

Informe de Política Monetaria

Julio de 2023



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Julio 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, 14 de julio de 2023.

Contenidos

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

Pág. 7 | 2. Contexto Internacional

Pág. 17 | Apartado 1 / *La difusión sectorial de shocks globales: irrupción en la provisión de energía y riesgo de recesión en economías avanzadas*

Pág. 24 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 32 | Apartado 2 / *Minería: un sector dinámico y con gran potencial*

Pág. 37 | 4. Sector Externo

Pág. 48 | Apartado 3 / *Relación económica Argentina-China*

Pág. 53 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 60 | Apartado 4 / *El costo del endeudamiento público externo y la suba de la tasa de interés internacional*

Pág. 64 | 6. Precios

Pág. 74 | Apartado 5 / *Evolución reciente de los precios de los alimentos y su vinculación con la sequía*

Pág. 78 | 7. Política Monetaria

Pág. 89 | Apartado 6 / *El rol de los Bancos Centrales en el impulso de la modernización de los pagos: el despegue de los sistemas minoristas de pagos rápidos*

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

En el ámbito internacional, la inflación más persistente de lo esperado ha llevado a los bancos centrales de los países avanzados a profundizar su política monetaria contractiva, lo que ha redundado en un crecimiento del producto menor al previsto para el primer trimestre del año. En las economías en desarrollo, en cambio, donde la inflación está cediendo más rápidamente, los bancos centrales han pausado la suba de tasas de interés. El menor dinamismo de la actividad económica global también presionó a la baja de los precios de los alimentos y la energía, contribuyendo a desacelerar la inflación, pero, al mismo tiempo, impactando negativamente sobre las perspectivas de crecimiento de los países exportadores de materias primas. Hacia delante, los riesgos para el panorama mundial continúan sesgados a un menor dinamismo de la actividad económica. La inflación subyacente, todavía elevada, podría derivar en nuevas subas de tasas de interés de política, dando lugar a un resurgimiento de turbulencias financieras, como las observadas en el sistema bancario norteamericano en el primer trimestre o las vinculadas con episodios de insostenibilidad de las deudas corporativas o soberanas.

En Argentina la actividad económica creció 0,7% sin estacionalidad (s.e.) durante el primer trimestre de 2023, a pesar de que el sector agropecuario se contrajo por segundo trimestre consecutivo. La expansión de la Minería liderada por la actividad no convencional en Vaca Muerta junto con la recuperación de la industria manufacturera explicó en gran medida el desempeño del Producto. Durante el segundo trimestre se concentró el impacto transitorio de la sequía sobre el PIB, aunque se estima que la actividad del resto de los sectores (PIB no agro) continuaría en aumento. Los datos de abril estuvieron en línea con lo esperado, registrándose una caída de 36,8% i.a. en la actividad agropecuaria y una suba de 2,7% i.a. en el resto de los sectores (sin impuestos). En lo que resta del año la economía local se desenvolverá favorecida por el repunte del sector agropecuario y el empuje del sector minero, en un entorno que podría registrar una mayor volatilidad financiera asociada al contexto electoral.

En este escenario, la tasa de inflación evidenció una nueva suba en el segundo trimestre del año, promediando 7,4% mensual (+0,6 p.p. respecto al primer trimestre) y acumulando en 12 meses a junio una expansión de 115,6%. El mayor incremento se produjo en la última semana de abril, en un contexto de incremento en la volatilidad financiera que reflejó la incertidumbre cambiaria acentuada por los efectos de la sequía sobre la liquidación de divisas y las finanzas públicas. Atento a ello, el Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron medidas orientadas a reducir la volatilidad financiera y, así, contribuyeron a contener la aceleración de los precios, conduciendo a la inflación mensual de junio, en un contexto de moderación del precio de los alimentos frescos, a un nivel de 6%, 2,4 p.p. por debajo del máximo de abril. Para los próximos meses se prevé una reducción gradual de las tasas mensuales de inflación núcleo sin carnes. Sobre el nivel general incidirá también la típica volatilidad de los precios estacionales —los cuales tienden a acelerarse en septiembre y octubre— y de las carnes. El ritmo de suba de los salarios nominales implícito en las paritarias acordadas recientemente por los principales gremios y la preservación de los márgenes de rentabilidad empresarial explican en parte la inercia inflacionaria en niveles que continuarán siendo elevados para lo que resta del año.

En este contexto, el BCRA aceleró el ritmo de suba de la tasa de interés de política monetaria para sostener los retornos reales sobre las inversiones en moneda local en terreno positivo y así minimizar el impacto de la volatilidad financiera sobre la dinámica del mercado de cambios y las expectativas de inflación. De esta manera, desde mediados de abril el Directorio del BCRA elevó por un total de 19 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28

días de plazo, llevándola a 97% n.a (154,9% e.a.). Al mismo tiempo elevó las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo y triplicó el monto máximo imponible a \$30 millones para aquellos de personas humanas y remunerados a una tasa de interés equivalente a la de política monetaria.

Simultáneamente el BCRA continuó calibrando la liquidez monetaria, adaptándose a la coyuntura macroeconómica. En particular, todos los factores de variación de la Base Monetaria, resultantes de las operaciones del sector privado y público, aportaron positivamente entre marzo y junio. Entre ellos se encuentran la comapraventa de divisas, las operaciones de mercado abierto, tendientes a contener la volatilidad excesiva de precios de los instrumentos de deuda del Tesoro Nacional, y las operaciones del sector público. En relación con estas últimas, el otorgamiento de Adelantos Transitorios (AT) se incrementó en un contexto de deterioro de la recaudación a partir del impacto negativo de la sequía sobre la actividad económica y el cambio en el perfil de cobros de derechos de exportación vinculado al sector sojero, pese a la continuidad en el proceso de consolidación del gasto público. Asimismo, influyó el pago al FMI del vencimiento programado en el acuerdo *Stand By* de 2018, en un contexto de demora de los desembolsos correspondientes a la 5ta Revisión del Programa de Facilidades Extendidas. Aunque esta última operación de financiamiento vía AT de pagos externos tuvo un efecto monetario neutro, el aumento neto de liquidez durante el trimestre en un contexto de bajo dinamismo de la demanda de Base Monetaria requirió del uso de instrumentos de esterilización. Así, los pasivos remunerados registraron una expansión en términos del Producto de 0,7 p.p. y la Base Monetaria registró una contracción promedio mensual de 4,4% en el segundo trimestre, acumulando en los últimos doce meses a junio una caída del orden del 30%.

En materia cambiaria, el BCRA continuó adaptando la tasa de *crawl* a un ritmo acorde con la inflación en el marco del régimen vigente de flotación administrada. Así, el tipo de cambio real multilateral registró una suba de 0,1% promedio mensual durante el segundo trimestre, en un periodo en el cual el flujo de divisas se vio particularmente afectado por el impacto de la sequía. Asimismo, con el objetivo de incrementar la oferta de divisas, a través del establecimiento de estímulos a la exportación, se restableció el “Programa de Incremento Exportador” para la liquidación de divisas por las exportaciones de soja y subproductos hasta el 31 de mayo, y se amplió a las Economías Regionales, para estas últimas con vigencia hasta el 31 de agosto. Así, se liquidaron divisas a través del programa hasta fines de junio unos US\$5.400 millones. Por otro lado, cabe destacar que se renovó el *swap* por 130.000 millones de yuanes por el plazo de 3 años y se inició el proceso de solicitud de ampliación de la activación por un monto de hasta 35.000 millones de yuanes. De manera complementaria, se implementaron diversas modificaciones normativas, orientadas a favorecer una eficiente asignación de las divisas.

Las derivaciones del impacto de la sequía, cuya magnitud récord era imprevista meses atrás, cambiaron el escenario macroeconómico para este año sobre el cual se delinearon las metas incluidas en el Programa de Facilidades Extendidas del FMI (PFE), que aún en un contexto de ausencia de shock requerían un importante esfuerzo de las políticas monetaria y fiscal para su cumplimiento. Las discusiones técnicas acerca de la recalibración del programa en este nuevo escenario extendieron los tiempos de la 5ta revisión del PFE. Esta demora descalzó el esquema de pagos y desembolsos previstos con el organismo multilateral de crédito. A fines de junio se realizaron pagos netos al FMI equivalentes a US\$6.922 millones, tras lo cual las reservas internacionales del BCRA se posicionaron en US\$27.926 millones al día 30 de ese mes, mostrando una caída de US\$11.134 millones en el segundo trimestre.

En los próximos meses, en el marco de un escenario internacional más complejo y de una sequía récord que afectó negativamente a la economía local, el BCRA continuará definiendo sus políticas de manera dinámica y flexible, atendiendo los lineamientos enunciados para el año respecto de su política monetaria, cambiaria

financiera y crediticia. En materia de tasa de interés, el BCRA seguirá calibrando la tasa de política monetaria 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, con el objetivo de propender hacia retornos reales positivos, que permitan consolidar la estabilidad cambiaria y financiera. En el mismo sentido, continuará interviniendo en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro Nacional con el fin de evitar una excesiva volatilidad que comprometa la estabilidad y el desarrollo del mercado de capitales local. En materia cambiaria, las acciones del BCRA seguirán orientadas a preservar niveles adecuados de competitividad externa y a favorecer la acumulación de reservas con una gestión prudente del marco normativo vigente. Por último, la estrategia financiera continuará estimulando la intermediación crediticia, en particular la vinculada al desarrollo productivo a través de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP).

2. Contexto Internacional

La inflación en los países avanzados, principalmente la subyacente, se ha mostrado más persistente de lo esperado, lo que ha llevado a los bancos centrales de aquellos países a continuar subiendo las tasas de interés y contrayendo la liquidez. Luego de las turbulencias financieras iniciadas en marzo se profundizaron las señales de una contracción del crédito.

Dichos acontecimientos llevaron a un crecimiento menor al esperado en los países avanzados en el primer trimestre del año, mientras que las economías en desarrollo mostraron un mejor desempeño. Los riesgos de recesión, sobre todo en economías avanzadas, aumentaron; esto también impactó a la baja sobre los precios de materias primas, que en general registran niveles entre 10 y 30% menores a los previos al conflicto bélico. Los mercados financieros, en tanto, siguen descontando que la Reserva Federal de los EE.UU. comience a bajar las tasas de interés en el corto plazo, lo que contrasta con el sesgo de política manifestado por dicha autoridad monetaria y otros bancos centrales de países avanzados. En los países en desarrollo, donde la inflación está cediendo más rápidamente, los bancos centrales han pausado la suba de tasas de interés.

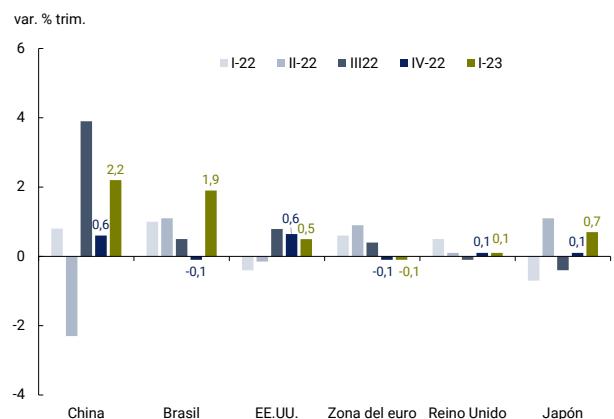
En lo que se refiere a la actividad a nivel global, los riesgos continúan sesgados a la baja. La inflación subyacente elevada podría derivar en subas adicionales de las tasas de interés de política y en nuevas turbulencias financieras, como las observadas en el sistema bancario norteamericano en el primer trimestre del año o las vinculadas con situaciones de insostenibilidad de las deudas corporativas o soberanas. No pueden descartarse a los conflictos geopolíticos como focos adicionales de riesgo.

2.1. Menor crecimiento global en un contexto más incierto

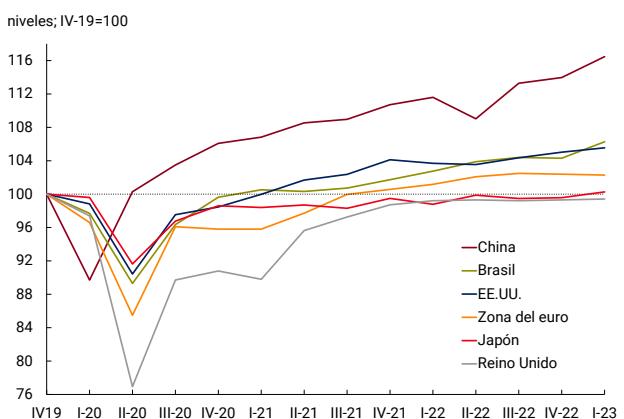
En el comienzo del año, la política monetaria contractiva y las turbulencias financieras originadas en el sistema bancario de Estados Unidos, llevaron a un menor crecimiento de las economías avanzadas. En Estados Unidos la actividad económica volvió a crecer en el primer trimestre, aunque a un menor ritmo que en trimestres previos (+0,5% trimestral). La zona del euro registró una leve recesión técnica, con dos trimestres consecutivos de caída (-0,1% trimestral, respectivamente), en tanto la economía del Reino Unido se mostró prácticamente estancada (+0,1%), arrastrando cuatro trimestres consecutivos de bajas tasas de crecimiento. Japón evidenció un comportamiento diferente, con una mayor expansión trimestral (+0,7%) recuperándose luego de dos trimestres de bajo crecimiento. Por su parte, las economías emergentes están mostrando un mejor desempeño. China y Brasil registraron una aceleración de su crecimiento en el primer trimestre del año con tasas de expansión de 2,2% y 1,9%, respectivamente (ver el 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.

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

a. Variación % trimestral



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

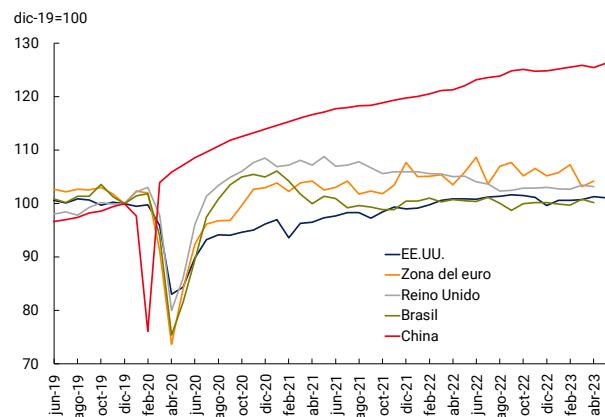


Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas nacionales.

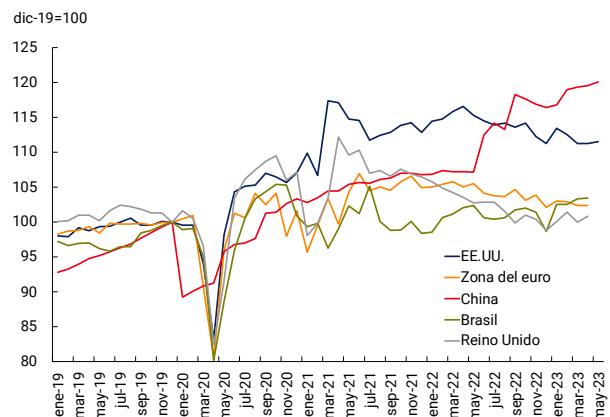
Los indicadores de alta frecuencia del segundo trimestre muestran aumentos de las ventas minoristas en el Reino Unido, China y Brasil, pero caídas en Estados Unidos y la zona del euro, mientras que la producción industrial mejora, excepto en la zona del euro (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores de actividad

a. Producción industrial



b. Ventas minoristas

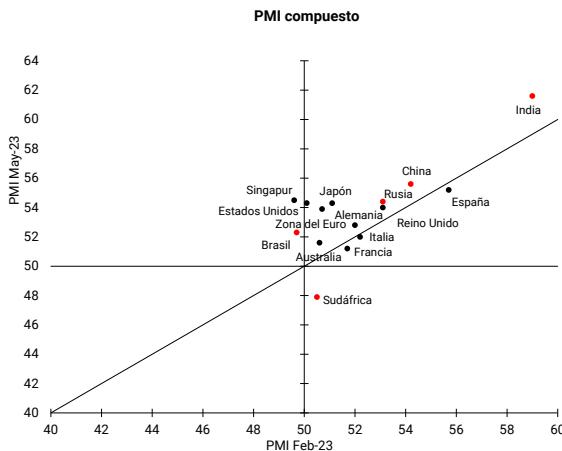


Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadísticas nacionales.

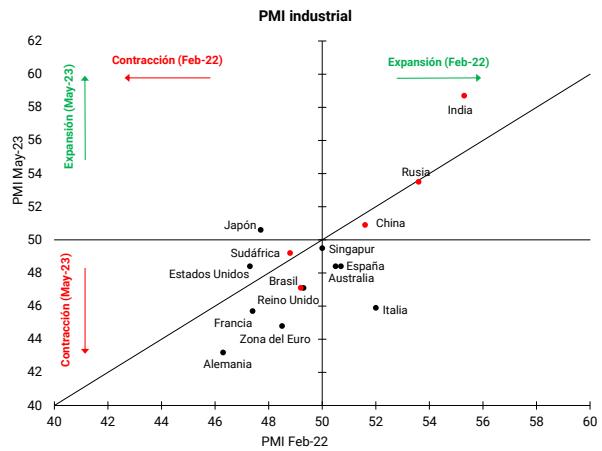
Asimismo, los indicadores prospectivos sugieren una mejora para el segundo trimestre, y al igual de lo sucedido en el primero, debida a la recuperación del sector servicios. El índice compuesto elaborado a partir de las encuestas a los gerentes de compras (PMI) muestra que, a excepción de Sudáfrica, todos los países se mantuvieron en la región de crecimiento (valores superiores a 50; ver Gráfico 2.3 a). Sin embargo, este desempeño es muy dispar entre los sectores servicios e industrial. En cuanto al primero, la totalidad de las economías mejoraron (menos Francia) (puntos ubicados por encima de la diagonal) y registraron valores mayores a 50 (ver Gráfico 2.3 b). Mientras tanto, la industria se deterioró en casi todos los países y con la excepción de China, India, Rusia y Japón, se ubicó en zona de contracción (ver Gráfico 2.3 c). Por su parte, la confianza del consumidor continuó su recuperación en el período febrero-mayo en la zona del euro, Reino Unido, China y Brasil, pero permaneciendo por debajo del promedio de largo plazo (ver Gráfico 2.3 d). En Estados Unidos se observó una leve caída en el último mes.

Gráfico 2.3 | Indicadores de actividad prospectivos

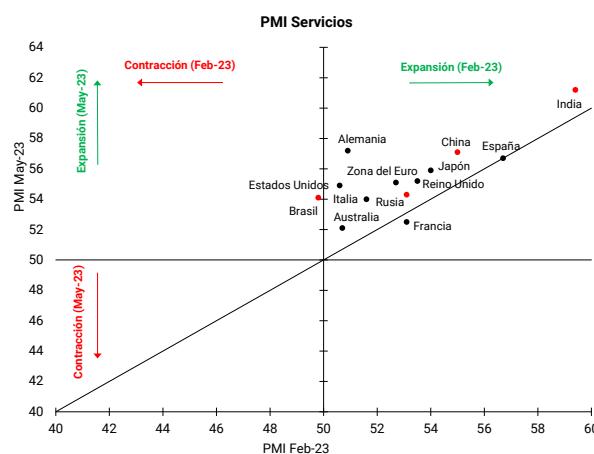
a. PMI compuesto



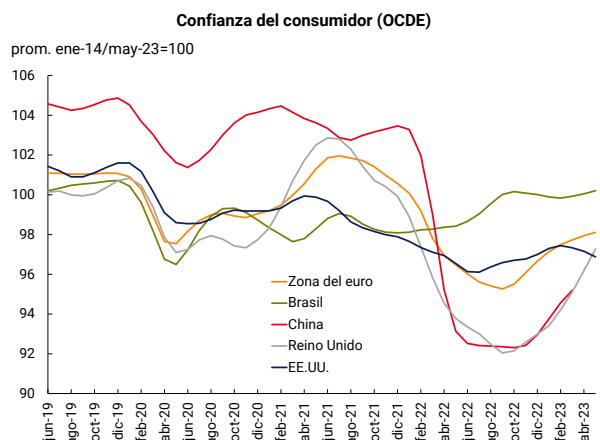
b. PMI del sector industrial



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 leve mejora 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, lideren la expansión global (ver Cuadro 2.1). Así, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronostica que el crecimiento global se desacelera a 2,8% este año (luego de un alza de 3,4% en 2022), para luego aumentar modestamente a 3,0% en 2024, revisando a la baja en 0,1 puntos porcentuales (p.p.) las proyecciones para ambos períodos respecto de las de enero. Por otra parte, el Banco Mundial, que venía mostrándose más pesimista que el FMI en sus pronósticos, revisó su perspectiva de crecimiento global para 2023 al alza a 2,1% desde el 1,7% de enero, aunque redujo la de 2024 a 2,4%. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) también revisó al alza el crecimiento de 2023 a 2,7% (+0,5 p.p. respecto de noviembre del año pasado) y la de 2024 a 2,9% (+0,2 p.p.). En general, los pronósticos 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 7,0% en 2023 debido a los precios más bajos de las materias primas, y a 4,9% en 2024, pero con una inflación subyacente (que excluye los precios de energía y alimentos) que disminuirá más lentamente.

Cuadro 2.1 | Proyecciones de actividad económica 2022-2023

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

Fuente: FMI, Banco Mundial, Reuters (consenso de mercado) y otras fuentes: OCDE (mundo y China), BCE (zona del euro), Fed (Estados Unidos), BCB - Encuesta Focus (Brasil). (1) Pronóstico de abril de 2023 y comparación con octubre de 2022. (2) Comparación con noviembre de 2022.

En el caso del nivel de actividad, los riesgos para el panorama mundial continúan sesgados a la baja. El principal factor de incertidumbre se vincula con la inflación: las medidas subyacentes se mantienen elevadas en las economías avanzadas. 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 recrudescimiento de la guerra en Ucrania o una escalada de las tensiones entre China y Estados Unidos, no pueden descartarse como focos adicionales de riesgo. La sucesión de crisis desde 2020 también ha comprometido las perspectivas de mediano plazo: el Banco Mundial estima que, hacia fines de 2024, la actividad económica de los países en desarrollo se ubique 5% por debajo de su nivel previo a la pandemia; y que en un tercio de los países de bajos ingresos, el ingreso per cápita sea inferior al de 2019.

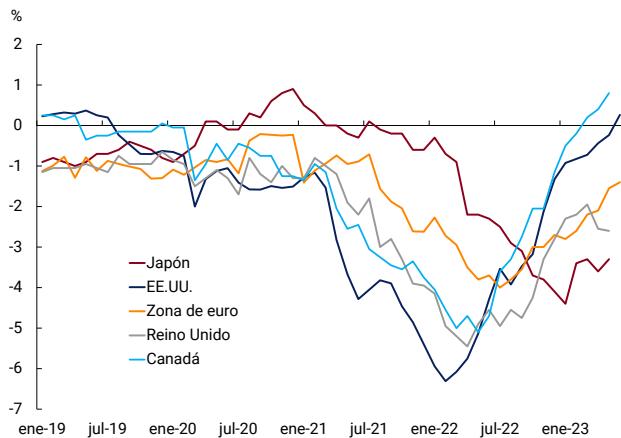
2.2. El ciclo de política monetaria contractiva continúa en los países avanzados

La mayoría de los bancos centrales de los países avanzados continuaron su política monetaria contractiva más allá de lo esperado por el mercado debido, principalmente, a la persistencia de la inflación subyacente (ver Gráfico 2.4). Por su parte, las autoridades monetarias de los países emergentes, en su gran mayoría han pausado los incrementos de su tasa de política monetaria (TPM, ver Gráfico 2.5).

La Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) decidió en su reunión de mediados de junio no subir su TPM tras diez incrementos consecutivos; hizo así una pausa en el ciclo alcista más agresivo de las últimas cuatro décadas. No obstante, surge de las proyecciones de la propia Fed que prevé dos nuevos incrementos de un cuarto de punto porcentual antes de fin de año, continuando cierta discrepancia con las proyecciones de mercado que prevén un solo incremento de un cuarto de punto. La inflación nivel general está reduciéndose, 3% i.a. según el último dato, al igual que la core 4,8% i.a.; ésta última se muestra más persistente. La Fed continuó con su contracción cuantitativa; pero debido a los programas de provisión de liquidez a los bancos que sufrieron salidas de depósitos, la reducción del activo de la Fed tuvo en el primer trimestre una pausa, para continuar en el segundo (ver Gráfico 2.5).

Gráfico 2.4 | Principales economías avanzadas

a. Tasa de real política monetaria



b. Inflación subyacente

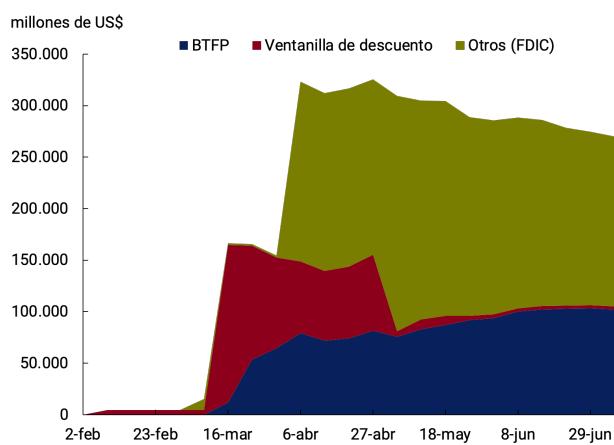
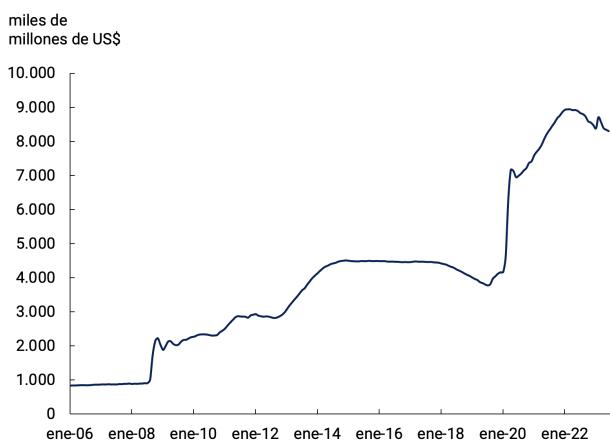
	EE.UU.	Japón	Zona del euro	Reino Unido	Canadá
ene-22	6,07	0,20	2,27	4,40	4,30
feb-22	6,43	0,60	2,72	5,20	4,80
mar-22	6,45	0,80	2,95	5,70	5,50
abr-22	6,13	2,10	3,50	6,20	5,70
may-22	6,01	2,10	3,80	5,90	6,10
jun-22	5,91	2,20	3,70	5,80	6,20
jul-22	5,91	2,40	4,00	6,20	6,10
ago-22	6,30	2,80	4,30	6,30	5,80
sep-22	6,60	3,00	4,80	6,50	6,00
oct-22	6,30	3,60	5,00	6,50	5,80
nov-22	6,00	3,70	5,00	6,30	5,80
dic-22	5,70	4,00	5,20	6,30	5,40
ene-23	5,60	4,30	5,30	5,80	5,00
feb-23	5,50	3,30	5,60	6,20	4,70
mar-23	5,60	3,20	5,70	6,20	4,30
abr-23	5,50	3,50	5,60	6,80	4,10
may-23	5,30	3,20	5,30	7,10	3,70
jun-23	4,80	5,40			

Nota: en el Tabla de la derecha, a menor inflación el color es verde, a mayor es rojo.

Fuente: oficinas de estadísticas nacionales y bancos centrales.

El resto de los bancos centrales de los países avanzados continuó subiendo sus TPM o contrayendo la liquidez provista antes (como las autoridades monetarias de la zona del euro e Inglaterra) ante la persistencia de la inflación subyacente. En junio, el Banco Central Europeo (BCE) subió su TPM al nivel más alto desde 2001, y señaló nuevos incrementos en las próximas reuniones: apuntó a que continúa la presión de los precios de la energía y de los servicios (influídos por una mayor demanda), junto con el creciente peso de los aumentos salariales. Otros bancos centrales de países desarrollados, como los de Australia y Canadá, sorprendieron al mercado con nuevos incrementos de sus TPM. Con los últimos datos disponibles, las TPM reales son aún negativas en poco más de la mitad de los casos, salvo en Canadá y EE.UU. Esta dinámica explica en parte la reciente pausa de la Fed y la continuidad de subas en otros países avanzados. La única excepción a las políticas contractivas por parte de economías avanzadas es Japón. El muy distinto sesgo en la política monetaria de estos países ha incentivado a que se generen posiciones muy importantes de carry trade lo que puede llevar a episodios globales de stress muy complejos con impacto en las entidades financieras no bancarias (ver [Informe de Estabilidad Financiera](#) e [Informe del Banco de Inglaterra](#)).

Gráfico 2.5 | Activo de la Reserva Federal

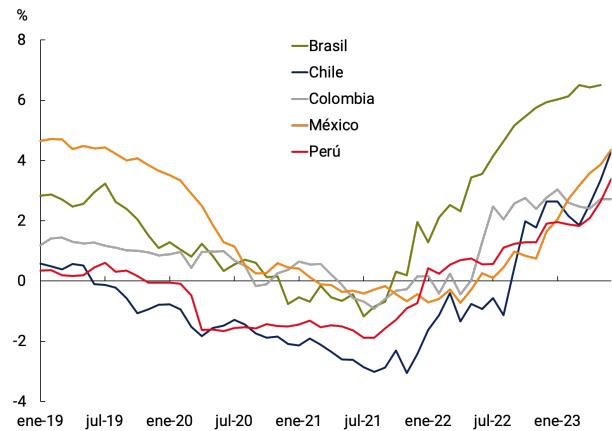


Fuente: BCRA en base a datos de la Reserva Federal.

En contraste, los bancos centrales de Latinoamérica mantienen desde hace varios meses sus TPM sin cambio (ver Gráfico 2.6). Ello obedece a la reducción de la inflación en la mayoría de las economías de la región (principalmente a nivel general, con cierta persistencia en la núcleo). Recientemente también se observa una pausa en Asia emergente.

Gráfico 2.6 | Economías emergentes de América Latina

a. Tasa de real política monetaria



b. Inflación subyacente

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
ene-22	7,97	7,12	3,84	6,21	3,08
feb-22	8,64	6,63	4,41	6,59	3,26
mar-22	9,23	7,40	4,76	6,78	3,46
abr-22	9,44	8,34	5,44	7,22	3,81
may-22	9,31	9,02	5,98	7,28	4,26
jun-22	9,70	9,93	6,22	7,49	4,95
Jul-22	9,11	10,32	6,53	7,65	5,44
ago-22	9,12	10,88	6,96	8,05	5,39
sep-22	8,59	10,30	7,42	8,28	5,51
oct-22	8,29	9,28	8,24	8,42	5,72
nov-22	8,00	9,47	8,61	8,51	5,71
dic-22	7,81	8,62	9,23	8,35	5,59
ene-23	7,73	8,61	9,71	8,45	5,80
feb-23	7,62	9,09	10,15	8,29	5,87
mar-23	7,25	9,40	10,53	8,09	5,92
abr-23	7,33	8,70	10,60	7,67	5,66
may-23	7,25	7,90	10,54	7,39	5,11
jun-23	6,93	10,54	6,89	4,35	

Nota: en el Tabla de la derecha, a menor inflación el color es verde, a mayor es rojo.

Fuente: oficinas de estadísticas nacionales y bancos centrales.

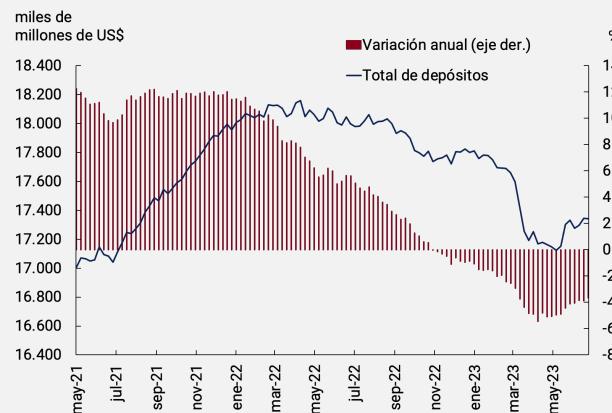
Recuadro. ¿Credit crunch en Estados Unidos?

Entre mediados de 2020 y principios de 2021 los depósitos bancarios en los Estados Unidos crecían a tasas interanuales superiores al 20% como consecuencia de las fuertes medidas de estímulo monetarias y fiscales, implementadas para hacer frente a los efectos económicos de la pandemia. Dichas políticas generaron excesos de ahorro de las familias que se volcaron al sistema financiero.

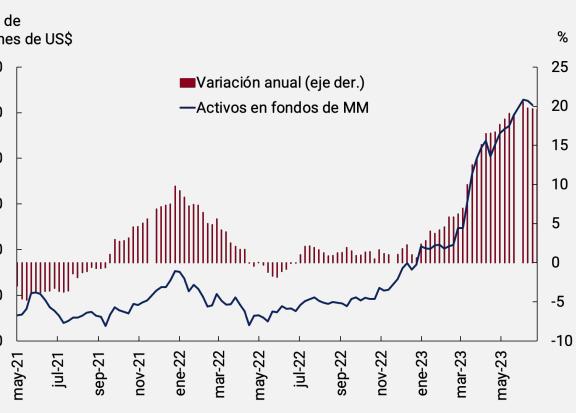
En cambio, desde noviembre del año pasado los depósitos comenzaron a decrecer. Las familias fueron gastando los fondos ahorrados durante la pandemia, a la vez que subieron los rendimientos de bonos y otros activos sustitutos de los depósitos bancarios. A esto se sumaron las salidas de depósitos durante la crisis bancaria de marzo, en la que los ahorristas con depósitos no asegurados por la *Federal Deposit Insurance Corporation* (aquellos superiores a US\$250 mil) se movieron hacia otros activos. Así, en lo que va de 2023, los depósitos bancarios cayeron US\$457 mil millones, con una caída interanual que llegó a ser del 5% por momentos (ver Gráfico 2.7 a). Desde 1974 hubo muy pocos momentos con tasas interanuales negativas, sólo algunas semanas durante 1994 y con caídas sustancialmente menores que las actuales. Por otra parte, en el mismo período, los activos de los fondos de mercado de dinero en los Estados Unidos subieron US\$696 mil millones (un alza de 13,8%, ver Gráfico 2.7 b), un comportamiento espejo del de los depósitos.

Gráfico 2.7 | Indicadores del sistema financiero de Estados Unidos

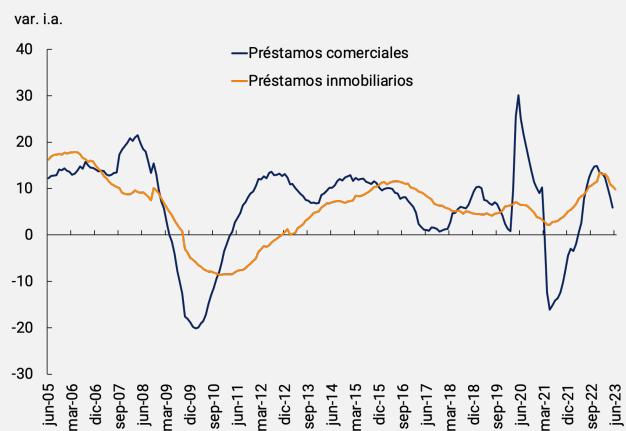
a. Depósitos



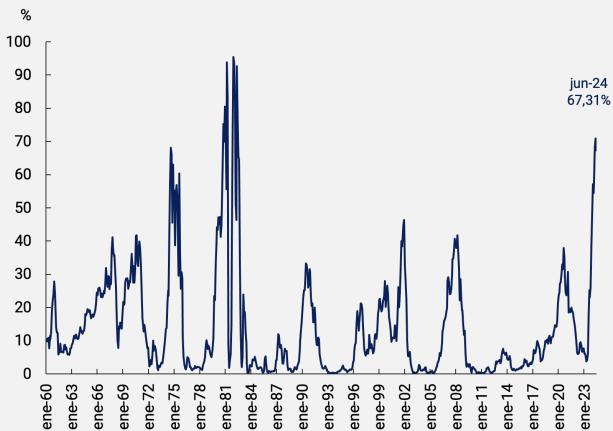
b. Activos en fondos de mercado de dinero



c. Crédito bancario



d. Probabilidad de recesión



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis y Reserva Federal de Nueva York.

Ante un entorno de salida de depósitos, quiebra de algunos bancos, reducción del spread entre tasas activas y pasivas, e incremento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal, se observan de los datos de préstamos señales de contracción crediticia (*credit crunch*) con reducción en las tasas de variación interanual, tanto de los préstamos comerciales, como inmobiliarios (ver Gráfico 2.7 c). Asimismo, hay crecientes menciones a condiciones crediticias más duras en los informes de balances que presentan las empresas estadounidenses. De confirmarse el *credit crunch*, aumentarían marcadamente las posibilidades de recesión en la principal economía del mundo. En este sentido, un modelo de la Reserva Federal de Nueva York, que utiliza la inversión de la curva de rendimiento como variable principal para anticipar recesiones, muestra según el último dato publicado una probabilidad levemente por debajo del 70% para mayo de 2024 (ver Gráfico 2.7 d; para un ejercicio de estimación de impacto de ese evento en varios de los socios comerciales de la Argentina, ver Apartado 1 / La difusión sectorial de shocks globales: irrupción en la provisión de energía y riesgo de recesión en economías avanzadas).

2.3. Las condiciones financieras globales se endurecieron en el margen

En los últimos meses, la preocupación central de los mercados fue dilucidar el ritmo en la suba de las tasas de interés por parte de la Fed y el nivel final de las mismas. A comienzos de año, el temor a una recesión, y a fines

de marzo, los riesgos de estabilidad financiera ante las quiebras bancarias en los Estados Unidos, hicieron que se esperaran menores subas de tasas de la Fed, y como resultado, las demás tasas del mercado bajaron. Ante la persistencia de la inflación y la fortaleza de la economía los mercados se fueron convenciendo de que aún queda por delante un endurecimiento monetario adicional. Esto se ve principalmente en la tasa del bono a 2 años (es el que representa mejor qué se espera para las tasas a corto plazo), que subió 85 puntos básicos – p.b.– desde el cierre del IPOM anterior, mientras que la tasa del bono a 10 años subió 50 p.b. (ver Gráfico 2.8 b). Las tasas reales (medidas por la tasa de los bonos indexados a inflación a 10 años), que fueron negativas desde comienzos de 2020 hasta abril de 2022, subieron 60 p.b. en el mismo período (ver Gráfico 2.8 a).

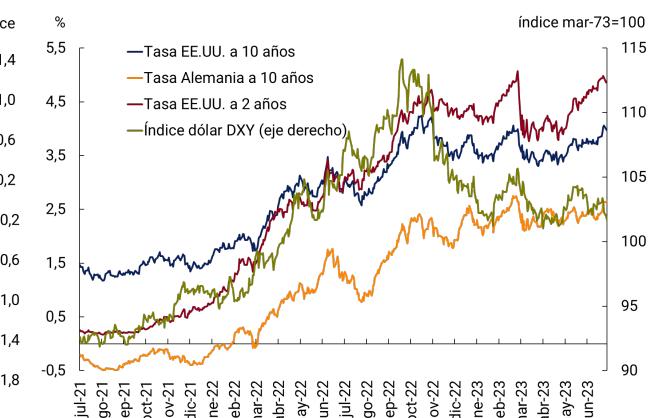
Gráfico 2.8

a. Tasas indexadas a inflación en Estados Unidos e índice de condiciones financieras



Fuente: Bloomberg.

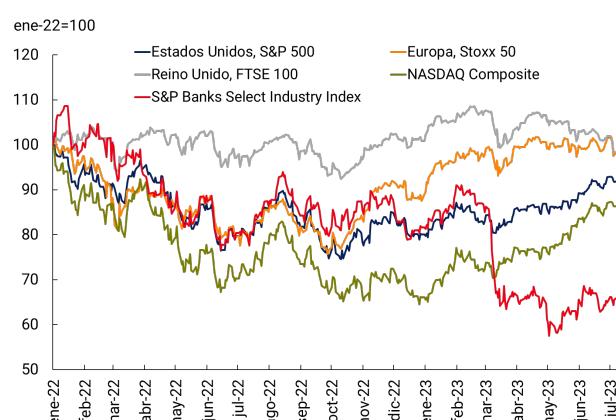
b. Tasas de interés e índice dólar



A pesar de encontrarnos con un contexto de mayor apetito por activos de los EE.UU., el dólar estadounidense, medido por el índice DXY, se depreció un 1% desde el IPOM anterior (ver Gráfico 2.8 b). Las condiciones financieras en los Estados Unidos, que se endurecieron en medio de la crisis bancaria de marzo, volvieron a hacerse más laxas (ver Gráfico 2.8 a).

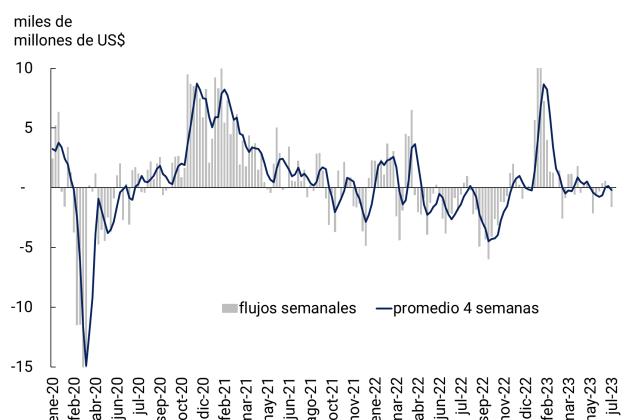
Gráfico 2.9

a. Índices accionarios



Fuente: Bloomberg.

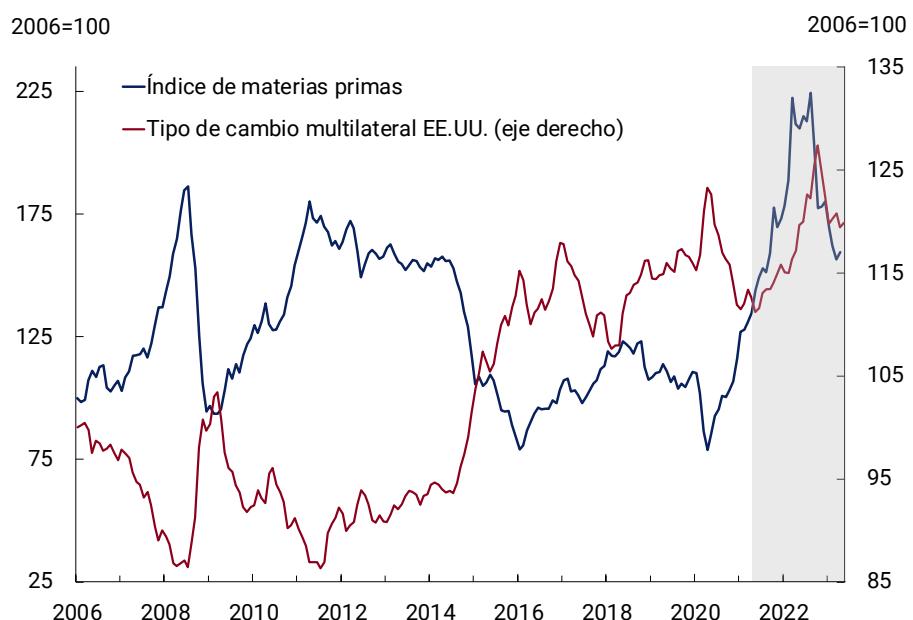
b. Flujos de capitales a países emergentes



A pesar de las subas en las tasas de interés, los mercados bursátiles continúan subiendo (ver Gráfico 2.9 a). En las últimas semanas, este desempeño fue apuntalado por las expectativas positivas sobre las acciones relacionadas a la inteligencia artificial. El S&P 500 acumula un alza de 15,6% en el año, aunque esta suba está en gran parte explicada por unas pocas acciones vinculadas al sector tecnológico; esto se puede ver en el Nasdaq composite, que en el mismo período subió un 31,5%. Europa no quedó a la zaga, y el Stoxx 50 subió un 13% en el año. Existen dudas sobre la sostenibilidad de estas valuaciones dada la posibilidad de una recesión o desaceleración en el crecimiento y las altas tasas de interés. Los flujos de capitales hacia los mercados emergentes tuvieron pocos cambios en el trimestre, y se mantienen positivos en lo que va del año por las fuertes entradas que se dieron en enero y febrero (ver Gráfico 2.9 b).

Durante el segundo trimestre de 2023, los precios de las principales materias primas (soja, trigo, maíz, crudo y gas) continuaron bajando, y se mantuvieron en valores previos a la invasión a Ucrania. La suba de tasas de interés globales y el mayor riesgo de recesión serían los factores dominantes en la baja de estos precios. Asimismo, y como señalábamos en el IPOM de junio de 2022, 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 energía (ver, por ejemplo, [BIS, 2023](#)). El cambio en el nexo agrava los efectos estanflacionarios de los precios más altos de los *commodities* para los importadores de materias primas (por ejemplo: si se aprecia el dólar y suben las materias primas, enfrentan más inflación y condiciones financieras más duras), mientras que sus implicaciones para los exportadores de materias primas son ambiguas. Un cambio duradero en esta relación podría crear desafíos más difíciles para el marco de estabilidad macrofinanciera, particularmente en las economías importadoras de materias primas (por ejemplo, se pierde la “amortiguación” sobre los precios domésticos de un dólar que se depreciaba cuando las materias primas se encarecían).

Gráfico 2.10 | Tipo de cambio multilateral de EE.UU. e índice de materias primas



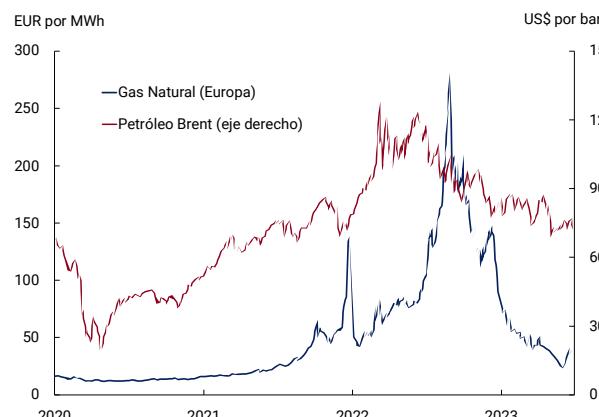
Fuente: BCRA en base a datos de FRED.

El petróleo aun enfrenta temores a una recesión global que afectaría su demanda futura, por lo que el precio del barril Brent cayó durante el primer trimestre del año. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) llevó adelante dos recortes en los niveles de producción (el 19 de abril y 24 de mayo), logrando en ambas oportunidades que repunte el precio del crudo para luego comenzar a descender nuevamente. Luego de un invierno más templado que lo habitual y envíos constantes desde EE.UU. (país que se convirtió en el principal exportador de gas internacional, por delante de Qatar y Australia en 2022), el precio del gas natural en Europa continuó bajando 30% este trimestre, alcanzando los valores más bajos desde mayo de 2021 (ver Gráfico 2.11 a).

La soja llegó a caer hasta los US\$470 a fines de mayo (el valor mínimo en último año y medio) y luego logró una recuperación en el margen, subiendo hasta los US\$500 pero continuando con el sendero bajista del primer trimestre de 2023. Luego de que varios países presentaran cosechas récord y debido al mantenimiento del acuerdo del Mar Negro, el trigo también mostró un descenso en su precio alcanzando los US\$217 durante mayo y desde allí comenzó a recuperarse. Por su parte, el maíz también alcanzó su nivel más bajo desde 2021 a mediados de mayo debido a las abundantes cosechas registradas en los principales productores, aunque luego comenzó una lenta recuperación en su precio dejándolo en el entorno de los US\$240. El precio del maíz se encuentra relacionado positivamente al del crudo debido a que se utiliza también para los biocombustibles. (ver Gráfico 2.11 b).

Gráfico 2.11 | Precios de materias primas seleccionadas

a. Gas natural y crudo Brent



b. Maíz, trigo y soja



Fuente: Bloomberg.

2.4. Perspectivas

Hacia delante, la interacción de tasas de interés en alza en países avanzados, turbulencias en los mercados de crédito y las deudas de empresas y países acumuladas en los últimos años, presenta riesgos a la baja para el crecimiento. Ellos se potencian por los riesgos geopolíticos. Mientras Europa habría entrado en una recesión técnica, en EE.UU. ha aumentado la probabilidad de recesión según distintos indicadores. Otros socios comerciales de la Argentina, como China y Brasil, presentan perspectivas algo más favorables en el corto plazo. El menor nivel de actividad mundial también ha impactado a la baja sobre los precios de las materias primas, al reducir la presión sobre las canastas de consumo, pero también a deteriorarlas perspectivas de crecimiento para los exportadores de esos bienes.

Apartado 1 / La difusión sectorial de shocks globales: irrupción en la provisión de energía y riesgo de recesión en economías avanzadas

Los vínculos comerciales en el sistema productivo juegan un papel importante en la transmisión de shocks¹. La estructura de las relaciones intersectoriales a lo largo de las cadenas de suministro es un elemento clave para analizar cómo factores como la dinámica de la productividad, el progreso tecnológico y los cambios en las condiciones de demanda pueden afectar a un sistema económico. Esta transmisión opera tanto a nivel nacional como a nivel internacional, a través de los vínculos que conectan los sectores exportadores (importadores) de un país con los sectores importadores (exportadores) extranjeros.

La sucesión de crisis experimentadas por la economía global desde 2020 requiere, precisamente, analizar la difusión de shocks entre sectores para caracterizar adecuadamente el impacto de eventos tales como la pandemia, las disruptpciones en las cadenas globales de valor o el alza del precio relativo de energía y otras materias primas tras el conflicto bélico en Ucrania. En este apartado, se utiliza un modelo insumo-producto tradicional, con el objetivo de construir una herramienta intuitiva que proporcione evaluaciones preliminares de los impactos sectoriales y globales de shocks que pueden afectar el normal funcionamiento de los sectores productivos de manera asimétrica².

Se consideran dos tipos de shocks. En el primer caso, y tomando como base el reciente conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, se modela la interrupción en los flujos de comercio del sector energético de un país en particular (Rusia) hacia países europeos. En el segundo caso, se realiza un ejercicio hipotético que estudia el efecto de un shock que impacta negativamente en los niveles de producción en los EE.UU. Las causas del shock no son modeladas explícitamente, pero bien pueden tener su correlato en la aplicación de políticas monetarias restrictivas para combatir los mayores niveles de inflación (con sus efectos negativos sobre el acceso al crédito y consecuentemente los niveles de producción de las firmas estadounidenses) o en la caída del gasto público.³

Shock en el suministro de gas derivado del conflicto bélico en Ucrania

Se asume un escenario donde el corte en el suministro de energía afecta a todos los países europeos en proporción a su dependencia de gas importado desde Rusia. El período para la serie empírica es diciembre-2021 a noviembre-2022. La escalada del conflicto al plano armado y económico (en términos de la aplicación de sanciones mucho más restrictivas) tuvo su inicio el 24 de febrero de 2022 y por ello se simula un shock en marzo de ese año.

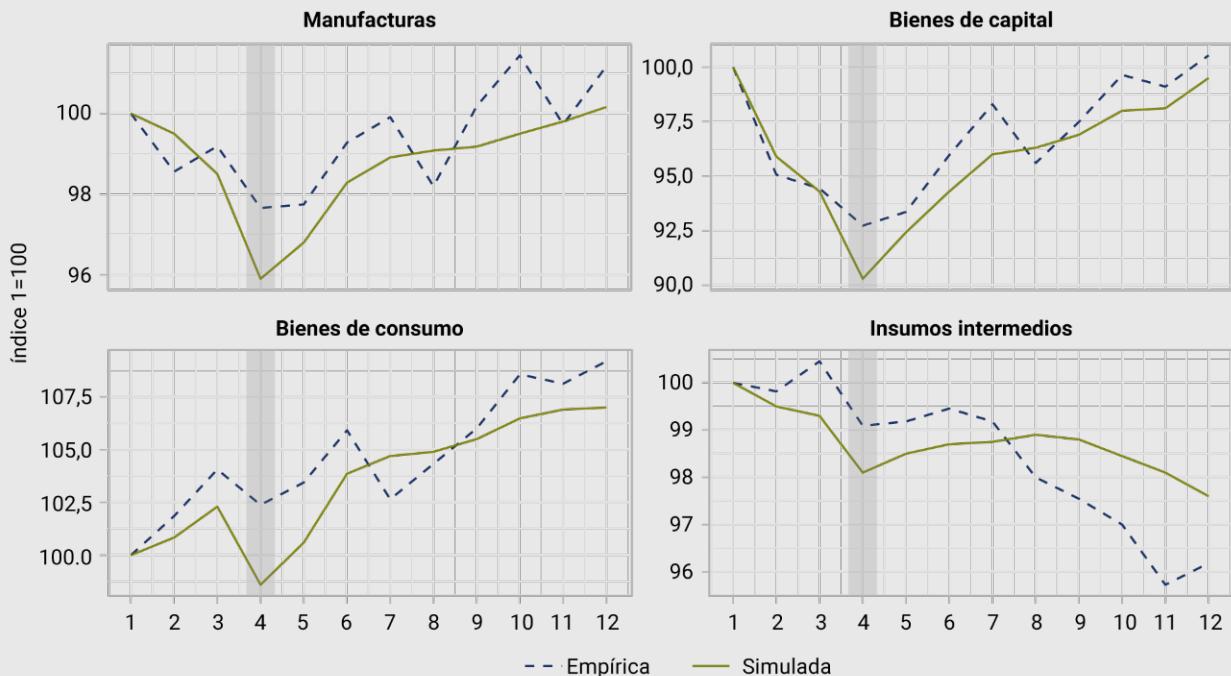
1 Ver, por ejemplo, Acemoglu *et al.*, 2016; Costa *et al.*, 2022.

2 La metodología de estimación sigue a Reissl *et al.* (2022) y realiza algunas simplificaciones para reducir la dimensionalidad del espacio e identificar los parámetros como en Grazzini y Richiardi (2015). El análisis asume una función de producción de tipo Leontief. La demanda que recibe cada sector está compuesta por la demanda final y la demanda de insumos de otros sectores productivos. La cantidad de insumos que cada sector demanda, así como también la fuerza de trabajo necesaria son determinadas por sus expectativas de demanda/ventas.

3 Específicamente, la base utilizada posee información de las transacciones sectoriales a nivel nacional e internacional, mayormente aquellos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) y 45 sectores. Dadas las limitaciones de la calibración empírica respecto a la información disponible para algunos países, se trabaja con Austria, Bélgica, Canadá, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Polonia, Portugal, Eslovaquia, España, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos, Bulgaria, China, Croacia, Chipre, Malta, Rumania y Rusia. La desagregación sectorial tiene su correspondencia con el Clasificador Internacional Industrial Uniforme (CIIU) Rev. 4 a dos dígitos. Se utiliza la versión más reciente (noviembre de 2021) que abarca los años 1995 a 2018. Luego, se utilizan índices mensuales de producción sectorial y de mano de obra basados en Eurostat y de estadísticas nacionales para los casos de Canadá, Japón, Estados Unidos, China y Rusia.

El modelo predice una contracción global de la producción industrial de un 4,6% respecto al período inicial (diciembre de 2021). Los datos muestran que en marzo de 2022 la caída en la producción industrial fue del 1,8% y 2,5% en los períodos respectivos. El conjunto de sectores más afectado fue el de bienes de capital, con una caída del 7,3% respecto de diciembre de 2021 y del 2,3% respecto de febrero de 2022. El Gráfico 1 reporta las series de producción observadas y las simuladas a partir del modelo.

Gráfico 1 | Evolución de las series de producción agregada de países europeos. Shock en el suministro de gas



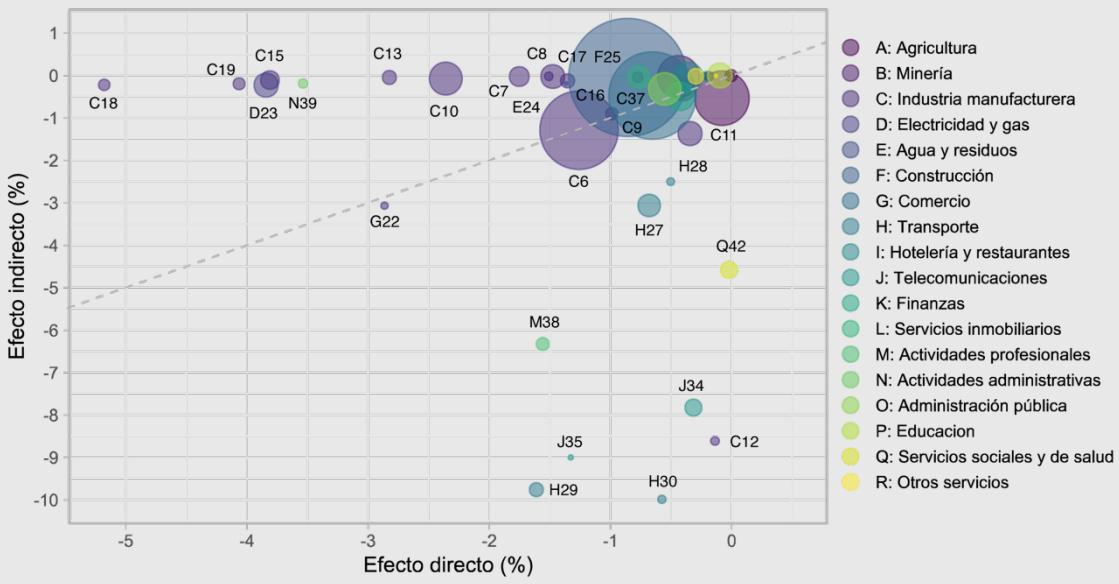
Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

Distinguimos entre efectos directos e indirectos sobre la producción sectorial (ver Gráfico 2). Los primeros cuantifican aquella parte de la caída en la producción que se explica exclusivamente por menor disponibilidad de un insumo básico como la energía. Por su parte, el efecto indirecto cuantifica la caída en los diferentes sectores que se ven imposibilitados de continuar con sus niveles normales de producción, a partir de la limitación en la producción de insumos. Los primeros se representan en el eje horizontal y los segundos en el eje vertical; mientras que el tamaño de los puntos corresponde a la participación de cada sector en la producción bruta inicial de los diferentes países. Los efectos directos difieren entre un mismo sector localizado en diferentes países.

Pueden identificarse tres grupos de sectores. El primero de ellos se conforma por aquellas ramas ubicadas en el extremo superior derecho. Se trata de los sectores para los cuales el efecto directo no ha sido significativo, ya que la energía rusa no tiene una magnitud relevante como insumo en estos sectores. Este grupo está compuesto centralmente por sectores primarios y de servicios, y algunos de ellos son los que tienen la mayor participación en el producto global (como el caso de la construcción). En todos estos casos el efecto directo es menor al 0,1%, mientras que el efecto indirecto no supera el 0,6%. Luego, podemos identificar dos grupos adicionales: aquellos sectores para los que el efecto directo no es relevante pero sí lo es el indirecto, y viceversa. Destacan la rama de almacenamiento (-9,9% de efecto indirecto, y -0,6% de efecto directo), la industria farmacéutica (-8,6% y 0,1%) y el sector de telecomunicaciones (-7,8% y -0,3%). Entre los sectores que conforman el segundo grupo destacan el sector energético (-3,8% de efecto directo y -0,2% de efecto

directo), la industria de equipamiento eléctrico (-5,2% y -0,2%), la producción de maquinarias (-4,1% y 0,2%) y las actividades administrativas (-3,5% y -0,1%). Estos sectores recibieron el impacto directo de mayor tamaño entre todos los sectores bajo estudio, de una magnitud superior al 3%. Cabe destacar que en este grupo se encuentran, en su mayoría, sectores pertenecientes a la industria manufacturera.

Gráfico 2 | Efectos directo e indirecto por sector. Shock en el suministro de gas

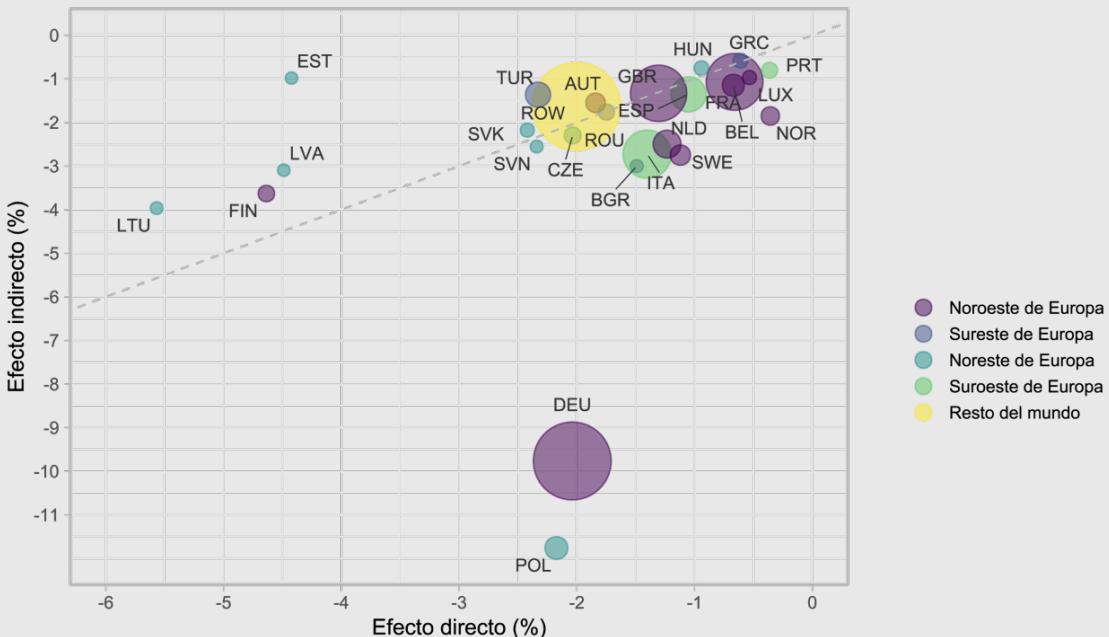


Nota: 1-Agricultura, 2-Pesca, 3-Minas-energéticos, 4-Minas-no energéticos, 5-Minas-servicios, 6-Alimentos, 7-Textiles, 8-Madera, 9-Papel, 10-Petróleo, 11-Química, 12-Farmacéuticos, 13-Plástico, 14-Otros minerales, 15-Metales básicos, 16-Productos de metal, 17-Electrónica, 18-Eq. eléctrico, 19-Maquinaria n.c.p., 20-Vehículos, 21-Otro eq. Transporte, 22-Manufacturas n.c.p., 23-Electricidad, gas, 24-Agua y residuos, 25-Construcción, 26-Comercio, 27-Transporte terrestre, 28-Transporte marítimo, 29-Transporte aéreo, 30-Almacenamiento, 31-Correo, 32-Hotelería y rest., 33-Audiovisuales, 34-Telecomunicaciones, 35-IT, 36-Finanzas, 37-Ss. inmobiliarios y emp., 38-Act. Profesionales, 39-Act. Administrativas, 40-Admin. pública, 41-Educación, 42-Ss. Soc. y de salud, 43-Ss. culturales, 44-Otros ss.

Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

Finalmente podemos estudiar los países más afectados, también desagregando entre efectos directo e indirecto (ver Gráfico 3). Como era de esperarse se observa claramente que los que más ven afectada su producción en forma directa son aquellos con estrechos vínculos comerciales con Rusia y los que se encuentran geográficamente más cerca de Rusia. Para los primeros (particularmente Polonia), el efecto indirecto predomina sobre los efectos directos, lo cual indica que los vínculos comerciales y productivos exacerbaban los shocks.

Gráfico 3 | Efectos directo e indirecto por país. Shock en el suministro de gas



Nota: AUT-Austria, BEL-Bélgica, CZE-República Checa, EST-Estonia, FIN-Finlandia, FRA-Francia, DEU-Alemania, GRC-Grecia, HUN-Hungría, ITA-Italia, LVA-Letonia, LTU-Lituania, LUX-Luxemburgo, NLD-Países Bajos, NOR-Noruega, POL-Polonia, PRT-Portugal, SVK-Eslovaquia, SVN-Eslovenia, ESP-España, SWE-Suecia, TUR-Turquía, GBR-Inglaterra, BGR-Bulgaria, ROU-Rumanía, ROW-Resto del mundo

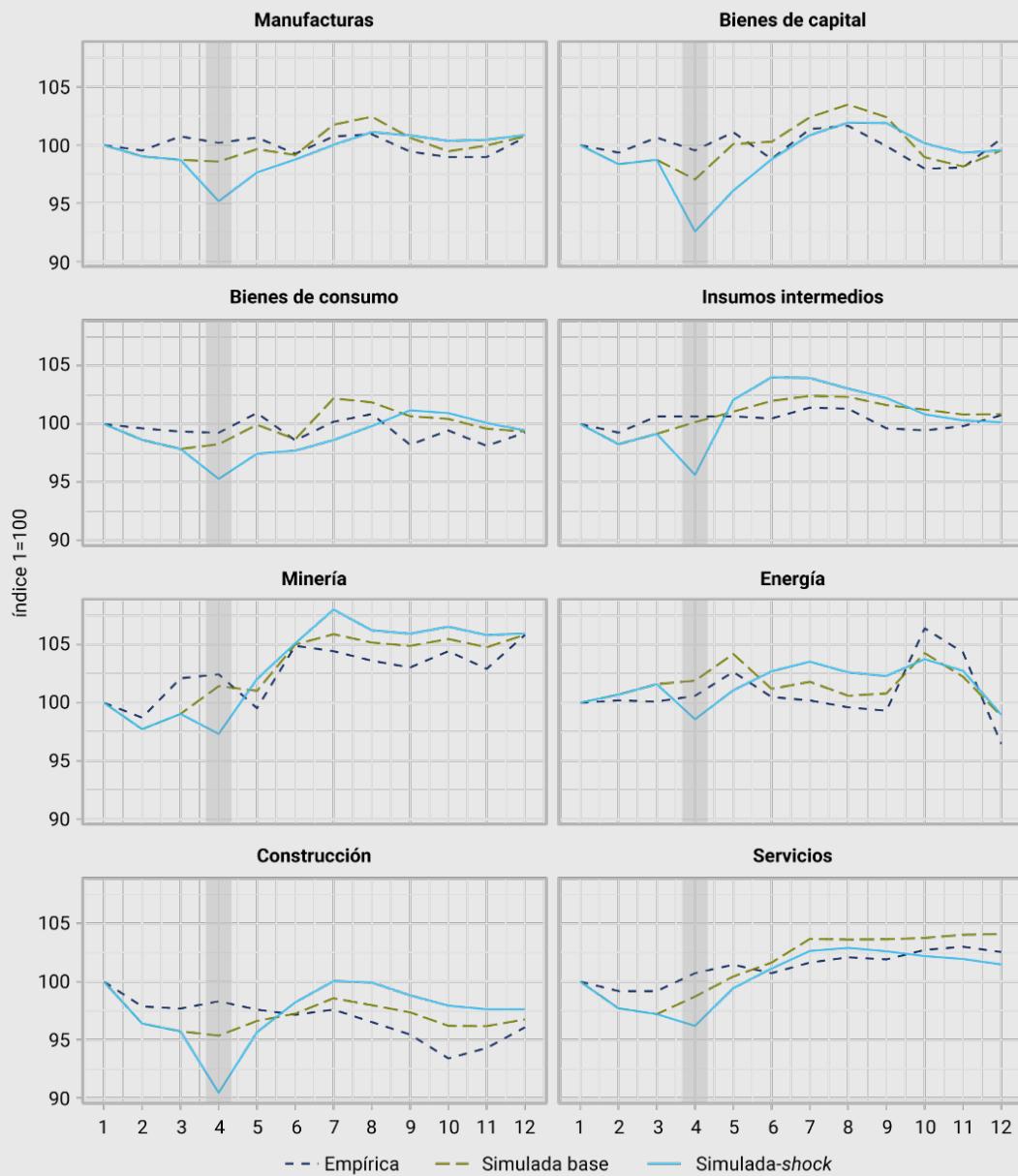
Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

Recesión en EE.UU.

En este caso se modela un shock negativo en EE.UU. que afecta a todos los sectores en la misma magnitud. Se asume que producto de políticas monetarias restrictivas o una caída del gasto público, la demanda final en EE.UU. se reduce un 2% anualizado⁴. El objetivo aquí es estudiar los efectos potenciales de un hipotético evento disruptivo en un país específico de gran tamaño, pero centrándose en los efectos sobre los países que comercian con esta economía. A diferencia del ejercicio anterior, la simulación no tiene una serie base empírica para ser comparada. De este modo, se toma el año 2018 para el periodo de calibración, y luego se simula el shock como un escenario contrafáctico. Excluyendo el efecto inicial en EE.UU., el modelo predice una caída en la producción anualizada del resto de los países de 0,53% (excluyendo EE.UU.). El Gráfico 4 reproduce las dinámicas del agregado del resto de los países separado por sector de producción y permite comparar la serie simulada con y sin shock.

4 Ello es consistente con algunas proyecciones para la economía norteamericana para el segundo y tercer trimestres 2023 (ver e.g. *The Conference Board Economic Forecast for the US Economy*, 15 de junio de 2023, <https://www.conference-board.org/research/us-forecastd>).

Gráfico 4 | Evolución de las series de producción. Shock en EE.UU.

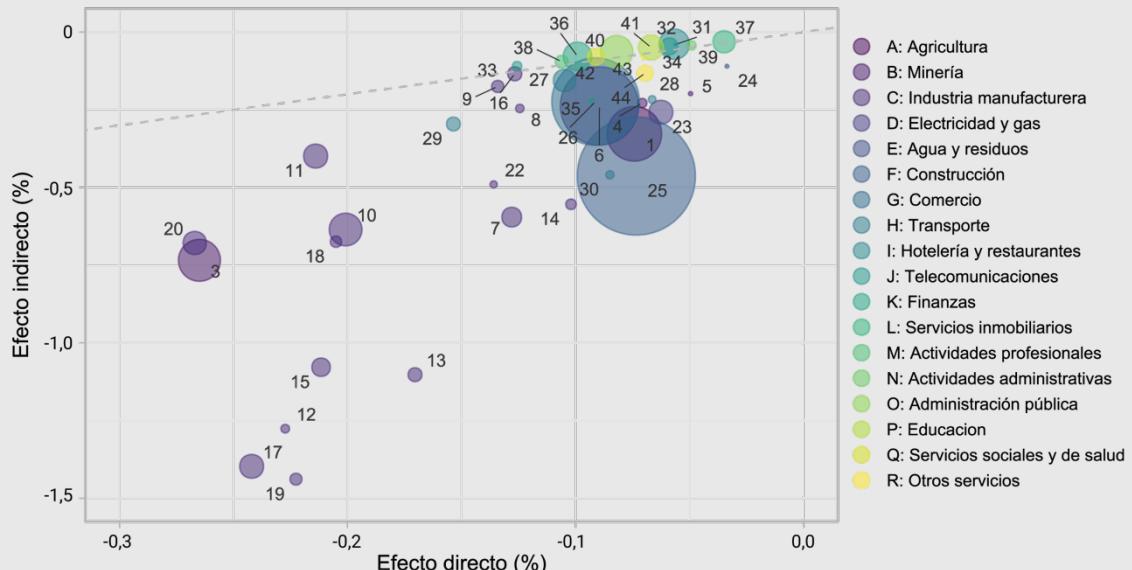


Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

En este caso, el efecto directo computa la caída en los niveles de producción de EE.UU. y la consecuente caída de demanda de insumos importados. El efecto indirecto surge endógenamente por el hecho de que los países y sectores reducen sus intercambios y/o producción. El modelo predice que la descomposición corresponde a 0,12% de efecto directo y 0,41% de efecto indirecto.

Los gráficos 5 y 6 presentan la desagregación en efectos directos e indirectos, por sector y por país, respectivamente. Los sectores más afectados son las manufacturas (Electrónica, Maquinaria), los productos farmacéuticos, y los productos químicos y plásticos, siendo el efecto indirecto mayor que el directo. Esto determina que para la muestra considerada, predominan las vinculaciones comerciales con alto valor agregado, y que, en el corto plazo, dadas las relaciones intersectoriales, los shocks representan caídas importantes en la producción.

Gráfico 5 | Efectos directo e indirecto por sector. Shock en EE.UU.

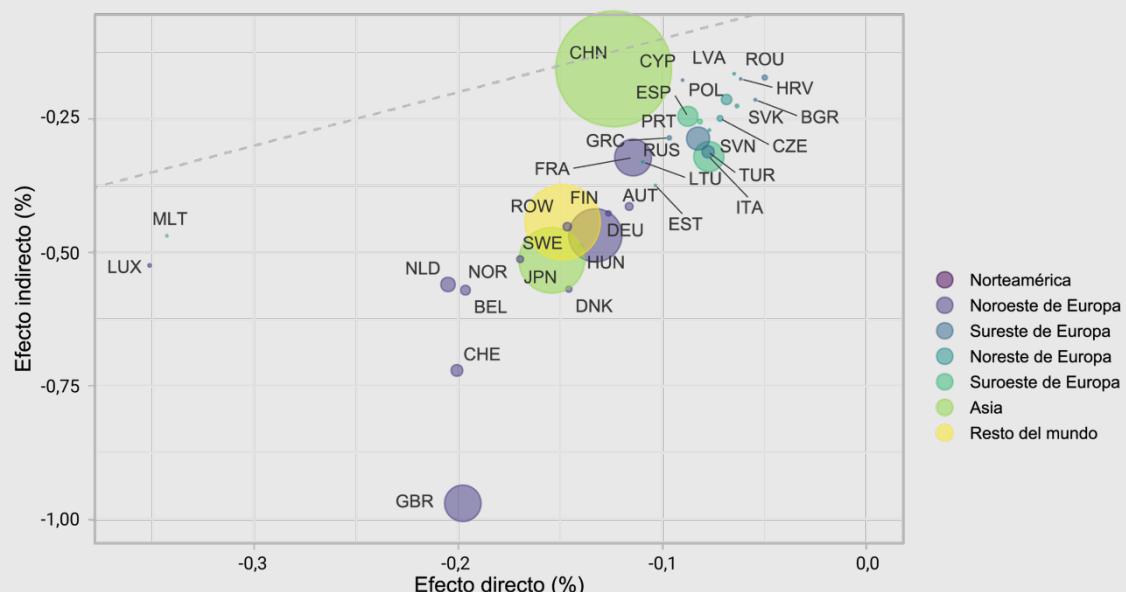


Nota: 1-Agricultura, 2-Pesca, 3-Minas-energéticos, 4-Minas-no energéticos, 5-Minas-servicios, 6-Alimentos, 7-Textiles, 8-Madera, 9-Papel, 10-Petróleo, 11-Química, 12-Farmacéuticos, 13-Plástico, 14-Otros minerales, 15-Metales básicos, 16-Productos de metal, 17-Electrónica, 18-Eq. eléctrico, 19-Maquinaria n.c.p., 20-Vehículos, 21-Otro eq. Transporte, 22-Manufacturas n.c.p., 23-Electricidad, gas, 24-Agua y residuos, 25-Construcción, 26-Comercio, 27-Transporte terrestre, 28-Transporte marítimo, 29-Transporte aéreo, 30-Almacenamiento, 31-Correo, 32-Hotelaría y rest., 33-Audiovisuales, 34-Telecomunicaciones, 35-It, 36-Finanzas, 37-Ss. inmobiliarios y emp., 38-Act. Profesionales, 39-Act. Administrativas, 40-Admir. pública, 41-Erseñanza, 42-Ss. Soc. y de salud, 43-Ss. culturales, 44-Otros ss.

Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

En términos de los países más afectados, Reino Unido es el país que más reduce su producción de manera directa e indirecta. Por otro lado, se observa que, en la mayoría de los países de la muestra, los efectos indirectos son de mayor magnitud que los directos (es decir, por debajo de la línea de 45 grados marcada en los gráficos).

Gráfico 6 | Efectos directo e indirecto por país. Shock en EE.UU.



Nota: AUT-Austria, BEL-Bélgica, CAN-Canadá, CZE-República Checa, DNK-Dinamarca, EST-Estonia, FIN-Finlandia, FRA-Francia, DEU-Alemania, GRC-Grecia, HUN-Hungría, IRL-Irlanda, ITA-Italia, JPN-Japón, LVA-Letonia, LTU-Lituania, LUX-Luxemburgo, NLD-Países Bajos, NOR-Noruega, POL-Polonia, PRT-Portugal, SVK-Eslovaquia, SVN-Eslovenia, ESP-España, SWE-Suecia, CHE-Suiza, TUR-Turquía, GBR-Inglaterra, USA-Estados Unidos, BGR-Bulgaria, CHN-China, HRV-Croacia, CYP-Chipre, MLT-Malta, ROU-Rumanía, RUS-Rusia, ROW-Resto del mundo

Fuente: BCRA en base a datos de OECD y Eurostat.

Efectos potenciales sobre la Argentina

Las simulaciones explotan la transmisión de shocks a través de los flujos intersectoriales y de comercio internacional en las principales economías globales, como lo son EE.UU., China y los países de Europa. En tanto estos bloques económicos son, junto con Brasil, los 4 principales socios comerciales de la Argentina, es esperable que los efectos indirectos sobre nuestro país —es decir, a través de los flujos comerciales con estas economías— sean de magnitud relevante. Por caso, en el primer ejercicio, el shock en el suministro de gas de Rusia no afecta directamente a la Argentina, pero sí lo hace indirectamente al reducir el nivel de producción (y demanda externa) de los países europeos afectados. Lo mismo ocurre en la segunda simulación. El impacto directo dependerá de los flujos específicos entre Argentina y EE.UU., pero el mayor efecto ocurrirá a través de los efectos indirectos que una recesión en EE.UU. ejerza sobre China y Europa⁵.

Referencias

- Acemoglu, D., Akcigit, U., y Kerr, W. (2016). Networks and the macroeconomy: An empirical exploration. NBER Macroeconomics Annual, 30(1):273–335.
- Costa, S., Sallusti, F., y Vicarelli, C. (2022). Trade networks and shock transmission capacity: A new taxonomy of Italian industries. Journal of Industrial and Business Economics, 49(1):133–153.
- Grazzini, J. y Richiardi, M. (2015). Estimation of ergodic agent-based models by simulated minimum distance. Journal of Economic Dynamics and Control, 51:148–165.
- Reissl, S., Caiani, A., Lamperti, F., Guerini, M., Vanni, F., Fagiolo, G., Ferraresi, T., Ghezzi, L., Napoletano, M., y Roventini, A. (2022). Assessing the economic impact of lockdowns in Italy: A computational input–output approach. Industrial and Corporate Change, 31(2):358–409.

5 Potenciales canales adicionales por los que este tipo de shocks puede afectar a la Argentina, y no son captados por este ejercicio, son aquellos vinculados con efectos precio. Por ejemplo, el efecto de la menor producción de gas sobre los precios de los commodities; o la caída en los términos de intercambio inducida por una política monetaria restrictiva en EE.UU. y de apreciación del dólar.

3. Actividad Económica y Empleo

La economía creció 0,7% trimestral desestacionalizado (s.e.) y 1,3% interanual (i.a.) en el primer trimestre de 2023, a pesar del desempeño del sector agropecuario que se contrajo por segundo trimestre consecutivo. La expansión de la Minería liderada por la actividad no convencional en Vaca Muerta junto con la recuperación de la industria explicó en gran medida ese desempeño. El PIB sin impuestos de los sectores no agropecuarios aumentó 1,3% trimestral s.e. y 2,7% i.a.

Desde el punto de vista de la demanda, el consumo y la inversión se recuperaron a un ritmo similar. Se destacó el aumento de la demanda por bienes durables y también de los consumos asociados al turismo y al esparcimiento, que cuentan con programas de impulso al crédito como el Ahora 12. El gasto real en inversión fue liderado por el equipamiento durable de producción nacional.

Durante el segundo trimestre se concentrará el impacto transitorio de la sequía sobre el PIB, aunque se estima que la actividad de los sectores no agropecuarios considerados en conjunto continúa en aumento. Los datos de abril estuvieron en línea con lo esperado, registrándose una caída de 36,8% i.a. en la actividad agropecuaria y una suba de 2,7% i.a. en el resto de los sectores⁶. Para el tercer trimestre se prevé un repunte de la actividad agropecuaria debido al doble efecto del rebote por la contabilización de la producción agrícola y la reversión climática, que asegura buenas condiciones de humedad en los suelos en el comienzo de las actividades de siembra con vistas a la próxima campaña. La reciente inauguración del gasoducto Néstor Kirchner implica un avance en términos de la disponibilidad de fuentes de energía doméstica, relajando las restricciones energéticas y permitiendo una menor dependencia de las importaciones, que será aún más importante en 2024.

En lo que resta del año la economía se desenvolverá en un entorno marcado por la incertidumbre asociada al proceso electoral. 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 fortalecer el mercado laboral.

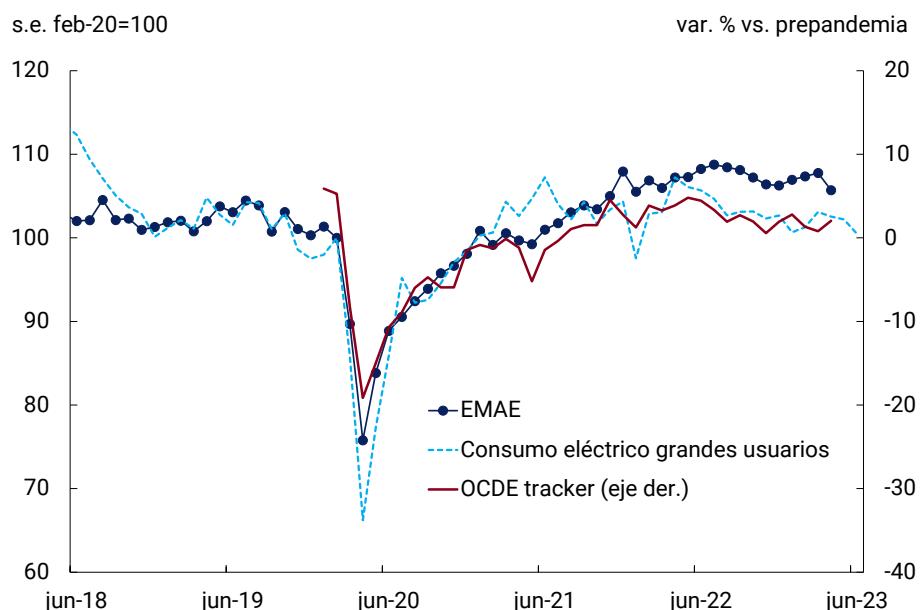
3.1. La actividad se recuperó en el primer trimestre de 2023 a pesar del débil desempeño del sector agropecuario

El Producto presentó una suba de 0,7% trimestral s.e. en el primer trimestre de 2023 (I-23), implicando un crecimiento interanual de 1,3%. La recuperación se interrumpió en abril, cuando el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) evidenció una retracción mensual de 1,9% s.e. El arrastre estadístico que dejó abril para el segundo trimestre de 2023 (II-23) fue de -1,5 puntos porcentuales (p.p.), en tanto que para el promedio de 2023 fue de -1 p.p. No obstante, los sectores productivos no agropecuarios exhibieron hasta abril 5 meses consecutivos de crecimiento ajustado por estacionalidad, siendo de 0,9 p.p. el arrastre estadístico de este conjunto de sectores para el segundo trimestre.

6 Considerados a precios básicos, sin impuestos.

Los indicadores parciales de alta frecuencia dan cuenta de un sostenimiento de la actividad en los sectores no agropecuarios en mayo y junio. El consumo eléctrico desestacionalizado y normalizado de las grandes empresas abastecidas por CAMMESA subió en el II-23 un 0,2% con respecto al trimestre anterior. El indicador de frecuencia semanal elaborado por la OCDE⁷ —cuya correlación con el EMAE demostró ser elevada— había exhibido una mejora en abril (última información disponible debido a que se encuentra bajo revisión metodológica, ver Gráfico 3.1). Por último, la segunda salida del Nowcast-BCRA —que predice con mayor precisión el PIB no agropecuario— arrojó una suba de 0,8% mensual s.e. para el segundo trimestre.

Gráfico 3.1 | EMAE e indicadores adelantados de actividad económica



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

Los primeros impactos de la sequía se habían evidenciado entre el cuarto trimestre de 2022 y el primer trimestre de este año, cuando el PIB del Sector agropecuario mostró caídas consecutivas superiores al 11% interanual, principalmente por el resultado de la cosecha fina correspondiente a la campaña 2022/23⁸. En términos desestacionalizados, el PIB del sector acumuló una caída de 8,7% en dicho período.

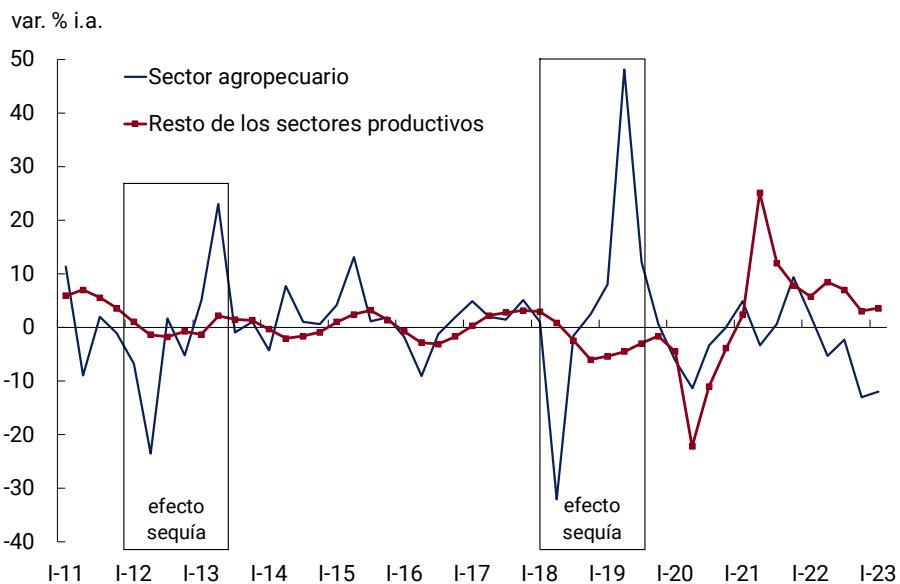
Las disminuciones del PIB agropecuario se profundizarán en el segundo trimestre, cuando se imputen contablemente los bajísimos rendimientos obtenidos en la cosecha gruesa⁹ para luego verificar un rebote en el tercer trimestre (ver Gráfico 3.2). En abril, cuando el EMAE incluyó los primeros resultados oficiales de la producción de granos, la actividad agropecuaria registró una fuerte disminución mensual desestacionalizada (-27,5%). De esta manera, la retracción acumulada por el sector alcanzó 21,5% i.a. en el primer cuatrimestre de 2023.

7 Basado en las búsquedas a través de Google Trends. Para más información ver el siguiente [enlace](#).

8 La producción de trigo evidenció una caída de 43% en relación con la campaña anterior.

9 Se estiman retracciones anuales de 43,2% y de 30,5% para la producción de soja y maíz, respectivamente.

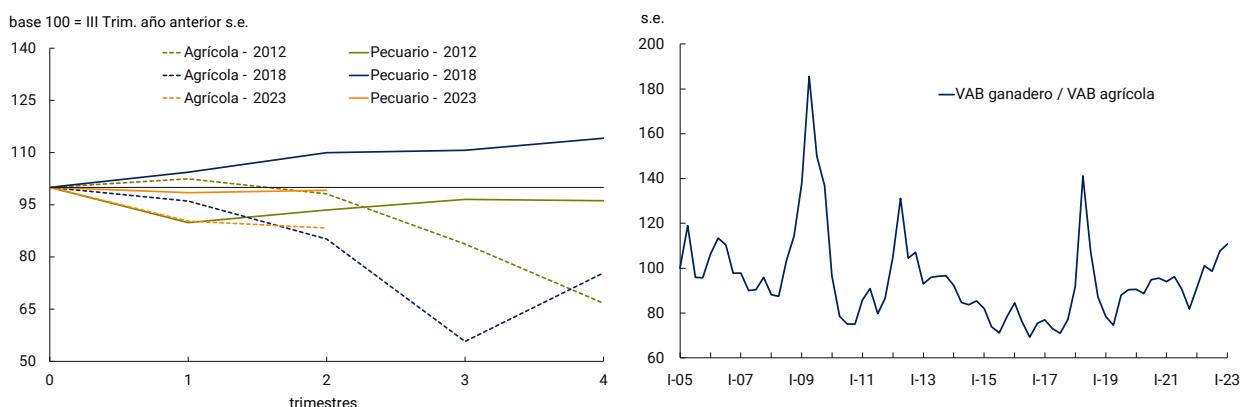
Gráfico 3.2 | PIB a precios básicos. Variaciones interanuales



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La particularidad de la reciente sequía en relación con los episodios de 2009, 2012 y 2019 es la prolongación por tres años consecutivos del fenómeno climatológico La Niña, situación que no ocurría desde 1988/89. Jugó a favor el buen desempeño que venía evidenciando la actividad ganadera en los últimos años que, al contar con un elevado stock, logró ganar participación y morder parcialmente las tasas de caída de la actividad agrícola (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | PIB Sector agropecuario. Agricultura y ganadería



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

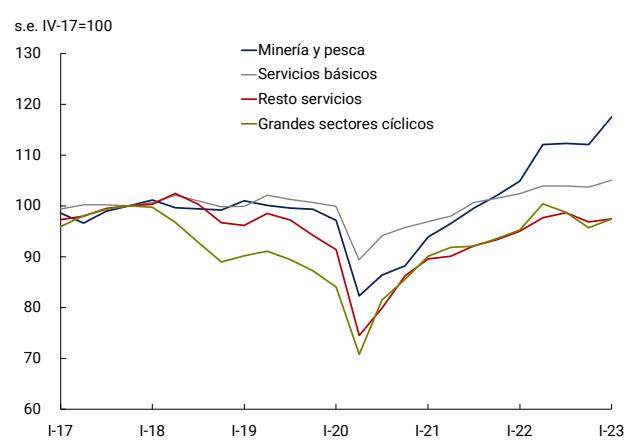
3.1.1. Los sectores no agropecuarios crecieron en conjunto a un ritmo de 2,7% interanual durante el primer trimestre del año

El conjunto de sectores productivos no agropecuarios registró una tasa de crecimiento de 2,7% i.a. en el primer trimestre del año. Ajustado por factores estacionales el ritmo de crecimiento de este grupo de sectores fue de 1,3% trimestral, dejando un arrastre estadístico positivo para el promedio de este año.

Hacia el interior del conjunto de sectores no agropecuarios continuó observándose una gran heterogeneidad (ver Gráfico 3.4). Los segmentos más destacados por su desempeño son la Minería y la Pesca que en conjunto superaron ampliamente el nivel del cuarto trimestre de 2017, cuando el PIB había alcanzado el máximo anterior (17% acumulado s.e.). En cuanto al rubro Minería, cuyo crecimiento se sostuvo por encima del 10% i.a. en el primer trimestre de 2023, el gran dinamizador continuó siendo la extracción no convencional de petróleo y de gas principalmente desarrollada en el yacimiento de Vaca Muerta pero también de otros productos mineros de gran potencial como el litio, consecuencia de un conjunto de políticas públicas sostenidas a lo largo de los últimos años (ver Apartado 2 / Minería: un sector dinámico y con gran potencial).

Gráfico 3.4 | Desempeño comparado de la actividad sectorial. Descomposición del PIB no agropecuario

	IV-22	I-23	
	var. % i.a.	var. % i.a.	s.e. IV-2017=100
PIB (a precios básicos)	1,6	1,7	99,1
Sector agropecuario	-13,0	-11,9	91,0
No agropecuario	2,7	2,7	99,8
Otras primarias	9,5	11,3	115,9
Pesca	-11,5	4,5	98,4
Minería	10,9	11,9	117,9
Servicios básicos	2,0	2,5	105,8
Electricidad, gas y agua	4,8	6,5	110,3
Administración pública	1,3	2,1	105,9
Enseñanza	2,7	2,6	105,9
Salud	0,9	0,9	103,0
Grandes sectores cíclicos	1,9	2,3	97,5
Industria	0,8	2,8	99,6
Construcción	2,6	3,2	99,9
Comercio	2,3	2,7	98,4
Transporte y comunicaciones	3,3	0,3	90,7
Resto servicios	3,7	2,2	98,0
Hoteles y restaurantes	22,8	8,5	82,2
Intermediación financiera	-3,3	-3,4	87,7
Inmobiliarias y empresariales	3,1	2,7	107,7
Otros servicios	5,0	3,7	82,7



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los Servicios básicos o no cíclicos (Electricidad, gas y agua, Salud, Educación y Administración pública) continuaron con su tendencia positiva en el primer trimestre de 2023, elevándose a un ritmo de 2,5% i.a. en conjunto. De esta manera estos servicios superaron en 5,8% s.e. su nivel de fines de 2017.

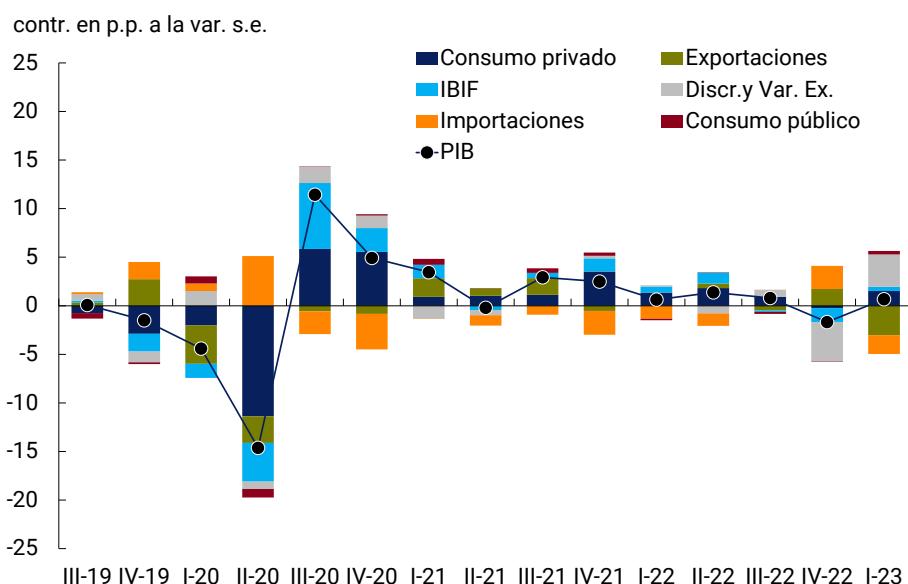
Los sectores de mayor ponderación en la actividad, por sus encadenamientos, niveles empleo y prociclicidad (Industria, Comercio, Construcción y Transporte y comunicaciones) presentaron una suba conjunta de 2,3% i.a. en el primer trimestre de este año que, en términos desestacionalizados, significó una recuperación de 1,7% trimestral luego de dos trimestres consecutivos con caídas. En mayor o menor medida, todos estos rubros son los que se vinculan más estrechamente con el Sector agropecuario: la cadena agroindustrial, el transporte de buques y camiones hacia los puertos, el comercio de insumos para el campo, etc. los cuales concentran gran parte del impacto indirecto de la sequía. En comparación con el cuarto trimestre de 2017, estos grandes rubros se ubican en conjunto un 2,5% s.e. por debajo. Operando en un nivel muy similar, aunque por motivos distintos, se encuentra el heterogéneo resto de los servicios (Hoteles y restaurantes, Intermediación financiera, Inmobiliarias y actividades empresariales y Otros servicios comunitarios).

3.1.2. En cuanto a la demanda, en el primer trimestre se evidenció una suba similar de la inversión y del consumo y una fuerte contribución negativa de las exportaciones netas

Durante el primer trimestre de 2023, la demanda interna mostró un crecimiento de 2,1% trimestral s.e. (4,2% i.a.). El Consumo privado y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), se recuperaron ambos a un ritmo de 2,1% trimestral s.e. mientras que el Consumo público subió 2,7% trimestral s.e. En cuanto al consumo, se destacan los aumentos en los volúmenes de ventas de autos de producción nacional (10,2% trimestral s.e.) y de electrodomésticos de línea blanca, televisores y computadoras, con programas especiales de crédito como Ahora 12. La FBCF fue impulsada por el gasto en equipamiento durable de producción nacional, que exhibió una suba de 12,7% trimestral s.e.

La demanda interna contribuyó en 2,3 p.p. de la variación del PIB. En tanto, la variación de existencias (junto con la discrepancia estadística) tuvo un aporte de 3,3 p.p. al crecimiento trimestral del Producto, luego de la fuerte contracción que había tenido en el IV-22. Las importaciones de bienes y servicios se incrementaron 7,6% trimestral s.e. en un contexto de fuerte retracción de las ventas externas (-13,5% trimestral s.e.) de manera que el sector externo neto sustrajo 5 p.p. a la variación trimestral del Producto (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5 | Variaciones trimestrales del PIB y contribuciones de la demanda

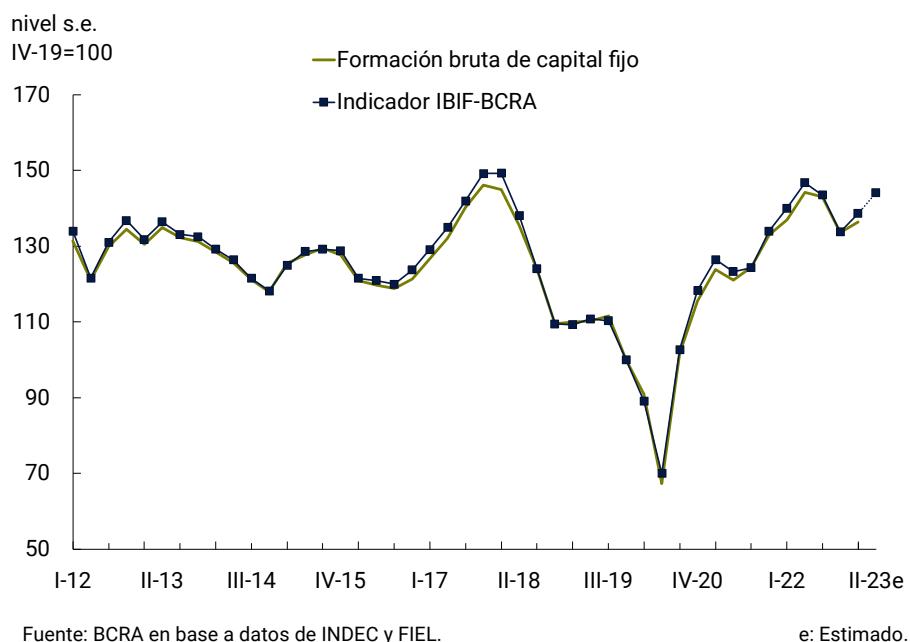


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los datos parciales disponibles del segundo trimestre de 2023 presentan un comportamiento positivo, con una suba de la inversión, explicada fundamentalmente por el mayor gasto real en Equipamiento Durable de Producción (EDP). Entre abril y mayo, las cantidades importadas de bienes de capital y equipos de transporte industrial crecieron 7,8% s.e. en relación con el trimestre anterior en tanto que la producción nacional de ese tipo de bienes se mantuvo en los niveles desestacionalizados del trimestre anterior, según FIEL y subió 1,4% s.e. según el INDEC¹⁰. Por su parte, la actividad de la construcción aumentó en abril 0,7% mensual s.e. de acuerdo con el EMAE (ver Gráfico 3.6).

10 Corresponde a la clasificación de Bienes de Capital de FIEL y al IPI Maquinaria y equipo del INDEC, en ambos casos la desestacionalización es propia.

Gráfico 3.6 | Inversión



En cuanto al Consumo privado, con datos parciales del segundo trimestre, el indicador líder de Consumo privado que elabora el BCRA muestra cierta estabilidad en los niveles en relación con el trimestre anterior. Este desempeño responde al sostenimiento de la masa de ingresos reales tanto de trabajadores formales como informales, en un marco en el cual el mercado laboral se muestra estabilizado y las políticas de protección social son históricamente altas. En tanto, los programas de fomento del crédito continúan estimulando el gasto de las familias particularmente en ciertos rubros como Turismo e Indumentaria¹¹ que podría moderarse ante las subas en las tasas de interés en términos reales.

Los datos del intercambio comercial de bienes de abril y mayo de 2023 muestran un aumento de 4,8% s.e. de las importaciones y una nueva caída de las exportaciones (-2,4% s.e.), que era esperable por los menores saldos que dejó la sequía. Así, el sector externo volvería a presentar una incidencia negativa en la variación trimestral del PIB durante el segundo trimestre de 2023 (ver Capítulo 4. Sector Externo).

3.1.3. El mercado de trabajo continuó exhibiendo un elevado nivel de empleo

De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el primer trimestre de 2022 tanto la tasa de empleo (45,0%, +1,7 p.p. i.a.) como la de actividad (48,3%, +1,8 p.p. i.a.), continuaron en valores elevados situándose en niveles máximos de la serie comenzada en 2016. Por su parte, la tasa de desocupación abierta fue de 6,9% (-0,1 p.p. i.a.), ubicándose en valores cercanos a los mínimos por sexto trimestre consecutivo.

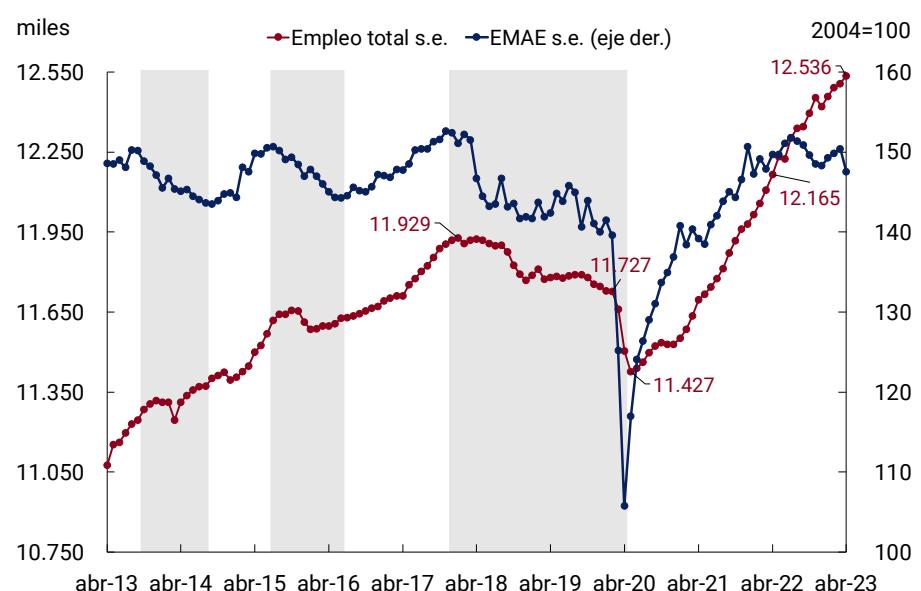
La variación de la tasa de empleo (+1,7 p.p. i.a.) se explicó por la contribución de las y los asalariados sin descuento jubilatorio (49,9% del incremento), las y los asalariados formales (44,6%) y las y los patrones (14,0%). Por su parte, el empleo por cuenta propia disminuyó (-6,1%) mientras que los y las trabajadoras familiares sin remuneración lo hicieron en menor medida (-2,4%). Esta evolución condujo a una estructura

11 Según los datos del Ministerio de Economía, en el primer trimestre de 2023 la facturación total del Programa Ahora 12 medida en términos reales presentó una caída real promedio de 2,8% i.a. y subió a 5,5% i.a. en abril, con un aumento en el volumen de operaciones de 15% mensual. Los rubros que ganaron participación en el mes fueron Turismo (por la incidencia de Semana Santa), Indumentaria y Perfumería.

del empleo donde, comparando con el primer trimestre de 2022, el peso de las y los asalariados formales se contrajo 0,1 p.p., mientras que el del empleo por cuenta propia lo hizo 1,1 p.p. Por otro lado, tanto las y los asalariados informales como las y los patrones incrementaron su participación (0,9 p.p. y 0,4 p.p., respectivamente). Finalmente, las y los trabajadores familiares sin remuneración cayeron 0,2 p.p.

También el empleo formal continuó creciendo según los datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS) a abril de 2023. En particular, se observó que el empleo registrado continuó expandiéndose durante los primeros cuatro meses de 2023, a una tasa similar a la del trimestre anterior (0,2% promedio mensual s.e.; ver Gráfico 3.7), alcanzando un nuevo máximo histórico.

Gráfico 3.7 | Empleo registrado total y actividad económica



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

Durante los primeros cuatro meses del año el crecimiento del empleo registrado total fue explicado tanto por el aumento del empleo público (0,3% promedio mensual s.e.) como por el del empleo asalariado privado formal (0,3% promedio mensual s.e.). Por su parte, el empleo de las y los trabajadores independientes (autónomos y monotributistas) se redujo ligeramente respecto del trimestre anterior (0,2% promedio mensual s.e.). El crecimiento del empleo asalariado privado a abril de 2023 ha mostrado, en términos de difusión tanto geográfica como sectorial, un amesetamiento en valores históricamente altos luego de la dinámica positiva iniciada en la postpandemia.

Por su parte, las expectativas de creación de empleo se sostienen en terreno positivo. En efecto, la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a mayo de 2023 ratificó las aún favorables expectativas netas de contratación iniciada en febrero de 2021, encadenando 28 meses consecutivos de valores positivos. Por otro lado, las suspensiones se encuentran en mínimos de los últimos diez años, luego de una fuerte y constante reducción desde octubre de 2021. La tasa de despidos en mayo de 2023 se mantuvo en un rango acotado y muestra, desde su nivel más bajo en agosto de 2020, una leve tendencia al alza que la aproxima al promedio histórico.

3.2. Perspectivas

En lo que resta del año la economía se desenvolverá en un entorno marcado por la incertidumbre asociada al proceso electoral.

Los sectores menos ligados al agro continuarán en alza, fundamentalmente la Minería, los servicios básicos y otros servicios asociados al turismo y al esparcimiento. Estos sectores cuentan ya con un arrastre estadiástico positivo por su buen desempeño durante los primeros cuatro meses del año y podrían compensar en buena medida el impacto indirecto de la sequía.

Cabe destacar la incidencia macroeconómica de la reciente puesta en funcionamiento del Gasoducto Néstor Kirchner, que estimulará aún más la producción no convencional de gas y permitirá en el corto plazo mejorar el balance de divisas del sector energético, por la combinación de menores importaciones y aumento de las exportaciones. El ahorro de divisas se estima en unos US\$2.000 millones para el resto del año¹². La cantidad de gas que llegue desde Vaca Muerta hacia el AMBA y Bahía Blanca reemplazará una parte de las importaciones de gas natural de Bolivia y de gasoil y fueloil, por barco, que abastece a las centrales eléctricas.

Las condiciones climáticas en las principales zonas productivas del país han cambiado, mejorando sustancialmente la perspectiva para la próxima campaña agrícola que ya comienza. El informe del *Climate Prediction Center* presentó muy altas probabilidades de que el fenómeno de El Niño, asociado con mayores niveles de humedad, haya comenzado. Ello se verifica en las mejoras observadas en los perfiles de agua de los suelos de la zona núcleo del país. Las primeras labores vinculadas a la preparación de la siembra comenzarán a contabilizarse en el PIB del sector agropecuario en el tercer trimestre, reflejando la reversión de las condiciones adversas que prevalecieron para igual período en las últimas tres campañas. De esta manera, el Producto agropecuario mostrará una gran recuperación a partir del tercer trimestre.

La demanda interna seguirá apuntalada por las políticas de estímulo al crédito y la protección social, en el marco de un mercado laboral que continúa creando empleo. Por el contrario, en el marco de la proximidad de elecciones presidenciales podría aumentar la volatilidad en las cotizaciones de los activos domésticos, generando entornos de mayor incertidumbre financiera.

Según las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de fines de junio de 2023 se espera que el PIB registre una retracción de 2,6% trimestral s.e. en el segundo trimestre. Para el promedio del año, la mediana del REM anticipa una reducción del PIB de 3% anual.

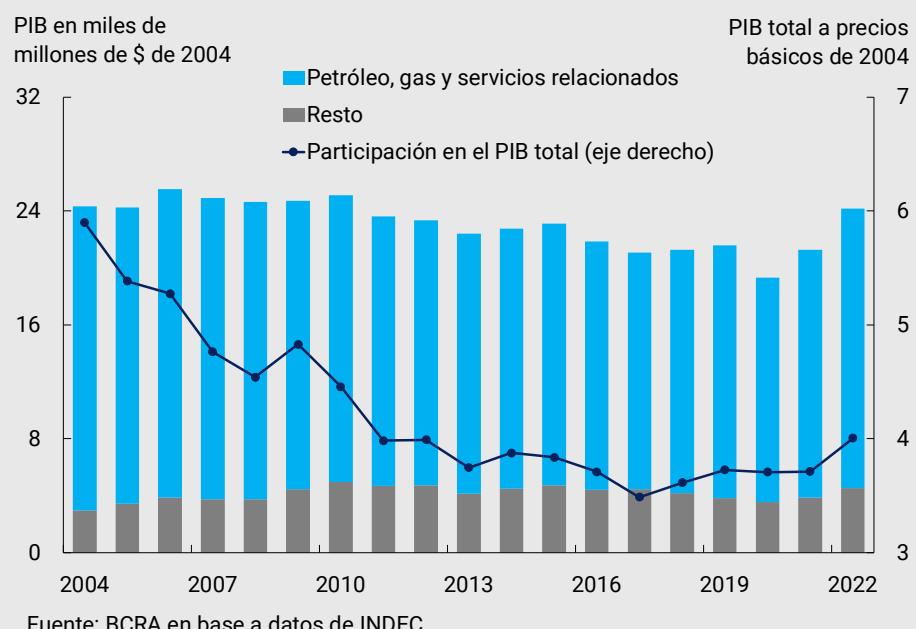
En este contexto, el BCRA intensificará sus acciones para preservar la estabilidad cambiaria y financiera y continuará facilitando el financiamiento de los sectores productivos. De esta manera buscará contribuir con el sostenimiento de la actividad económica y fortalecer el mercado laboral.

12 Para más detalles ver el siguiente [enlace](#).

Apartado 2 / Minería: un sector dinámico y con gran potencial

Entre los sectores más dinámicos de la actividad económica argentina se encuentra el de Explotación de minas y canteras, que creció 13,5% i.a. en promedio en 2022 y 11,9% i.a. en el primer trimestre de 2023. Este desempeño positivo se explicó fundamentalmente por la actividad hidrocarburífera que representa cerca del 80% del PIB del sector, pero también fue apuntalada por otras actividades con gran potencial como el litio, las explotaciones que luego se transforman en materiales para la construcción (yeso, cemento, arena, cerámicas, cales, mármoles, entre otros) y, en menor medida, por la minería tradicional (cobre, plata, y oro). Durante el año pasado la minería representó el 4% del Producto Interno Bruto a precios de 2004¹³ recuperando la participación que tenía en el Producto en 2012 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | PIB de Explotación de Minas y Canteras



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El sector contempla la extracción de minerales en yacimiento, que es la explotación de los minerales que se hallan en el suelo, los cuales pueden encontrarse sobre la superficie (canteras) o en el subsuelo (minas). De acuerdo con los datos del Censo Minero publicado en 2017 por el INDEC, excluyendo al petróleo y al gas, el 73% del valor de la producción minera de 2016 se vinculó con los metales, el 3,7% con la extracción de Minerales no metalíferos y el resto (23,3%) con aquello que se denomina Rocas de aplicación. Se trata de actividades que involucran a unas 1.600 empresas, de cuales aproximadamente dos tercios contemplan unidades con producción, generando más de 40.000 empleos directos, con elevadas remuneraciones en términos relativos.

Recientemente el INDEC presentó un índice de producción minera que compila y releva mensualmente las cantidades físicas producidas por esta industria ponderadas en base a los datos del Censo, es decir con la estructura del año 2016. El índice se desagrega en cinco categorías: Petróleo crudo, Gas natural, Servicios

13 Se considera la letra B del Clasificador Nacional de Actividades Económicas (ClNAE 2010) a 5 dígitos utilizada por el INDEC en su medición del Valor Agregado Bruto a precios básicos (sin impuestos). Incluye las siguientes categorías: Extracción de carbón y lignito, Extracción de petróleo crudo y gas natural, Extracción de minerales metalíferos, Explotación de Minas y Canteras n.c.p. y Servicios de apoyo para la minería.

de apoyo para la extracción de petróleo crudo y gas, Minerales metalíferos y Minerales no metalíferos y rocas de aplicación. Estas dos últimas se abren a su vez en 12 rubros o subclases¹⁴. En el siguiente gráfico se muestra el peso de cada uno de ellos en la estructura productiva minera, donde prevalece claramente la extracción de petróleo y gas (con los servicios asociados), seguida por Metales preciosos (básicamente plata, oro y sus concentrados), Minerales metalíferos no ferrosos (cobre, plomo, cinc, molibdeno), Piedra caliza y yeso, Arenas, canto rodado y triturados de piedra y Sal.

Gráfico 2 | Estructura productiva del sector de Minas y Canteras. Nivel de subclase. Año 2016



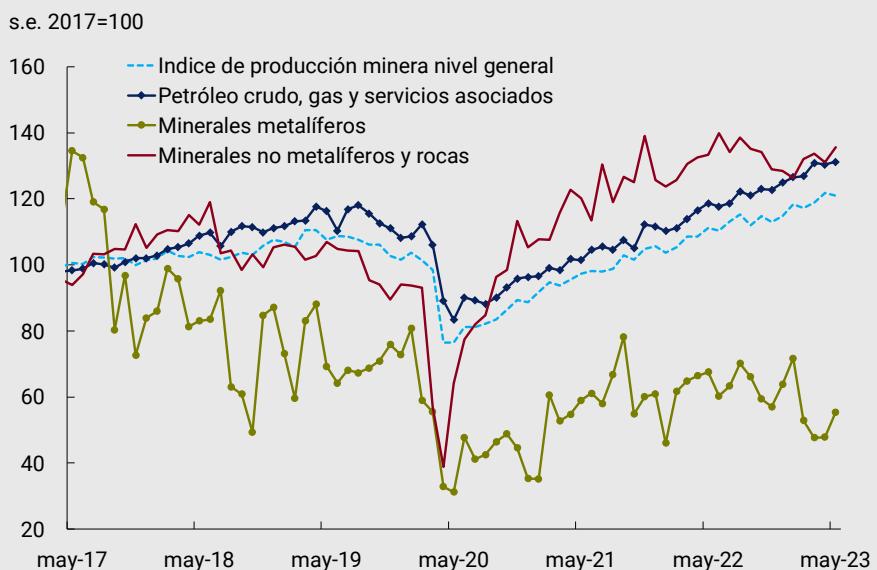
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La actividad hidrocarburífera es determinante de la evolución del sector, aunque también se observó un gran dinamismo de los Minerales no metalíferos y rocas en la postpandemia. Con datos a mayo de 2023 el índice de producción minera acumuló un incremento de 21,7% ajustado por factores estacionales (s.e.) en comparación con el promedio de 2017 (ver Gráfico 3). En ese lapso, la producción primaria de hidrocarburos junto con los servicios conexos creció 31,2% s.e. mientras que la Extracción de minerales y rocas acumuló un aumento superior, de 35,6% s.e. Estas subas fueron compensadas parcialmente por la menor producción de metales, que se ubicó en mayo de 2023 un 44,6% s.e. por debajo del promedio de 2017 debido principalmente al cierre en 2018 de la mina Bajo La Alumbrera, principal productora nacional de cobre¹⁵.

14 Que se corresponden con la apertura a 5 dígitos de CláNae 2010 utilizado en la elaboración del PIB del sector.

15 Hasta 2013 el cobre fue el segundo mineral en importancia en la actividad minera local y prácticamente no se está produciendo en la actualidad.

Gráfico 3 | Evolución de las categorías de producción minera

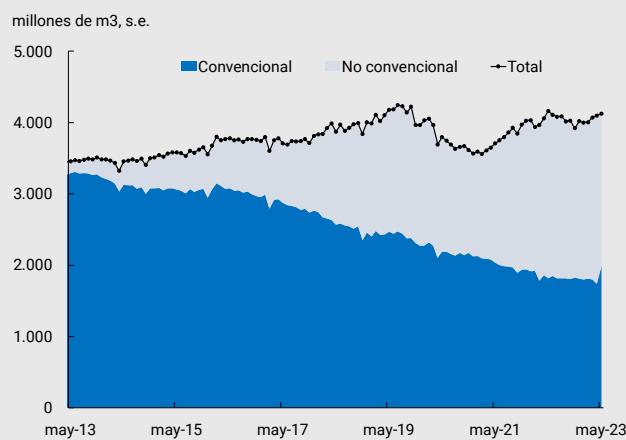


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

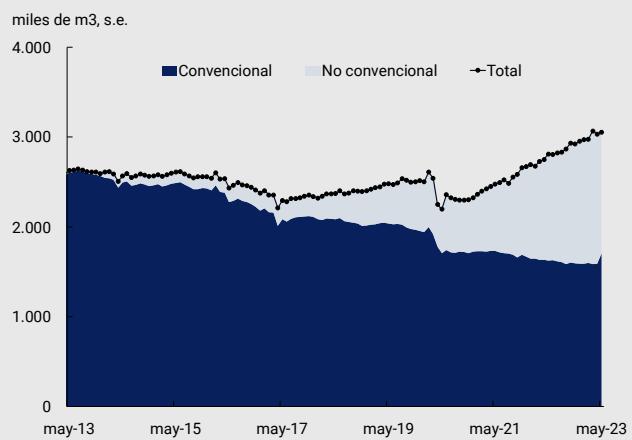
De esta manera, en el primer trimestre de este año el Producto de Petróleo, gas y servicios conexos es comparable al observado a fines de 2010 en tanto que el Producto del resto del PIB minero se ubicó en el nivel más alto desde el segundo trimestre de 2015.

La extracción de petróleo crudo y de gas natural ha experimentado un cambio estructural por la producción hidrocarburífera no convencional. Particularmente en 2022, la producción nacional de petróleo crudo aumentó en promedio un 13,4% i.a. gracias al fuerte incremento de la extracción no convencional (50% i.a. en promedio representando el 42% del total), que fue parcialmente compensada por una retracción de la producción convencional (-3,8% i.a.). En el caso del gas natural, la extracción no convencional es más relevante aún: representó en 2022 el 54% de la producción total, con un aumento interanual del 24% en promedio (ver Gráfico 4). Esto se explica principalmente por la actividad exploratoria en la formación de Vaca Muerta localizada en la Cuenca Neuquina, la principal cuenca del país que abarca a las provincias de Neuquén, Río Negro, La Pampa y Mendoza y constituye una de las formaciones geológicas con las mayores reservas de hidrocarburos no convencionales del mundo.

Gráfico 4 | Producción primaria de gas natural y petróleo
Producción de gas natural



Producción de petróleo crudo

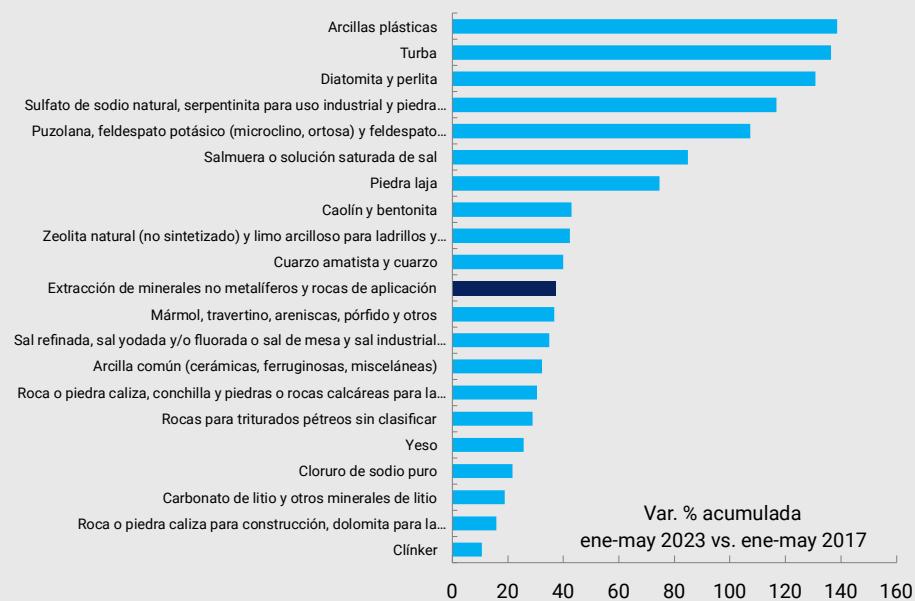


Fuente: BCRA en base a datos de la Secretaría de Energía.

Una de las claves en el desarrollo de Vaca Muerta ha sido el alineamiento público-privado con un marco normativo que ha resultado atractivo para las inversiones privadas extranjeras y un rol significativo de la empresa nacional de mayoría estatal, YPF. En este sentido, se ha priorizado de manera consistente y consensuada un conjunto de iniciativas de estímulo a este sector considerado estratégico, que ha logrado estimular proyectos de inversión, desarrollar y transferir nuevas tecnologías, mejorar la eficiencia y la competitividad y fortalecer el marco institucional para potenciar la actividad económica local (ver IPOM de diciembre de 2022, Apartado 2 / Iniciativas de promoción de sectores estratégicos). Asimismo, se posibilitó el crecimiento sectorial a partir de la inversión en infraestructura y el acompañamiento de los sectores de provisión de servicios de apoyo a la industria, con una importante base de capital humano altamente calificado. Cabe destacar que recientemente el Gobierno inauguró el gasoducto Néstor Kirchner, que permite que el gas de Vaca Muerta llegue hasta el sur de la provincia de Buenos Aires, con más de 560 km de extensión. Ello permite mejorar el saldo comercial energético por una menor dependencia de las importaciones y plantea una base para el potencial desarrollo de una actividad exportadora de excedentes.

Por su parte, la actividad minera metalífera no ferrosa tiene un rol fundamental en el desarrollo de la energía limpia y la transición energética o descarbonización. El noroeste argentino constituye una de las mayores reservas mineras del mundo. En la actualidad la Argentina produce cerca de 30 tipos diferentes de estos productos, entre los cuales se destacan por su desempeño reciente la turba, el litio, las sales, arcillas, yeso, cal, cemento, mármoles y otros productos de uso industrial (ver Gráfico 5).

Gráfico 5 | Producción de Minerales no metalíferos y rocas de aplicación
Productos seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El litio es el mineral con mayores perspectivas de crecimiento en los próximos años. Esto se inscribe principalmente en que es el componente central en las baterías recargables de ion-litio, de particular relevancia en los esfuerzos para reducir el calentamiento global, permitiendo proveer de electricidad a vehículos a partir de fuentes de energía bajas en carbono, en lugar del uso de combustibles fósiles. En Argentina, actualmente se encuentran vigentes 38 proyectos, de los cuales 2 se encuentran ya en etapa de producción (ver IPOM de abril de 2023, Apartado 2 / Litio, una oportunidad de diversificar la canasta exportadora).

La producción de metales preciosos también posee buenas perspectivas de crecimiento en la próxima década, en particular el oro. El crecimiento de mercados de países emergentes se acompañó con un aumento de los sectores medios demandantes de joyería y tecnología, que constituyen los principales usos del metal. En el país existen actualmente 11 proyectos de oro que se encuentran en etapa de producción. En el caso de la plata, se ha venido observando un crecimiento mundial en la demanda para atesoramiento en monedas y lingotes y para uso industrial y hay en la actualidad 6 proyectos en producción, algunos de los cuales poseen escasa vida útil. Un proyecto se encuentra en construcción y otros 6 proyectos en etapas anteriores con buenas perspectivas a futuro.

Por último, la minería suele ser objeto de debates y preocupaciones en torno a los impactos ambientales y sociales. Los aspectos emergentes a nivel micro y macroeconómico son evidentes, tanto en lo que se relaciona con las favorables condiciones de generación de empleo sectorial como en cuanto a la relevante generación de valor en zonas geográficas diversas y su contribución a la generación de divisas. El desafío de la política pública continúa siendo el de articular los beneficios económicos del desarrollo sectorial con una regulación que logre confluir hacia los objetivos de sostenibilidad ambiental y de bienestar social. Este enfoque, que se conoce como Minería verde, ha ganado gran protagonismo en los debates a escala global y requiere de la colaboración tanto del sector público, como del empresariado y de la sociedad civil.

Bibliografía

López Anadón, Ernesto (2015). Instituto Argentino del Petróleo y del Gas. El abecé de los hidrocarburos en reservorios no convencionales. 4a ed. revisada

Informe de cadena de valor de la minería metalífera y rocas de aplicación:

https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/sspe_cadena_de_valor_mineria.pdf

Mercado del cobre, informe de coyuntura. Dirección de Economía Minera Subsecretaría de Política Minera
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/coyuntura_mercado_de_cobre.pdf

Censo Nacional de la Actividad Minera CENAM17, INDEC:

https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/cenam17_07_18.pdf

Índice de producción de producción industrial minero, INDEC:

https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ipi_minero_07_23E5314353B9.pdf

4. Sector Externo

En el primer 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. En simultáneo, las importaciones de bienes mostraron un leve aumento, en consonancia con una recuperación de la actividad económica. En lo que va del segundo trimestre, se sostuvo la trayectoria negativa de las exportaciones netas. A diferencia de otros episodios de sequía en los que los términos de intercambio funcionaron como un amortiguador del shock de oferta negativo, en lo que va de 2023 la caída de los precios de exportación influyó como un factor de deterioro adicional del saldo comercial de bienes.

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\$2.584 millones durante los primeros seis meses de 2023, un 71% 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\$6.686 millones, mientras que las entidades realizaron ventas netas por US\$52 millones.

A fines de junio, las reservas internacionales del BCRA totalizaron US\$27.926 millones, mostrando una caída de US\$16.671 millones a lo largo del año. Dicho resultado se explicó principalmente por los pagos netos al FMI equivalentes a US\$6.922 millones, las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios, por la caída de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el BCRA por US\$1.786 millones, las operaciones y pagos netos del Tesoro Nacional de títulos públicos al sector privado y a organismos internacionales por unos US\$1.738 millones y por los pagos netos del BCRA a través del Sistema de Pagos de Moneda Local.

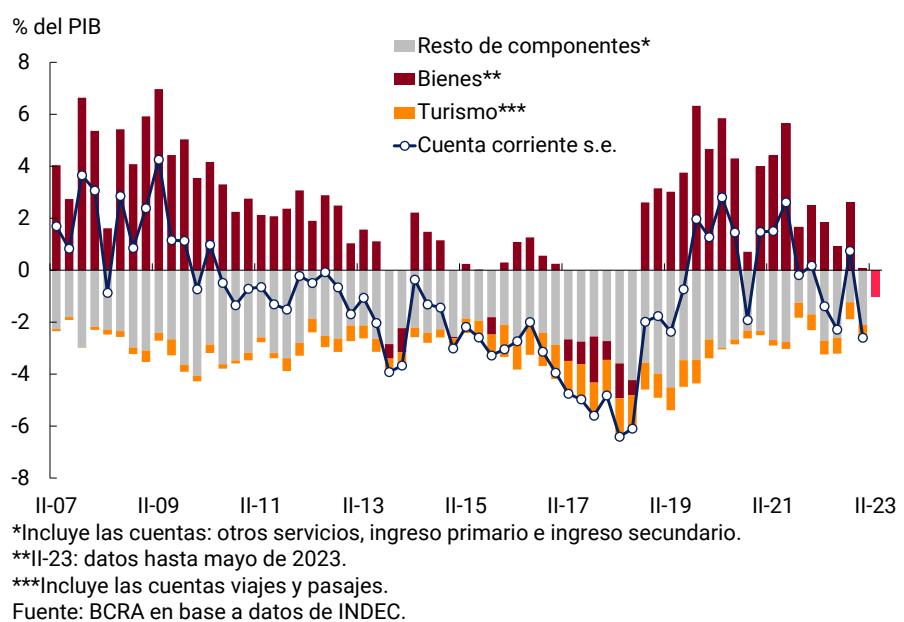
Si bien lo que resta del año seguirá condicionado por la sequía y la incertidumbre asociada al contexto electoral, las perspectivas para el mediano plazo son favorables. De la mano de proyectos en marcha y otros planificados, se espera que Argentina despliegue su potencial exportador, principalmente en sectores en los que cuenta con recursos abundantes como hidrocarburos y minerales. Esto le permitirá a la economía sostener un superávit comercial de bienes promedio anual en el orden de los US\$26.500 millones en los próximos cuatro años.

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

En el primer trimestre de 2023 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un déficit de cuenta corriente de US\$5.641 millones –equivalente a 2,6% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados–. Este resultado se dio en el contexto de una caída de las exportaciones netas respecto al trimestre anterior. El leve superávit desestacionalizado por el intercambio de bienes (0,1% del PIB anualizado) no fue suficiente para contrarrestar los déficits originados por el turismo internacional (0,6% del PIB anualizado) y el resto de los conceptos de la cuenta corriente (2,1% del PIB anualizado). En lo que va del segundo trimestre se destacó una fuerte caída de los valores exportados afectados principalmente por los menores envíos de granos

y sus derivados como consecuencia de la sequía, mientras que los valores importados subieron levemente respecto a los niveles alcanzados durante el primer trimestre de 2023. Por otra parte, las rentas continuaron reflejando la suba de tasas internacionales, impactando fundamentalmente sobre los pasivos externos por préstamos del gobierno general con organismos internacionales (ver Apartado 4 / El costo del endeudamiento público externo y la suba de la tasa de interés internacional), pero también sobre los activos externos del sector privado. De esta manera, se espera que la cuenta corriente ajustada por estacionalidad arroje un resultado negativo en el segundo trimestre de 2023 (ver Gráfico 4.1).

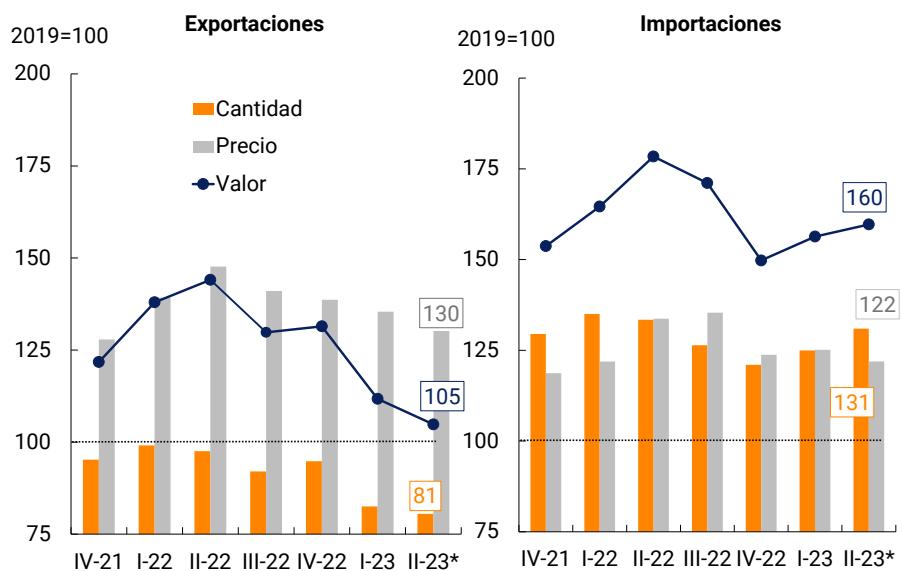
Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



Entre enero y marzo de 2023 los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron US\$18.194 millones (*Free on Board –FOB–*) a precios corrientes, lo que representó una caída de 15,0% respecto al nivel registrado en el cuarto trimestre de 2022. Esta caída se dio como consecuencia de una disminución generalizada de las cantidades, con precios que acompañaron en el mismo sentido, aunque con una baja más leve. En el bimestre abril-mayo de 2023, los volúmenes exportados profundizaron su tendencia bajista y se ubicaron cerca del piso del segundo trimestre de 2018, el cual también se dio en un contexto de sequía (ver Gráfico 4.2).

Por otro lado, en el primer trimestre de 2023 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$19.199 millones (*Cost, insurance and freight –CIF–*) a precios corrientes, un 4,4% superior al registro del cuarto trimestre del año pasado. Este desempeño de los valores importados se explicó principalmente por una suba de cantidades. En el bimestre abril-mayo se observó una aceleración de los volúmenes adquiridos en línea con la suba del PIB no agropecuario (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo).

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad

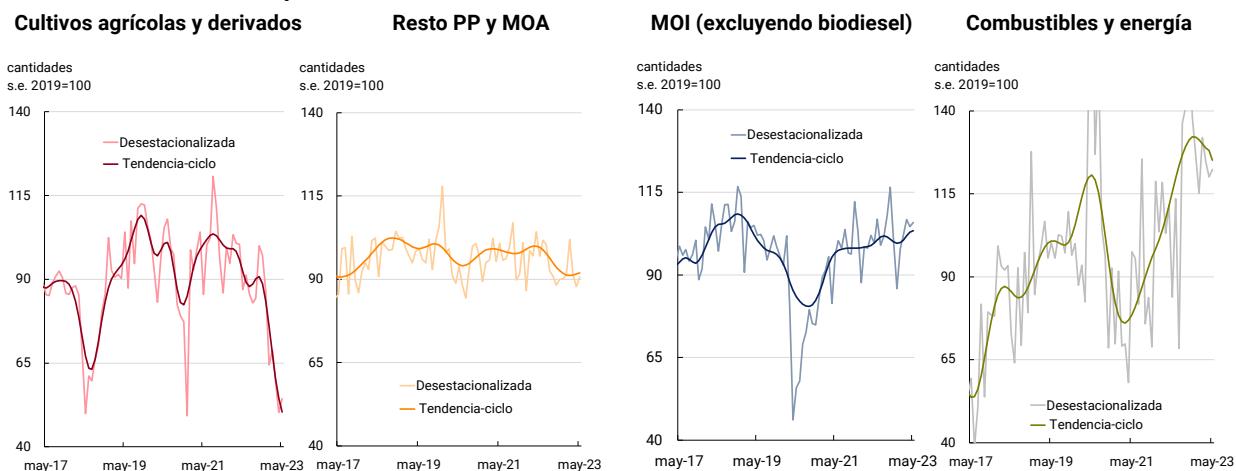


*Datos hasta may-23.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En los primeros cinco meses del año se evidenciaron comportamientos heterogéneos entre las distintas categorías de exportación. Las ventas externas de los cultivos agrícolas (en grano y sus derivados) se vieron fuertemente afectadas por la sequía. En lo que va de 2023, este agrupado acumula una caída de 37% s.e. respecto al último trimestre de 2022, mostrando desempeños similares a los observados en la sequía de 2018 y a los que se sucedieron durante la irrupción de la pandemia en 2020. Las mayores contribuciones negativas en este grupo de productos exportables fueron porotos de soja, pellets de soja, trigo y maíz. En el mismo periodo, se registró un aumento (+4% s.e.) del resto de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y Productos Primarios (PP), como consecuencia de la mayor comercialización de productos puntuales como mariscos y carne bovina. Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) excluyendo biodiesel aumentaron 2% s.e. en el mismo período como consecuencia del aumento de las exportaciones de aluminio, autos y tubos de acero. Por último, los volúmenes exportados de Combustibles y Energía (CyE, -13% s.e. respecto al cuarto trimestre de 2022), reflejaron la reducción de los envíos de petróleo crudo, gas de petróleo y resto de carburantes (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Cantidad exportadas



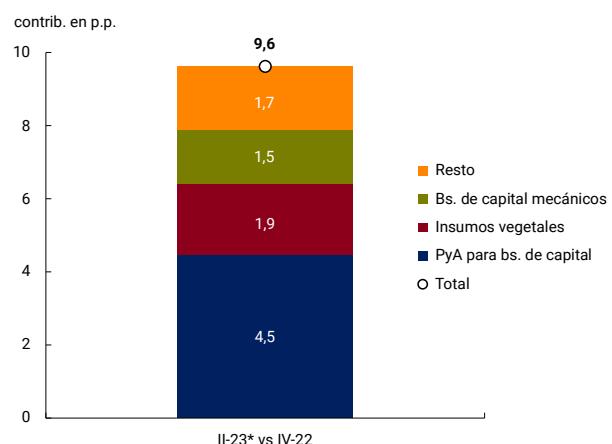
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Por su parte, en los cinco primeros meses del año, el crecimiento de las cantidades importadas de bienes estuvo vinculado principalmente a tres categorías de importaciones: insumos vegetales, partes y accesorios para bienes de capital y bienes de capital finales mecánicos (ver Gráfico 4.4). En el primer caso incidió la escasez del poroto de soja en el mercado doméstico en el contexto de la fuerte sequía que afectó a la producción de la oleaginosa, siendo el poroto un insumo clave para la industria aceitera con marcado perfil exportador. En el otro caso, la suba se dio para la fabricación y/o ensamblaje en el país de bienes finales (de capital y de consumo) tanto mecánicos, como electrónicos. En el caso del tercer grupo, bienes de capital mecánicos, el aumento se reflejó en el crecimiento de la IBIF (inversión bruta interna fija). Las demás categorías mostraron comportamientos heterogéneos que derivaron en una leve suba del conjunto.

Gráfico 4.4 | Cantidadas importadas. Series ajustadas por estacionalidad

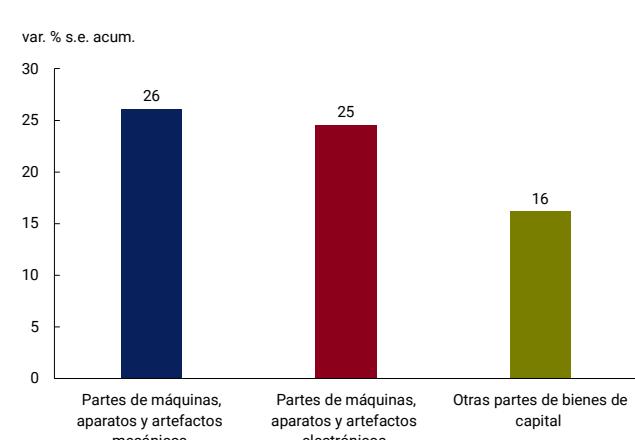
Cantidadas importadas por categoría

Var. % s.e. acum.



Piezas y accesorios para bienes de capital

II-23* vs IV-22

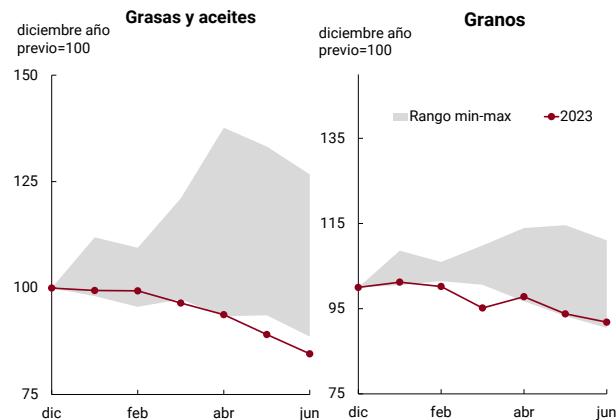


*Datos hasta may-23

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.

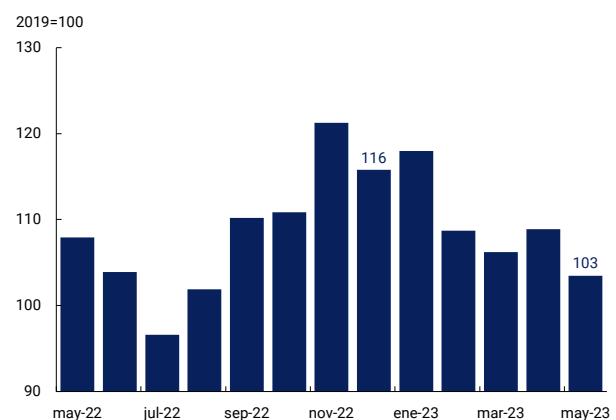
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

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. 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. Detrás de esta particular trayectoria se encuentran las caídas nominales en los precios internacionales de las materias primas agrícolas afectados por diversos motivos, entre los que se encuentran: la suba de tasas de interés globales, el mayor riesgo de recesión, la cuantiosa producción agrícola en otros países exportadores netos (en particular, en Brasil) y el relajamiento de algunas restricciones de oferta que prevalecieron el año pasado en el contexto del inicio del conflicto bélico en Ucrania (ver Capítulo 2. Contexto Internacional y Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5 |**Precios internacionales de materias primas agrícolas**

*episodios incluidos: 1977, 1989, 2004, 2009, 2012 y 2018. Índices nominales deflactados por el IPC de Estados Unidos

Fuente: BCRA en base a datos de Banco Mundial y Fred. St Louis.

Términos de intercambio

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

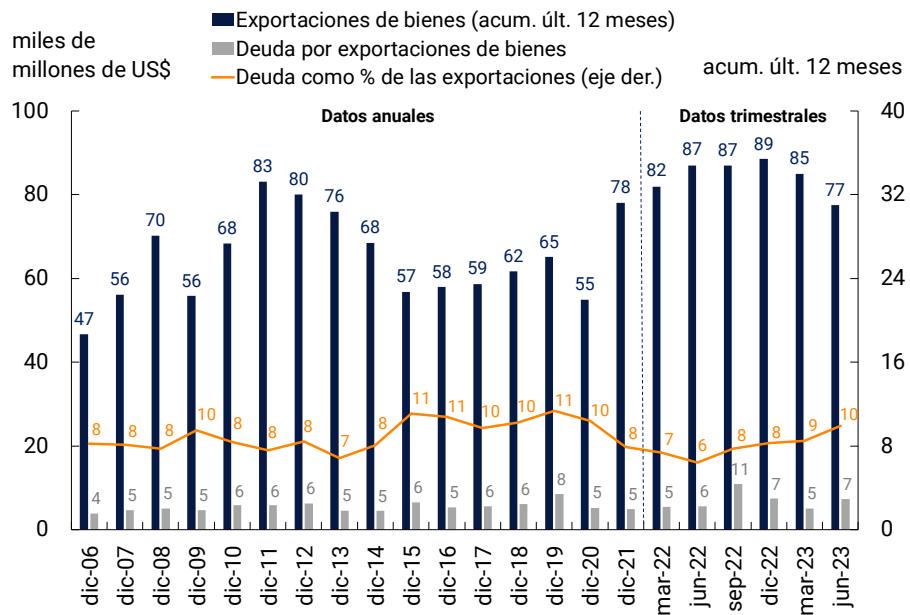
4.2. En los primeros seis meses del 2023 las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios acumularon US\$3.481 millones

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

En este contexto, durante los primeros seis meses de 2023, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes por unos US\$34.000 millones. Por su parte, las exportaciones de bienes totalizaron unos US\$33.400 millones, lo que implicaría un aumento 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 9,9%, con una suba de 1,6 p.p. respecto de diciembre de 2022 (ver Gráfico 4.6)¹⁶.

16 Dato estimado en base al stock de deuda al I-23 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de exportaciones de bienes de abril, mayo y junio estimada a partir de la diferencia entre los cobros de exportaciones por el mercado de cambios y las exportaciones FOB.

Gráfico 4.6 | Bienes. Exportaciones y deuda externa por exportaciones



Nota: Deuda del I-23 sujeta a revisión y deuda de abr-23, may-23 y jun-23 estimada en función a datos devengados y caja.

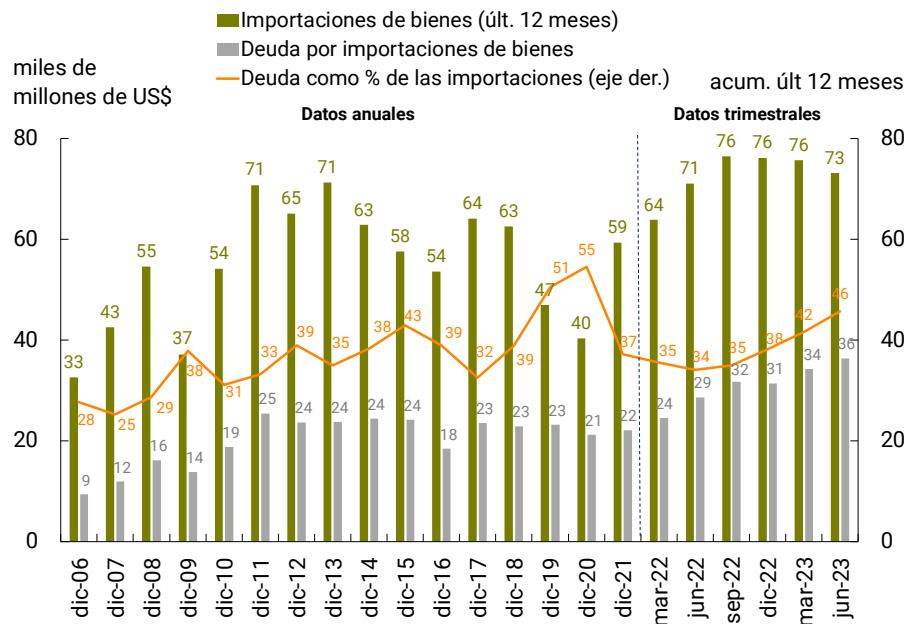
Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Por su parte, se estima que la deuda por importaciones de bienes habría registrado un aumento de unos US\$4.900 millones¹⁷ en los primeros 6 meses del año. Así, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones subió 7,5 p.p., hasta alcanzar el 45,7% (ver Gráfico 4.7).

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\$2.584 millones en los primeros seis meses de 2023.

17 Dato estimado en base al stock de deuda al I-23 que surge del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos y la deuda de importaciones de bienes de abril, mayo y junio estimada a partir de la diferencia entre las importaciones y los pagos de importaciones por el mercado de cambios.

Gráfico 4.7 | Bienes. Importaciones y deuda externa por importaciones



Nota: Deuda del I-23 sujeta a revisión y deuda de abr-23, may-23 y jun-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 junio 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\$4.900 millones.

En cuanto al resultado del BCRA en el mercado de cambios, en el acumulado de los primeros seis meses del año concertó ventas netas por US\$3.481 millones y transferencias a través del SML por US\$568 millones. Estas ventas fueron explicadas por compras de clientes por US\$4.083 millones, parcialmente compensadas por ventas de entidades por US\$34 millones. El resultado de clientes se explicó por las compras de los sectores "Sector Real excluyendo Oleaginosas y Cereales", "Personas Humanas", "Inversores Institucionales y otros" y las operaciones propias de las entidades, por US\$9.269 millones, US\$3.014 millones, US\$55 millones y US\$462 millones, respectivamente, parcialmente compensadas por las ventas del sector "Oleaginosas y Cereales" y del "Gobierno General" por US\$9.129 millones y US\$86 millones, respectivamente (ver Gráfico 4.8 y Cuadro 4.1).

Gráfico 4.8 y Cuadro 4.1 | Mercado de cambios. Resultado



*Datos al 30-jun-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 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). En el acumulado hasta junio de 2023 el sector realizó pagos de importaciones por US\$2.975 millones, mientras que en el mismo período de 2022 habían sido de US\$2.113 millones, mostrando un incremento interanual del 41%.

Es de notar la caída interanual de los cobros de exportaciones del sector “Oleaginosas y Cereales”, que durante los primeros seis meses del año acumularon un total de US\$12.197 millones, mientras que en el mismo período del 2022 habían ascendido a US\$22.145 millones, es decir ingresaron un 45% menos de divisas, explicado fundamentalmente por la severa sequía y las heladas que sufrieron los cultivos de la campaña 2022/23.

Como fuera mencionado anteriormente, a las mermas productivas se les sumó el revés de los precios internacionales de los principales cultivos exportables, que experimentaron declives a lo largo de todo el 2023, agravando la situación de los ingresos del sector. Como resultado de los menores cobros por exportaciones y los mayores pagos por importaciones, los ingresos netos del sector “Oleaginosas y cereales” se redujeron prácticamente a la mitad con relación al año previo.

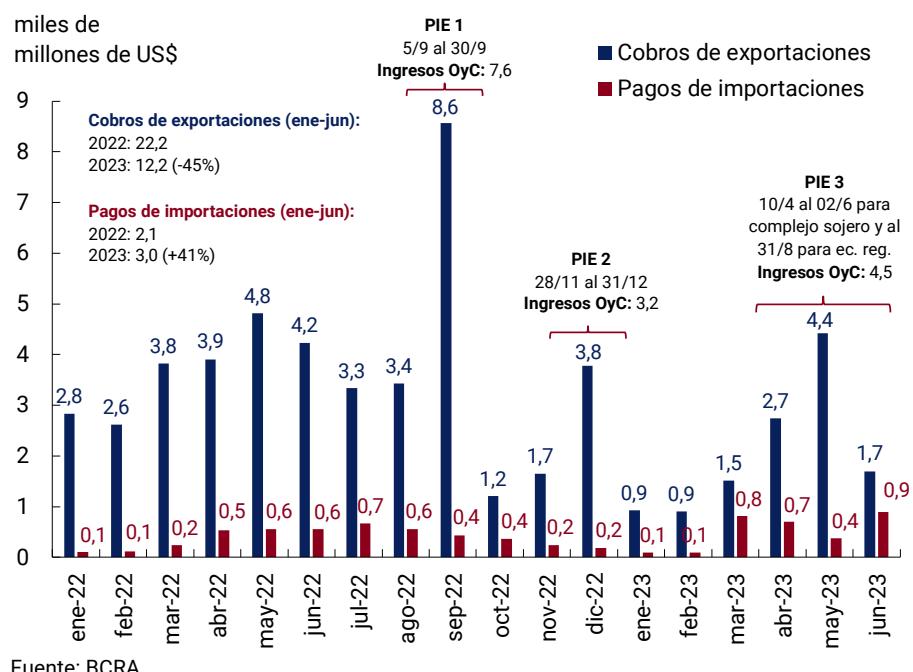
En este contexto, con el objeto de incentivar la comercialización de soja, sus derivados y de otros productos exportables producidos por las economías regionales, el Gobierno Nacional instruyó, mediante el Decreto 194/2023¹⁸ del 10 de abril, el restablecimiento del “Programa de Incremento Exportador”, 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 la soja¹⁹ y sus derivados y hasta el 31 de agosto para el resto de los productos.

18 Decreto 194/2023 ([enlace](#)).

19 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](#).

En el marco de esta edición del Programa, hasta el 30 de junio ingresaron US\$5.401 millones, de los cuales unos US\$4.500 millones correspondieron a cobros del sector “Oleaginosas Cereales” (mayormente vinculado a exportaciones de productos del complejo sojero; ver Gráfico 4.9) y US\$900 millones al resto de los sectores (principalmente asociados a las exportaciones de productos de economías regionales).

Gráfico 4.9 | Mercado de cambios. Transferencias por bienes del sector Oleaginosas y Cereales



En un contexto externo desfavorable, marcado por la sequía y la consecuente merma en los ingresos de divisas a la economía, el 20 de abril el BCRA publicó la Comunicación “A” 7746²⁰, donde se informaron nuevas medidas para financiar el pago de la importación de servicios profesionales y de fletes entre empresas vinculadas y dispuso la autorización previa para el pago de intereses en deuda intra-empresas, que en conjunto representan una postergación de pagos en divisas por unos US\$2.000 millones hasta fin de año. En el caso de que el acreedor sea una contraparte vinculada al deudor, se requerirá hasta fin de año la autorización previa para acceder al mercado de cambios para pagar servicios de intereses de deudas comerciales por importaciones de bienes y servicios y/o de préstamos financieros con el exterior.

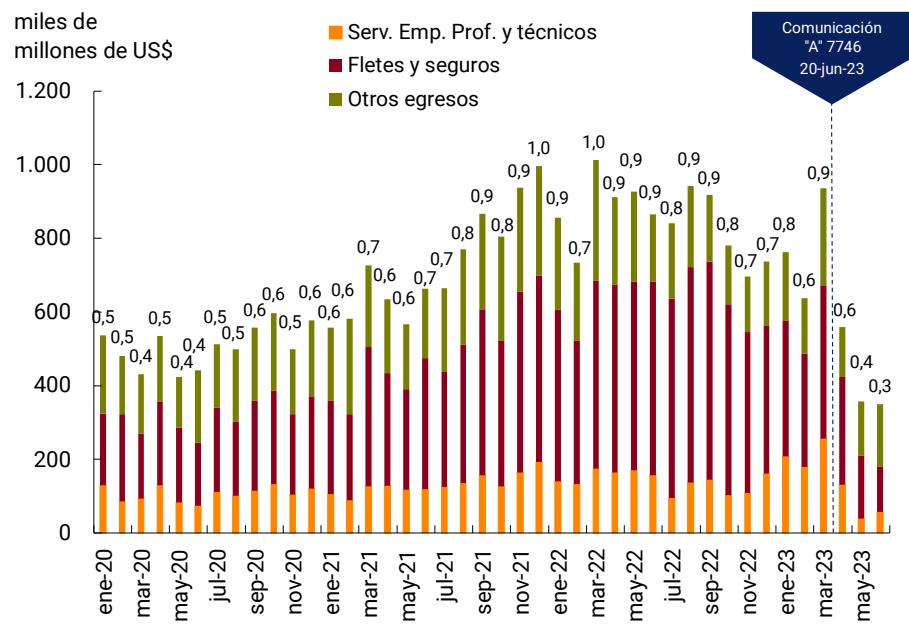
Complementariamente, el Directorio del BCRA habilitó a las empresas a que realicen imposiciones remuneradas por dólar oficial por el importe en pesos equivalente a los intereses no cancelados o la utilización de divisas de disponibilidad propia que apliquen al pago de compromisos cuando el acreedor sea una contraparte vinculada. Cabe resaltar que la medida sobre el acceso al mercado para cancelar importaciones de servicios no afectó al pago de aquellos que actualmente están alcanzados por el impuesto PAIS.

En consecuencia, los egresos brutos por servicios (exceptuando los pagos por viajes y pasajes) mostraron disminuciones en términos interanuales de 39% en abril, de 61% en mayo y 60% en junio. En particular, los egresos brutos por fletes y otros servicios de transporte se redujeron interanualmente 42% en abril, 67% en

20 Puede acceder a la Comunicación “A” 7746 en el siguiente [enlace](#).

mayo y 77% en junio, mientras que los servicios empresariales, profesionales y técnicos lo hicieron en un 20%, 77% y 63% i.a., respectivamente (ver gráfico 4.10).

Gráfico 4.10 | Mercado de cambios. Egresos brutos por servicios exceptuando viajes y pasajes



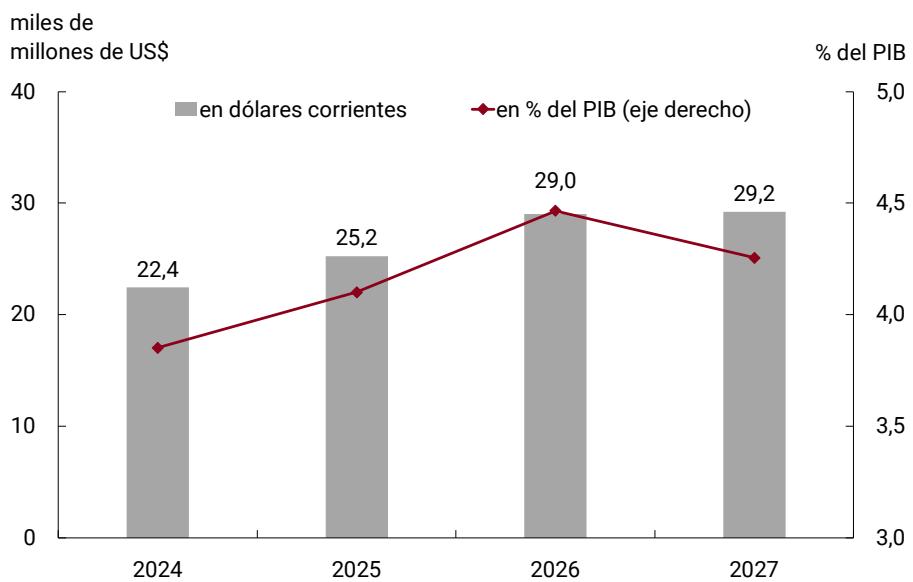
Fuente: BCRA.

A fines de junio, las reservas internacionales del BCRA totalizaron US\$27.926 millones, mostrando una caída de US\$16.671 millones en el año. Dicho resultado se explicó principalmente por los pagos netos al FMI equivalentes a US\$6.922 millones, las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios, por la caída de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el BCRA por US\$1.786 millones, las operaciones y pagos netos del Tesoro Nacional de títulos públicos al sector privado y a organismos internacionales por unos US\$1.738 millones y por los pagos netos del BCRA a través del Sistema de Pagos de Moneda Local.

4.3. Perspectivas

Luego de un primer semestre en el que se concentró la mayor parte de los efectos negativos de la sequía sobre las exportaciones de bienes, se espera una mejora del saldo comercial para lo que resta del año en el marco de una política cambiaria de flotación administrada y administración de pagos y del comercio exterior. En este sentido, cobrará mayor importancia la puesta en marcha de obras de infraestructura crítica como el recientemente inaugurado gasoducto Néstor Kirchner (que permitirá sustituir importaciones de combustibles) y nuevos oleoductos (que impulsarían las exportaciones de petróleo excedente), obras que, sumadas a otras ya planificadas, posicionarán a Argentina como un exportador neto de energía.

Gráfico 4.11 | Balance comercial de bienes



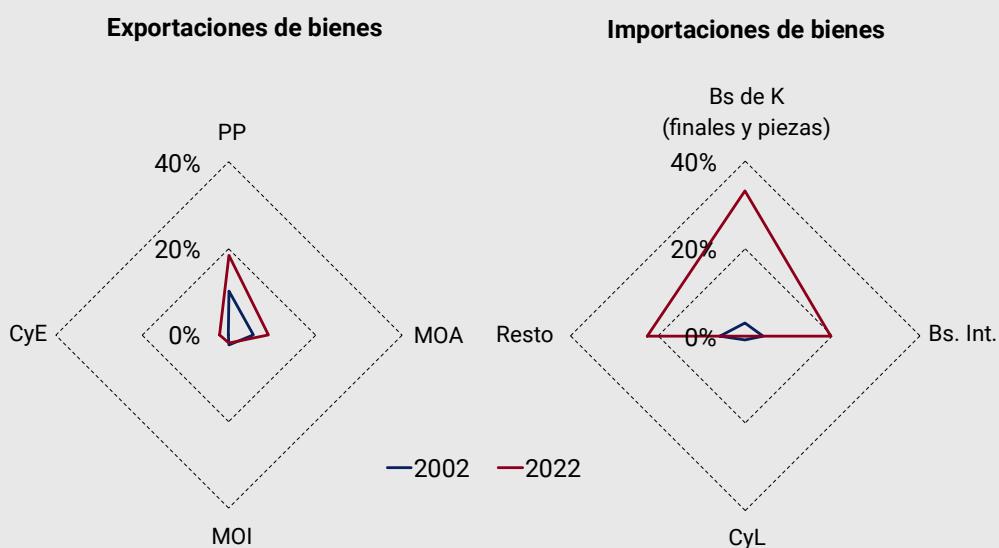
Fuente: BCRA en base a Plan "Argentina Productiva 2030" y estimaciones propias.

A partir de 2024 las perspectivas para las cuentas externas son más favorables. De la mano de proyectos en marcha y otros planificados en sectores en los que Argentina cuenta con recursos abundantes como hidrocarburos y minerales, se espera que el país despliegue su potencial exportador. Las exportaciones energéticas (principalmente petróleo y gas no convencional) podrían pasar de US\$8.509 millones en 2022 a aproximadamente US\$18.700 millones en 2027 y las de minería (principalmente litio y cobre) de US\$3.852 a unos US\$10.300 millones. Esto, sumado a la recuperación del saldo exportable agrícola una vez transitada la actual sequía, le permitiría a la economía sostener un superávit comercial de bienes promedio en el orden de los US\$26.500 millones anuales para el período 2024-2027 (ver Gráfico 4.11).

Apartado 3 / Relación económica Argentina-China

El comercio bilateral entre Argentina y China ha crecido significativamente en las últimas dos décadas. Incluso descontando la inflación en dólares realizada durante este período se observó una marcada expansión en los flujos. Entre 2002 y 2022 la tasa de crecimiento del comercio (medido como importaciones CIF más exportaciones FOB) fue del 11,8% anual promedio a precios constantes. En este período la participación de China como destino de las exportaciones argentinas pasó del 5% al 9%, mientras que pasó del 4 al 21% en el caso de las importaciones desde dicho país (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Participación de China en el comercio de bienes de Argentina

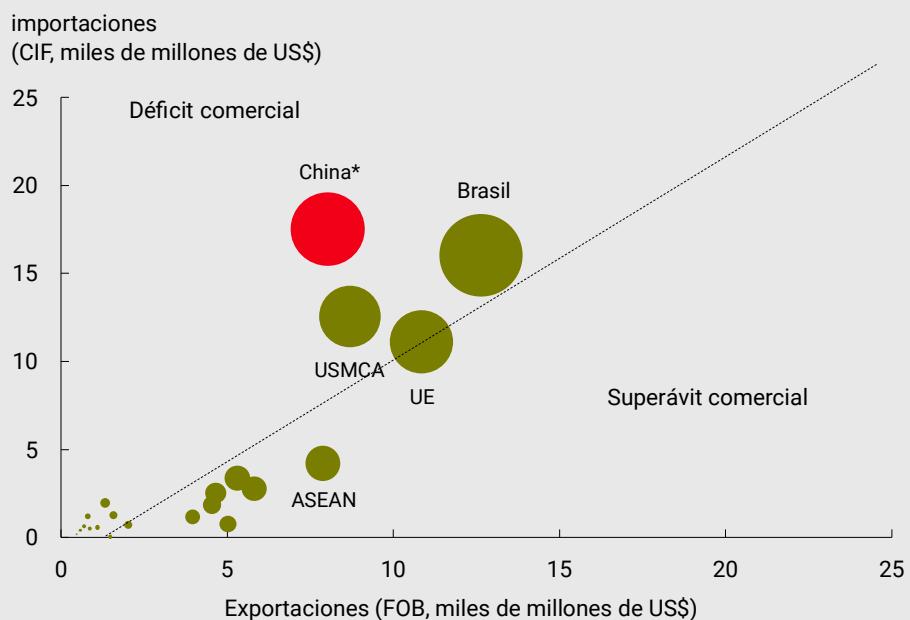


Se incluye China continental, Hong Kong y Macao. Exportaciones (FOB), Importaciones (CIF).
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En este marco, China se ha posicionado junto a Brasil como el principal socio comercial de Argentina. En el año 2022 el comercio total con China fue de US\$25.531 millones. De esta manera China supera en comercio total a la Unión Europea (US\$21.962 millones) y a la zona de libre comercio integrada por Estados Unidos, Canadá y México –USMCA– (US\$21.249 millones). Cabe destacar que Argentina se integra comercialmente al mundo principalmente como proveedor de materias primas y sus exportaciones están diversificadas en cuanto a destinos. Esto redonda en que nuestro país tenga déficits comerciales con sus principales socios y superávits con el resto del mundo. En ese contexto, Argentina tuvo un déficit comercial con China en 2022 de US\$ 9.502 millones (ver Gráfico 2).

Existe un definido patrón comercial interindustrial entre Argentina y China. Las exportaciones argentinas a China se concentran en productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (92% del total exportado en 2022), mientras las importaciones son esencialmente manufacturas de origen industrial (99% de las importaciones podrían clasificarse como MOI).

Gráfico 2 | Argentina. Intercambio comercial de bienes por socio (2022)



*Incluye China continental, Hong Kong y Macao. El área de la burbuja indica el flujo comercial.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Las exportaciones de Argentina a China se encuentran concentradas en pocos bienes. Los principales 10 productos enviados explicaron el 88,8% de las exportaciones a ese país en 2022 (ver Cuadro 1). En su mayoría se tratan de bienes con bajo grado de transformación como es el caso de porotos de soja, cebada, sorgo, camarones y langostinos. A su vez, existe una alta dependencia de China como destino en las exportaciones argentinas de determinados bienes. Entre estas, se destaca que en 2022 tuvo como destino de exportación a China el 99% de las ventas externas de sorgo, el 88% de porotos de soja, el 75% de las lanas sucias, el 72% de las pieles y cueros en bruto, el 65% del vino de uva, el 55% de la cebada, el 50% del aceite de maíz, el 46% de la carne de ave, el 46% de las conservas y preparados de carne, el 36% de la pasta de papel, el 35% de las frutas de carozo y el 31% de los productos inorgánicos exportados (carbonato de litio).

Cuadro 1 | Principales productos exportados a China

Exportaciones de bienes	2012		2022			
	Posición	Descripción	% del total exportado	Posición	Descripción	
	1	Porotos de Soja	50,6%	1	Porotos de Soja	36,2%
	2	Aceite de soja en bruto	15,8%	2	Carne bovina congelada deshuesada	25,8%
	3	Cóque, betún y aceites de petróleo	12,1%	3	Cebada	7,8%
	4	Cueros y pieles de bovino	2,5%	4	Sorgo granífero	5,7%
	5	Hojas secas de tabaco	1,6%	5	Carbonatos de litio	3,6%
	6	Aceite de maní	1,5%	6	Carne fresca sin deshuesar	2,3%
	7	Carne y despojos comestibles de aves	1,5%	7	Aceite de soja en bruto	2,1%
	8	Preparaciones y despojos de carne	1,0%	8	Carne y despojos comestibles de aves	2,1%
	9	Lactosuero	0,9%	9	Cóque, betún y aceites de petróleo	2,1%
	10	Cueros de bovino preparados	0,8%	10	Camarones, langostinos y demás decápodos	1,1%
	Subtotal acumulado		88,3%	Subtotal acumulado		88,8%

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC. Se incluyen exportaciones (FOB) hacia China continental, Hong Kong y Macao.

En comparación con otras economías exportadoras de materias primas, como Brasil y Australia, Argentina no demuestra una gran dependencia de China como destino exportador a nivel agregado, aunque China sí

es un destino fundamental para algunos productos en particular. Como contracara, existe un importante potencial exportador de Argentina al mercado asiático²¹.

Las importaciones de Argentina desde China poseen menor concentración. Los principales 10 productos recibidos desde el país asiático explicaron el 17,5% de las importaciones en 2022 (ver Cuadro 2). A diferencia de las exportaciones, las importaciones se encuentran diversificadas, destacándose las importaciones de máquinas, aparatos y objetos electrónicos (27% del total) –por ejemplo los relacionados a celulares y televisores–, productos químicos orgánicos (13%) –como el glifosato, los abonos y herbicidas–, máquinas y aparatos mecánicos, piezas y accesorios (7%) –donde se incluyen las partes de motocicletas y los motores–, y máquinas automáticas para el procesamiento de datos (6%) –básicamente computadoras y sus partes y accesorios–. A nivel uso, las importaciones a Argentina desde China se encuentran concentradas en 4 de los 6 usos. En 2022 los bienes de capital explican aproximadamente el 31% de las importaciones, bienes intermedios el 33%, y piezas y accesorios el 22%. Se destaca la participación de bienes de consumo en las importaciones totales, las cuales oscilaron entre el 8% y el 14% de las importaciones totales del período 2016-2022. En contraste, no poseen relevancia las importaciones de vehículos automotores de pasajeros ni las importaciones de combustibles y lubricantes.

Cuadro 2 | Principales productos importados desde China

Importaciones de bienes	2012			2022		
	Posición	Descripción	% del total importado	Posición	Descripción	% del total importado
1	Circuitos impresos eléctricos para celulares	6,3%	1	Circuitos impresos eléctricos para celulares	3,5%	
2	Partes de celulares	5,4%	2	Glifosato	3,2%	
3	Partes de aparatos de TV, sonido, video	3,8%	3	Partes de aparatos de TV, sonido, video	2,0%	
4	Hidrocarburos acíclicos	3,1%	4	Máquinas procesamiento datos (portátil)	1,5%	
5	Motocicletas de 125 cm3 o menos	1,9%	5	Máquinas procesamiento datos (menor a 3,5 Kg.)	1,5%	
6	Máquinas para acondicionamiento de aire	1,5%	6	Partes de celulares	1,4%	
7	Dispositivos de cristal líquido (LCD)	1,3%	7	Fosfato monoamónico	1,1%	
8	Motocicletas de cilindrada superior a 125 cm3	1,1%	8	Grupos electrógenos de energía eólica	1,2%	
9	Demás máquinas procesamiento datos	1,0%	9	Demás máquinas procesamiento datos	1,0%	
10	Máquinas de videojuego	1,0%	10	Tiocompuestos orgánicos	1,0%	
Subtotal acumulado			Subtotal acumulado			17,5%

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC. Se incluyen importaciones (CIF) desde China continental, Hong Kong y Macao.

En el marco del incremento del volumen comercial entre ambos países, se verificó, particularmente a partir del año 2022, una tendencia creciente del financiamiento de acreedores chinos²² de las importaciones de bienes argentinas, alcanzando a fines de marzo un stock de unos US\$4.000 millones, superior al promedio observado entre los años 2017 y 2021 (US\$2.200 millones). La deuda por importaciones de bienes explicó, casi en su totalidad, los pasivos externos comerciales con China, que alcanzaron un stock de US\$4.352 millones al 31 de marzo de 2023.

Además del incremento en el nivel, se registró una suba en la participación relativa del financiamiento otorgado por acreedores chinos con relación al total de deuda externa comercial. Este financiamiento se destinó principalmente a los rubros “Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores y motocicletas”, “Industria manufacturera” e “Información y comunicaciones”, con stocks de US\$1.901 millones, US\$1.653 millones y US\$192 millones, respectivamente. Estos tres sectores representaron el 86% del total de la deuda externa comercial con China.

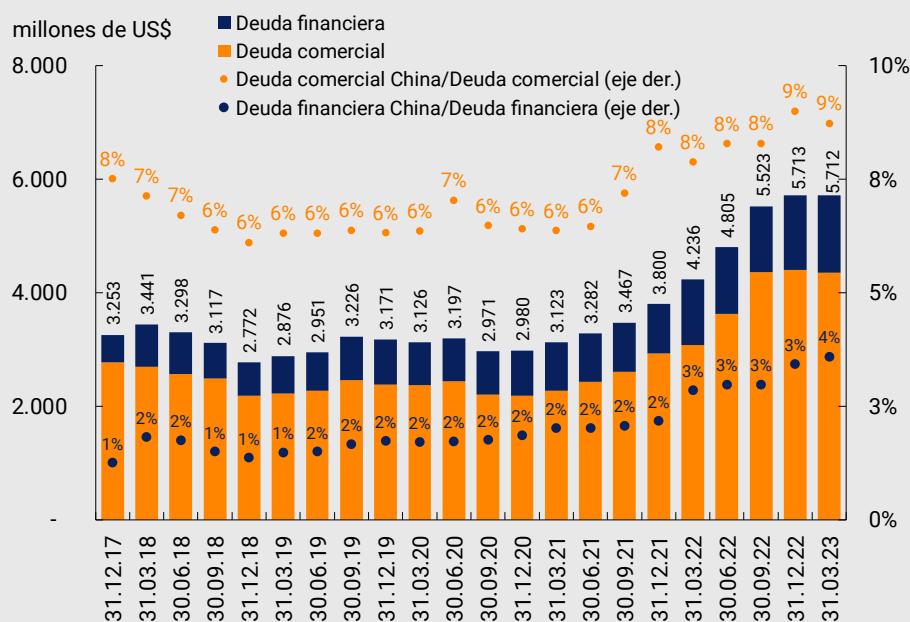
21 Otras economías de la región lograron insertarse en el mercado chino como importantes proveedores de petróleo crudo (Brasil), frutas de pepita (Chile) y carne porcina (Brasil), productos en los cuales Argentina cuenta con ventajas comparativas efectivas y/o potenciales.

22 Incluye China continental, Macao, Hong Kong. Excluye Taiwán.

En tanto, la deuda externa financiera del sector privado con China totalizó unos US\$1.361 millones, básicamente por préstamos financieros que alcanzaron los US\$1.356 millones al 31 de marzo de 2023. También en este tipo de financiamiento se verificó un aumento de la participación relativa de acreedores chinos en el total. A nivel sectorial, el 45% se destinó a “Explotación de minas y canteras” con un stock de US\$617 millones y, en segundo lugar, se ubicó el sector “Construcción” con un stock de US\$425 millones.

De esta forma, la deuda externa privada con acreedores chinos totalizó US\$5.712 millones (ver Gráfico 3). El 64% del total del financiamiento recibido de acreedores chinos correspondió a acreedores que no pertenecían al mismo grupo económico.

Gráfico 3 | Deuda Externa Privada con China



Fuente BCRA.

En este contexto de creciente relevancia de las relaciones comerciales y financieras con el país asiático, este año se suscribió la renovación del acuerdo de swap de monedas vigente entre el BCRA y el Banco de la República Popular China. Este acuerdo comprende el intercambio de monedas como refuerzo de las reservas internacionales por 130 mil millones de yuanes (equivalentes a unos US\$19.000 millones) y una activación especial por 35 mil millones de yuanes (equivalentes a unos US\$5.000 millones) de libre disponibilidad que pueden ser utilizados por el BCRA para distintos propósitos. Como parte del acuerdo se inició el proceso de ampliación de la activación especial por un monto de hasta 35 mil millones de yuanes que se irán librando a favor del BCRA en la medida en que se complete el uso de los primeros 35 mil millones y que las necesidades financieras y de fortalecimiento de las reservas lo requieran.

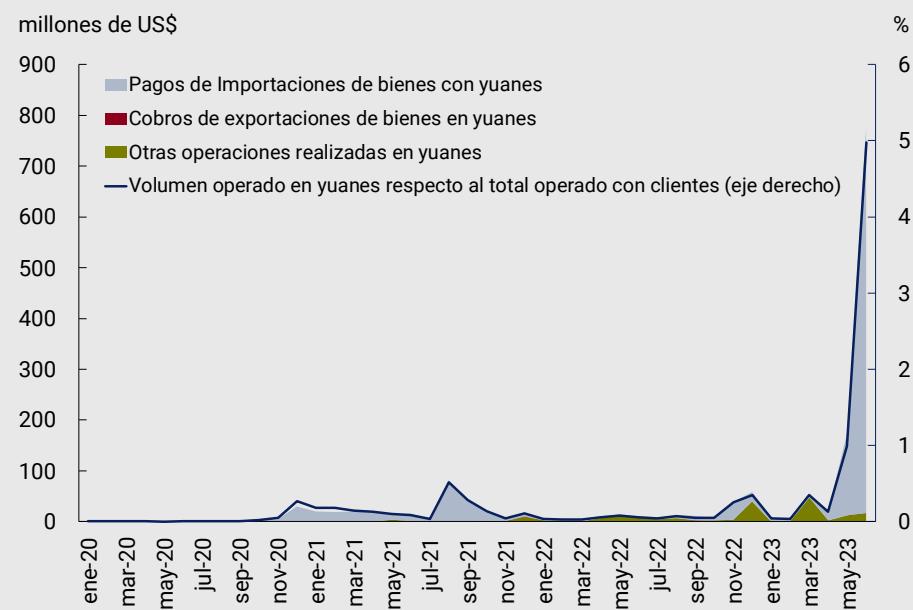
A partir de la renovación del swap y particularmente de la activación especial de los yuanes de libre disponibilidad, los bancos centrales de ambos países acordaron un marco de promoción para que la liquidación de las transacciones comerciales y financieras entre estos se efectúe crecientemente en la moneda china. Esta medida contribuye a objetivos integrales del BCRA como son administrar prudencialmente las reservas internacionales, facilitar la producción nacional, el empleo y las exportaciones, y preservar las condiciones de

crecimiento y estabilidad financiera de la Argentina. Además, se elimina la intermediación con otras monedas, simplificando la operatoria y reduciendo el costo financiero para las empresas argentinas.

En la misma línea, en junio el BCRA incorporó al yuan renminbi como moneda admitida de captación de depósitos en las cajas de ahorros y cuentas corrientes, por lo que las entidades financieras están así habilitadas a la apertura de cuentas bancarias nominadas en esta moneda para personas jurídicas. La medida es complementaria a la decisión de la Comisión Nacional de Valores que habilitó la negociación de valores negociables en yuanes RMB²³.

En respuesta a este impulso a las transacciones en la moneda china, el volumen operado en yuanes en el mercado de cambios en el período de enero a junio de 2023 fue equivalente a US\$1.036 millones, casi un 2.000% mayor que en el mismo período de 2022 (ver Gráfico 4). Asimismo, con transacciones por un total equivalente a US\$775 millones, junio se convirtió en el récord histórico del volumen operado en yuanes en el mercado de cambios, representando así un 5% del volumen operado con clientes en todas las monedas, cuando en el promedio de los últimos tres años las operaciones con yuanes no alcanzaban al 0,1% del total (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Mercado de cambios. Volumen operado en yuanes con clientes



Fuente: BCRA.

Finalmente, cabe señalar que, en línea con lo observado en el comercio exterior de bienes entre ambos países, dentro de los flujos que se operan en yuanes a través del mercado de cambios, los pagos de importaciones de bienes son la categoría más relevante, acaparando aproximadamente el 90% del volumen total operado mes a mes.

Se espera que en los próximos años se profundice la relación comercial y financiera entre ambos países. Las decisiones recientes del BCRA, como la renovación del swap y la activación especial de yuanes de libre disponibilidad, el impulso al mercado de futuros de yuanes y la habilitación de cuentas bancarias denominadas en esa moneda, apuntan a facilitar la integración con el país asiático como así también a dotar de mayor profundidad al mercado de capitales de Argentina.

23 Ver Comunicación "A" 7796 ([enlace](#)). Para ver el comunicado de prensa del BCRA acceda al siguiente [enlace](#).

5. Finanzas Públicas

Durante la primera mitad de 2023, la recaudación tributaria nacional cayó 6% i.a. en términos reales, afectada principalmente por la menor recaudación de Derechos de Exportación vinculados a la producción agrícola en un contexto de sequía y por el efecto base de comparación del anticipo que habían ingresado las grandes empresas a fines de 2022 a cuenta del pago del impuesto a las ganancias. Sin embargo, los tributos más ligados al nivel de actividad doméstico (IVA, ICDB y Seguridad social) mostraron un avance en términos reales de 4,5% i.a. durante el primer semestre de 2023. Este aumento se explicó tanto por el crecimiento económico como por medidas de administración tributaria y cambios normativos.

En los primeros 5 meses de 2023, última información disponible, continuó la reducción del gasto primario real en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), aunque la caída resultó inferior a la merma en los recursos en el período. La reducción del gasto primario no fue homogénea entre los diversos rubros que lo componen. En particular, se sostuvo el dinamismo del gasto de capital orientado a fortalecer la recuperación de la actividad económica y obras de infraestructura estratégica. En sentido opuesto se verificó una trayectoria acotada de las erogaciones corrientes. El déficit primario acumularía a mayo de 2023 un saldo equivalente a aproximadamente 0,7% del PIB anual.

Pese al financiamiento neto que el Tesoro Nacional obtuvo a través de licitaciones de instrumentos en el mercado doméstico, este panorama de 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 extraordinaria por parte del BCRA. De los \$1,76 billones que el BCRA transfirió al Tesoro Nacional desde el inicio de 2023 hasta el 12 de julio —mediante Adelantos Transitorios netos—, la mitad se destinó a la atención de pagos de capital al FMI, y por lo tanto no implicó una expansión de la liquidez.

Finalmente, se avanzó con el ordenamiento del perfil de los vencimientos de servicios de la deuda en pesos de corto plazo del Tesoro Nacional, buscando generar una mayor certidumbre y contribuyendo al fortalecimiento de la estabilidad financiera.

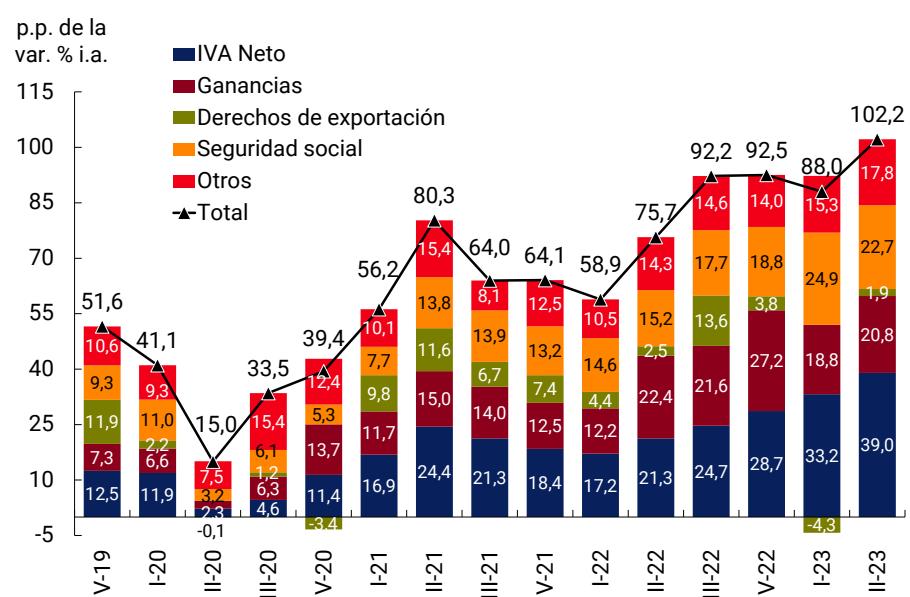
5.1. La recaudación total cayó en términos reales en el primer semestre de 2023, pero con comportamientos diferenciados entre tributos vinculados al mercado interno y al sector externo

La recaudación tributaria nacional aumentó 102,2% durante el segundo trimestre de 2023 con relación al año previo (ver Gráfico 5.1), lo cual significó una caída real de 5,3% i.a. El desempeño de la recaudación en el segundo trimestre respondió a la reducción de los derechos de exportación impactados por la sequía y por las decisiones comerciales de los actores del sector que adelantaron declaraciones juradas de ventas externas en septiembre y diciembre de 2022 en el marco del Programa de Incremento Exportador y su

restablecimiento (PIE I y II)²⁴, a lo cual se sumaron condiciones particulares de ingresos de los derechos en el PIE III a partir de abril²⁵.

Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, Ganancias, Créditos y débitos bancarios –ICDB–, entre otros) tuvieron buenos desempeños a lo largo del semestre, en línea con el crecimiento de la actividad real, la nominalidad de la economía y los cambios normativos. Los recursos de la seguridad social aumentaron 114,1% en el segundo trimestre de 2023 (+1,9% i.a. real), respondiendo a la mejora en los salarios nominales y el empleo formal (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo).

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



Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

El Impuesto al Valor Agregado (IVA) neto de devoluciones aumentó 110,2% en el primer trimestre y 136,5% i.a. en el segundo trimestre, implicando una suba de 7,4% i.a. real en la primera mitad de 2023. El IVA DGI avanzó 18,2% i.a. real (20,1% en el primer trimestre y 16,3% i.a. en el segundo). Además del efecto en los ingresos por la actividad económica, en el IVA se destacó el efecto en la recaudación de medidas de administración tributaria (monitoreo, planes de facilidades de pago) y cambios normativos (cambios en el régimen de percepción). El componente aduanero tuvo un comportamiento disímil entre el primer y segundo trimestre de año. Entre enero y marzo la suba nominal fue de 59,7% i.a. (-21,0% i.a. real), variación inferior a la del tipo de cambio nominal (80,5% i.a.). En tanto, entre abril y junio la suba fue de 122,5% i.a. (4,1% i.a. real) incidido favorablemente por la suspensión de los certificados de no retención para determinados importadores²⁶.

24 Decreto 576/2022 para el programa de incremento exportador de septiembre 2022 y Decreto 787/2022 para su restablecimiento correspondiente a diciembre 2022.

25 Según el artículo 7º del Decreto 194/2023 se establecen los plazos de pago de las obligaciones, derechos, tributos y demás conceptos correspondientes a las Declaraciones Juradas de Venta al Exterior. Así, la liquidación de los derechos de exportación se podría distribuir a lo largo de sucesivos meses luego de realizada la declaración.

26 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.

La recaudación del impuesto a las Ganancias de la primera mitad de 2023 acusó el impacto del efecto del pago a cuenta extraordinario realizado por las grandes sociedades durante los últimos meses del año pasado²⁷, reduciéndose 3,7% i.a. real en el primer trimestre y 14,7% i.a. real en el segundo trimestre. Además, influyó positivamente 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 gravadas²⁸. En sentido contrario operaron las actualizaciones del mínimo no imponible y de la escala del impuesto para personas físicas.

En cuanto a los tributos vinculados al comercio exterior, cabe señalar que los Derechos de exportación cayeron en términos reales 58,9% i.a. en los primeros seis meses de 2023, 74,0% i.a. en el primer trimestre y 41,8% i.a. en el segundo trimestre. Los derechos de exportación se retrajeron en el primer trimestre afectados por las menores declaraciones juradas de ventas externas de granos como resultado del anticipo verificado hacia fines de 2022 en el marco de los programas de incremento exportador, junto con la sequía y las heladas tempranas registradas. A su vez, los precios promedio de los productos de los complejos sojeros y cerealero retrocedieron respecto del año anterior. En el margen, desde mediados de abril se restableció el Programa de Incremento Exportador por el que se modificó el tipo de cambio aplicado a la liquidación de los derechos y se especificó un perfil de cobros determinado para el impuesto²⁹. En tanto, los Derechos de importación y la Tasa estadística exhibieron una reducción de 16,6% en términos reales en el semestre, 20,7% i.a. en el primer trimestre y 12,4% i.a. en el segundo trimestre. Este comportamiento se explicó por menores valores importados (ver Capítulo 4. Sector Externo).

Por su parte, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional para la recaudación vinculada a la demanda interna. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, este conjunto de recursos creció 104% i.a. en el primer trimestre. Con datos parciales a mayo la recaudación provincial habría exhibido un aumento de aproximadamente 114% i.a. en el segundo trimestre, en línea con el conjunto de los tributos nacionales que gravan la actividad económica doméstica.

La evolución de los ingresos tributarios implicó que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieran en términos nominales 78,3% i.a. en el primer trimestre de 2023 y 88,7% i.a. en el segundo trimestre (con datos parciales a mayo), con caídas en términos reales de 11,3% i.a. y 11,1% i.a., respectivamente. 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 primarias³⁰. Neto de estos efectos, los recursos habrían mostrado un incremento nominal de 102,0% i.a. en el primer trimestre (0,1% i.a. real) y de 113,1% i.a. +0,5% i.a. real) en el segundo trimestre (ver Gráfico 5.2).

27 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.

28 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 mercaderíasuntuosas), y se establecieron nuevas percepciones a cuenta del impuesto a las ganancias y sobre los bienes personales sobre transacciones alcanzadas por dicho impuesto (para pagos superiores a los US\$300 mensuales se aplicará, además de la percepción de 45 %, otra adicional de 25 % a cuenta del Impuesto a los bienes personales).

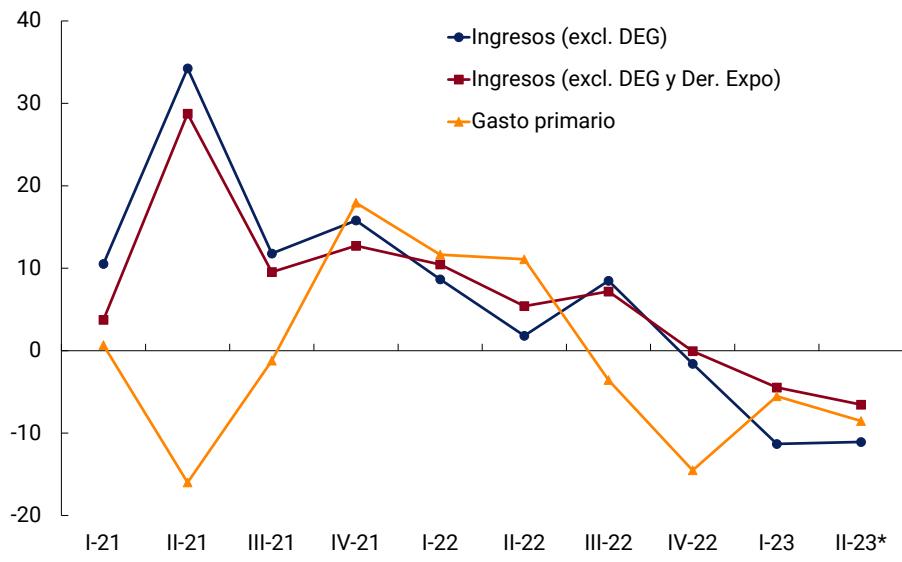
29 Si bien en esta oportunidad se sumaron las economías regionales al beneficio –el cual permanecerá vigente hasta fines de agosto–, un 95% de los ingresos originados por este programa respondieron a ventas al exterior del complejo oleaginoso en abril y mayo.

30 En los meses de enero a mayo de 2022 se registraron como ingresos por estos recursos \$259.217 millones que no se registraron en el año 2023.

Gráfico 5.2 | Ingresos y Gastos Primarios del SPNF

En términos reales

var. % i.a.



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

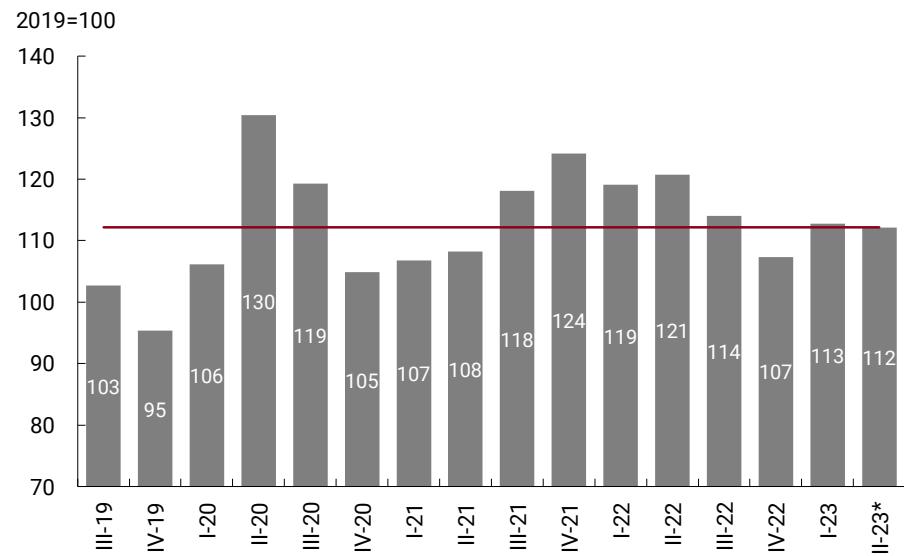
*Datos a may-23

5.2. Ante la significativa caída de los recursos asociada a la sequía, el gasto primario disminuyó en términos reales

La merma en los ingresos implicó que el ordenamiento fiscal tuvo como resultado una reducción real del gasto mayor a la prevista originalmente. Es así como, si bien se contuvo la expansión del gasto primario en términos reales, esto no se reflejó en una reducción que permitiera alcanzar la meta de resultado fiscal contemplada en el acuerdo con el FMI (ver Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3 | Gastos primarios reales

Ajustados por estacionalidad



*Datos a may-23.

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

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 89,8% i.a. en el primer trimestre del año y de 93,7% i.a. en el segundo trimestre (con datos parciales a mayo de 2023), por encima del avance nominal de los ingresos totales, pero por debajo de la suba de los ingresos netos del impacto negativo de la caída de la recaudación de derechos de exportación (por efecto de la sequía). Asimismo, durante esta primera mitad del año, las erogaciones primarias reales disminuyeron 5,5% i.a. en el primer trimestre y 8,5% i.a. en el segundo trimestre (con datos a mayo). Con datos parciales del segundo trimestre de 2023 (a mayo), el gasto primario real se redujo 0,7 p.p. s.e. con relación al primer trimestre de 2023 y 8,6 p.p. respecto de igual trimestre del año pasado.

Esta disminución del gasto se realizó sin afectar el gasto de capital, el cual creció 176,3% i.a. durante el primer trimestre y 144,3% i.a. durante el segundo trimestre (con datos a mayo). Esto es producto de la inversión asociada 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 en la segunda mitad del año y así fortalecer la consolidación fiscal en el mediano plazo.

En tanto, los gastos en prestaciones sociales (excluyendo las jubilaciones y pensiones) aumentaron 122,4% i.a. en el primer trimestre de 2023 (+10,6% en términos reales) y 102,6% i.a. —con datos parciales a mayo— en el segundo trimestre. En cuanto al gasto en prestaciones previsionales, las mismas 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, en compensación por la aceleración inflacionaria, se otorgaron en forma mensual desde fines de 2022.

El gasto en subsidios, que se había visto particularmente impactado por las significativas subas en los precios internacionales de combustibles y energía durante el año pasado, ahora muestra una caída. Así, durante el primer trimestre del año la merma resultó en un 35,7% i.a. en términos reales, en tanto que, con datos a mayo, durante el segundo trimestre la caída sería de aproximadamente 0,6% i.a. en términos reales. Las subas programadas de las tarifas de servicios públicos como agua, electricidad, gas y transporte, en el marco del avance de la segmentación tarifaria, permite, a su vez, la disminución paulatina de la carga del costo de estos servicios sobre las cuentas públicas.

Las partidas asociadas a remuneraciones y gasto en funcionamiento crecieron 100,0% i.a. (-0,7% i.a. real) en el primer trimestre y 109,9% i.a. en el segundo trimestre con datos a mayo (-1% i.a. real). Cabe señalar que en este último rubro se registran las compras de bienes y servicios (incluyendo, por ejemplo, las erogaciones asociadas a la compra de vacunas contra el COVID-19 y los gastos asociados al Censo Nacional de Población y Vivienda, que se realizó en 2022). En particular, las remuneraciones avanzaron 117,2% i.a. en el primer trimestre y 125% i.a. en el segundo trimestre, con datos a mayo, producto de los acuerdos salariales acordados.

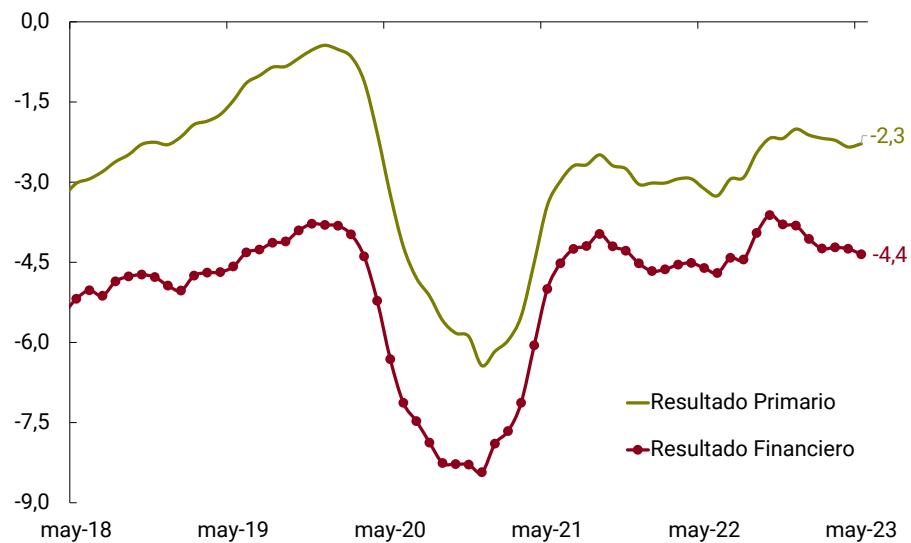
Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron (+63,5% i.a. nominal en el primer trimestre y 40,6% i.a. en el segundo —a mayo—) respecto del año previo. No obstante, las partidas correspondientes a las jurisdicciones subnacionales dependientes del régimen de coparticipación de impuestos, al no encontrarse afectados por la reducción de la recaudación por tributos sobre el comercio exterior, avanzaron a un ritmo superior (103,5% i.a. en el primer trimestre y 107,8% i.a. en el segundo trimestre con datos parciales a mayo).

El déficit primario del SPNF acumulado superó la meta prevista para el primer trimestre del año, a pesar de que continuó reduciéndose en términos del PIB respecto de los años previos. Así, en los últimos 12 meses a mayo de 2023, representó aproximadamente 2,3% del PIB. Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 4,4% del PIB (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 | Resultado del SPNF

Acumulado 12 meses

% del PIB



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

5.3. Durante el primer semestre de 2023 las necesidades financieras del Tesoro Nacional se cubrieron con colocaciones en el mercado local y asistencia del BCRA

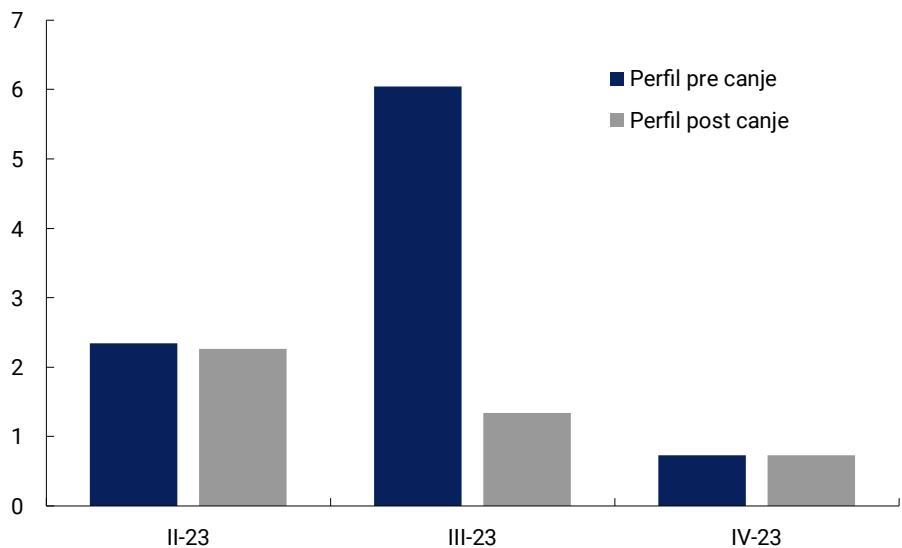
Durante los primeros seis meses de 2023 el Tesoro Nacional (TN) logró un refinanciamiento del 134,0% de los servicios de capital e intereses en pesos, lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente \$1,8 billones. Las emisiones de instrumentos de deuda en lo que va del año se concentraron en letras a descuento y en títulos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), mientras que, en menor medida, se colocaron títulos ajustados a la evolución del dólar (DLK) e instrumentos duales (mayor variación entre dólar y CER).

Respecto de fines del año pasado, los plazos de los instrumentos emitidos a descuento se redujeron, mientras que aquellos atados a la evolución del CER aumentaron levemente en el margen. Considerando como referencia a las letras a descuento, las tasas de interés nominales se elevaron en el primer trimestre para estabilizarse de ahí en más. Respecto de la Deuda Pública Nacional (DPN) en moneda extranjera, la porción que ajusta sus servicios a tasa variable, en particular con Organismos Internacionales Multilaterales y Bilaterales, se incrementó principalmente a partir de la suba de tasas de interés internacionales (ver Apartado 4 / El costo del endeudamiento público externo y la suba de la tasa de interés internacional).

Por su parte, el TN continuó con las operaciones de conversión voluntaria de deuda. Se realizó una operación similar a las previas a principios de junio, logrando aliviar una proporción de los vencimientos del tercer trimestre de 2023 (ver Gráfico 5.5). Asimismo, se colocaron a cambio instrumentos duales (atados a la mayor evolución entre la inflación y el tipo de cambio) e instrumentos atados a la inflación con vencimiento en 2024 y 2025, alargando los plazos de colocación.

Gráfico 5.5 | Conversión de deuda

% del PIB trim.



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

El stock de DPN a fines de mayo de 2023 ascendió a US\$398.823 millones y representó cerca de 87% del PIB, exhibiendo una reducción de unos 16,5 p.p. respecto de fines de 2020.

Pese al financiamiento neto que el TN obtuvo a través de licitaciones de instrumentos en el mercado doméstico, este panorama de 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 extraordinaria por parte del BCRA. De los \$1,76 billones que el BCRA transfirió al TN desde el inicio de 2023 hasta el 12 de julio —mediante Adelantos Transitorios netos—, la mitad se destinó a la atención de pagos de capital al FMI, y por lo tanto no implicó una expansión de la liquidez.

Con respecto a la deuda subnacional, cabe señalar que a principios de junio el directorio del BCRA dispuso los lineamientos bajo los cuales las provincias y los municipios deberán afrontar los vencimientos de deuda en moneda extranjera. La norma establece que las jurisdicciones deberán presentar una propuesta al BCRA que contemple una cancelación de hasta el 40% de los vencimientos de capital y que el resto del capital obtenga nuevo financiamiento, como mínimo, con una vida promedio de dos años. Esta decisión del BCRA busca seguir avanzando en un proceso de desendeudamiento en moneda extranjera a un ritmo que resulte compatible con las necesidades de divisas de la economía y la estabilidad cambiaria (ver Capítulo 4. Sector Externo).

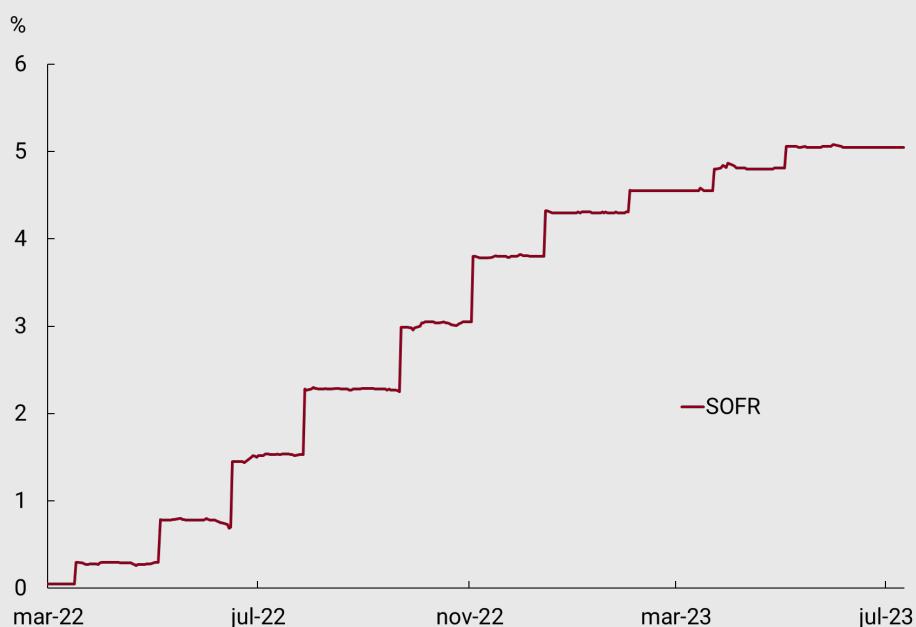
Apartado 4 / El costo del endeudamiento público externo y la suba de la tasa de interés internacional

La suba de la tasa de interés internacional posee múltiples impactos macroeconómicos. Dichos efectos suelen contemplar tanto impactos directos como indirectos. Entre los principales impactos, figuran desde deterioros en las expectativas de crecimiento globales, la inflación, movimientos en las cotizaciones de las divisas y otros activos, hasta cambios en los flujos de capitales ante variaciones en el apetito por el riesgo figuran entre los principales. Suele mencionarse que la Argentina, sin acceso a los mercados voluntarios de capitales desde el primer semestre de 2018, no se encuentra afectada por la evolución de las finanzas globales por su escasa integración financiera con el resto del mundo. Sin embargo, algunos efectos del vigente ciclo de suba de tasas internacionales sobre la economía argentina han demostrado ser muy significativos.

En respuesta a la aceleración inflacionaria global tras la pandemia y el inicio de la invasión rusa en Ucrania, ha tenido lugar el ciclo de suba de tasas de política monetaria (TPM) más agresiva de las últimas décadas por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y de los principales Bancos Centrales de los países desarrollados (ver Capítulo 2. Contexto Internacional del IPOM de junio de 2022). En reacción a los elevados índices de inflación, tanto la Fed como el Banco Central Europeo (BCE), decidieron llevar adelante una política monetaria contractiva, reduciendo el tamaño de su hoja de balance y subiendo en reiteradas oportunidades las tasas de interés de referencia.

Como consecuencia de la política monetaria fuertemente contractiva de las economías centrales, la tasa de referencia Secured Overnight Funding Rate (SOFR —por su sigla en inglés—) aumentó entre marzo de 2022 y junio de 2023 unos 500 puntos básicos (desde un valor de 0,05% a uno en torno a 5,05% en la actualidad; ver Gráfico 1), manteniéndose prácticamente sin modificaciones desde el último comunicado de la Fed al menos hasta fines de julio cuando podría volver a modificarse.

Gráfico 1 | Evolución de la Tasa SOFR

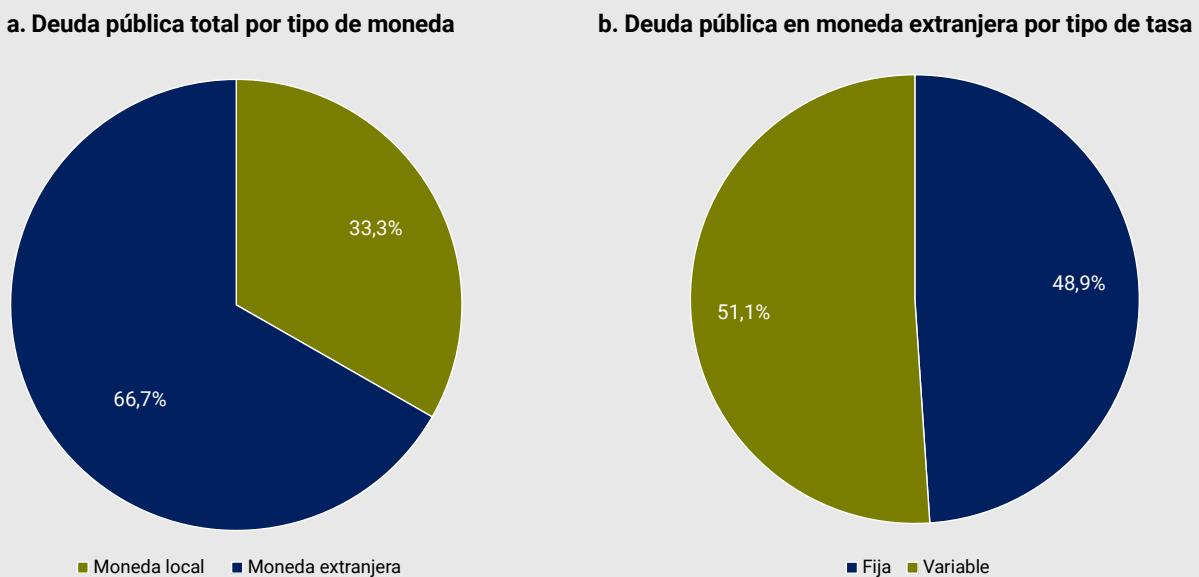


Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

El incremento de la tasa de interés internacional afecta a nuestro país, entre otros canales, a través del aumento en el costo de los servicios de la Deuda Pública Nacional (DPN), en particular aquella que está nominada en moneda extranjera y pactada a tasa variable.

Si observamos la composición de la DPN vemos que el 66,7% está denominada en moneda extranjera, de la cual poco más de la mitad (51,1%) paga intereses que se ajustan a una tasa variable (ver Gráfico 1). Este último tipo de deuda es la que se ve directamente afectada por la suba de las tasas de interés internacionales y es sobre la que se enfoca el presente análisis³¹.

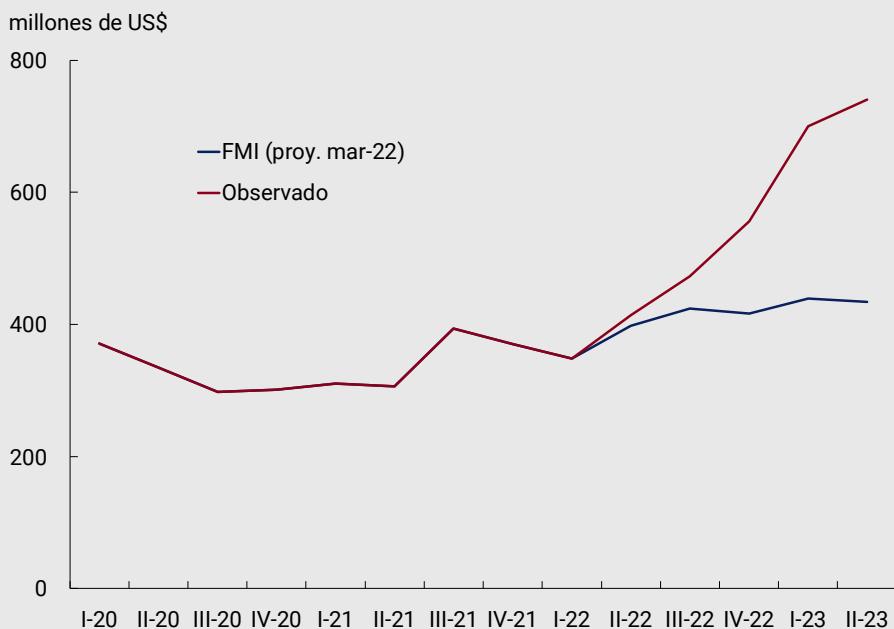
Gráfico 2 | Estructura de la Deuda Pública Nacional. Datos al 31 de diciembre de 2022



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

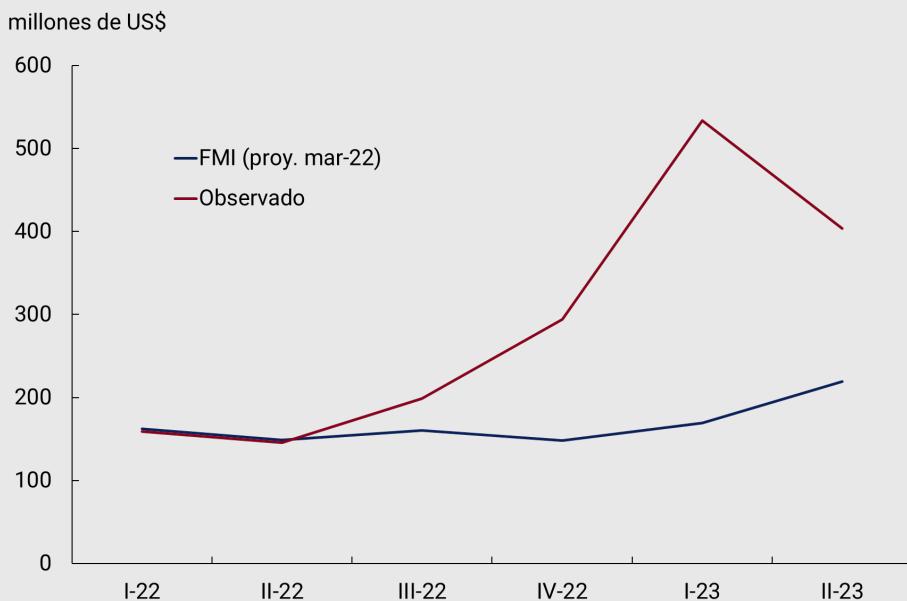
Cabe mencionar que el 25 de marzo de 2022 el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un nuevo acuerdo para refinanciar los vencimientos establecidos por el préstamo *Stand By* contraído en 2018. Las condiciones del endeudamiento con el FMI exigen a los países deudores el pago de una tasa variable (tasa de Derechos Especiales de Giro –DEG–), que, a grandes rasgos, resulta similar a la evolución de la tasa *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) en dólares. Además, el endeudamiento con el FMI requiere una sobretasa fija sobre el capital residual cuando el monto del préstamo supera cierto umbral relativo a la participación societaria (cuota) y una tasa fija extra cuando el período desde que se asumió el préstamo supera un lapso determinado. Este préstamo representa una de las deudas más relevantes que tiene el país, ya que representa 11,6% de su deuda total.

31 Cabe destacar que no es la única deuda sensible a los movimientos en la tasa de interés internacional, ya que la deuda denominada en moneda local también refleja parte de este impacto como consecuencia de que la misma influye sobre las condiciones del mercado de capitales doméstico, entre otros factores, a partir de la relación entre los rendimientos relativos esperados expresados tanto en moneda nacional como extranjera (la paridad descubierta de tasas). En efecto, bajo libre movilidad de capitales, un mayor costo relativo de la deuda extranjera "sin riesgo" implica la necesidad de convalidar mayores tasas de interés domésticas que compensen el costo básico del capital de modo de evitar una salida de capitales. Cabe destacar que este mecanismo se ha visto contenido en los últimos años por la presencia de controles sobre los flujos de capitales.

Gráfico 3 | Intereses FMI

Fuente: BCRA en base a datos de FMI y Secretaría de Finanzas.

En marzo de 2022, momento en el cual las tasas internacionales comenzaban a mostrar los primeros incrementos, se proyectaba un pago en concepto de intereses con organismos internacionales para el año 2022 de aproximadamente US\$1.587 millones y para el primer semestre de 2023 por US\$874 millones. Si comparamos estas cifras con los pagos efectivamente realizados, resulta que éstos fueron de US\$1.791 millones en 2022 y de US\$1.440 millones en los primeros seis meses de 2023, generando mayores obligaciones, como consecuencia fundamentalmente de la suba de la tasa de interés internacional, por US\$771 millones para todo el período considerado³².

Gráfico 4 | Intereses con otros organismos internacionales

Fuente: BCRA en base a datos de FMI, Secretaría de Finanzas y mercado de cambios (BCRA).

32 También influyó, en menor medida, el sendero del capital residual observado en relación con el proyectado inicialmente.

En el caso de los préstamos con Organismos Internacionales y Bilaterales de crédito (8,7% de la deuda total), el impacto de la suba de la tasa de interés se visualiza mayormente durante el corriente año³³. En este caso, las mayores obligaciones por efecto en la suba de la tasa de interés se calculan en US\$727,5 millones. Cabe destacar que la proyección tomaba como referencia el stock de capital adeudado al 31 de marzo de 2022, el cual se ha ido modificado posteriormente, generando fluctuaciones en los cargos de la deuda.

Tomando en consideración la totalidad de la Deuda Pública Nacional con Organismos Multilaterales y Bilaterales de Crédito (incluyendo al FMI), que es la mayor parte de la deuda pública en moneda extranjera ajustable a tasa variable, el impacto del aumento de la tasa de interés internacional se ha reflejado a partir de un mayor costo de los servicios de la deuda pública estimable en al menos US\$1.498 millones entre marzo de 2022 y junio de 2023, de los cuales US\$1.116 millones pertenecen a los primeros seis meses de 2023.

Como conclusión, puede afirmarse que los efectos de una suba de la tasa de interés internacional tienen implicancias directas y significativas sobre la dinámica de las obligaciones externas del sector público, en particular sobre las vinculadas a los compromisos con organismos internacionales. Las proyecciones sobre el sendero de la tasa de interés internacional sugieren que este incremento en el pago de intereses con el exterior se sostendría en el tiempo.

33 Esto se debería a que estos préstamos ajustan con un determinado rezago frente a las modificaciones en la tasa de referencia, que, para estos préstamos, es mayormente la tasa SOFR más una sobretasa.

6. Precios

La tasa de inflación evidenció una nueva suba en el segundo trimestre del año, promediando 7,4% mensual (+0,6 p.p. respecto al primer trimestre) y alcanzando 115,6% interanual en junio. Luego del incremento de la inflación mensual en marzo, que era previsible debido a la coincidencia de diversos factores estacionales y aumentos de precios regulados, sorprendió en abril una aceleración del nivel general de precios (8,4%, +0,7 p.p. respecto a marzo) y especialmente de la categoría Núcleo. Este incremento significativo de la inflación se produjo durante la última parte del mes, en el contexto de un aumento de la volatilidad financiera, reflejo de la incertidumbre cambiaria acentuada por los efectos de la sequía sobre la liquidación de divisas del sector agropecuario y el desempeño fiscal. En respuesta al alza de la inflación de abril, el Gobierno Nacional y el BCRA adoptaron medidas orientadas principalmente a reducir la volatilidad financiera, tales como la suba de la tasa de interés de política monetaria, la renovación y ampliación del swap con el Banco Central de China (PBoC), el restablecimiento del Programa de Incremento Exportador (PIE) y los cambios en las regulaciones para una mejor administración de las reservas internacionales.

Las decisiones adoptadas contribuyeron a contener la aceleración de los precios y, al coincidir con una marcada moderación de los alimentos frescos, permitieron una reducción de la tasa de inflación mensual en mayo (7,8%), que se profundizó en junio (6,0%), retornando a un nivel similar al verificado en enero. De esta forma, se evitó una espiralización del proceso inflacionario y se alcanzaron registros mensuales que, aunque elevados, fueron significativamente inferiores a lo esperado por las y los analistas del mercado de acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

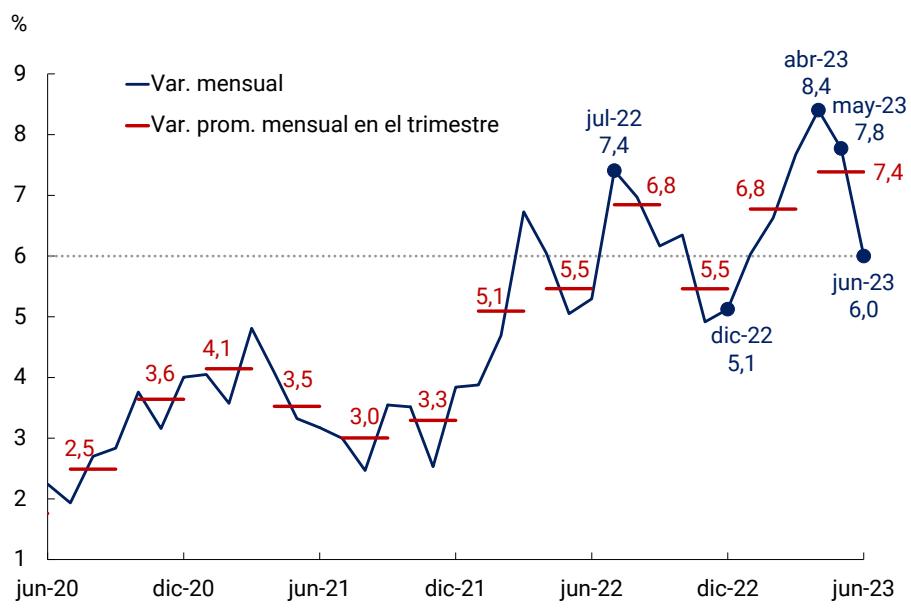
Para los próximos meses se prevé una reducción gradual de las tasas mensuales de inflación núcleo sin carnes. El ritmo de suba previsto para los salarios nominales, implícito en las paritarias acordadas recientemente por los principales gremios, y las elevadas expectativas inflacionarias explican en parte la perspectiva de gradualidad en dicho descenso. Sobre el nivel general de inflación incidirá también la típica volatilidad de los precios estacionales —los cuales tienden a acelerarse en septiembre y octubre— y de las carnes, mientras que se prevé una ligera desaceleración de la categoría Regulados, tras la significativa actualización de las tarifas de los servicios públicos más concentrada en el primer semestre.

El BCRA continuará orientando sus decisiones a acotar la volatilidad financiera y reducir la incertidumbre cambiaria para contener la inflación en un período que no está exento de riesgos, con tensiones acentuadas por el contexto de sequía récord y el ciclo político.

6.1. La tasa de inflación mensual se redujo en los últimos meses luego del máximo registrado en abril

El ritmo de suba mensual del nivel general de precios se redujo en mayo (7,8%) y junio (6,0%) interrumpiendo la tendencia creciente verificada desde enero. Esta moderación no alcanzó a compensar la marcada aceleración que se había verificado en abril (8,4%), resultando en un incremento de la tasa de inflación promedio mensual del segundo trimestre hasta 7,4% (+0,6 p.p. respecto al I-23, ver Gráfico 6.1).

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



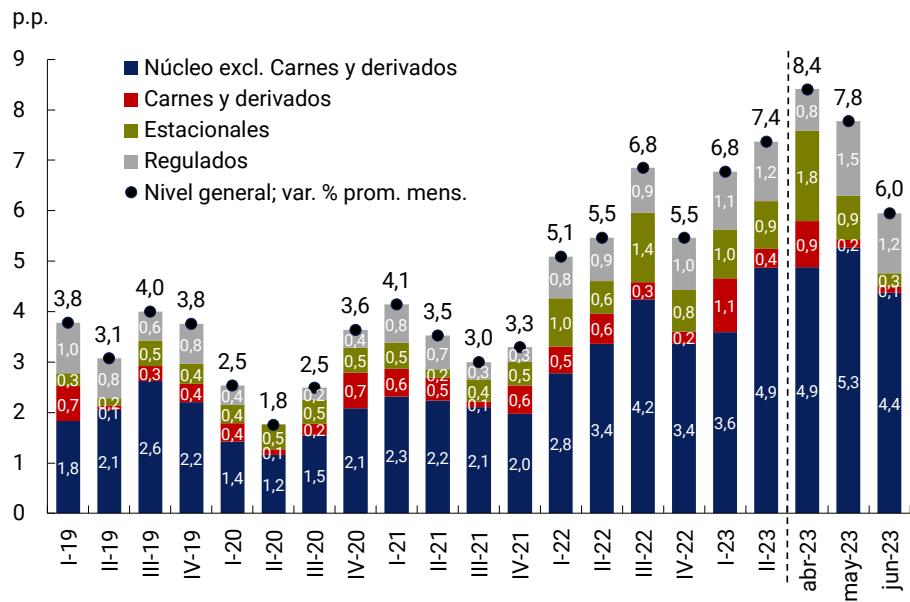
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La aceleración del nivel general de precios experimentada en el segundo trimestre fue impulsada principalmente por la categoría Núcleo que promedió una suba de 7,6% mensual (+0,8 p.p. respecto a I-23). Además, el aumento de la inflación núcleo excluyendo a las Carnes y derivados—que podría considerarse una medida más estructural de la inflación subyacente—fue incluso mayor, alcanzando el 8,2% promedio mensual (+2,2 p.p.). En el trimestre también incidió, aunque en menor medida, la leve aceleración de la categoría Regulados (7,0% promedio mensual, +0,2 p.p.). Por último, los bienes y servicios Estacionales sostuvieron una tasa de expansión similar a la del primer trimestre (6,7% promedio mensual, -0,1 p.p.; ver Gráfico 6.2).

La evolución de la tasa mensual de inflación fue dispar a lo largo del trimestre, con un significativo aumento en abril que luego fue revirtiéndose en mayo y junio. Sobre el incremento de la inflación verificado en abril (8,4%, +0,7 p.p. respecto a marzo) influyó el contexto de aumento de la volatilidad financiera y de la incertidumbre cambiaria, con tensiones acentuadas por los efectos de la sequía sobre la liquidación de divisas y el resultado fiscal. Esto se vio reflejado en una significativa suba de la inflación núcleo, hasta 8,4% en abril (+1,2 p.p. respecto a marzo), en especial de la Núcleo excluyendo a las carnes y derivados (8,3%, +1,8 p.p.). Adicionalmente, los factores climáticos, que habían influido sobre la aceleración de la categoría Estacionales en marzo (9,3%, +6,0 p.p. respecto a febrero), afectaron nuevamente a los precios de las verduras y las frutas ejerciendo una presión alcista sobre dicha categoría en el mes de abril (12,6%, +3,3 p.p. respecto a marzo).

Gráfico 6.2 | IPC. Principales categorías

Contribuciones en p.p. a la variación promedio mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En contraste, la leve reducción de la inflación mensual de mayo (7,8%, -0,6 p.p.) fue traccionada por una moderación en los alimentos frescos (carnes, verduras y frutas), que incidió tanto en la categoría Núcleo, como en la de Estacionales. En sentido contrario, la categoría Núcleo excluyendo al agrupado Carnes y derivados verificó una nueva aceleración (8,9%, +0,6 p.p. respecto a abril), explicada en parte por el elevado arrastre estadístico que dejaron las significativas subas de precios observadas a fines de abril, especialmente en alimentos envasados. Sin embargo, las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional y el BCRA orientadas a reducir la volatilidad financiera, tales como la suba de la tasa de interés de política monetaria, la renovación y ampliación del swap con el Banco Central de China (PBoC), el restablecimiento del Programa de Incremento Exportador (PIE) y los cambios en las regulaciones para una mejor administración de las reservas internacionales, contribuyeron a contener la inflación en las últimas semanas del mes y evitar un proceso de espiralización. En efecto, la inflación de mayo resultó 1,2 p.p. inferior a la esperada por quienes respondieron el REM (mediana) y dejó un menor arrastre para junio.

Por último, la marcada desaceleración del nivel general de precios de junio (6,0%, -1,8 p.p. respecto a mayo) fue más generalizada y, a diferencia de mayo, se verificó en las tres principales categorías del IPC. La inflación núcleo se redujo hasta 6,5% (-1,2 p.p.), la categoría Estacionales moderó significativamente su ritmo de suba a 1,8% (-4,1 p.p. respecto a mayo), mientras que la de Regulados se desaceleró a 7,2% mensual (-1,8 p.p.). Los agrupados Carnes y derivados, Verduras, tubérculos y legumbres y Frutas que habían registrado subas muy elevadas en los primeros cuatro meses del año, afectados por la sequía y la estacionalidad de los precios de la carne vacuna, evidenciaron una segunda moderación consecutiva en junio e incluso se verificaron caídas en algunos ítems. Es muy importante destacar que, a diferencia de mayo, la inflación núcleo excluyendo al agrupado Carnes y derivados se redujo en junio hasta 7,3% mensual y fue significativamente menor a la de abril (8,9%).

Al desagregar el IPC Nacional en Bienes (7,3% prom. mensual en II-23) y Servicios (7,5% prom. mensual en II-23) se verifica que la aceleración del nivel general de precios del segundo trimestre respecto al primero fue de 0,6 p.p. en ambos agrupados, siendo más elevada la incidencia de los bienes debido a su mayor ponderación.

El aumento en el ritmo de suba de los bienes fue ampliamente difundido, destacándose la aceleración de la mayor parte de los agrupados de la división Alimentos y bebidas no alcohólicas, con la excepción de los alimentos frescos (Carnes y derivados, Frutas y Verduras, tubérculos y legumbres). En el trimestre también sobresalieron las mayores subas experimentadas por los agrupados de Productos medicinales, Adquisición de vehículos y Periódicos, diarios y revistas. La división de Prendas de vestir y calzado (7,5% promedio mensual, +2,4 p.p. respecto a I-23) también se aceleró significativamente, aunque dicha evolución se debió principalmente a factores estacionales. Los precios de los combustibles, si bien evidenciaron cierto aumento en su tasa de variación, exhibieron un incremento relativamente acotado respecto al resto de los bienes (5,2% promedio mensual, +0,7 p.p. respecto a I-23) debido a la continuidad del programa Precios Justos que incluye a las naftas³⁴. El mayor ritmo de suba de los bienes en el trimestre también fue capturado por los grupos del IPC que además incluyen servicios, como Equipamiento y mantenimiento del hogar, Bienes y servicios para la conservación del hogar y Cuidado personal.

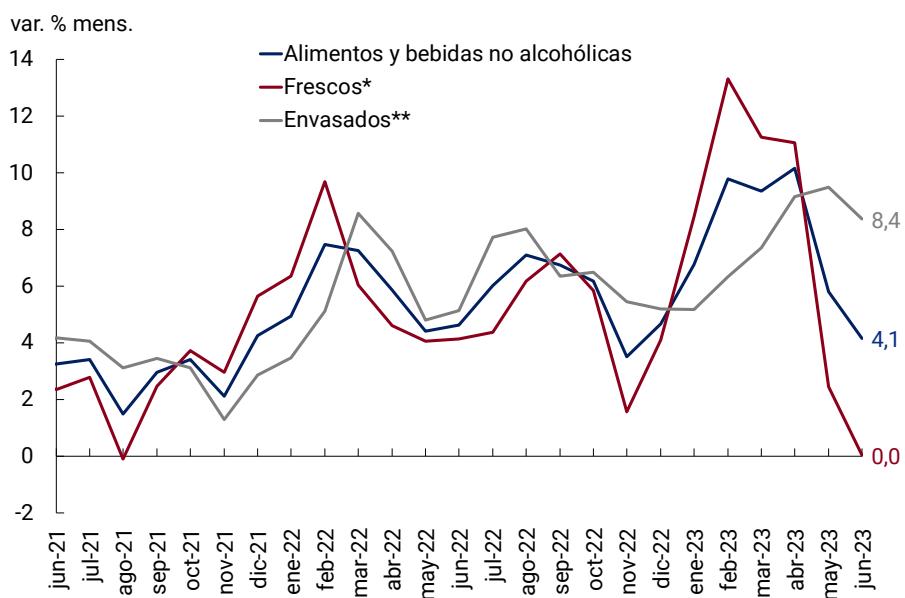
En lo que respecta específicamente a los Alimentos y bebidas no alcohólicas (AyB), la reducción en el ritmo de los precios de las carnes permitió una desaceleración de la división en el trimestre, pese a que la mayoría de sus agrupados se aceleró. Al igual que el nivel general de inflación, la división presentó una evolución dispar a lo largo del segundo trimestre, alcanzando un pico de 10,1% de suba mensual en abril para luego desacelerarse significativamente hasta 5,8 y 4,1% en mayo y junio, respectivamente, promediando de esta forma un incremento de 6,7% mensual en el segundo trimestre (-2,0 p.p. respecto al I-23). La desaceleración de mayo y junio respecto a abril obedeció a la evolución de los alimentos frescos (carnes, frutas y verduras), que promediaron una suba de 1,2% en dichos meses luego de haberse incrementado 11,1% en abril. Por su parte, los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas, que se habían acelerado significativamente en abril y mayo (9,3% promedio mensual, +1,9 p.p. respecto a marzo), se desaceleraron en junio promediando una suba de 8,4% (ver Gráficos 6.3 y 6.4).

Entre los alimentos frescos, el agrupado Carnes y derivados –de elevada ponderación en la canasta de consumo de los hogares– fue el que explicó la mayor parte de la desaceleración respecto al primer trimestre. Luego de haber promediado un incremento de 11,5% mensual en el primer trimestre del año, destacándose la suba de 19,5% en febrero, las carnes redujeron su ritmo de suba en abril hasta 9,1% y luego evidenciaron una significativa y previsible desaceleración en mayo y junio (1,4% promedio mensual). Esta evolución refleja el comienzo del período del año en el que suelen registrarse incrementos mensuales acotados vinculados al ciclo ganadero³⁵. Por su parte, el agrupado Verduras, tubérculos y legumbres mantuvo un ritmo similar al del primer trimestre (8,4% en II-23, -0,1 p.p. respecto al I-23), con un elevado incremento en abril (20,4% mensual) seguido de una marcada desaceleración hasta 2,8% promedio mensual en mayo y junio. Por último, las frutas, de relativamente baja ponderación en el IPC, promediaron una caída de 0,5% en el trimestre contribuyendo así a la moderación de los alimentos frescos, aunque en menor medida en comparación con las carnes. Esta reducción en el ritmo de suba de los precios de las frutas se dio tras un primer trimestre en el que aumentaron en promedio 13,2% mensual afectados por el impacto de la sequía (ver Apartado 5 / Evolución reciente de los precios de los alimentos y su vinculación con la sequía).

34 El programa Precios Justos lanzado el 11-nov-22 (Res. 823/22-Mecon) consiste en un esquema de acuerdos voluntarios entre el Gobierno Nacional, supermercados, distribuidores mayoristas y comercios adheridos que establece precios de referencia para una canasta de casi 2.000 productos de consumo masivo que actualmente tiene una pauta de aumento de 3,8% mensual hasta el 31 de julio de 2023 (ver [enlace](#)). Luego de su lanzamiento, el alcance del programa se extendió a otros rubros como los combustibles (ver [enlace](#)).

35 Ver “Apartado 3 / La evolución reciente de los precios de la carne” de la edición de abril 2023 del IPOM.

Gráfico 6.3 | Evolución mensual de los precios de los alimentos frescos y envasados



*Incluye los agrupados Carnes y derivados, Frutas y Verduras, tubérculos y legumbres.

**Incluye al resto de los alimentos y a las bebidas no alcohólicas incluidas en el IPC.

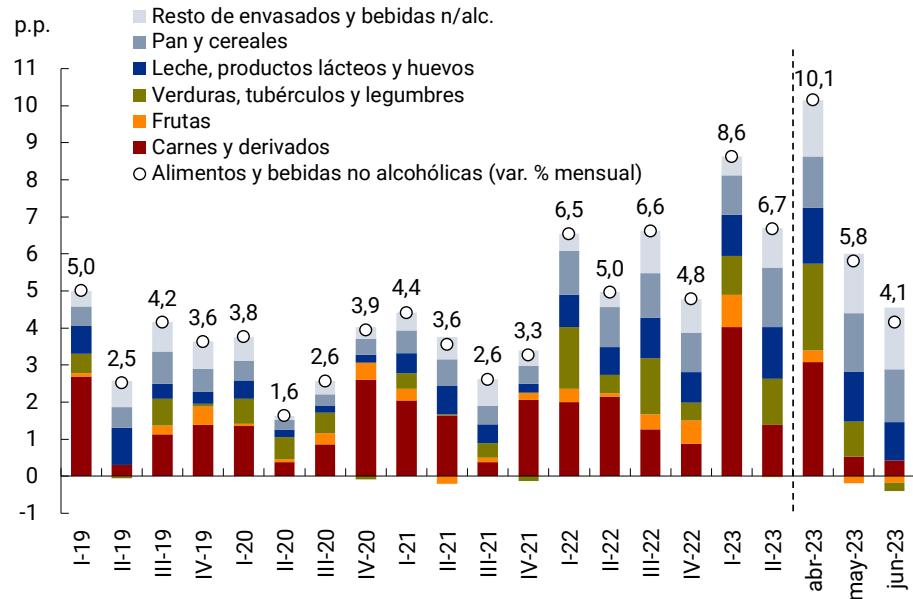
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Entre los alimentos envasados y las bebidas no alcohólicas la aceleración de abril y mayo (subas de 9,2% y 9,5% respectivamente, +2,0 p.p. respecto a marzo) fue difundida. Las mayores subas en dicho bimestre se dieron en Azúcar, dulces y otros (12,1%), Lácteos y huevos (10,4%) y Pan y cereales (9,2%), mientras que Aceites y grasas (5,7%) y las Bebidas no alcohólicas (7,8%) se incrementaron menos que el promedio. Los porcentajes de aumentos mensuales fueron en todos los casos superiores al ritmo acordado en el programa Precios Justos, dando cuenta de un comportamiento diferenciado entre los distintos canales de comercialización. En este sentido, el Gobierno Nacional anunció en junio la ampliación de dicho programa a comercios de cercanía (almacenes/autoservicios) para mejorar su efectividad³⁶. Luego de la aceleración de abril y mayo, en junio se verificó una moderación difundida de los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas, en línea con la evolución de la mayor parte de los bienes. En el mes se destacó la desaceleración de Lácteos y huevos (7,4%, -2,4 p.p. respecto a mayo) y Pan y cereales (8,6%, -1,3 p.p.).

36 A comienzos de junio, el Gobierno Nacional lanzó programa “Precios Justos barriales” en el marco del programa Precios Justos. Esta iniciativa consiste en un esquema de acuerdos de precios voluntarios con supermercados mayoristas, distribuidores y empresas de consumo masivo que establece los precios de lista de una canasta de productos de primera necesidad que se comercializan en locales autoservicio y almacenes (ver [enlace](#)). Con vigencia en principio hasta el 15/7, el programa se propone fijar los precios de referencia para una canasta de hasta 95 artículos según la jurisdicción que incluye no solo alimentos y bebidas envasados sino también artículos de cuidado personal, productos medicinales y de limpieza, y apunta a morigerar la brecha de precios que se da entre los precios de venta de los productos ofrecidos en los supermercados y grandes tiendas (sujetos al acuerdo de Precios Justos) y los comercios de cercanía (que hasta junio no estaban incluidos en el programa de acuerdo de precios).

Gráfico 6.4 | Evolución mensual 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 servicios, en el segundo trimestre del año se aceleraron hasta 7,5% de suba promedio mensual (+0,6 p.p. respecto al primer trimestre), manteniendo un ritmo inferior al de los bienes. De esta forma, se retomó el proceso de deterioro del precio relativo promedio de los servicios frente a los bienes iniciado en abril de 2018³⁷, que se había interrumpido en los dos trimestres previos. Hacia el interior del conjunto de los servicios que conforman el IPC se verificó una evolución heterogénea.

Los Servicios privados no regulados evidenciaron una aceleración, alcanzando un incremento de 7,1% promedio mensual en el trimestre (+0,4 p.p. respecto al I-23). Se destacaron por su incidencia las subas en los agrupados de Restaurantes y comidas fuera del hogar —asociados a la suba de los alimentos— en torno al 8,5% promedio mensual (+1,3 p.p.) y, en menor medida, los servicios vinculados al turismo, incluidos en los agrupados de Hoteles (7,2% promedio mensual, +3,3 p.p.) y Servicios recreativos y culturales (7,2% promedio mensual, +0,6 p.p.).

Los Servicios públicos también incrementaron su ritmo de suba en forma incluso más significativa, hasta 10,8% promedio mensual en el trimestre (+4,2 p.p. respecto a I-23), en un contexto de continuidad del régimen de actualización y segmentación de las tarifas de electricidad y gas. Respecto a las tarifas del Transporte público, cabe señalar que estas comenzaron a actualizarse mensualmente según la evolución del IPC Nacional desde el 1 de marzo³⁸.

En sentido contrario, los servicios privados regulados exhibieron un ritmo más moderado, en torno al 5,9% promedio mensual en el primer trimestre (-2,0 p.p. respecto a I-23). La desaceleración se explicó fundamentalmente por menores aumentos en Educación, dado que esta división registra habitualmente variaciones

37 Este deterioro se había iniciado en un contexto de incremento del tipo de cambio real y se profundizó en 2020 y 2021 debido principalmente a la pandemia y a la política de tarifas de servicios públicos.

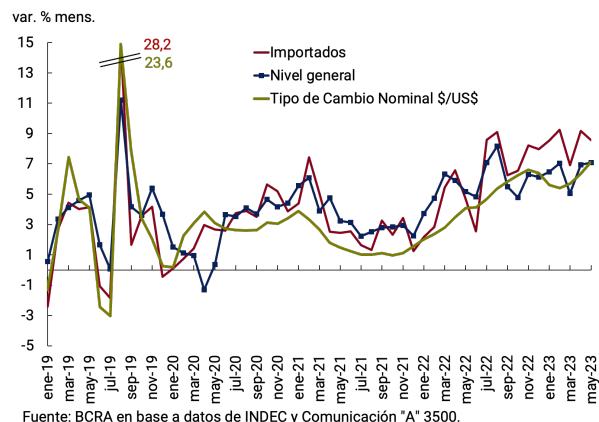
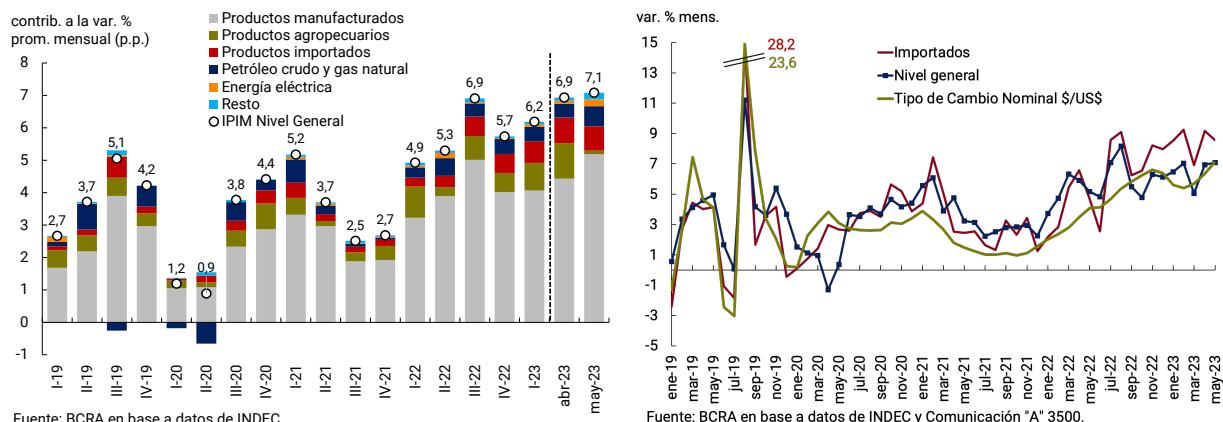
38 Resolución 1017/2022 del Ministerio de Transporte de la Nación.

muy significativas en marzo de cada año, en coincidencia con el inicio del ciclo lectivo, y luego presenta aumentos relativamente acotados durante el resto del año. Asimismo, los precios de la medicina prepaga también se desaceleraron durante el segundo trimestre hasta 4,3% promedio mensual (-3,0 p.p.), siguiendo la fórmula de actualización mensual dispuesta por el Gobierno Nacional³⁹. En contraposición, los Servicios de telefonía e internet incrementaron su ritmo de expansión hasta 7,8% promedio mensual (+1,9 p.p.).

6.2. Los precios mayoristas evidenciaron una aceleración más acotada que los minoristas en el segundo trimestre

Los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM)⁴⁰ también se aceleraron en el periodo abril-mayo (7,0% promedio mensual, +0,8 p.p. respecto al I-23). Sin embargo, a diferencia del IPC Nivel general y del IPC Bienes, la variación mensual del IPIM en abril fue inferior al 7,0% y en mayo se mantuvo en un ritmo similar (7,1%) dando cuenta de una aceleración de menor intensidad (ver Gráfico 6.5).

Gráfico 6.5 | Evolución de los precios mayoristas



Al interior del IPIM se verificaron comportamientos heterogéneos entre agrupados. La aceleración del nivel general durante el bimestre abril-mayo fue impulsada principalmente por un incremento en el ritmo de suba de los Productos manufacturados, que aumentaron 6,9% promedio mensual (+1,2 p.p. respecto al I-23). Sobre esta evolución influyeron fundamentalmente las mayores alzas en los precios mayoristas de los Alimentos y bebidas. En el mismo sentido incidió la aceleración de los Productos importados hasta 8,9% promedio mensual (+0,6 p.p.), destacándose que en dicho período su ritmo de suba continuó superando al incremento del tipo de cambio oficial, una tendencia que comenzó en 2020. Por su parte, los precios de los Productos primarios se moderaron ligeramente hasta 6,2% promedio mensual (-0,6 p.p. respecto a I-23), influidos por menores subas en los precios de las carnes, verduras y frutas en mayo, que se vieron reflejadas tanto en los índices mayoristas como minoristas.

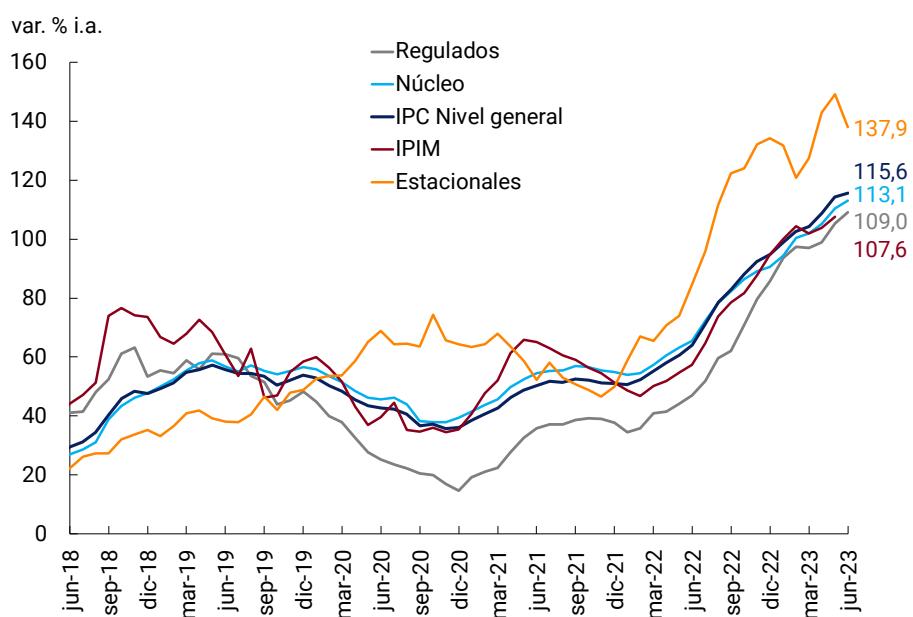
39 El Gobierno Nacional dispuso mediante el DNU N°743/2022 la fórmula de actualización de los valores de las cuotas de la medicina prepaga con vigencia desde febrero de 2023 y una extensión de 18 meses. La medida establece que el incremento mensual del valor de las cuotas para los titulares contratantes de los planes de salud que posean ingresos netos inferiores a seis (6) Salarios Mínimos, Vitales y Móviles (SMVM) y certifiquen mensualmente sus ingresos no podrá superar el 90% de la variación del Índice de Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE) del mes inmediato anterior publicado (tope máximo de actualización, ver [enlace](#)). 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](#)).

40 Datos disponibles a mayo de 2023.

6.3. La tasa de inflación interanual continuó elevándose mientras que la categoría Estacionales evidenció nuevamente el mayor ritmo de incremento

En lo que va del año, la tasa de inflación interanual (i.a.) continúo aumentando hasta alcanzar el 115,6% en junio. A nivel de sus principales categorías, continuó la evolución verificada durante 2022, con los bienes y servicios estacionales evidenciando el ritmo más elevado. En efecto, la categoría Estacionales aumentó 137,9% (i.a.) en junio, mientras que los Regulados incrementaron su ritmo de expansión hasta 109,0% i.a., asemejándose al de la categoría Núcleo que alcanzó el 113,1 i.a. Por otra parte, la inflación mayorista interanual se ubicó en 107,6% en mayo, por debajo de la tasa de aumento del IPC, tendencia que también se había registrado a lo largo de todo 2022 y que se había interrumpido al inicio de 2023 (ver Gráfico 6.6).

Gráfico 6.6 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

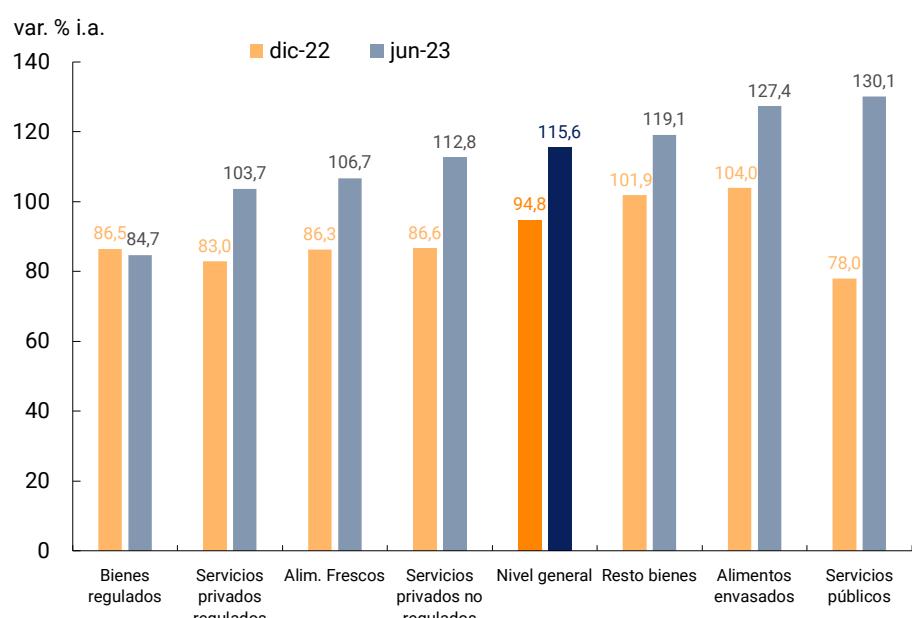
La categoría Estacionales continuó entonces ganando peso relativo sostenidamente desde inicios de 2022, en tanto que la categoría Regulados siguió perdiendo ponderación en el primer trimestre de 2023, aunque a un ritmo mucho más acotado que el verificado en los últimos años. La aceleración de los Regulados fue impulsada por el régimen de actualización y segmentación de tarifas de servicios públicos iniciado en la segunda mitad de 2022.

Analizando a un mayor nivel de apertura, se observaron en junio incrementos en las variaciones interanuales de la mayoría de los principales agrupados que componen el IPC respecto a las verificadas en 2022, aunque de magnitudes heterogéneas (ver Gráfico 6.7).

Los agrupados compuestos por bienes que pertenecen a la categoría Núcleo, con la excepción de las Carnes y derivados, evidenciaron incrementos interanuales por encima del Nivel general, con subas de 127,4% i.a. en los Alimentos envasados y 119,1% i.a. en el Resto de los bienes núcleo. Los servicios públicos también registraron subas por encima del Nivel general y evidenciaron la mayor aceleración entre los grupos analizados, alcanzando en junio una variación interanual de 130,1% i.a. (+52,1 p.p. respecto al 78% i.a. de dic-22).

Por su parte, los Servicios privados, los Bienes regulados y los Alimentos frescos verificaron aumentos inferiores al del Nivel general. En efecto, los Servicios privados no regulados subieron 112,8% i.a. (+26,1 p.p. respecto a 2022), seguidos por el conjunto de los Alimentos frescos, que registraron un incremento de 106,7% i.a. (+20,5 p.p.). Cabe señalar que hacia el interior de este último grupo se registraron comportamientos muy heterogéneos, con las verduras y las frutas con tasas de variación de 168,2% i.a. y 154,4% i.a. respectivamente, compensadas parcialmente por una suba significativamente menor de las carnes y sus derivados, de 84,7% i.a. Por último, los precios de los Servicios privados regulados se expandieron 103,7% i.a. (+20,7 p.p.), en tanto que los Bienes regulados sostuvieron el ritmo del año previo y mostraron en junio la variación más acotada, en torno a 84,7% i.a. (-1,7 p.p.).

Gráfico 6.7 | Evolución por grupos seleccionados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

6.4. Perspectivas

En los primeros meses del año la sequía récord incidió negativamente sobre los niveles de inflación, sumándose a la inercia previa, y derivando en una marcada aceleración del IPC hasta abril. Los precios de las verduras, frutas e incluso carne aviar, huevos y lácteos fueron impulsados en forma directa por las condiciones climáticas adversas para la oferta de dichos bienes. A través de la reducción en la liquidación de divisas y la merma en la recaudación fiscal la sequía también provocó un aumento de la incertidumbre sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas, resultando en una mayor volatilidad financiera y presionando indirectamente al alza las tasas de inflación de abril y mayo. En respuesta, el Gobierno Nacional y el BCRA instrumentaron un conjunto de medidas a fin de reducir la volatilidad financiera, entre ellas el incremento la tasa de interés de política monetaria, la renovación y ampliación del swap con el Banco Central de China (PBoC), el restablecimiento del Programa de Incremento Exportador (PIE) y la adecuación de las regulaciones para una mejor administración de las reservas internacionales.

Las iniciativas adoptadas lograron contener la aceleración inflacionaria evitando un proceso de espiralización al tiempo que la desaceleración de los precios de los alimentos frescos, afectados previamente por las

condiciones climáticas adversas, permitió en mayo evidenciar incluso una leve reducción de la tasa de inflación mensual. En junio se profundizó el descenso de la tasa de inflación alcanzando un nivel de 6,0% mensual, desaceleración que fue más difundida entre los distintos agrupados del IPC respecto a la verificada en mayo. De esta forma, el ritmo de suba de los precios retornó a un nivel similar al registrado en enero que, si bien es aún elevado, implica una marcada reducción respecto al 8,4% alcanzado en abril.

Para los próximos meses se prevé una reducción gradual de las tasas mensuales de inflación núcleo sin carnes. Un conjunto de factores explica la perspectiva de gradualidad en dicho descenso durante el resto del año, entre ellos, el ritmo de suba de los salarios nominales implícito en las paritarias recientes y las elevadas expectativas de inflación. Respecto a las negociaciones salariales se observa además un acortamiento de los plazos contractuales y un aumento en la cantidad de tramos de incrementos otorgados. No obstante, el salario registrado ha caído en términos reales en los primeros meses del año generando presiones al alza para las renegociaciones que se darán durante el segundo semestre. Sobre el nivel general incidirá también la típica volatilidad de los precios estacionales—los cuales tienden a acelerarse en septiembre y octubre— y de las carnes, mientras que se prevé una ligera desaceleración de la categoría Regulados, tras la actualización de las tarifas de los servicios públicos que se verificó en el primer semestre.

El BCRA continuará orientando sus decisiones a acotar la volatilidad financiera y reducir la incertidumbre cambiaria para contener la inflación en un período que no está exento de riesgos, con tensiones acentuadas por el contexto de sequía y el ciclo político.

Apartado 5 / Evolución reciente de los precios de los alimentos y su vinculación con la sequía

Los alimentos son una parte fundamental de la canasta de consumo de los hogares, por lo que su ponderación en el IPC es elevada y analizar su evolución es muy relevante debido al impacto sobre la dinámica inflacionaria y sus efectos redistributivos. En este sentido, el incremento de la inflación que se observó durante 2023 estuvo en gran medida vinculado a la significativa aceleración que experimentaron los precios de los alimentos en los primeros cuatro meses del año, alcanzándose en abril un pico de 10,1% de suba mensual en la división Alimentos y Bebidas no alcohólicas del IPC (AyB). Distintos factores explicaron dicha aceleración reciente y se sumaron a una tendencia al alza que comenzó a nivel local con la depreciación de la moneda en 2018/19 y continuó desde 2020 debido a factores globales, como la pandemia y luego la guerra en Ucrania, que elevaron los precios relativos de los alimentos a nivel internacional. Los factores domésticos recientes, que contribuyeron hasta abril a elevar la ponderación de AyB en el IPC a niveles máximos desde hace al menos diez años, fueron de naturaleza transitoria. En este sentido, a partir de mayo se verificó primero la desaceleración de los alimentos que denominamos frescos (carnes, verduras y frutas) y luego en junio la moderación de los envasados y bebidas, resultando en una reducción en el ritmo de suba mensual de la división AyB hasta 4,1% en el mes (-1,7 p.p. respecto a mayo y -6,0 p.p. respecto al pico de abril, ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | IPCBA. Evolución de la división AyB relativa al Nivel General



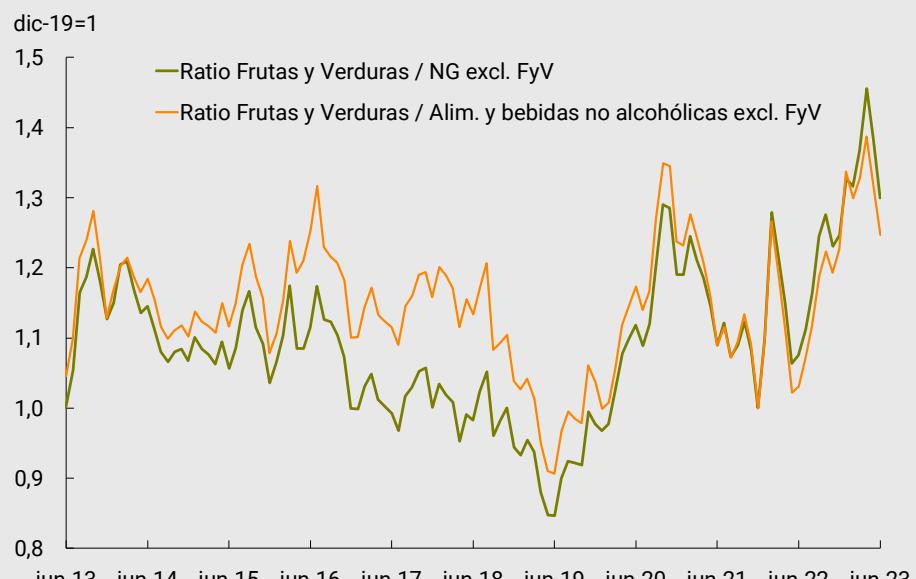
Fuente: BCRA en base a datos de DGEC-GCBA.

Varias causas contribuyeron a incrementar el ritmo de suba de la división AyB en los primeros meses del año. En primer lugar, se destacó el impacto de una de las sequías más severas de la historia argentina que gatilló una aceleración de los alimentos frescos, con efectos directos sobre los precios de frutas, verduras, carne aviar e incluso de algunos alimentos que incluimos en envasados como huevos y azúcar. Los agrupados de Frutas y Verduras, tubérculos y legumbres⁴¹, compuestos por bienes cuya oferta resulta muy sensible a los

41 Los agrupados de Frutas y de Verduras, tubérculos y legumbres tienen una ponderación implícita en el IPC de 5,0% aproximadamente en jun-23.

cambios en las condiciones climáticas, acumularon subas de 171,0% y 153,8% entre junio de 2022 y abril de 2023 respectivamente. Esos aumentos fueron muy superiores a los incrementos acumulados por el nivel general de precios y por la categoría Núcleo para dicho período (88,8% y 85,6% respectivamente). De esta forma las frutas y verduras alcanzaron precios relativos que fueron también récord al menos de los últimos diez años (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | IPCBA. Precios relativos de las frutas y verduras



Fuente: BCRA en base a datos de DGEC-CABA.

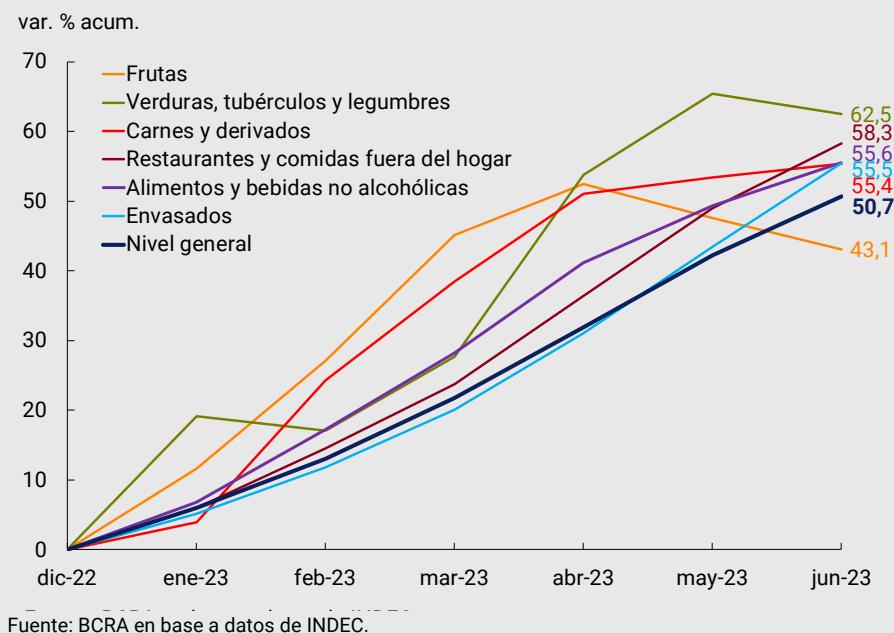
Las elevadas temperaturas en el comienzo del año habrían impactado negativamente también sobre la reproducción y alimentación de pollos, forzando una reducción transitoria de la oferta y subas significativas en sus precios, especialmente entre marzo y abril. Por ejemplo, el pollo entero y los huevos de gallina acumularon alzas promedio estimadas de 77,1% y 80,8% respectivamente durante los 4 primeros meses del año, de acuerdo con los precios medios medidos por INDEC para la región GBA. Por otro lado, la típica aceleración en los precios de la carne vacuna, que suele comenzar entre octubre y diciembre de cada año, se demoró más de lo habitual y no ocurrió en el último trimestre de 2022 sino que se concentró en los meses de febrero, marzo y abril del año en curso, traccionando al agrupado Carnes y derivados⁴² que acumuló un aumento de 45,3% en esos tres meses. Esta fuerte aceleración de las carnes tuvo una elevada incidencia en el nivel general de inflación en la primera parte del año sumándose a las contribuciones de las verduras y las frutas explicadas previamente.

En la segunda mitad de abril se produjo un episodio de incremento de la volatilidad financiera doméstica y de la incertidumbre cambiaria explicado en parte por el deterioro de las perspectivas sobre algunas de las principales variables macroeconómicas. Este deterioro se produjo a medida que se confirmaban los datos de caídas en las cosechas de maíz y soja, que reflejaron la severidad de la sequía. En dicho contexto los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas, entre otros bienes, se aceleraron significativamente en las últimas semanas de abril y la primera parte de mayo, promediando subas mensuales de 9,3% en el bimestre.

42 El agrupado Carnes y derivados tiene una ponderación implícita en el IPC de 9,1% aproximadamente en jun-23.

Por último, la aceleración de los precios de los alimentos y bebidas repercutió en forma directa en las funciones de costos de algunos sectores productores de servicios. Este efecto puede verse reflejado especialmente en la trayectoria del agrupado Restaurantes y comidas fuera del hogar del IPC, que ha acumulado un aumento de 58,3% hasta junio, ritmo de suba similar al de la división AyB (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | IPC. Variaciones acumuladas por grupos de alimentos en 2023

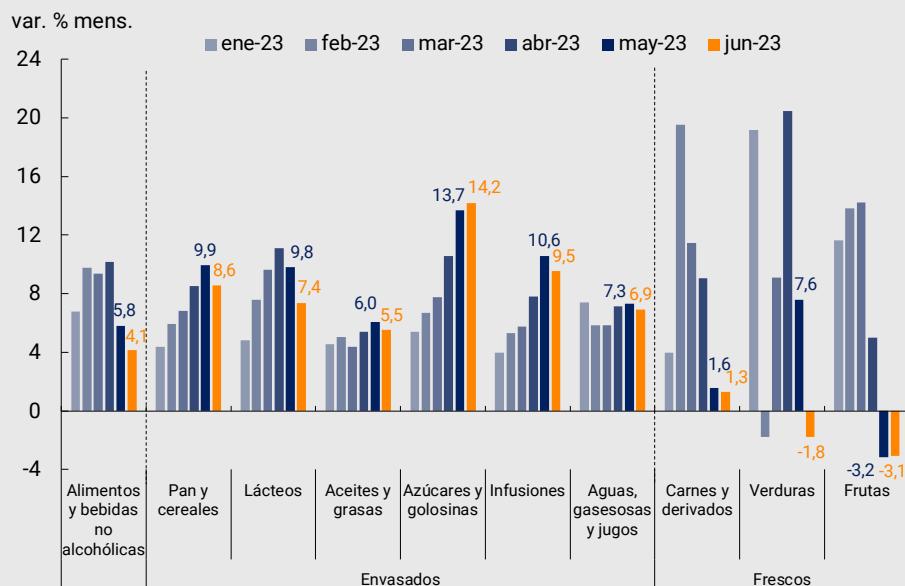


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Los efectos de la sequía sobre la oferta de frutas, verduras y carne aviar fueron quedando atrás y desde mayo se produjo una significativa desaceleración de sus precios. Sumado a esto, a partir de dicho mes comenzó la etapa del año en que suelen verificarse alzas más acotadas en los precios de la carne vacuna, por lo que se redujo abruptamente el ritmo de suba del agrupado Carnes y derivados del IPC respecto a los meses previos⁴³. De esta forma, los alimentos que denominamos frescos redujeron significativamente su tasa de incremento a 1,2% promedio mensual en mayo y junio (-10,7 p.p. respecto al promedio entre febrero y abril). En junio se sumó una reducción en el ritmo de incremento de los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas a 8,4% mensual, luego de promediar 9,3% en abril y mayo. De esta forma la división Alimentos y bebidas no alcohólicas moderó su ritmo a 5,8% y 4,1% mensual en mayo y junio respectivamente, luego de registrar una suba de 10,1% en abril (ver Gráfico 4).

43 Ver "Apartado 3 / La evolución reciente de los precios de la carne" de la edición de abril 2023 del IPOM.

Gráfico 4 | IPC. Evolución mensual de distintos grupos de alimentos



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En resumen, una de las sequías más severas de la historia argentina ha explicado parte de la aceleración reciente de los precios de los alimentos repercutiendo en forma directa sobre la división AyB del IPC y sobre otros agrupados vinculados como Restaurantes y comidas fuera del hogar, también de elevada ponderación. Sin embargo, el efecto sobre el nivel general de inflación es aún más amplio si se tienen en cuenta los impactos indirectos. En primer lugar, el aumento de la inflación en los primeros meses del año, traccionado en gran medida por la aceleración de los alimentos frescos, se propagó hacia el resto de la economía al generar presiones salariales en búsqueda de la recuperación del poder adquisitivo. En segundo lugar, la sequía contribuyó a incrementar la incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica y cambiaria, presionando al alza sobre gran parte del resto de los precios de la economía durante abril y mayo, especialmente sobre los bienes. Por último, la suba acumulada por el nivel general de precios en lo que va de 2023 aumentó las expectativas de inflación para el resto del año debido al componente autorregresivo en su proceso de formación (expectativas *backward looking*). La naturaleza transitoria de los efectos directos de la sequía sobre el IPC se evidenció al verificarse desde mayo una marcada moderación en los alimentos frescos que contribuyó a explicar la reducción en el ritmo de suba de la división AyB e incluso la leve desaceleración del nivel general del IPC. En junio, los precios de los alimentos frescos profundizaron su desaceleración, mientras que se sumó una moderación en los alimentos envasados, explicando una nueva reducción en el ritmo de la división AyB y un retorno del nivel general de inflación a tasas mensuales similares a las de comienzos de año. Más allá de efectos estacionales, y en ausencia de nuevos shocks, en los próximos meses se espera que los incrementos de los precios de los alimentos sean, en promedio, inferiores al nivel general de inflación.

7. Política Monetaria

El BCRA continuó calibrando su política monetaria, adaptándola a las necesidades del entorno macroeconómico. En la primera parte del año la inflación registró una aceleración; en tanto, el nivel de actividad mostró una ligera mejora. El impacto de la sequía comenzó a sentirse desde inicios del año, aunque sus efectos continuarán influyendo sobre el desempeño macroeconómico en el corto plazo. En este contexto, el BCRA decidió acelerar el proceso de suba de la tasa de interés de referencia con el objetivo de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y evitar que la volatilidad financiera impacte en las expectativas de inflación y en la dinámica del mercado de cambios.

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, en línea con lo anunciado oportunamente.

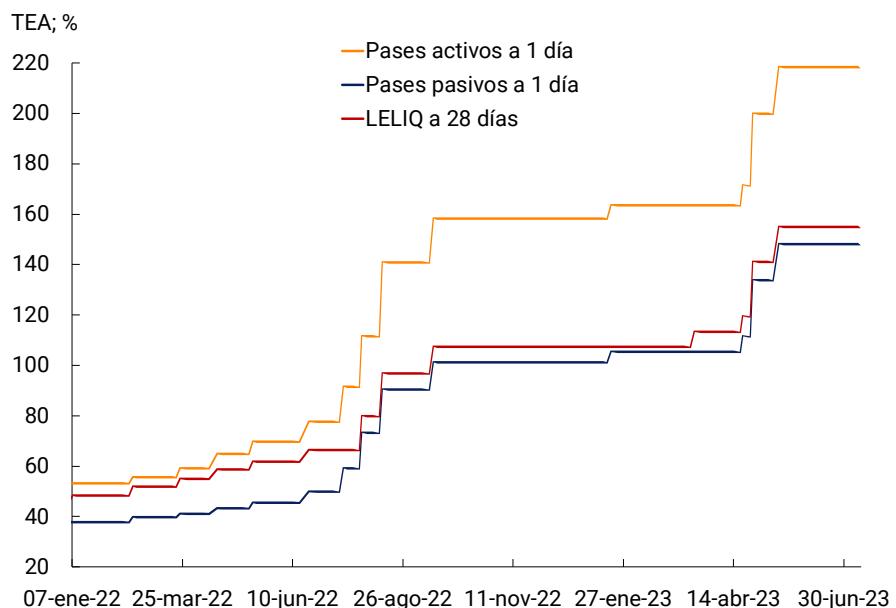
En materia cambiaria, la autoridad monetaria continuó ajustando el ritmo de depreciación de la moneda doméstica, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas y proteger las reservas internacionales.

En pos de seguir apoyando el crecimiento de la actividad económica y el empleo, 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.

7.1. El BCRA elevó la tasa de política y administró la liquidez según las necesidades del entorno macroeconómico

En el segundo trimestre del año, el BCRA aceleró el ritmo de suba de las tasas de interés de referencia con el objetivo de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y de evitar que la volatilidad financiera impacte en las expectativas de inflación y en la dinámica del mercado de cambios. De esta manera, desde mediados de abril el Directorio del BCRA elevó por un total de 19 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 97% n.a (154,9% e.a.). En cuanto a los instrumentos de menor plazo, en igual periodo la tasa de interés de los pasos pasivos a 1 día se incrementó desde 72% n.a. hasta 91% n.a. (148,2% e.a.); mientras que, la tasa de interés de los pasos activos a 1 día quedó definida en 116% n.a. (218,4% e.a.; ver Gráfico 7.1). Asimismo, la tasa de interés de las NOTALIQ a 180 días de plazo se ubicó en 105,5% n.a. (133,8% e.a.). Finalmente, el spread de las NOTALIQ se mantuvo en 8,5 p.p. en la última licitación, mismo valor que registra desde septiembre del año pasado.

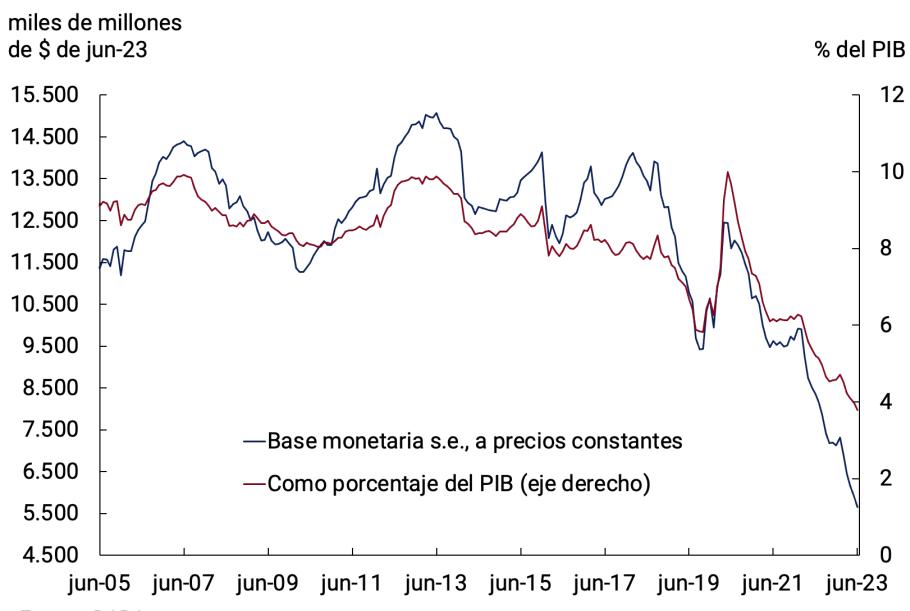
Gráfico 7.1 | Estructura de Tasas de Interés



Fuente: BCRA.

En un entorno de tasas reales más elevadas, la Base Monetaria, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, registró una contracción promedio mensual de 4,4% en el segundo trimestre y en los últimos doce meses acumuló una caída del 32,4%. De este modo, continuó contrayéndose y se mantuvo en niveles históricamente bajos. En igual sentido, en términos del PIB, a finales de junio la Base Monetaria se habría ubicado en 3,8%, cifra mínima desde 2003 (ver Gráfico 7.2).

Gráfico 7.2 | Evolución histórica de la Base Monetaria

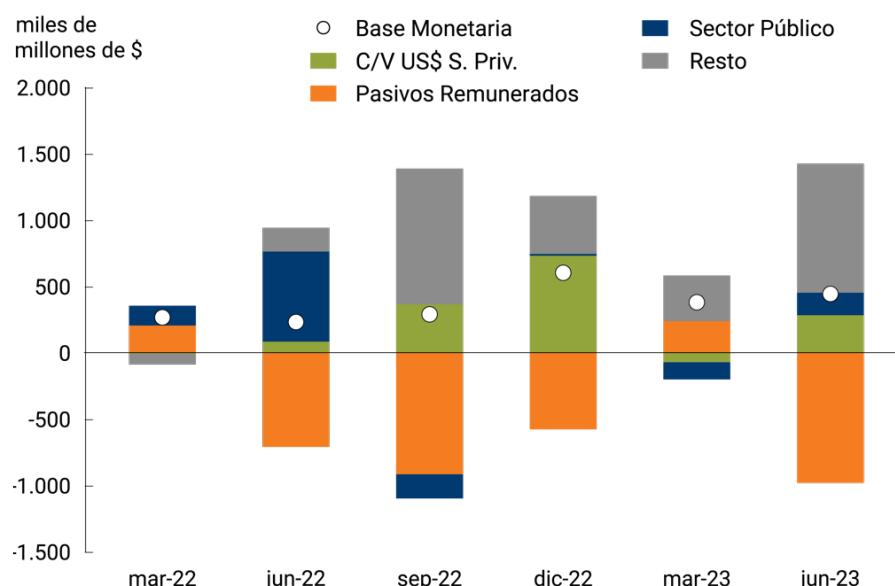


Fuente: BCRA.

Entre los factores de variación de la Base Monetaria, en el segundo trimestre la compraventa de divisas impulsó una expansión en términos nominales tras reflejar el efecto positivo de la tercera edición del Programa de Incremento Exportador, que en esta oportunidad no sólo alcanzó al complejo sojero sino también a las economías regionales que cumplen con determinadas condiciones. Las operaciones de compraventa de títulos de deuda pública en el mercado secundario, tendientes a contener la volatilidad excesiva de precios de los instrumentos de deuda del Tesoro Nacional⁴⁴, incluidas en el resto de las operaciones, también contribuyeron a la expansión monetaria (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 | Factores de oferta de la Base Monetaria

Acum. trimestrales



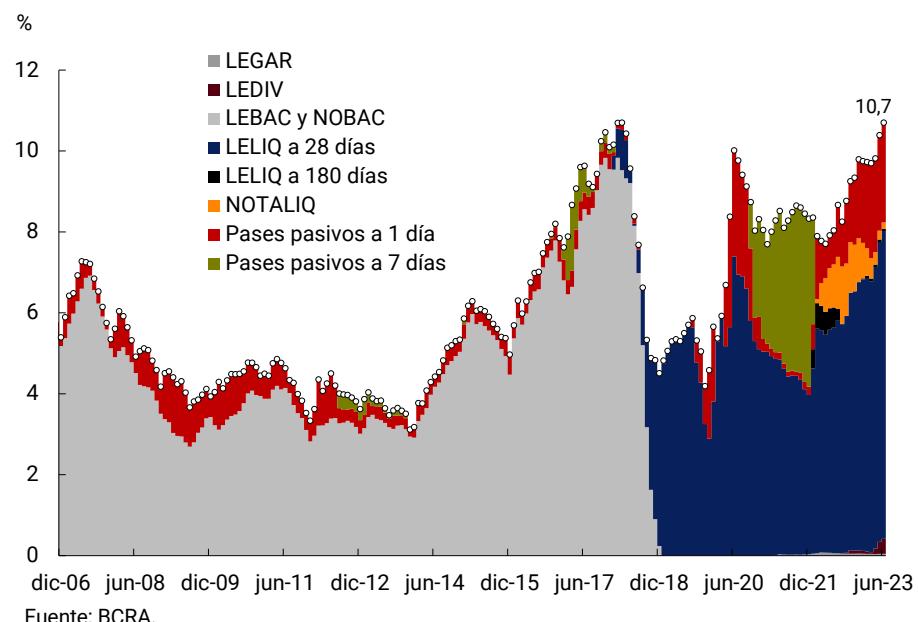
Fuente: BCRA.

La dinámica del componente asociado al sector público respondió al otorgamiento de Adelantos Transitorios (AT) y a los movimientos de la cuenta del Tesoro en el BCRA. En el segundo trimestre del año, el impacto negativo de la sequía sobre el Producto y el cambio en el perfil de cobros de derechos de exportación por el efecto de los Programas de Incremento Exportador generaron un deterioro de la recaudación del sector público. Si bien continuó el proceso de consolidación del gasto público, éste no alcanzó a compensar la menor recaudación (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas). En este contexto, y con el objetivo de cubrir en parte este menor nivel de ingreso corriente, el Tesoro Nacional solicitó la transferencia de AT al BCRA. El otorgamiento neto entre marzo y mayo fue de \$670.000 millones de pesos. Además, el 30 de junio el Tesoro Nacional volvió a hacer uso de esta herramienta por \$688.000 millones para poder afrontar el pago al FMI previsto para ese día, en un contexto donde las negociaciones para la recalibración del programa de facilidades extendidas con el organismo multilateral llevaron a una demora en el desembolso correspondiente a la quinta revisión del mismo. Por último, durante la primera semana del mes en curso (datos al 12 de julio) hubo un nuevo pedido por \$400.000 millones, de los cuales \$260.000 millones se utilizaron para hacer frente al pago de cupones de títulos de deuda soberana en dólares. Estas dos últimas operaciones tuvieron un efecto monetario acotado, dado su utilización para pagos en moneda extranjera.

44 Recordemos que mediante la Comunicación "A" 7546 se comunicó que el BCRA mantendría una presencia activa en el mercado de deuda doméstica, comprando títulos adjudicados a partir de julio 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.).

Finalmente, los pasivos remunerados registraron 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. Esto se dio en un contexto en el que las políticas llevadas adelante por el BCRA y el Gobierno Nacional implicaron una expansión de la liquidez en un contexto de bajo dinamismo de la demanda de Base Monetaria. Como resultado de todo esto, los pasivos remunerados registraron en el trimestre una expansión en términos del Producto de 1 p.p., alcanzando a 10,7% (ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 | Pasivos remunerados a PIB



Fuente: BCRA.

7.2. Dinámica de la demanda de saldos monetarios

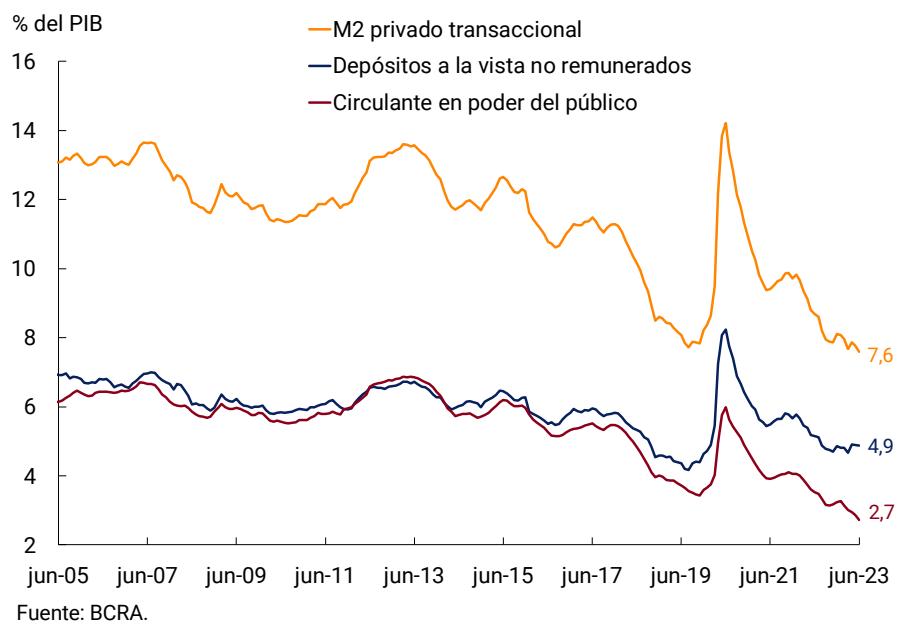
7.2.1. Los medios de pago transaccionales en términos del PIB se ubicaron en torno a los valores mínimos de los últimos 20 años

Los medios de pago transaccionales continuaron disminuyendo en términos reales y sin estacionalidad, a una tasa promedio mensual de 1,3% s.e. en el segundo trimestre y acumularon una caída del orden del 10,4% hasta junio⁴⁵. 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. De este modo, a finales del trimestre el M2 privado transaccional registró una caída interanual de 19,2% en términos reales.

En términos del Producto, los medios de pago se habrían ubicado en 7,6% en junio, manteniéndose relativamente estables respecto al primer trimestre y registrando una caída de 0,5 p.p. en los primeros seis 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. (ver Apartado 6 / El rol de los Bancos Centrales en el impulso de la modernización de los pagos: el despegue de los sistemas minoristas de pagos rápidos y Gráfico 7.5).

45 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 7.5 | Medios de pago
Como porcentaje del Producto



7.2.2. Los depósitos remunerados registraron una ligera disminución en el trimestre

El Directorio del BCRA dispuso, en conjunto con la suba de las tasas reguladas de política monetaria, aumentar las tasas de interés mínimas garantizadas de los depósitos a plazo fijo. En el segundo trimestre se impulsaron tres subas, con el objetivo de mantener el incentivo al ahorro en moneda doméstica y contribuir al equilibrio financiero y cambiario. De este modo, la autoridad monetaria llevó la tasa de interés mínima garantizada de los plazos fijos de personas humanas desde 78% n.a. a 97% n.a. (154,3% e.a.) y triplicó el monto máximo imponible, estableciéndolo en \$30 millones. En tanto, para el resto de las y los depositantes del sistema financiero la tasa de interés mínima garantizada se elevó desde 69,5% n.a. a 90% n.a. (138,3% e.a.)⁴⁶.

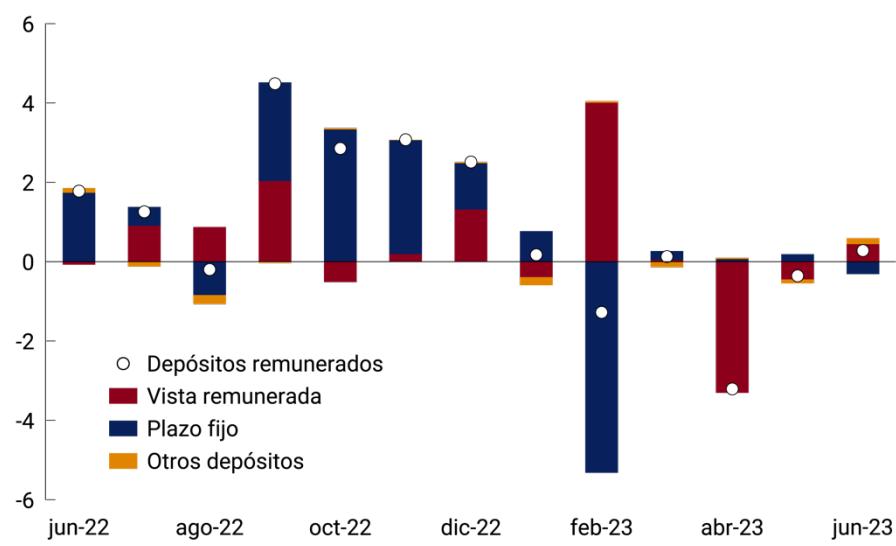
Los depósitos remunerados en pesos del sector privado registraron una caída promedio mensual, en términos reales y sin estacionalidad, de 1,1% en el segundo trimestre del año. Dicha contracción fue explicada prácticamente en su totalidad por una menor demanda de depósitos a la vista remunerados. En cambio, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado se mantuvieron relativamente estables durante el trimestre bajo análisis (ver Gráfico 7.6).

46 El resto de los depositantes está conformado por Personas Jurídicas y Personas Humanas con depósitos de más de \$10 millones.

Gráfico 7.6 | Depósitos remunerados en pesos del sector privado por tipo de depósito

Contribución a la variación mensual real y sin estacionalidad

var. % mens. s.e.

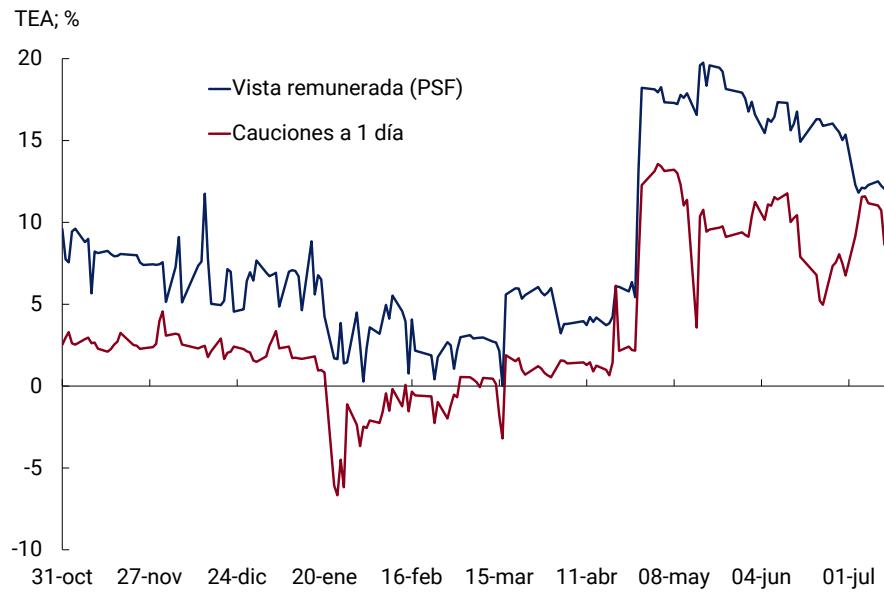


Fuente: BCRA.

La dinámica de los depósitos a la vista remunerados se explicó por el comportamiento de Prestadoras de Servicios Financieros, cuyos principales actores son los Fondos Comunes de Inversión de Money Market (FCI de MM). En los últimos meses, estos agentes rebalancearon sus carteras en detrimento de los depósitos a la vista remunerados y a favor de colocaciones tradicionales a plazo fijo. Esto llevó a que los depósitos a la vista remunerados registraran en el segundo trimestre una contracción promedio mensual de 5,1% a precios constantes y sin estacionalidad. Este cambio de composición en la cartera de los FCI de MM se dio en un contexto de relativa estabilidad de su patrimonio medido a precios constantes.

La rotación de cartera ocurrió en un escenario en el cual aumentó el spread entre la tasa pagada por colocaciones a plazo fijo y depósitos a la vista remunerados en favor de los primeros, especialmente para las PSF. Esto se explicó porque el aumento de las tasas de interés de corto plazo del BCRA no se transmitió plenamente al resto de las tasas de interés del mercado monetario. Algo similar ocurrió con las tasas de las cauciones a 1 día, lo cual también indujo a un desarme de estas posiciones por parte de los FCI de MM, aunque con un impacto más acotado, dada su menor participación relativa en la cartera (ver Gráfico 7.7).

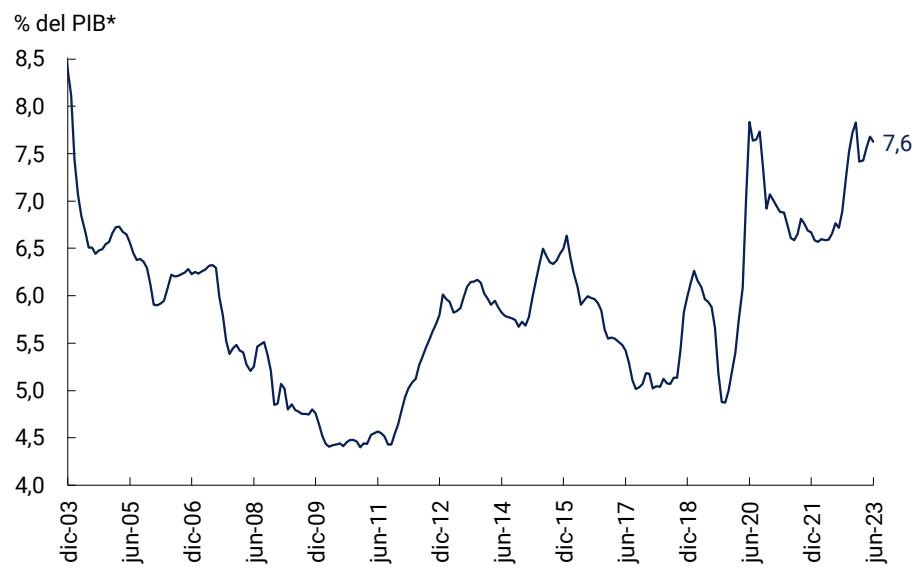
Gráfico 7.7 | Spread de tasas entre plazo fijo tradicional + \$20M (PSF) vs. otras tasas



Fuente: BCRA.

Como contrapartida, los FCI de MM incrementaron sus posiciones de depósitos a plazo, por lo que los depósitos mayoristas (más de \$20 millones) evidenciaron un aumento promedio mensual en el trimestre a precios constantes y sin estacionalidad. Esta dinámica fue compensada por una caída real en las tenencias de menos de \$20 millones. Así, los depósitos a plazo en conjunto permanecen en valores históricamente elevados tanto a precios constantes como en términos de PIB (ver gráfico 7.8).

Gráfico 7.8 | Depósitos a plazo fijo
Como porcentaje del Producto



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

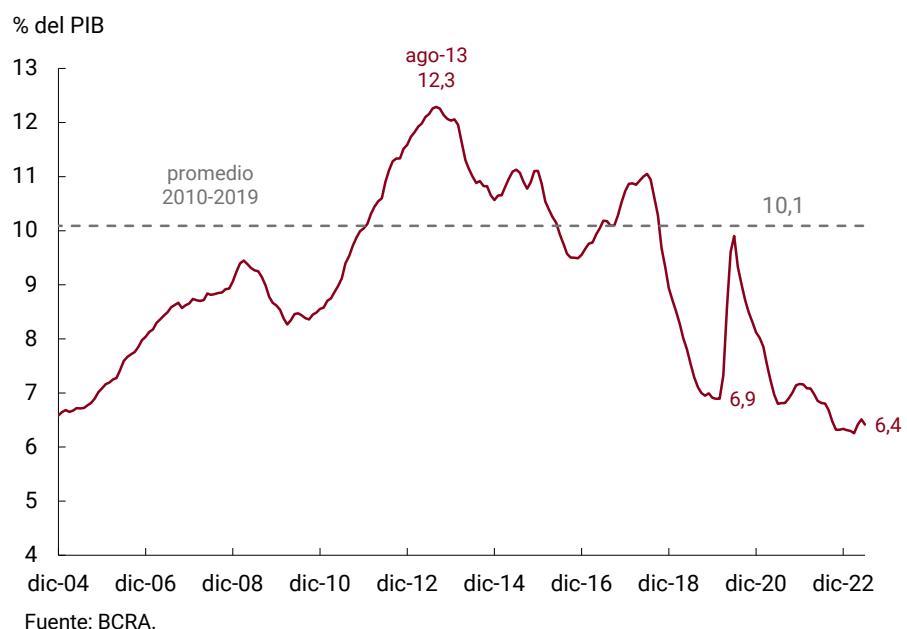
Fuente: BCRA.

Con todo, durante el segundo trimestre, el agregado monetario amplio M3 privado⁴⁷ experimentó una contracción promedio mensual de 1,5% s.e. a precios constantes (-5,0% i.a.). Como ratio del Producto este agregado monetario se ubicó en 17,3%, lo que implicó una ligera caída (0,5 p.p.) en lo que va del año. Cabe destacar que los instrumentos remunerados como un todo se ubicarían en 9,8% del PIB, presentando desde mediados del año pasado un mayor peso relativo que los medios de pago transaccionales en el M3 privado.

7.3. 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. En este contexto, las líneas comerciales presentaron en el segundo trimestre una tasa promedio mensual de crecimiento positiva a precios constantes. Sin embargo, en un contexto de aumento de la inflación, y de bajo dinamismo del resto de las líneas, los préstamos en pesos al sector privado, medidos a precios constantes y sin estacionalidad, se mantuvieron prácticamente sin cambios respecto al primer trimestre. De esta manera, el stock de préstamos se redujo cerca de 13,0% en términos reales respecto a un año atrás. En términos del PIB el financiamiento bancario al sector privado en pesos se habría ubicado en torno a 6,4% en junio (ver Gráfico 7.9).

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



Desde su implementación, y con datos hasta junio de 2023, los préstamos otorgados en el marco de la LFIP acumularon desembolsos por aproximadamente \$6,3 billones. Esto implicó un aumento de 151% respecto al registro de igual mes de 2022. A fines de junio, aproximadamente 455 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 \$1,66 billones en mayo (última información disponible).

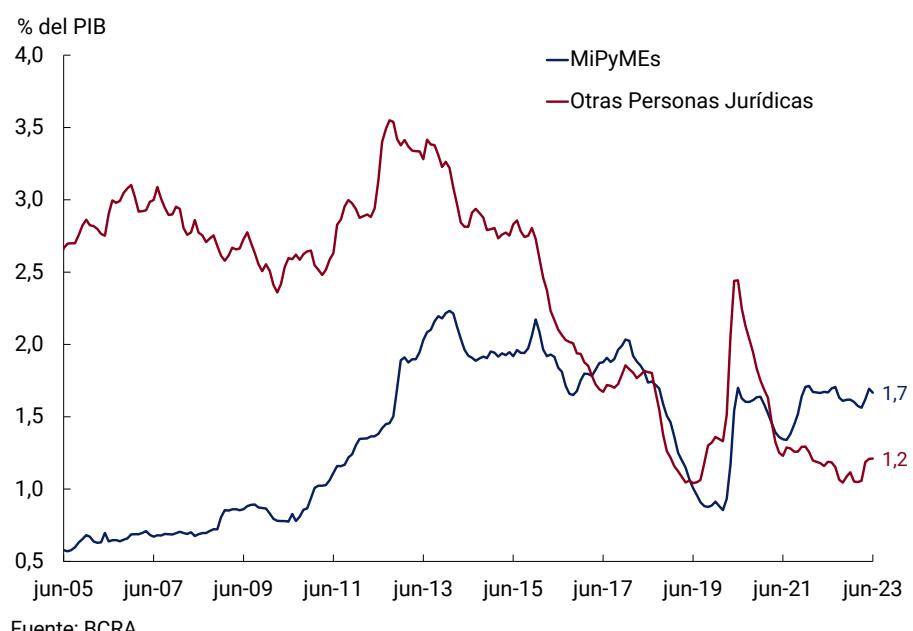
Las líneas comerciales sostuvieron la evolución del crédito durante el trimestre creciendo 3,4% en el período bajo análisis, con un aumento promedio mensual de 1,1% s.e. a precios constantes, influidas entre otras

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

cosas por la renovación de la LFIP. Así, los préstamos comerciales recortaron la contracción interanual en términos reales hasta 7,2% en junio. Analizando el comportamiento por líneas, se observa que el crecimiento estuvo impulsado en gran medida por los documentos, cuyo stock aumentó a una tasa promedio real de 2,6%, fruto del crecimiento conjunto de los documentos a sola firma y los documentos descontados. Por su parte, los adelantos mostraron una leve caída real en el margen (-1,3% s.e. mensual promedio). En términos interanuales y a precios constantes, las financiaciones instrumentadas mediante documentos se mantuvieron sin cambios, mientras que los adelantos se encuentran 12,3% por debajo del nivel de un año atrás.

Al analizar la composición de los préstamos comerciales por tipo de deudor se aprecia que los préstamos otorgados a MiPyMEs, a precios constantes y sin estacionalidad, se mantuvieron relativamente estables en el trimestre. En tanto el financiamiento destinado a grandes empresas aumentó a una tasa promedio mensual de 2,6% en igual período. En términos interanuales, se observaron caídas en ambos segmentos: del orden del 8,0% en el caso de las MiPyMEs y del 6,0% para el resto de las empresas. Como ratio del Producto, el financiamiento bancario a las empresas de menor tamaño relativo se ubicó por encima del registro previo a la pandemia y de su 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 7.10).

Gráfico 7.10 | Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor



Fuente: BCRA.

Entre los préstamos asociados al consumo, las financiaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito mostraron un crecimiento promedio mensual de 0,3% s.e. a precios constantes en el trimestre y se encuentran 10,2% por debajo del nivel de un año atrás. Los préstamos personales cayeron en términos reales (-2,6% s.e. promedio mensual), con una variación interanual de -21,6% en junio.

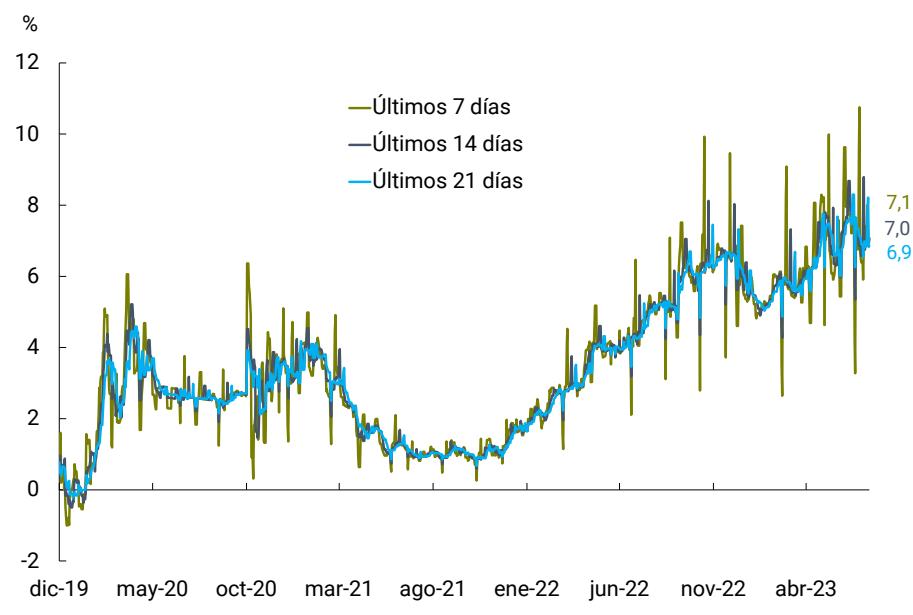
Por último, en lo que refiere a las líneas con garantía real, los préstamos prendarios cayeron en el segundo trimestre a una tasa promedio mensual de 0,8% s.e. a precios constantes y acumulan en los últimos doce meses una disminución de 11,7%. Por su parte, el saldo de los créditos hipotecarios cayó a un ritmo promedio

de 4,7% s.e. mensual en términos reales, registrando una contracción del orden del 40% interanual a fines del segundo trimestre.

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

El BCRA continuó adaptando la tasa de *crawl* al ritmo de inflación en el marco del régimen vigente de flotación administrada. Con esto se buscó preservar la competitividad externa (ver Gráfico 7.11). En efecto, en el segundo trimestre del año el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) registró una suba de 0,1% promedio mensual.

Gráfico 7.11 | Variación mensualizada del tipo de cambio nominal



Fuente: BCRA.

Con el objetivo de incrementar la oferta de divisas, a través del establecimiento de estímulos a la exportación, se restableció el “Programa de Incremento Exportador”⁴⁸. En esta oportunidad, se contempló un tipo de cambio diferencial transitorio de \$300/US\$ para la liquidación de divisas por las exportaciones de soja y subproductos hasta el 31 de mayo. Además, se decidió ampliar el programa a las Economías Regionales, las que tendrán a disposición dicho beneficio hasta el 31 de agosto, siempre y cuando cumplan con una serie de requisitos. Así, entre el 10 de abril y el 30 de junio, se liquidaron divisas a través del programa por unos US\$5.401 millones, de los cuales el BCRA acumuló unos US\$357 millones una vez consideradas las ventas de divisas al sector privado por otros motivos. Por otro lado, cabe destacar que se renovó el swap por 130.000 millones de yuanes por el plazo de 3 años y se inició el proceso de solicitud de ampliación de la activación por un monto de hasta 35.000 millones de yuanes.

En el segundo trimestre del año tuvieron lugar diversas modificaciones normativas en materia cambiaria, orientadas a favorecer una eficiente asignación de las divisas⁴⁹ (ver Capítulo 4. Sector Externo). Así, se tomaron medidas relativas al acceso al mercado de cambios para el pago de importaciones, la prefinanciación

48 Decreto 194/2023 del Poder Ejecutivo Nacional.

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

de importaciones y exportaciones y la liquidación de divisas. Además, con la intención de continuar con un proceso de desendeudamiento pero a un ritmo que resulte compatible con las necesidades de divisas de la economía y la estabilidad cambiaria, se dispusieron los lineamientos para incentivar a las provincias a negociar nuevos plazos para su deuda en moneda extranjera.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 30 de junio en US\$27.926 millones, reflejando una disminución de US\$11.134 millones respecto al 31 de marzo. Esta caída se explicó fundamentalmente por los pagos de capital y cargos netos al FMI por un total de US\$6.150 millones, de los cuales US\$2.683 millones correspondieron al pago programado para el 30 de junio. También contribuyeron a explicar la caída de las reservas la venta de divisas al Tesoro Nacional para el pago de los cupones de los bonos soberanos en moneda extranjera y el cambio en los saldos de cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades. Por su parte, los restantes factores tuvieron leves aportes negativos en el período bajo análisis.

7.5. Perspectivas de política monetaria para el resto del año

Las condiciones financieras globales continuarán presentando un sesgo adverso para los países emergentes (ver Capítulo 2. Contexto Internacional). En el marco de un escenario internacional más complejo y de una sequía récord que afectó negativamente a la economía, el BCRA continuará calibrando sus políticas de manera dinámica y flexible. En materia de tasa de interés de referencia, el BCRA seguirá monitoreando el contexto macroeconómico, 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.

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. Consolidar un mercado de deuda en pesos transparente, profundo y líquido es condición necesaria para el desarrollo del mercado de capitales local.

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

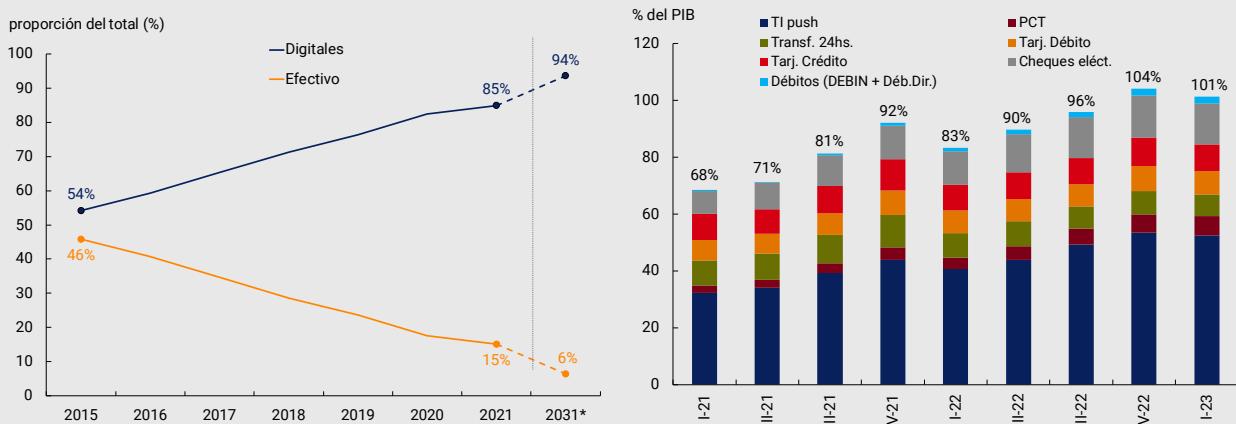
Apartado 6 / El rol de los Bancos Centrales en el impulso de la modernización de los pagos: el despegue de los sistemas minoristas de pagos rápidos

Las tendencias de la transformación digital

La transformación digital está teniendo impactos relevantes en los sistemas de pagos de las economías. Destaca la tendencia a la disminución en el uso de efectivo (y de otros medios de pago tradicionales como el cheque físico) en las transacciones y su reemplazo por instrumentos y soportes digitales. Estas tendencias, presentes ya en las últimas décadas como consecuencia de la penetración masiva de la telefonía celular e Internet, se han visto aceleradas en los últimos años como resultado de la disruptión causada por la pandemia (BCRA, 2022). Muchos observadores consideran que, pagados los costos de aprendizaje y familiarizados ahora con las mayores funcionalidades y conveniencias de los medios digitales, la pandemia pudo haber tenido efectos duraderos en los hábitos de pago del público.

Esta evolución es notoria tanto en economías avanzadas como en varios países de menor desarrollo relativo, en donde el proceso, aún desde un menor punto de partida, también se ha verificado con gran intensidad (ver gráfico 1)⁵⁰. En el Reino Unido, por ejemplo, se calcula que en la actualidad las transacciones llevadas a cabo con medios digitales dan cuenta de más del 80% del total, y se proyecta que, a fines de esta década, representarán más del 90%. Por su parte, en nuestro país las transacciones digitales minoristas han crecido en forma muy acelerada en el último período, pasando de representar en torno al 70% del PIB a inicios de 2021 a dar cuenta de alrededor del 100% en la actualidad (BCRA, 2023a)⁵¹.

Gráfico 1 | Evolución reciente de los volúmenes de pago digitales y en efectivo: Reino Unido y Argentina
a. Reino Unido (volumen de las transacciones) b. Argentina (valor de las transacciones)



Nota: Los pagos digitales en Reino Unido incluyen tarjeta de débito y crédito, débito directo, crédito directo bacs, pagos rápidos y transferencias electrónicas periódicas. El dato de 2031 es proyectado por UK Finance.

Fuente: BCRA y UK Finance.

50 Pese a la menor utilización del efectivo como medio de pago, su stock como proporción del PIB ha tendido a crecer de manera importante en los últimos años en varias economías avanzadas, fenómeno identificado como la "paradoja de los billetes" (Caswell et al, 2020). Esta aparente paradoja se explica por su creciente rol como reserva de valor en un contexto caracterizado por el muy bajo costo de oportunidad de las tenencias de efectivo con posterioridad a la crisis financiera global y el mayor deseo de atesoramiento precautorio provocado por la incertidumbre asociada a ése y otros episodios disruptivos como la propia pandemia (Rosl & Seitz, 2021).

51 No se consideran las transferencias de alto valor, tarjetas prepagadas y transferencias en ATM y extrabancarias.

La evolución de los sistemas minoristas de pagos rápidos

Los sistemas de pagos basados en esas grandes plataformas se distinguen por estructuras y dinámicas de mercado muy particulares. En primer lugar, se caracterizan por fuertes efectos de red -para una persona usuaria el valor derivado de la utilización de la plataforma se incrementa conforme aumenta el número de nuevas personas usuarias (externalidades de membresía). Además, existen importantes economías de alcance en tanto la extensión de los pagos digitales puede servir como base para el suministro de una canasta más amplia de servicios financieros (inversiones, crédito, seguros) y -algo de fundamental importancia para las economías de menor desarrollo relativo- como plataforma para posibilitar el acceso y la inclusión financiera de nuevos sectores de la población. Todo ello puede dar lugar a un círculo virtuoso de reducción de costos transaccionales e importantes ganancias de eficiencia.

No obstante, esta misma lógica de funcionamiento puede derivar con mucha facilidad en la emergencia de firmas que adquieran rápidamente una posición dominante, disminuyan a mediano plazo la competencia y se apropien de rentas monopólicas que inhiban el traspaso de las potenciales ganancias de eficiencia a las y los usuarios finales de esos servicios⁵². En este marco, la combinación de tradicionales problemas de competencia y fallas de mercado de nuevo cuño⁵³, plantea un rol relevante para la acción de los Bancos Centrales. En este sentido, muchos de ellos se han involucrado recientemente en la introducción de estándares y procedimientos orientados a fomentar activamente la interoperabilidad para garantizar la compatibilidad técnica y regulatoria entre diversas plataformas y sistemas de pago. El objetivo perseguido es evitar que la cuota de mercado de un determinado proveedor de servicios de pago se vea reforzada por la imposibilidad técnica para firmas y consumidores de utilizar libremente los servicios de pago de su preferencia⁵⁴.

Al mismo tiempo, en muchos países la autoridad monetaria se ha involucrado de manera directa o indirecta en la provisión y operación de infraestructuras públicas de pagos. Un ejemplo prominente de esto son los sistemas minoristas de pagos rápidos (RFPS, por sus siglas en inglés). Conectando múltiples plataformas y permitiendo la transferencia de fondos entre cuentas mantenidas en diferentes PSP bancarios y no bancarios, dichos esquemas permiten que los pagos estén disponibles de manera casi instantánea, definitiva (en forma firme e irrevocable) y continua (24/7) a muy bajo o costo nulo para su uso. Desde el primer FPRS adoptado en Corea del Sur en 2001, estos sistemas han proliferado alrededor del globo. Actualmente, más de 60 países han implementado programas de este tipo, o están en curso de hacerlo (CPMI, 2021). Un hecho destacable es que la adopción temprana de estos sistemas ha tendido a ocurrir predominantemente entre los países de menor desarrollo relativo, y la perspectiva es que este fenómeno se extienda en el futuro inmediato.

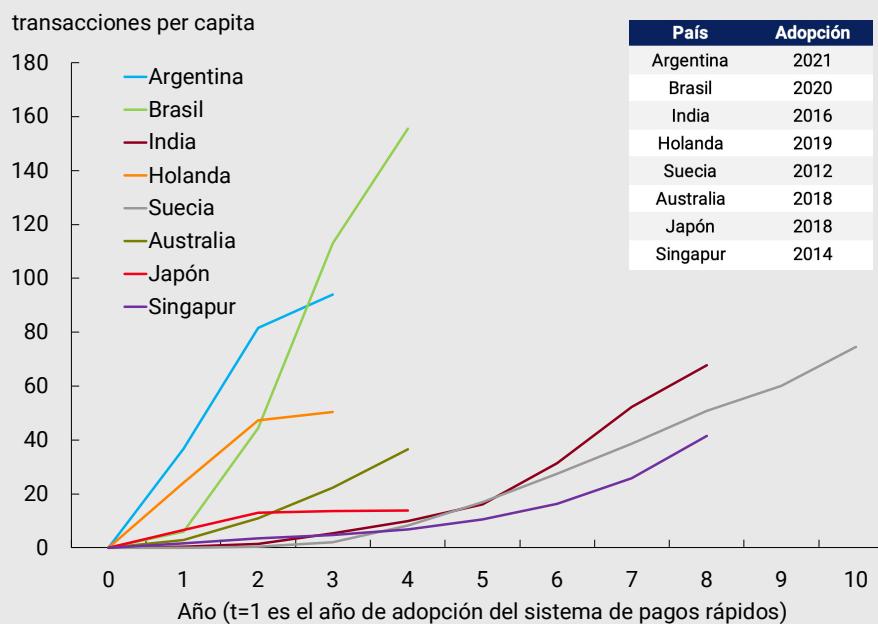
52 Lo que plantea no sólo desafíos regulatorios en cuestiones de competencia y contestabilidad de los mercados de pagos sino también en otras dos dimensiones: 1) la protección de privacidad de los datos de los usuarios; y 2) estabilidad financiera, dado el carácter sistémico que pueden adquirir muy rápidamente estos nuevos jugadores.

53 Véase BIS (2019) para el análisis del modelo de negocios de las grandes plataformas tecnológicas y la caracterización de la dinámica circular de datos (D) y efectos de red (*Network effects*) generados por la actividad (A) de los usuarios como un potencial bucle (*DNA loop*).

54 Entre las iniciativas dirigidas a mejorar la competencia y fomentar la interoperabilidad se cuentan las de "banca abierta". A través de una interface de programación de aplicaciones (API) y de canales *on line* seguros, la banca abierta permite a los usuarios autorizar a los proveedores de servicios financieros a acceder a los datos de sus transacciones mantenidos en los registros de otros proveedores. El ejercicio efectivo de derechos de propiedad sobre sus datos financieros es un mecanismo crucial para introducir competencia entre plataformas y evitar redes cerradas (silos de datos incomunicados y fragmentados) pero naturalmente requiere estándares comunes de almacenamiento y la compatibilidad técnica de sistemas.

Los enfoques adoptados, en términos de costos para personas usuarias, y características de desarrollo y operación, ha variado naturalmente en las distintas economías, aunque en todos los casos se ha verificado una importante articulación público/privada en la que los Bancos Centrales se apalancan en las nuevas tecnologías, generan los incentivos para promover una innovación continua y en algunas ocasiones se involucran directamente como operadores de estas nuevas infraestructuras públicas.

Gráfico 2 | Evolución de los pagos rápidos en el tiempo



Nota: Argentina, Brasil e India se extienden con datos hasta 2023 (anualizado en base a datos de 2023T1).
Para Argentina se toma en cuenta las transferencias *push* y los pagos con transferencia.
Fuente: BCRA, BIS, Banco Central de Brasil y Banco de Reserva de India.

Las tasas de adopción y uso han variado entre jurisdicciones, pero en algunos casos se ha verificado un muy rápido despegue apenas unos pocos años después de la implementación del sistema (véase el gráfico 2)⁵⁵. Esto ha ocurrido, por ejemplo, no sólo en economías avanzadas como Suecia y Holanda en donde las aplicaciones de telefonía celular son muy populares y han permitido que estos FPRS lleguen a procesar en poco tiempo entre 80 y 50 transacciones per cápita por año, respectivamente. También el despegue ha sido muy veloz en países como la India, en donde el lanzamiento en 2016 de UPI (Unified Payment System) por parte de la Corporación Nacional de Pagos (un consorcio propiedad del Banco de Reserva y 56 bancos comerciales), en conjunto con iniciativas de identidad digital como Aadhaar y EKYC, han permitido que en menos de una década el porcentaje de la población con acceso a cuentas se ubicase en el 80% y que el volumen de transacciones per cápita se multiplique hasta niveles anualizados de 68 en 2023 (con datos a marzo de este año).

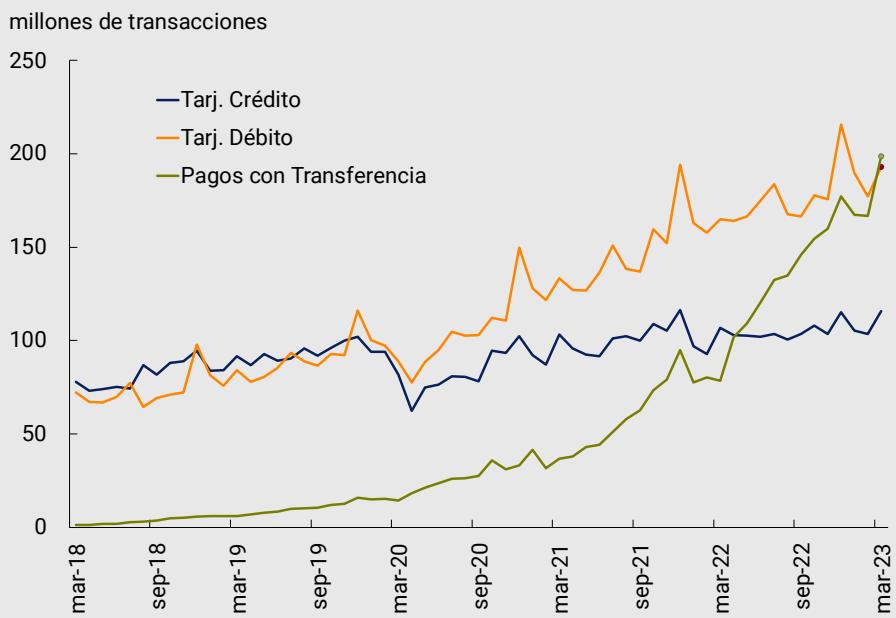
Los RFPS en Argentina

En nuestra región los RFPS también avanzan a un ritmo acelerado, con presencia en doce economías latinoamericanas. Por su cobertura, asequibilidad, disponibilidad de servicios y velocidad de operación sobresalen los proyectos recientemente implementados en Brasil (Pix) y México (Codi) y nuestro país (Transferencias 3.0). En

55 Estrictamente, el RFPS en nuestro país tuvo su inicio ya en 2012 con la puesta en funcionamiento de Transferencias Inmediatas (2012) y la incorporación de Pagos con Transferencia en 2016 bajo el nombre de Pago Electrónico Inmediato (PEI). En el armado del gráfico se considera como fecha inicial el lanzamiento definitivo de Transferencias 3.0 (a fines de 2021).

el caso de Pix, introducido a fines de 2020, la tasa de adopción ha sido notable: apenas dos años y medio después de su lanzamiento, unos 140 millones de personas habían efectuado transacciones a través del sistema (con casi 160 transacciones anuales per cápita, la tasa más elevada en el mundo). Aunque el grueso de los movimientos operados hasta el momento fueron efectuados entre personas físicas (60% del total), la participación de las transacciones que involucran a empresas (P2B, B2P, B2B) -beneficiadas por comisiones sustancialmente inferiores a las abonadas a las redes tradicionales de tarjetas— han comenzado a cobrar mucha mayor relevancia (pasando de 20% a 40% del total en el último año)⁵⁶.

Gráfico 3 | Volumen de algunos medios electrónicos de pago en Argentina



Nota: Pagos con Transferencia incluyen los interoperables e intra PSPCP.

Fuente: BCRA.

El progreso del sistema de pagos rápidos minoristas también ha sido notorio en Argentina, caracterizándose por una veloz tasa de adopción que ha llevado al volumen de operaciones cursadas a ubicarse en casi 100 transacciones anuales per cápita en un muy corto período de tiempo. Como resultado, en la actualidad los pagos con transferencia bajo diferentes modalidades ya superan al volumen de transacciones llevadas adelante con tarjetas de débito, que también han crecido muy fuertemente en el último período (ver Gráfico 3 y BCRA –2023b–).

La puesta en marcha definitiva de Transferencias 3.0, en estrecha colaboración con el sector privado, ocurrió a fines de 2021 a partir de la interoperabilidad de los códigos QR para realizar pagos con transferencias entre diferentes plataformas de pago⁵⁷, los que, desde ese momento, registraron un significativo dinamismo para alcanzar unos 10 millones de operaciones mensuales y acumular a la fecha alrededor de 85 millones de

56 Los valores de transacción promedio varían de manera importante entre jurisdicciones, sugiriendo que estos sistemas se utilizan para una amplia variedad de transacciones minoristas. Sin embargo, en la mayoría de los casos, predominan las transacciones P2P, lo que explica que en general representen montos reducidos de los ingresos per cápita nacionales, incluso en el caso de las economías avanzadas.

57 Comunicación "A" 7400 y 7409 ([enlace](#)). Para un análisis de la evolución reciente de los Pagos con Transferencias, véase el siguiente [enlace](#).

transacciones⁵⁸. A través de una mayor competencia, de importantes simplificaciones y reducciones de costos —con operaciones gratuitas para las personas y comisiones con un rango de entre 0,6% y 0,8% para los comercios participantes— en un marco de constante transformación tecnológica, acompañando los cambios en los hábitos transaccionales del público y en línea con los desarrollos observados en otras economías, el esquema persigue la creación de un ecosistema de pagos digitales eficiente, seguro, abierto y universal.

Referencias

- BCRA (2022): Informe de Política Monetaria, Junio, Apartado 6.
- BCRA (2023a): Informe de Bancos, Marzo.
- BCRA (2023b): Informe de Pagos Minoristas, Abril
- BIS (2019): Annual Economic Report, Chapter 3, Big Tech in Finance: Opportunities and Risks
- Caswell, E., M. Hewkin Smith, D. Learmonth & G. Pearce (2020): Cash in the time of COVID, Quarterly Bulletin, Q4, Bank of England.
- CPMI (2021): Developments in retail fast payments and implications for RTGS systems, December.
- Rosl, G. & Seitz, F. (2021): Cash and Crises: no Surprises by the Virus, WP No.150, Institute for Monetary and Financial Stability, Goethe University Frankfurt.

58 Recientemente, con vistas a avanzar en la interoperabilidad y lograr una experiencia de pagos más amigable para los usuarios, el BCRA estableció a través de la comunicación “A” 7769 que los comercios que exhiban un código QR para cobrar con tarjetas de crédito deberán aceptar que los clientes realicen los pagos con cualquier billetera digital, independientemente de la marca del QR. Al mismo tiempo, para asegurar mayor transparencia, esa disposición amplió el alcance del registro de proveedores de pago, obligando a registrarse a otros actores del sistema tales como aceptadores, adquirentes, agregadores y empresas de cobranza extrabancaria. Todo lo cual debería redundar en una mayor competencia en materia de comisiones de adhesión cobradas a los comercios ([enlace](#)).

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

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