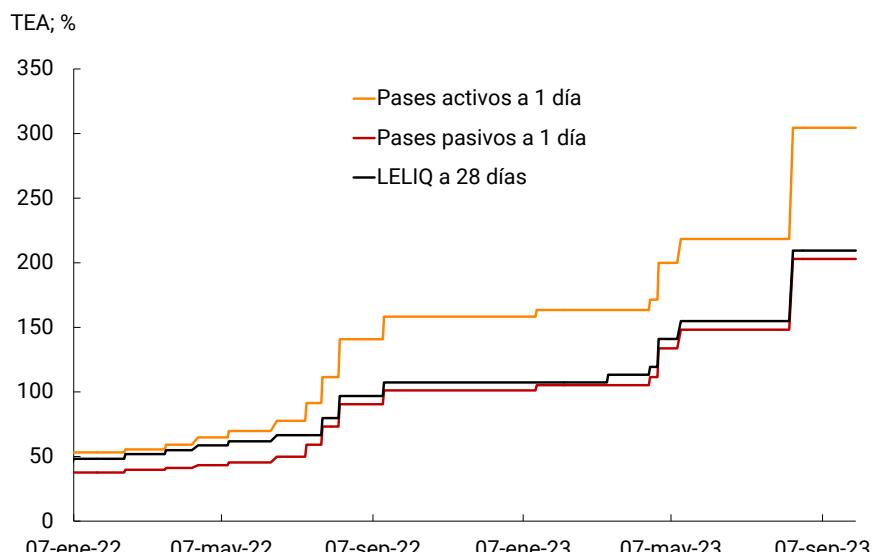
70 Resolución 295/ 2023 de la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca.

el 25% restante sería de libre disponibilidad⁷¹. A principios de octubre, se amplió y prorrogó este programa hasta el 25 de octubre de 2023, estableciendo que el 25% restante deberá utilizarse para concretar operaciones de compraventa con valores negociables adquiridos con liquidación en moneda extranjera y vendidos con liquidación en moneda local⁷². Entre los nuevos productos alcanzados están los hidrocarburos⁷³.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron a principios de octubre en US\$26.470 millones, reflejando una disminución de US\$1.456 millones respecto al 30 de junio. Entre los principales factores de variación de las Reservas, se destacaron los ingresos netos de organismos internacionales, que arrojaron un saldo de unos US\$2.500 millones. Este aumento se explicó fundamentalmente por el desembolso del Fondo Monetario Internacional (FMI) por aproximadamente US\$7.300 millones realizado a fines de agosto en el marco del Programa de Facilidades Extendidas (PFE). El mismo fue compensado parcialmente por los pagos realizados a dicho organismo a lo largo del trimestre, los cuales totalizaron aproximadamente US\$4.400 millones. La compra de divisas resultante de las liquidaciones provenientes de las nuevas ediciones del Programa de Incremento Exportador fue otro factor de expansión de las Reservas Internacionales. No obstante, estos efectos fueron más que compensados por la cancelación de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional, la caída en las cuentas de efectivo mínimo y la venta neta de divisas al sector privado por fuera del PIE.

7.2. El BCRA también readecuó el nivel de las tasas de interés de política monetaria y administró la liquidez según las necesidades del entorno macroeconómico

Gráfico 7.2 | Estructura de Tasas de Interés



*Hasta el 27-abr-23 corresponde a la tasa mínima regulada para personas humanas hasta \$10 millones. Fuente: BCRA.

En simultáneo con la recalibración del tipo de cambio oficial a mediados de agosto, el BCRA decidió readecuar el nivel de las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria, tras mantenerlas sin cambios desde mediados de mayo (ver Gráfico 7.2). El objetivo de la suba de tasas de interés fue amortiguar el traslado a

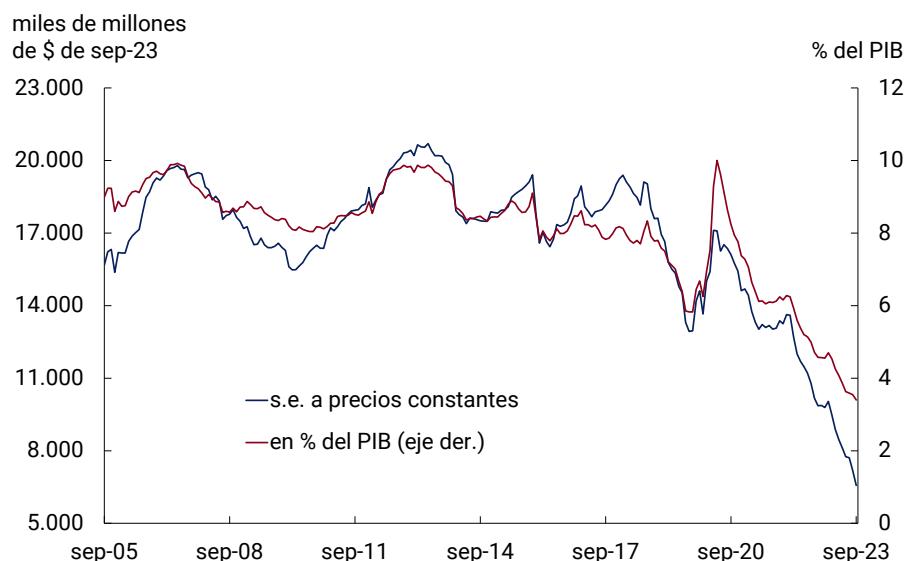
71 Decreto 443/2023 del Poder Ejecutivo Nacional.

72 Decreto 492/2023 del Poder Ejecutivo Nacional.

73 Resolución 808/2023 de la Secretaría de Energía.

precios de la corrección cambiaria, propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y contribuir al equilibrio financiero y cambiario. Específicamente, dispuso elevar en 21 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 118% n.a. (209,4% e.a.). La tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo fue incrementada en 15 p.p. y se ubicó en 120,5% n.a. (157,5% e.a.). En cuanto a los instrumentos de menor plazo, la tasa de interés de los pases pasivos a 1 día se incrementó desde 91% n.a. hasta 111% n.a. (202,9% e.a.); mientras que, la tasa de interés de pases activos a 1 día se estableció en 140% n.a. (304,4% e.a.). Finalmente, el spread de las NOTALIQ se fijó en 2,5 p.p. en la última licitación del trimestre.

Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la Base Monetaria



*Calculado utilizando PIB s.e. prom. móv. 3 meses.
Fuente: BCRA.

En un entorno de tasas de interés elevadas, la Base Monetaria, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, registró una contracción promedio mensual de 5,4% en el tercer trimestre del año, acumulando en los últimos doce meses una caída del 35,4%. De este modo, continuó contrayéndose y permaneció en valores históricamente bajos. Como ratio del PIB, la Base Monetaria se situó en 3,4% en septiembre, lo cual representa su mínimo nivel de los últimos 20 años (ver Gráfico 7.3).

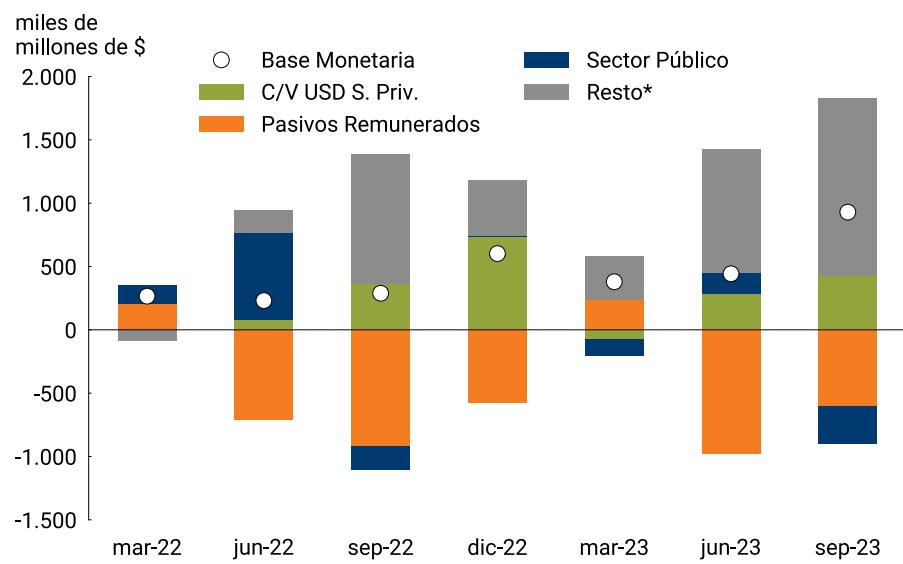
En cuanto a los factores de oferta de Base Monetaria, las operaciones asociadas al sector público tuvieron un efecto expansivo. Por un lado, en un contexto de menores ingresos por derechos de exportación (ver Capítulo Finanzas Públicas) y de demora de los desembolsos correspondientes a la 5^{ta} Revisión del Programa de Facilidades Extendidas, el BCRA cubrió parte de las necesidades del Tesoro. Entre julio y agosto se otorgaron Adelantos Transitorios por \$440.000 millones y se distribuyeron parte de las utilidades no capitalizadas del año 2022 por \$400.000 millones. Una vez concluida la revisión del FMI y efectuado el desembolso, a fines de agosto el Tesoro procedió a la cancelación de Adelantos Transitorios por \$500.000 millones. Esta última operación impactó plenamente en el promedio de septiembre. También generaron una expansión monetaria las compras

netas de títulos públicos, ya sea través del mercado secundario o de la ejecución de PUT por parte de las entidades financieras⁷⁴. Cabe señalar que dichas operaciones tienen como objetivo contener la volatilidad excesiva de precios de los instrumentos de deuda del Tesoro Nacional⁷⁵.

Otro factor relevante de expansión de la liquidez fue la compra neta de divisas al sector privado impulsada por las nuevas ediciones del PIE y un tipo de cambio más competitivo, tras la corrección cambiaria que tuvo lugar a mediados de agosto (ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 | Factores de oferta de la Base Monetaria

Acum. Trimestrales



*Incluye la cpra/vta de bonos en el mercado secundario y el ejercicio del PUT

Fuente: BCRA.

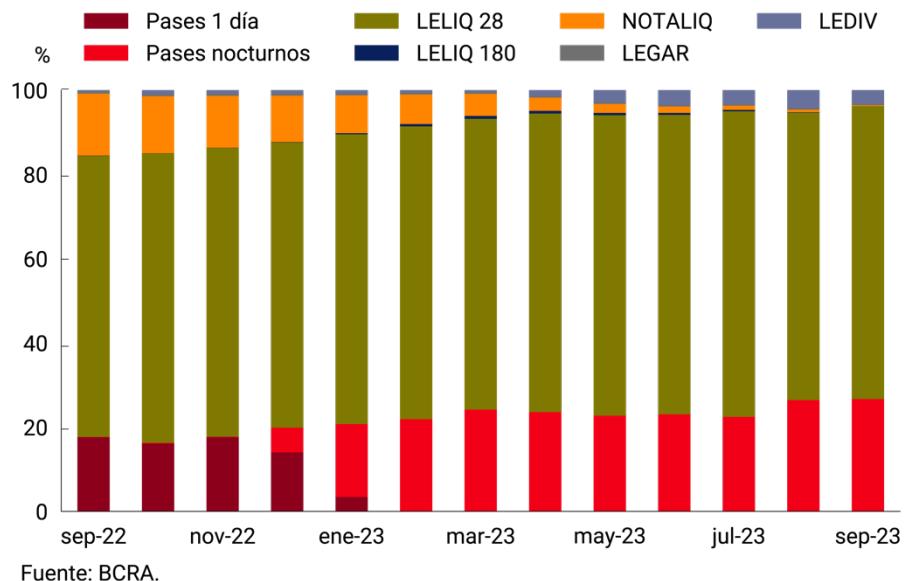
Finalmente, el saldo de pasivos remunerados del BCRA registró una expansión en el período bajo análisis, esterilizando parcialmente la suba del resto de los componentes y los intereses pagados por sobre el stock de instrumentos. En cuanto a la composición de estos se observa un acortamiento en el plazo promedio, vinculado al desarme gradual de LELIQ 180 días y NOTALIQ (ver Gráfico 7.5).

74 Hace referencia a la ejecución por parte de las entidades financieras de la opción de venta (put option) sobre títulos del Gobierno Nacional. Cabe recordar que la opción de venta instrumento derivado financiero que otorga al tenedor el derecho, pero no la obligación, de vender un activo subyacente al precio establecido en el contrato, en una fecha determinada o en cualquier momento hasta el vencimiento de este, y al emisor de esta opción la obligación de comprarlo en las mismas condiciones citadas previamente.

75 Vale recordar que mediante la Comunicación "A" 7546 emitida en julio del año pasado se estableció que el BCRA mantendría una presencia activa en el mercado de deuda doméstica, comprando títulos adjudicados a partir de julio de 2022 (con un plazo residual de al menos 15 días) a una curva similar a la última convalidada en el mercado primario más un spread de 200 puntos básicos (p.b.).

Gráfico 7.5 | Pasivos remunerados

Participación por instrumento en los pasivos remunerados



Fuente: BCRA.

7.3. Dinámica de la demanda de saldos monetarios

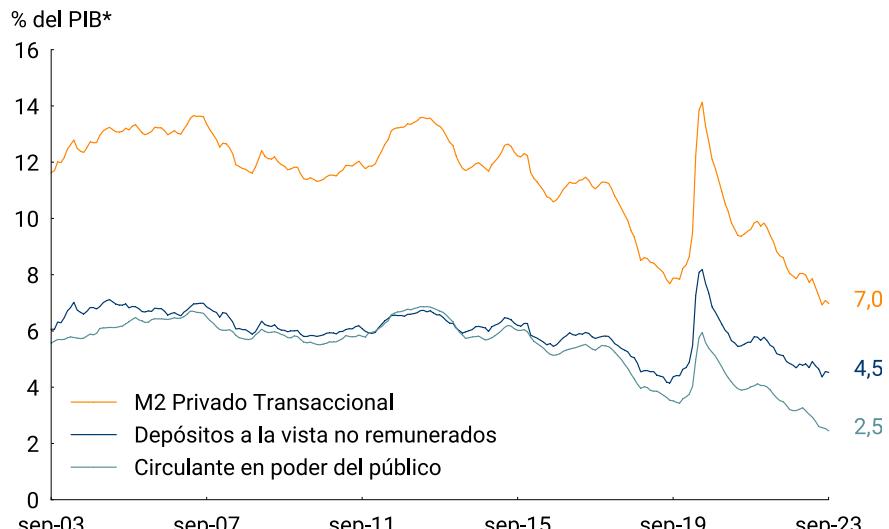
7.3.1. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB se ubicaron en torno a los valores mínimos de los últimos 20 años

Los medios de pago transaccionales, en términos reales y sin estacionalidad, aceleraron su ritmo de caída mensual en el tercer trimestre. En particular, el M2 privado transaccional habría una contracción promedio mensual de 4,5% s.e. en el tercer trimestre y acumularía en lo que va del año una caída de 22,1%⁷⁶. En términos de sus componentes este comportamiento se explicó tanto por la dinámica del circulante en poder del público como de los depósitos a la vista no remunerados; no obstante, la baja fue más pronunciada en el caso del primero. De este modo, en septiembre el M2 privado transaccional registró una caída interanual del orden del 22,5% en términos reales.

Como ratio del Producto, los medios de pago se habrían ubicado en 7% en septiembre, registrando una caída de 0,3 p.p. respecto al último mes del trimestre pasado y de 1,1 p.p. en los primeros nueve meses del año. En particular, el circulante en poder del público alcanzó un nuevo mínimo histórico, mientras que los depósitos a la vista se ubican, en términos del PIB, ligeramente por encima de los valores mínimos alcanzados a fines de 2019 (Gráfico 7.6).

76 Los medios de pago se miden a través del M2 privado transaccional, que corresponde al M2 privado neto de depósitos a la vista remunerados.

Gráfico 7.6 | Medios de pago
Como porcentaje del Producto



*Calculado utilizando PIB s.e. prom. móv. 3 meses
Fuente: BCRA.

7.3.2. En el segmento remunerado se observó una preferencia por las colocaciones a la vista

En consonancia con la readecuación de las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria, el Directorio del BCRA dispuso aumentar las tasas mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo⁷⁷. De este modo, se buscó mantener el incentivo al ahorro en moneda doméstica y contribuir al equilibrio financiero y cambiario. Específicamente, la autoridad monetaria llevó la tasa de interés mínima garantizada para las colocaciones de personas humanas desde 97% n.a. a 118% n.a., lo que equivale a un rendimiento efectivo mensual de 9,7%. En tanto, para el resto de las y los depositantes del sistema financiero la tasa de interés mínima garantizada se elevó desde 90% n.a. a 111% n.a., ubicándose el interés efectivo mensual en 9,2%⁷⁸.

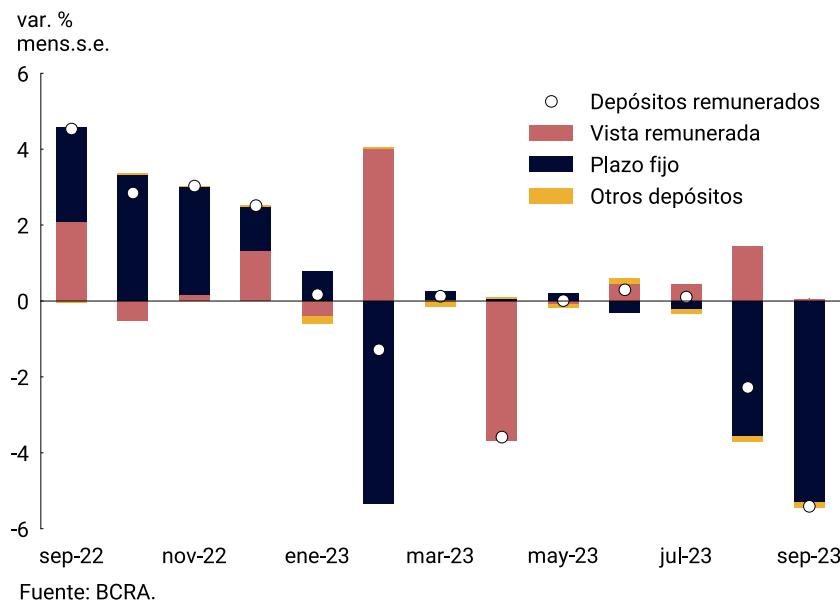
A pesar de la mejora en la tasa de interés, los depósitos remunerados en pesos del sector privado habrían registrado una contracción promedio mensual de 2,4%, en términos reales y sin estacionalidad en el tercer trimestre del año. Asimismo, dentro de este segmento, se verificó un cambio de composición, lo que refleja una mayor preferencia por activos líquidos. Así, los depósitos a la vista remunerados experimentaron una suba durante el trimestre bajo análisis en detrimento de la demanda de depósitos a plazo fijo (ver Gráfico 7.7).

77 Las tasas de interés actualmente vigentes son las establecidas mediante la comunicación "A" 7726.

78 El resto de los depositantes está conformado por Personas Humanas con depósitos de más de \$30 millones y por personas jurídicas.

Gráfico 7.7 | Depósitos remunerados en pesos del sector privado por tipo de depósito

Contribución a la variación mensual real y sin estacionalidad

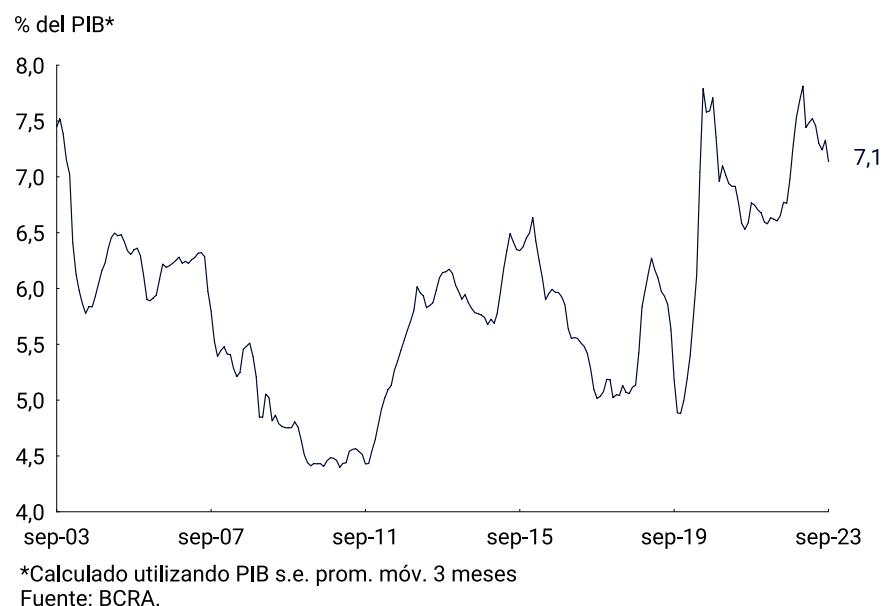


Fuente: BCRA.

Esta rotación en la composición de los depósitos remunerados se explicó por el comportamiento de las Prestadoras de Servicios Financieros (PSF), cuyos principales actores en el mercado de depósitos son los Fondos Comunes de Inversión de *Money Market* (FCI de MM). Estos agentes optaron por instrumentos de ahorro en pesos más líquidos, lo que explicó la caída en sus posiciones a plazo y un incremento en los depósitos a la vista remunerados. Así, las colocaciones a la vista remuneradas, que a fin de septiembre ya representaban cerca del 90% de la cartera de los FCI MM, se expandieron en términos reales a una tasa promedio mensual de 3% s.e. en el trimestre, mientras que los depósitos a plazo de las PSF se mantuvieron estables en promedio.

Las personas humanas y el resto de las empresas también redujeron su posición en depósitos a plazo a precios constantes y sin estacionalidad en el trimestre. En este contexto, las colocaciones a plazo fijo se contrajeron en tal período a una tasa promedio mensual de aproximadamente 4% a precios constantes. No obstante, estos depósitos permanecen en valores históricamente elevados tanto en términos reales como en porcentaje PIB (ver Gráfico 7.8).

Gráfico 7.8 | Depósitos a plazo fijo



Con todo, durante el tercer trimestre, el agregado monetario amplio M3 privado⁷⁹ experimentó una contracción promedio mensual de 3,3% s.e. a precios constantes (-12,5% i.a.). Como ratio del Producto el agregado monetario amplio se ubicó en 16,6%, lo que implicó una caída de 1,2 p.p. en lo que va del año.

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

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

Desde su implementación, y con datos hasta septiembre de 2023, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$7,9 billones. Esto implicó un aumento de 160% respecto al registro de igual mes de 2022. A fines de ese mes, aproximadamente 480 mil empresas habían accedido a créditos en el marco de la LFIP. Cabe señalar que, el saldo promedio de las financiaciones activas otorgadas mediante la LFIP alcanzó aproximadamente a \$1,9 billones en agosto (última información disponible).

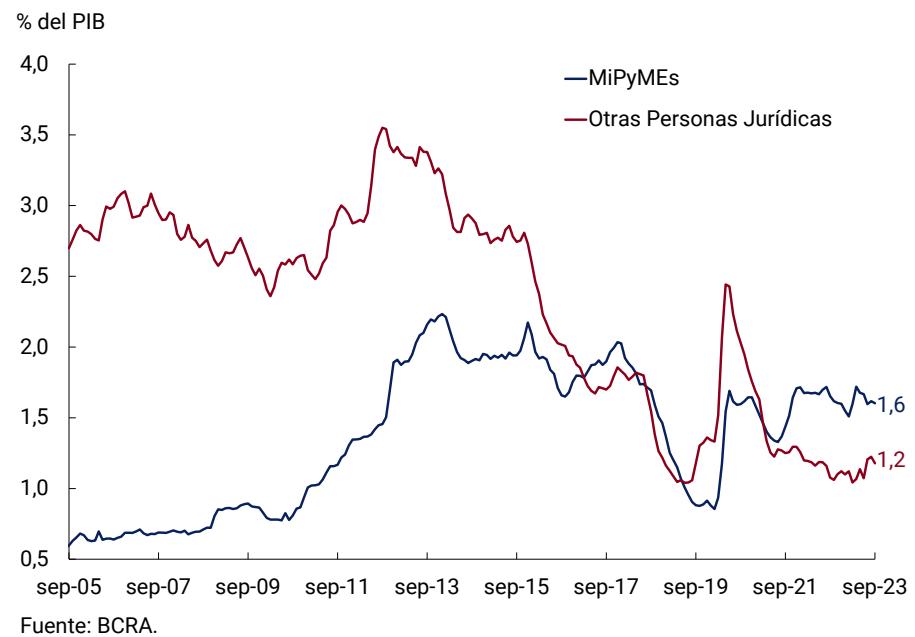
Pese al impulso de la LFIP, las líneas comerciales presentaron una contracción a precios constantes en el tercer trimestre del año, que se concentró en los meses de agosto y septiembre. La tasa de variación promedio mensual del período habría sido de -3,7% s.e. a precios constantes. A nivel de las principales líneas comerciales, los adelantos registraron una mayor contracción que los documentos en el trimestre. Así, en términos interanuales el financiamiento otorgado mediante adelantos se contrae alrededor de 18% a precios constantes, mientras que el saldo de documentos se mantuvo en nivel similar al de un año atrás.

Al analizar la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor observamos que, como ratio del Producto, el financiamiento bancario a las empresas de menor tamaño relativo se ubicó por encima del

⁷⁹ Incluye el circulante en poder del público y los depósitos en pesos del sector privado no financiero (a la vista, a plazo y otros).

registro previo a la pandemia y del promedio histórico. En cambio, en el caso de las grandes empresas, el ratio de crédito a PIB se encuentra en torno a valores mínimos en términos históricos (ver Gráfico 7.9).

Gráfico 7.9 | Préstamos comerciales por tipo de deudor



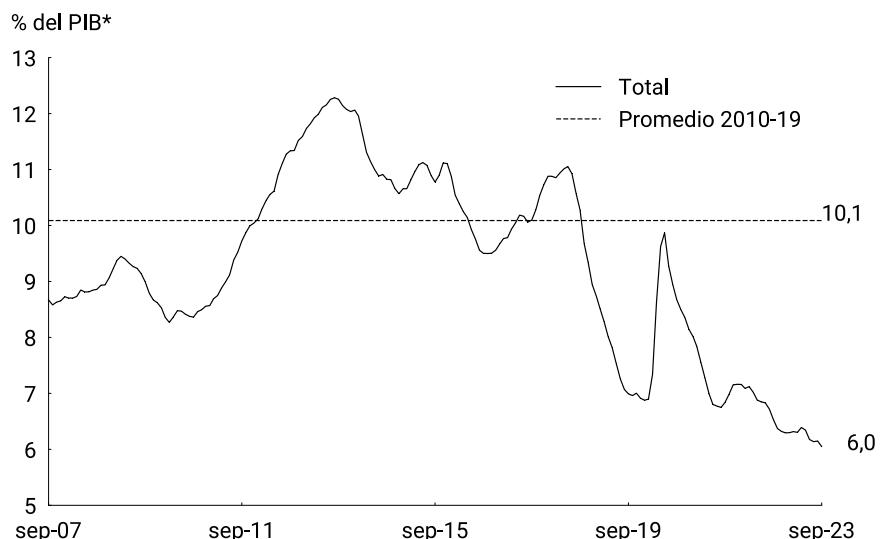
Fuente: BCRA.

El saldo de los préstamos asociados al consumo también se contrajo en el período bajo análisis. A precios constantes, la variación promedio mensual de las financiaciones con tarjetas de crédito habría sido de 3,2% s.e. y la de los préstamos personales de 5,6% s.e. En términos interanuales, estas líneas presentaron caídas reales del orden del 14% y 29% respectivamente.

Por último, en lo que refiere a las líneas con garantía real, el saldo de los préstamos prendarios habría caído en el tercer trimestre a una tasa promedio mensual de 4,9% s.e. a precios constantes y acumulan en los últimos doce meses una disminución de 22%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio de aproximadamente 5,9% s.e. mensual en términos reales, registrando una contracción cercana al 45,0% interanual.

Con todo, los préstamos en pesos al sector privado, medidos a precios constantes y sin estacionalidad, registraron una contracción en el tercer trimestre del año. De esta manera, el saldo de préstamos se redujo a una tasa promedio mensual del orden del 4,0% en el trimestre, acumulando una caída cercana a 17% en términos interanuales. En relación con el PIB los préstamos bancarios al sector privado en pesos se ubicaron en torno a 6% en septiembre (ver Gráfico 7.10).

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



*Calculado utilizando PIB s.e. prom. móv. 3 meses

Fuente: BCRA.

7.5. Perspectivas de política monetaria para el resto del año

El BCRA continuará calibrando sus políticas en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros asociado al ciclo electoral, al tiempo que seguirá llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente. 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.

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

En pos de seguir apoyando la recuperación de la actividad económica, el BCRA continuará estimulando la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva.

Asimismo, el BCRA continuará interviniendo en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro Nacional con el fin de evitar una excesiva volatilidad que comprometa la estabilidad financiera. En este sentido, la intervención estará limitada a mantener el normal funcionamiento del mercado. Consolidar un mercado de deuda en pesos transparente, profundo y líquido es condición necesaria para el desarrollo del mercado de capitales local.

Finalmente, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, de manera de preservar el equilibrio monetario.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina	FSB: <i>Financial Stability Board</i>
AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland	G20: Grupo de los 20
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	GBA: Gran Buenos Aires
AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires	i.a.: Interanual
ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
AT: Adelanto Transitorio	ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica
AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos
BADLAR: <i>Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate</i> (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)	IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor de cobertura nacional difundido por el INDEC
BCRA: Banco Central de la República Argentina	IPC BA: Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires
BOTE: Bono del Tesoro Nacional	IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor
CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires	IPOM: Informe de Política Monetaria
CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa	ISAC: Indicador Sintético de la Construcción
CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción	IVA: Impuesto al Valor Agregado
CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima	LELIQ: Letras de Liquidez del Banco Central de la República Argentina
CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe	M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas
CyE: Combustibles y Energía	Mens: mensual/mensualizada
DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
DLK: Títulos ajustados a la evolución del dólar	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
EDP: Equipamiento Durable de Producción	MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
EIL: Encuesta de Indicadores Laborales	n.a.: Nominal anual
EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica	NEA: Noreste argentino
EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>	NGFS: <i>Network for Greening the Financial System</i>
EPH: Encuesta Permanente de Hogares	NOA: Noroeste argentino
EUR: Euros	OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos	p.b.: Puntos básicos
FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas	p.p.: Puntos porcentuales
FMI: Fondo Monetario Internacional	p: Proyectado
	PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria
	PEA: Población Económicamente Activa
	PFE: Programa de Facilidades Extendidas del FMI

- PIB:** Producto Interno Bruto
- PIE:** Programa de Incremento Exportador
- 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
- TPM:** Tasa de política monetaria
- 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