

Informe de Política Monetaria

Agosto de 2021



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Agosto de 2021

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 23 de agosto de 2021.

Contenidos

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

Pág. 7 | 2. Contexto Internacional

Pág. 18 | *Apartado 1 / Hacia la definición de un nuevo esquema tributario internacional*

Pág. 22 | 3. Actividad Económica y Empleo

Pág. 32 | *Apartado 2 / La OCDE realiza un seguimiento semanal de la actividad económica*

Pág. 35 | *Apartado 3 / Principales características de la recuperación del mercado de trabajo*

Pág. 39 | 4. Sector Externo

Pág. 48 | *Apartado 4 / Desempeño reciente de las exportaciones agrícolas*

Pág. 52 | 5. Finanzas Públicas

Pág. 59 | *Apartado 5 / Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia*

Pág. 62 | 6. Precios

Pág. 71 | 7. Política Monetaria

Pág. 81 | *Apartado 6 / La importancia de la variedad en los instrumentos de ahorro*

Pág. 85 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

Acceda a las series de datos a través del siguiente enlace.

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

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

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

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

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

La economía global continuó transitando la crisis sanitaria del COVID-19, con el surgimiento de una nueva ola atribuida a la variante Delta, más contagiosa y posiblemente más agresiva que las otras cepas en circulación. Sin embargo, la recuperación económica siguió su curso, con marcadas diferencias entre países debido a las desigualdades en el ritmo de vacunación y en el espacio monetario y fiscal disponible para continuar implementando medidas de estímulo. En este contexto, durante el segundo trimestre la inflación se aceleró a nivel global, impulsada por el aumento del precio de las materias primas y la reapertura de actividades. El potencial accionar de los bancos centrales de las economías avanzadas ante este rebrote inflacionario podría afectar las condiciones financieras globales, con implicancias negativas para los países emergentes.

En Argentina la actividad económica dio signos de recuperación en junio, tras el freno observado durante abril y mayo por la llegada de la segunda ola de contagios de COVID-19. A mediados de marzo el Gobierno Nacional, en coordinación con las autoridades provinciales, adoptaron medidas para contener el rebrote, calibradas individualmente para cada región del país según su situación epidemiológica. En esta oportunidad las medidas tuvieron una duración más acotada, gracias a los avances en el proceso de vacunación y las mejoras efectuadas en el sistema sanitario. Para contener los efectos económicos y sociales de esta segunda ola, el Banco Central y el Gobierno Nacional focalizaron sus medidas de estímulo en los estratos sociales más vulnerables y en la asistencia a empresas de las jurisdicciones afectadas. Se espera que en los próximos meses continúe la normalización económica, si bien no puede descartarse que, tal como se observa en otros países, la circulación de nuevas variantes del virus pueda postergar dicho proceso.

En materia de precios, tal y como adelantamos en el IPOM anterior, la tasa de inflación mensual comenzó a desacelerarse gradualmente, dada la menor influencia los factores transitorios que impulsaron un incremento en el ritmo de aumento de los precios hacia fines del año pasado. Entre estos últimos, se destacaron el incremento en el precio internacional de los alimentos y de los insumos clave en las cadenas de valor de las manufacturas, el dinamismo del precio de la carne y de ciertos bienes estacionales, y la recomposición de los márgenes de rentabilidad, especialmente de aquellos sectores más afectados por la pandemia, una vez que la economía comenzó a reactivarse. Dicha tendencia de descenso gradual y sostenido de la inflación continuó en julio, al registrarse una suba de 3% del nivel general del IPC y de 3,1% de la inflación núcleo, siendo estos los menores incrementos mensuales desde septiembre de 2020. Por su parte, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), que había recortado en el segundo trimestre su ritmo de expansión promedio mensual a 3,7% (-1,5 p.p. respecto del primer trimestre), profundizó su desaceleración en julio, con un incremento de 2,2% respecto a junio. Se considera que la desaceleración mensual de los precios respecto al trimestre previo continuará en los próximos meses, lo cual contribuirá a un descenso en las tasas de crecimiento interanual hacia fin de año.

En este sentido, el BCRA continuará con su política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria siga contribuyendo a consolidar la baja en la inflación. Complementariamente, la política monetaria seguirá enfocada en absorber los esfuerzos anticíclicos de manera de preservar los equilibrios monetario y financiero, asegurando las condiciones necesarias para que el proceso gradual de reducción de la tasa de inflación continúe. Estas políticas macroeconómicas se seguirán acompañando de otras más específicas impulsadas por el Gobierno Nacional, tanto en el ámbito de las políticas de ingresos como en la regulación de ciertos mercados con formación de precios no competitivas.

Con un déficit fiscal más acotado y financiado en una mayor proporción por el mercado, la expansión monetaria primaria vinculada al sector público en los primeros siete meses del año se ubicó en niveles similares

a los de años previos, excluido el 2020. A los fines de seguir contribuyendo con el desarrollo del mercado de capitales locales, en junio se habilitó la posibilidad a las entidades financieras de integrar la fracción de encajes que hasta mayo eran remunerados con LELIQ mediante bonos del Tesoro en pesos. Esta modificación normativa dio lugar a un cambio en la composición de la liquidez bancaria: aproximadamente un 20% de la exigencia previamente integrada en LELIQ pasó a ser integrada en Bonos del Tesoro Nacional. En el mismo sentido de profundizar la liquidez en el mercado de capitales el Banco Central comenzó a operar en el mercado de futuros de títulos públicos.

El principal factor de expansión de la base monetaria durante el primer semestre del año fue la compra de divisas del BCRA en el mercado de cambios. La administración del mercado cambiario permitió fortalecer el saldo de Reservas Internacionales. Entre diciembre de 2020 y agosto de 2021 (con datos al 19 de agosto), se registraron compras netas por US\$8,0 mil millones. La mayor holgura externa permitió simultáneamente adecuar el ritmo de ajuste del tipo de cambio con el objetivo de contribuir a la desaceleración del ritmo de aumento de los precios internos.

En este contexto, hacia fines del segundo trimestre del año los medios de pago volvieron a expandirse en términos reales. Sobre esta dinámica influyeron las transferencias del sector público a los sectores vulnerables y la recomposición de los salarios reales. Para hacer frente a un mayor nivel de gasto salarial y al pago de obligaciones tributarias, las personas jurídicas redujeron su posición en activos de inversión en pesos. Todo esto contribuyó a un incremento en la demanda de liquidez.

La política crediticia continuó enfocada en los sectores más afectados por la pandemia y en apalancar proyectos de inversión. El principal instrumento utilizado por el BCRA fue la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP), diseñada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables. Desde su implementación, y con datos al 31 de julio, los desembolsos acumulados mediante la LFIP totalizaron \$801.000 millones. Así, en el segundo trimestre del año el crecimiento nominal promedio mensual de estas colocaciones fue de 19%. Recientemente, el BCRA decidió ampliar la línea “Financiación de proyectos de inversión”, que contempla una tasa de interés de 30% n.a., a todas las empresas, sin importar su dimensión, que realicen inversiones destinadas a incrementar la capacidad productiva de carne aviar y porcina. Estos sectores tienen un margen potencial para incrementar su producción y contribuir tanto a la diversificación de la canasta de consumo cárnica como al incremento de las exportaciones netas.

De manera complementaria, se tomaron medidas con el objetivo de incrementar el nivel de financiamiento bancario al sector privado. Se concedió el diferimiento de cuotas impagadas (con excepción de las financiaciones con tarjetas de crédito) para beneficiarios del Programa de Recuperación Productiva II. El Gobierno Nacional extendió el programa “Ahora 12” hasta el 31 de enero de 2022, con algunas modificaciones para incentivar el consumo y dinamizar las financiaciones en tarjetas de crédito. Finalmente, el Gobierno Nacional anunció que a partir de fines de agosto estarán disponibles créditos para más de un millón de personas monotributistas, que podrán solicitar un monto de hasta \$150.000, según su categoría, y devolverlo en 12 cuotas sin interés luego de un período de seis meses de gracia.

El BCRA cuenta con una posición robusta para enfrentar eventuales episodios de mayor volatilidad financiera, que en Argentina han coincidido típicamente con los períodos electorales. En los últimos 9 meses, la autoridad monetaria ha recomposto sus stocks y perfeccionado la regulación cambiaria, incrementando su poder de fuego para preservar la estabilidad cambiaria. En efecto, desde comienzos de diciembre de 2020, cuando las reservas internacionales marcaron un mínimo de US\$38,6 mil millones, el BCRA acumuló reservas por un monto de US\$3,4 mil millones. Esta dinámica de recomposición de saldos, junto con el ingreso de la asignación

de Derechos Especiales de Giro (DEGs) por parte del FMI para mitigar los efectos de la pandemia por un total de US\$4,326 mil millones, permitió que el stock de reservas internacionales se ubique en la actualidad en torno a los US\$46 mil millones.

Asimismo, el BCRA cuenta con un amplio margen de intervención en el mercado de futuros de dólar, lo que posibilita contener cualquier distorsión que pudiera generarse en las expectativas de depreciación y tasas de interés que surgen de esos contratos. Finalmente, el perfeccionamiento de las regulaciones cambiarias asegura el normal funcionamiento del mercado de cambios, evitando que se repitan ciertas tensiones cambiarias que tuvieron lugar durante 2020 en el medio de la pandemia.

En un contexto marcado todavía por los efectos de la pandemia de COVID-19, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social.

2. Contexto Internacional

Desde el IPOM anterior se registró una fuerte suba de los casos de COVID-19 en Europa, Norteamérica y Asia, que se debería a la expansión de la más contagiosa variante Delta. Sin embargo, a diferencia de las olas anteriores de la pandemia, las muertes han aumentado en menor cuantía, posiblemente debido al efecto positivo de las vacunas. El proceso de vacunación se ha acelerado a nivel global, pero la brecha entre países en los porcentajes de población completamente vacunada sigue siendo notoria.

La recuperación económica mundial prosiguió, especialmente luego de que varios países dejaran atrás el impacto de la “segunda ola” durante el primer trimestre del año. También se acentuó la divergencia entre países avanzados y en desarrollo, basada en el mayor espacio fiscal y monetario de los primeros, así como en su más rápido progreso en la vacunación.

Junto con las políticas expansivas y la recuperación, la inflación se aceleró en muchos países: los efectos “base de comparación” y aumentos en ciertos bienes y servicios afectados por la pandemia darían cuenta de buena parte de esta aceleración. En los países emergentes, las presiones inflacionarias se acentuaron a partir de los mayores precios de las materias primas y la depreciación cambiaria en respuesta a la crisis. El consenso hasta ahora es que esta aceleración sería transitoria (no se refleja en expectativas de mayor inflación a más de un año de plazo).

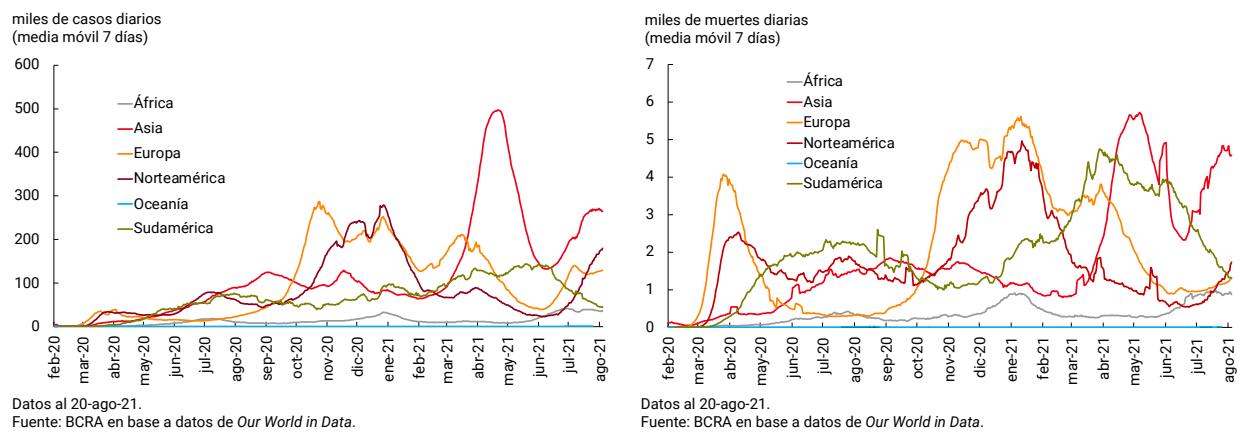
Hacia delante, la recuperación global sigue enfrentando un conjunto de riesgos sanitarios, económicos y financieros. La desigualdad en la vacunación se traduciría en recuperaciones de ritmo también disímiles. El espacio de política más reducido —sobre todo en países en desarrollo— dificulta la contención económica ante nuevas olas de la pandemia. Finalmente, el fuerte ritmo de aumento de los precios de activos financieros sigue presentando cierta desconexión de la economía real, y con ella el riesgo de una corrección. La misma podría materializarse, por caso, si la inflación en países avanzados llevara a una suba de tasas de interés mayor o más pronta que la esperada, con la consiguiente volatilidad sobre las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes.

2.1. Pandemia: casos diarios en suba y dispar avance de la vacunación

Los nuevos casos de COVID-19 bajaron desde los picos de 5,7 millones semanales registrados en el IPOM anterior hasta un piso de 2,5 millones semanales hacia fines de junio. Desde entonces, hubo un resurgimiento en Europa, Norteamérica y Asia (en este último caso, con epicentro en el Sudeste; ver Gráfico 2.1). En cambio, los casos cayeron en Sudamérica. A la fecha de la publicación de este informe, los nuevos casos superaban los 4,5 millones semanales a nivel global.

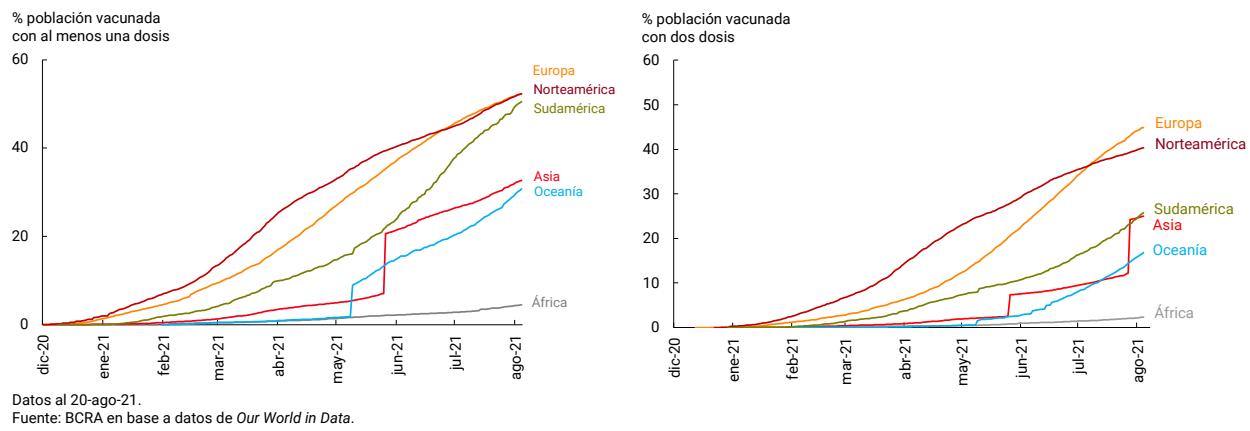
El resurgimiento pudo deberse a la expansión de la variante Delta, la cual es más contagiosa y se volvió dominante en la mayoría de los países para los que se dispone información, a excepción de los sudamericanos. Los estudios conocidos hasta el momento encontraron que las vacunas siguen siendo efectivas (aunque algo menos que contra las demás variantes), sobre todo para prevenir la hospitalización.¹.

Gráfico 2.1 | Evolución de casos y muertes confirmados de COVID-19 por continente



A diferencia de lo sucedido en olas anteriores, las muertes diarias aumentaron menos que los casos en los países de Europa y Norteamérica, los continentes con mayor porcentaje de la población vacunada con dos dosis. En cambio, las muertes escalaron a la par del aumento de casos en Asia (ver Gráfico 2.1). Entre febrero y junio se aceleró el ritmo de aplicación de dosis en el mundo, pero la brecha entre países persiste.

Gráfico 2.2 | Evolución de la vacunación por continente



La intensidad de la vacunación no sólo depende de la gravedad de la pandemia, sino que, a un mismo nivel de muertes por millón, los países de menores ingresos vacunaron mucho menos (ver Gráfico 2.3). Entre continentes, la brecha se redujo en la aplicación de primeras dosis, pero continuó siendo notoria en la proporción de población vacunada con dos dosis (ver Gráfico 2.2).

1 Para más información de los estudios sobre la efectividad de las vacunas ante la variante Delta, dirigirse a los siguientes sitios: [enlace 1](#), [enlace 2](#), [enlace 3](#), [enlace 4](#), [enlace 5](#), [enlace 6](#), [enlace 7](#).

Gráfico 2.3 | Vacunación (dosis aplicadas por habitante) y muertes por COVID-19 según PIB per cápita

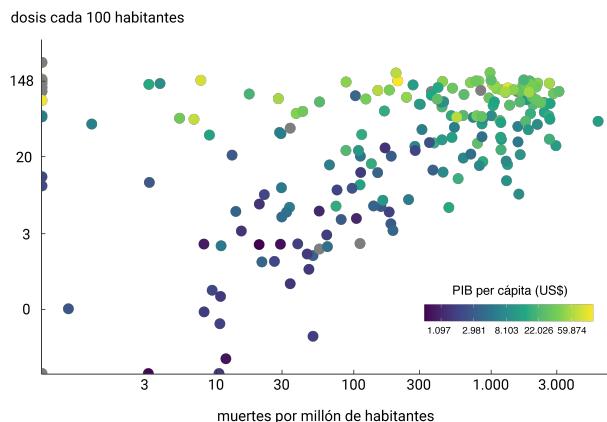
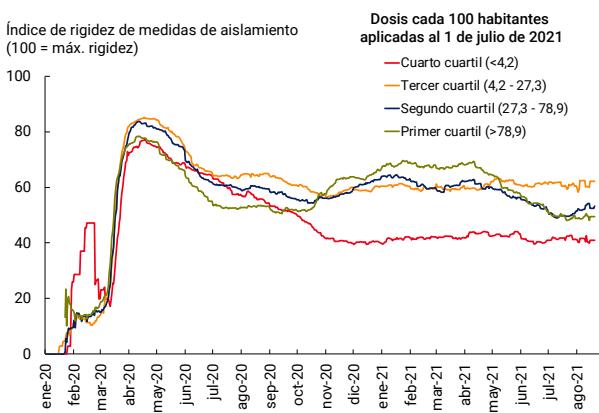


Gráfico 2.4 | Variación del índice de rigidez de medidas de distanciamiento social según avance de la vacunación



Fuente: BCRA en base a datos de *Our World in Data* y *Blavatnik School of Government (Oxford University)*.

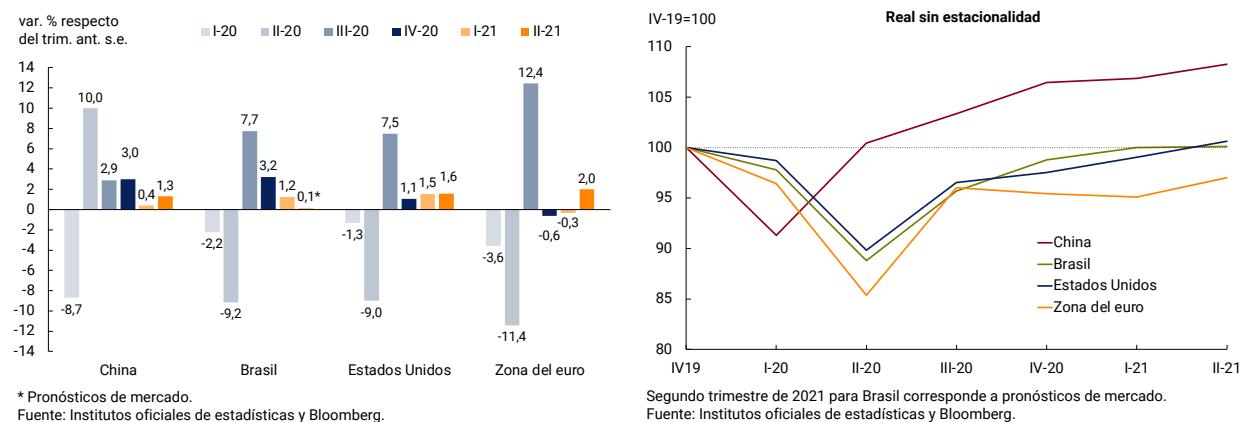
Desde mayo hubo un aumento general de la movilidad. Los países que más avanzaron en la vacunación quitaron más restricciones en las últimas semanas (ver Gráfico 2.4)². La distribución inequitativa de vacunas, entonces, es relevante por al menos dos razones: el surgimiento de nuevas variantes potencialmente más agresivas en zonas de alta circulación viral; y porque podría acentuar una recuperación desigual de la actividad.

2.2. Prosigue la recuperación económica global, pero se acentúa la divergencia entre grupos de países

La economía global continuó recuperándose en el segundo trimestre del año (ver Gráfico 2.5). En lo que respecta a los principales socios de Argentina, en Estados Unidos la actividad económica se aceleró en los primeros dos trimestres respecto del último del año pasado, ante el avance de la vacunación y un mayor estímulo fiscal. En la zona del euro, luego de la caída de la economía en el primer trimestre debido al impacto de la segunda ola, la actividad volvió a crecer en el segundo de la mano de las reaperturas y, también, de un mayor impulso fiscal en algunos países. En Brasil la segunda ola redujo la tasa de crecimiento de la economía en el segundo trimestre, mientras que en China se aceleró, luego de un primer trimestre de expansión más moderada. De esta manera, a fines del primer semestre del año, los niveles de actividad de China, Estados Unidos y Brasil se ubicaban por encima o en niveles cercanos a los prepandemia, mientras que en la zona del euro todavía se encontraba un 3% por debajo.

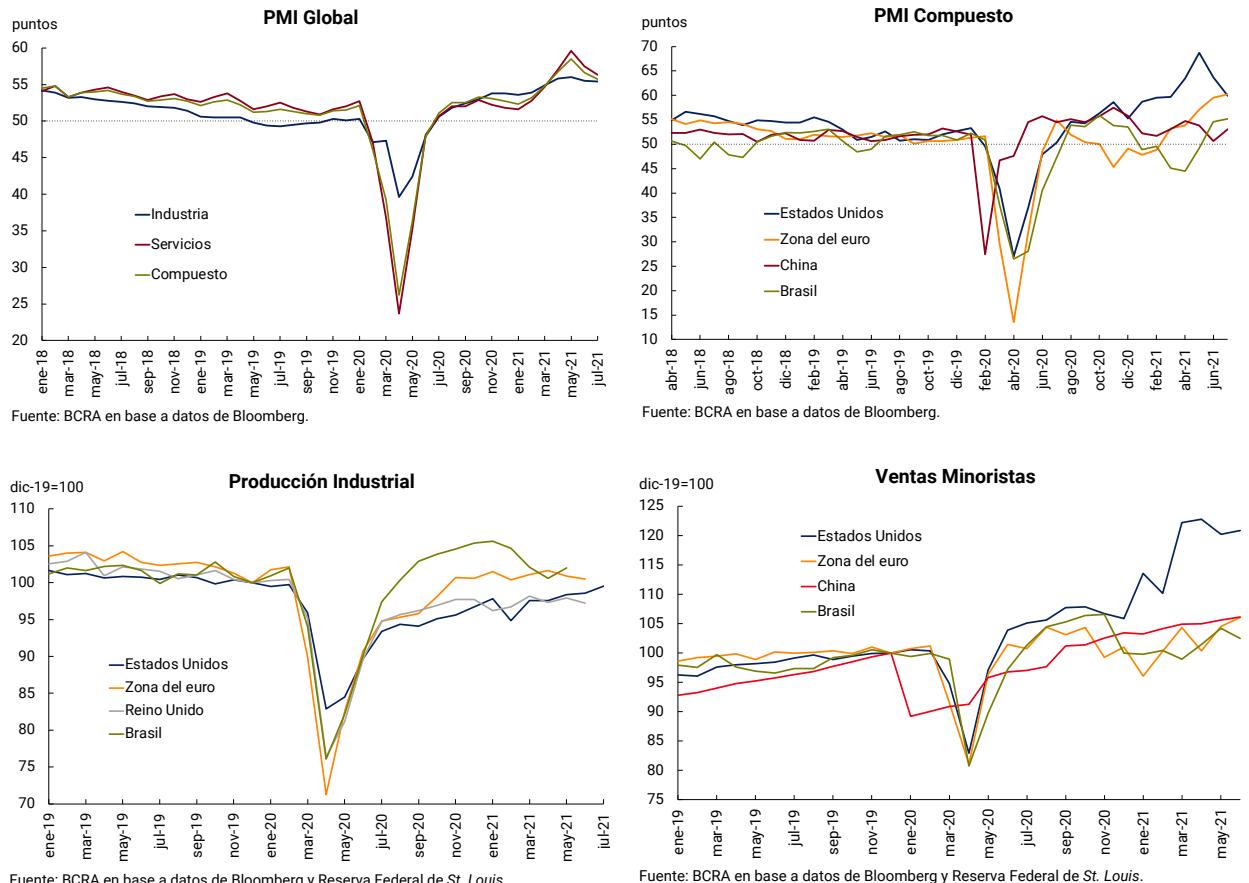
2 Un ejercicio preliminar sugiere que a más dosis aplicadas por habitante se reduce significativamente la rigidez de las medidas de aislamiento, considerando la relación entre el índice de rigidez de medidas de aislamiento que produce la Universidad de Oxford y las dosis por habitante aplicadas 14 días atrás, con efectos fijos por fecha y país, en todos los países que han vacunado hasta ahora.

Gráfico 2.5 | Evolución del PIB de los principales socios comerciales de Argentina



Los datos de alta frecuencia y algunos indicadores prospectivos apuntan a una continuidad de la recuperación de la actividad mundial. En mayo y junio el indicador de gerentes de compras (PMI) global marcó doce meses consecutivos en terreno expansivo (por encima de 50) y se ubicó en niveles máximos de los últimos quince años. El sector servicios mostró un mejor desempeño que el manufacturero en los últimos meses ante las reaperturas que se registraron en varios países, y que permitieron la recuperación de los servicios de contacto cercano (vinculados al turismo y al ocio, por ejemplo). Estados Unidos y Europa mostraron un mayor dinamismo en los últimos meses con mayores niveles de PMI frente a las economías emergentes. La continuidad de la recuperación global en los últimos meses también pudo observarse en los indicadores de producción industrial y ventas minoristas (ver el Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | Indicadores de actividad



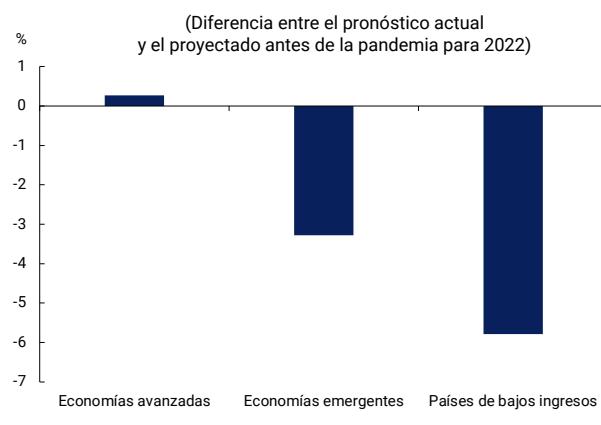
Los últimos pronósticos también coinciden en que la recuperación continuaría (ver Cuadro 2.1). El Fondo Monetario Internacional espera que la economía mundial crezca 6% en 2021 y elevó a 4,9% el crecimiento de 2022. Sin embargo, se acentuaría la divergencia en la recuperación entre grupos de países. Por un lado, la proyección de crecimiento del PIB se incrementó para las economías avanzadas (+0,5 p.p. para 2021 y +0,8 p.p. para 2022). En este grupo se destaca el desempeño de Estados Unidos, con un crecimiento esperado de 7% para este año y de 4,9% para el próximo. La fuerte revisión al alza (+0,6 p.p. y +1,4 p.p., respectivamente) responde a los nuevos planes de estímulo fiscal de mediano plazo que impulsa el gobierno norteamericano. Sin embargo, para las economías en desarrollo (países emergentes y de bajos ingresos) el pronóstico de crecimiento se redujo en 2021 y se corrigió levemente al alza en 2022 (-0,4 p.p. y +0,2 p.p., respectivamente), principalmente por un menor desempeño esperado para las economías de Asia (China, India y Sudeste Asiático). Las economías en desarrollo, en general, tardarían más que las economías avanzadas en alcanzar el sendero de crecimiento previsto antes de la pandemia, debido al menor espacio de política con el que cuentan y a las mayores dificultades para acceder a las vacunas, lo que crearía brechas más amplias entre los niveles de vida de estos países (ver Gráfico 2.7).

Cuadro 2.1 | Proyecciones económicas

	2019 (FMI)	2020 (FMI)	FMI				Banco Mundial				Otras fuentes 2021	
			Proyecciones julio 2021		Diferencia con proy. abr. 2021		Proyecciones junio 2021		Diferencia con proy. enero 2021			
			2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022		
PIB Mundial	2,8	-3,2	6,0	4,9	0,0	0,5	5,6	4,3	1,5	0,5	5,8	
Economías avanzadas	1,6	-4,6	5,6	4,4	0,5	0,8	5,4	4,0	2,1	0,5		
Estados Unidos	2,2	-3,5	7,0	4,9	0,6	1,4	6,8	4,2	3,3	0,9	7,0	
Zona del euro	1,3	-6,5	4,6	4,3	0,2	0,5	4,2	4,4	0,6	0,4	4,6	
Economías emergentes y en desarrollo	3,6	-2,1	6,3	5,2	-0,4	0,2	6,0	4,7	0,8	0,4		
China	6,0	2,3	8,1	5,7	-0,3	0,1	8,5	5,4	0,6	0,2	8,5	
América Latina y el Caribe	0,2	-7,0	5,8	3,2	1,2	0,1	5,2	2,9	1,4	0,1		
Brasil	1,4	-4,1	5,3	1,9	1,6	-0,7	4,5	2,5	1,5	0,0	5,3	

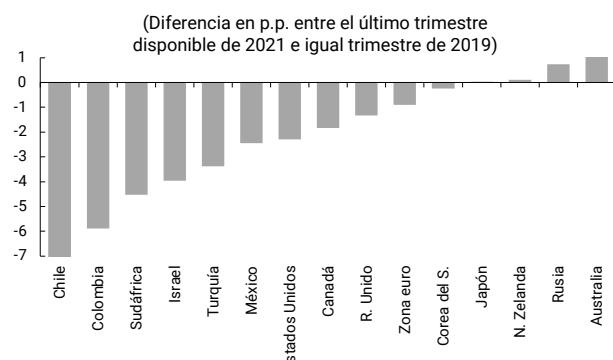
Fuente: FMI (WEO), Banco Mundial, OCDE, BCE, Fed, Banco Central de Brasil.

Gráfico 2.7 | Evolución del PIB respecto de las tendencias prepandemia



Fuente: BCRA en base a datos de FMI.

Gráfico 2.8 | Tasa de empleo de países seleccionados
% de la población en edad de trabajar



2do. trimestre de 2021 para Australia, Canadá, Colombia, Corea del Sur, Chile, Estados Unidos, Japón, Nueva Zelanda y Rusia. 1er. trimestre de 2021 para México, Reino Unido, Israel, Sudáfrica y zona del euro. 4to. trimestre de 2020 para Turquía. Fuente: OCDE.

El mercado laboral muestra un menor dinamismo en la recuperación. La mejora del empleo dista mucho de ser completa, incluso en lugares donde el nivel de actividad ha regresado o estaría cerca de alcanzar los niveles anteriores a la pandemia. El empleo se ha incrementado desde el punto mínimo del segundo y tercer

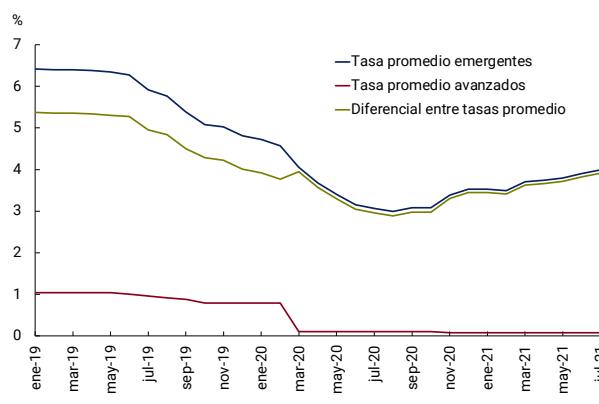
trimestre de 2020 pero, en general, se mantuvo por debajo de las tasas registradas antes de la pandemia (ver Gráfico 2.8).

2.3. Políticas monetaria y fiscal: continúa el sesgo expansivo, aunque empiezan a retirarse los estímulos, especialmente en países en desarrollo

La política monetaria en los países avanzados continuó con sesgo expansivo en los últimos tres meses, aunque en algunos casos se redujeron las medidas "no convencionales". Como anticipamos en el IPOM anterior, algunos países emergentes empezaron a tomar medidas contractivas de política monetaria (ver Gráfico 2.9). En todos los casos la inflación ha tenido una clara tendencia alcista, superando en algunos casos la meta de inflación. En la mayoría de los países analizados, las autoridades monetarias estiman que el alza de la inflación sería transitoria, como se refleja en las encuestas de expectativas.

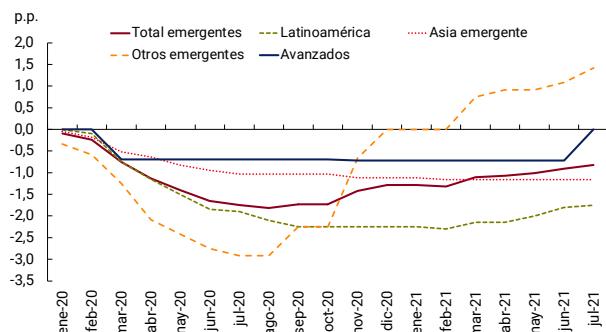
Gráfico 2.9 | Indicadores de política monetaria

Tasa de interés de política



Tasa de interés de política

Var. respecto a dic-19, en p.p.



Nota: variación respecto a dic-19. Latinoamérica (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú), Asia Emergente (China, Indonesia, India, Malasia, Filipinas, Tailandia), Otros emergentes (Rusia, Turquía, Sudáfrica), Avanzados (Japón, EE.UU., euro, Canadá, Australia, Reino Unido).

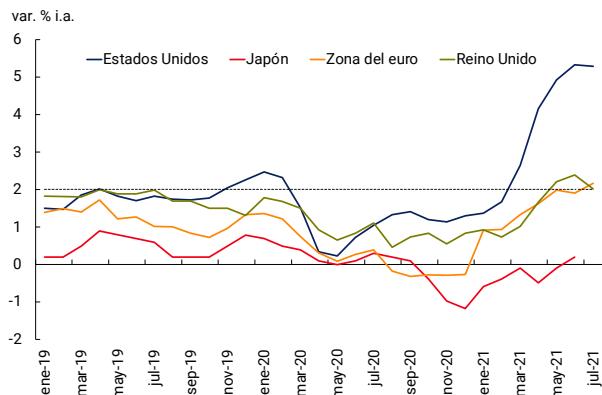
Fuente: BCRA en base a datos de BIS.

Los bancos centrales de economías avanzadas mantuvieron sin cambios sus tasas de interés de referencia en los últimos meses. Las economías más grandes (Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido) tampoco modificaron sus programas de política monetaria no convencional mientras que países como Australia y Canadá empezaron a reducirlos. En particular, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) anunciaría en la segunda mitad de 2021 la reducción de su programa de compra de activos de US\$120.000 mil mensuales, la que se volvería efectiva hacia fines de año. (según surge de la minuta de la última reunión del Comité de Mercado Abierto, FOMC). Además, las proyecciones de los miembros del FOMC anticiparon la fecha probable de suba de su tasa de interés de referencia a 2023 (desde 2024). Por su parte, en el marco de su nueva estrategia de política monetaria³ el Banco Central Europeo (BCE) mantendría sin cambios su programa de expansión cuantitativa por lo menos durante 2021.

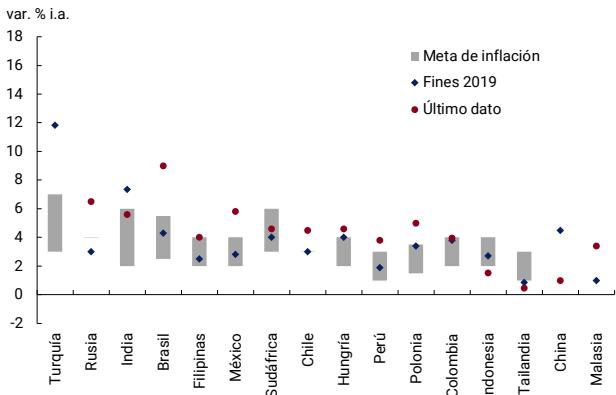
3 En julio el BCE concluyó la segunda revisión histórica de su estrategia monetaria iniciada en 1998. En ella reconoció que los cambios estructurales (la reducción del crecimiento de la productividad, los factores demográficos y la demanda persistente de activos líquidos y seguros) llevan a que la tasa de interés real de equilibrio sea baja. Para contrarrestar este efecto, generando un "colchón de inflación" en el mediano plazo, el BCE pasa a: a) contemplar un objetivo simétrico de inflación del 2%, tolerando desde ahora aumentos transitorios; b) abandonar el seguimiento de agregados monetarios; c) utilizar a futuro un índice de precios al consumidor que incluya el valor de las viviendas; d) incorporar definitivamente instrumentos "no convencionales" al herramiental de política y e) incluir objetivos de cambios climático y transición hacia fuentes de energía "más limpias".

Gráfico 2.10 | Tasas y metas de inflación

Países desarrollados



Países emergentes



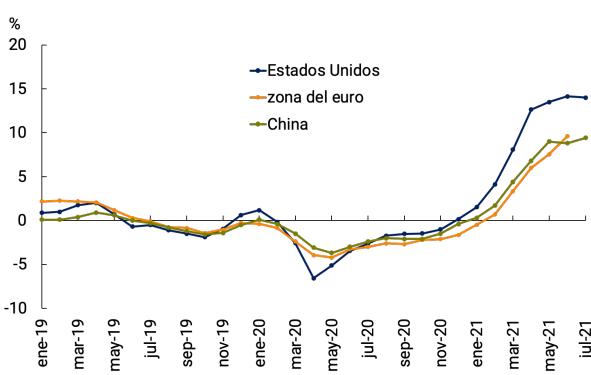
Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos bancos centrales.

Algunos países emergentes comenzaron a subir sus tasas de interés de política monetaria. Brasil la aumentó en +1,75 p.p. desde el último IPOM) debido, entre otros factores, a que la inflación se aceleró hasta 9% i.a. en julio tras varios meses de suba, por encima de la meta (2,25-5,25%). La autoridad monetaria de Chile también tomó medidas contractivas mediante la tasa de interés (+0,25 p.p. desde el último IPOM), debido a una tasa de inflación por encima de la meta (4,5% i.a. en julio y una meta de 3%). Otros bancos centrales que incrementaron sus tasas de interés de referencia debido a una inflación superior a sus metas fueron los de México y Rusia (aumentos de 0,25 p.p. y 1,5 p.p. desde el último IPOM, respectivamente), mientras que el de Turquía la mantuvo en niveles de dos dígitos por la inflación elevada (ver Gráfico 2.10).

Gráfico 2.11 |

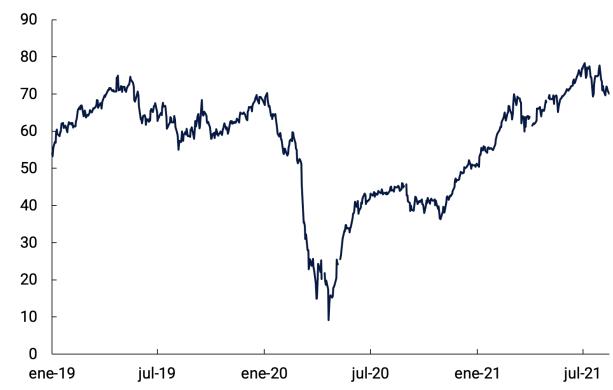
Índice de Precios al Productor de bienes manufacturados

Var. % interanual



Precio del petróleo

Brent - US\$ por barril



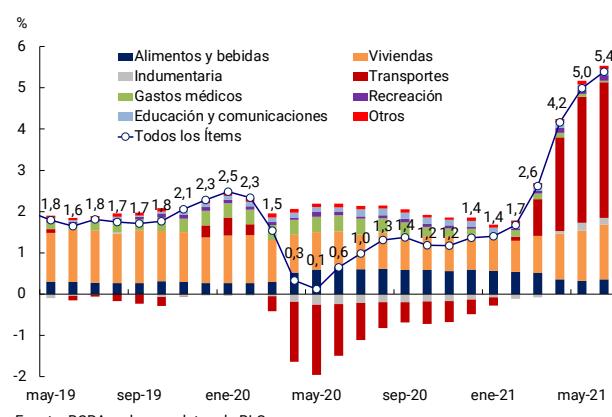
Fuente: BCRA en base a datos de los respectivos institutos de estadística y Bloomberg.

Diferentes factores subyacen a la aceleración inflacionaria, tales como la recuperación económica global y los “cuellos de botella” en muchos sectores (escasez de microchips con impacto en diferentes industrias, entre ellas, la automotriz), junto al mayor precio de la energía, los efectos “base de comparación” y aumentos en ciertos bienes afectados por la pandemia (ver, por ejemplo, [un informe reciente del Banco de Pagos Internacionales](#)). La inflación mayorista también se ha acelerado en muchos países (ver Gráfico 2.11); esto impactó en los precios de importación de la Argentina (ver Capítulo 4. Sector Externo).

A partir de una descomposición de la tasa de inflación de diferentes países entre sus principales rubros, surge que los que más aportaron al aumento de los precios fueron los rubros vinculados al precio del petróleo⁴, como los de transportes y viviendas (éste último incluye aumentos de electricidad y gas). Otro factor que en parte habría estado influyendo dentro del rubro transportes es el incremento del precio de los vehículos por la escasez de algunos de sus insumos. En los países en desarrollo, esta dinámica ha sido potenciada por la depreciación cambiaria en respuesta a la crisis y los mayores precios de materias primas. Por ejemplo, los dos rubros que más impactaron en el aumento de la inflación en Brasil fueron alimentos y bebidas y transportes, vinculados a los factores antes mencionados (ver Gráfico 2.12).

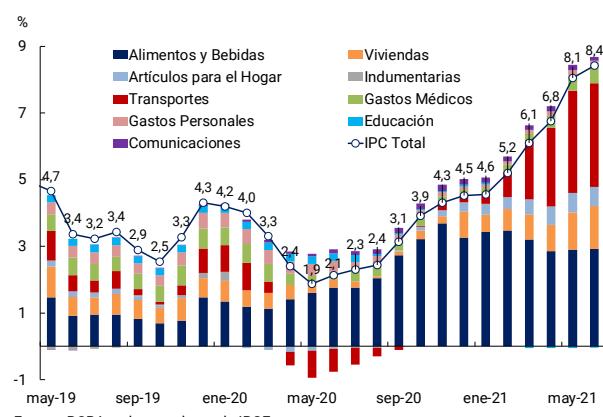
Gráfico 2.12 | IPC por categoría. Principales socios comerciales

Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de BLS.gov.

Brasil

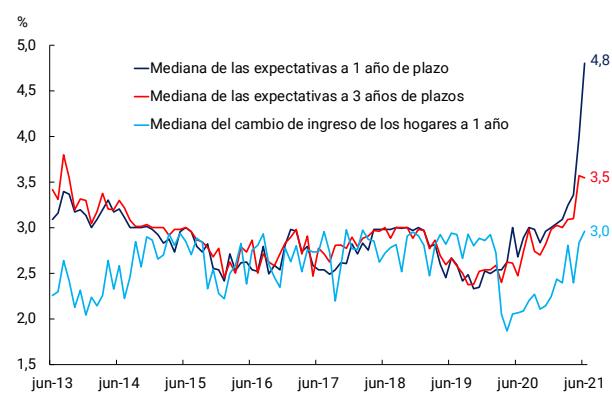


Fuente: BCRA en base a datos de IBGE.

A pesar de la mayor inflación, las expectativas se mantienen relativamente estables a mediano plazo (ver Gráfico 2.13). Ello se advierte en los países avanzados, pero también en algunas economías en desarrollo como Brasil. Esto respalda la noción de que el aumento reciente se percibe como transitorio.

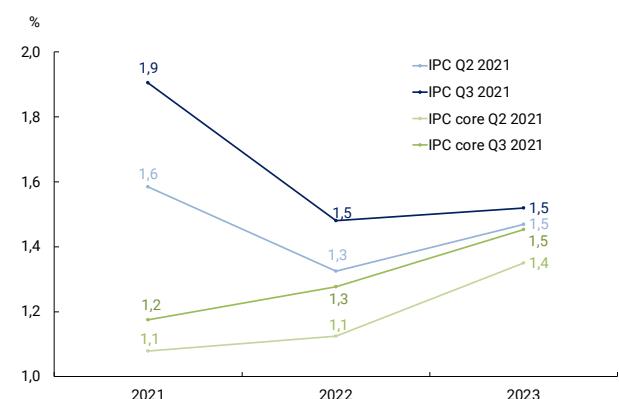
Gráfico 2.13 | Expectativas de inflación

Estados Unidos



Fuente: BCRA en base a datos de Reserva Federal y Banco Central Europeo.

Zona del euro

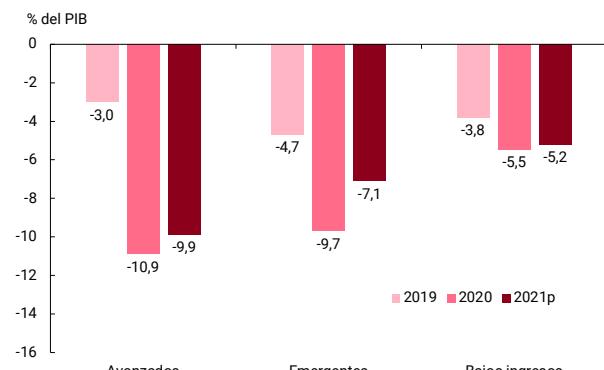


4 El precio del petróleo aumentó más de 700% desde los mínimos de la pandemia; si bien parte del aumento sólo refleja un “efecto base”, el precio actual supera los registros previos a la pandemia.

En el segundo trimestre del año, la respuesta de política fiscal a la pandemia se incrementó en US\$500 mil millones a nivel global, hasta llegar a 16% del PIB global (+0,6% del PIB), según datos del [FMI](#). La mayor parte de este nuevo apoyo se dio en los países avanzados (zona del euro, Reino Unido, Japón, Canadá y Australia) para lidiar con los rebrotes de principios de año, mientras que muchas economías en desarrollo buscaron recomponer su situación fiscal. Para los próximos años, con el impulso del Plan de Empleo y del Plan de Familias en Estados Unidos y el avance del plan “Nueva Generación” en la Unión Europea, las diferencias de estímulo fiscal podrían mantenerse, lo que complicaría aún más las posibilidades de convergencia entre países avanzados y en desarrollo.

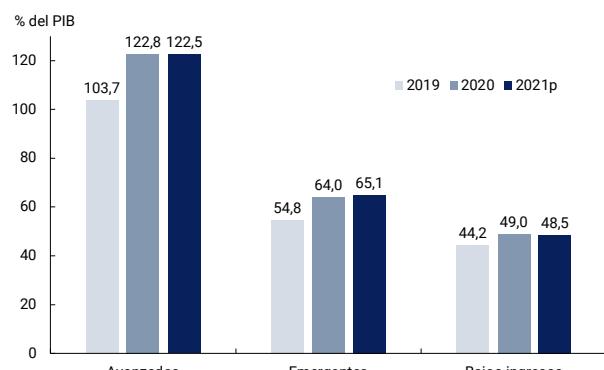
La mayoría de los países registrarían en el año déficits de sus cuentas públicas menores a los de 2020, aunque todavía elevados. Los mayores desequilibrios se registrarían en los países avanzados, que cerrarían el año con un déficit fiscal promedio de 9,9% del PIB, mientras que las economías emergentes y las de menores ingresos terminarían con desequilibrios de -7,1% del PIB y -5,2% del PIB, respectivamente. Esta dinámica fiscal, junto con la recuperación prevista para la actividad económica, llevaría a una moderación en la evolución de los ratios de deuda a PIB a nivel global durante este año, incluso con leves caídas en los países avanzados y en los de menores ingresos (ver el Gráfico 2.14). Sin embargo, para algunos países de ingresos medios y para los de bajos ingresos la financiación de grandes déficits siguió siendo un desafío, dado el acceso limitado al mercado y el escaso margen para recaudar impuestos en el corto plazo.

Gráfico 2.14 |
Resultado financiero



p: Pronóstico.
Fuente: Monitor Fiscal, FMI.

Deuda pública bruta



En el contexto de las medidas económicas multilaterales para enfrentar la crisis se destacó el avance de la nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG) por US\$650 mil millones, que, tras ser aprobada por la Junta de Gobernadores del FMI, fue implementada el 23 de agosto (Argentina recibió el equivalente a unos US\$4.350 millones)⁵. Asimismo, en la última reunión de ministros y presidentes de bancos centrales del G20 se encomendó al organismo explorar opciones para la recirculación de los DEG excedentes desde países con sólidas posiciones externas hacia economías vulnerables, que podría incluir la creación de un nuevo fondo multilateral que atienda también a países de ingresos medios⁶. Otro hecho relevante de coordinación internacional fue la aprobación de un acuerdo de tributación propuesto por la OCDE por parte de 130 países, que busca implementar una tasa mínima global de impuesto a las ganancias para multinacionales y que las ganancias de

5 Para mayor detalle ver el Apartado 1. La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG): qué es y qué implica para los países en desarrollo, del Informe de Política Monetaria de mayo de 2021.

6 Este fondo se sumaría al Fondo para la Reducción de la Pobreza y el Crecimiento (PRGT, por sus siglas en inglés), que está destinado a otorgar financiamiento a tasas subsidiadas a países de bajos ingresos. Las opciones a explorar incluyen también el incremento del financiamiento disponible para este fondo.

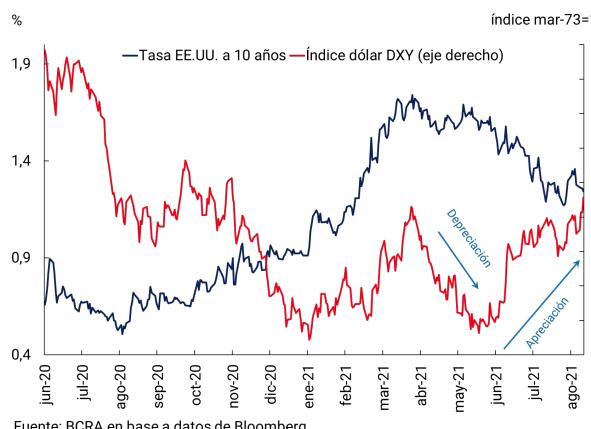
las grandes empresas multinacionales pasen a ser gravadas en parte por los países donde venden productos y servicios, en lugar de solo aquellos que albergan su sede o propiedad intelectual (ver Apartado 1 / Hacia la definición de un nuevo esquema tributario internacional).

2.4. Mercados: bajas en las tasas de interés de largo plazo y subas bursátiles

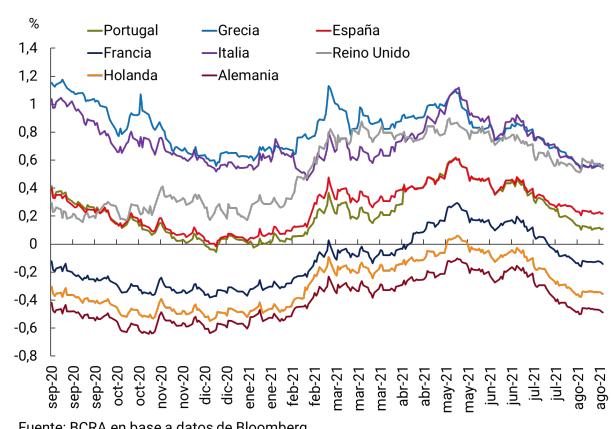
Desde comienzos de año hubo un par de eventos de subas de tasas de interés de largo plazo en países avanzados (con picos a principios de abril y mediados de mayo) que generaron preocupación y salidas de capitales de países emergentes. En el último tiempo, el panorama pareció haber cambiado. Si bien las expectativas de crecimiento global se mantuvieron elevadas, las de inflación a largo plazo en los Estados Unidos, medidas por la diferencia entre los bonos indexados por inflación (TIPS) y los bonos del Tesoro, se redujeron y parecieron estabilizarse.

El mercado pareció adherir a la tesis de que la inflación más alta de estos meses es un fenómeno transitorio. Así, a pesar de haberse adelantado la posibilidad de la primera suba de la tasa de la Fed para el 2023, la tasa del bono a 10 años cayó desde el máximo de 1,77 a fines de marzo y ya está debajo de 1,30 (ver Gráfico 2.15). Además, están cayendo los diferenciales entre las tasas de interés a largo plazo y las de corto y mediano, con lo que la curva de tasas está menos empinada. Esto es relevante porque las subas de las tasas largas y el empinamiento de la curva suelen ser perjudiciales para los flujos de capitales hacia emergentes. En tanto, el dólar estadounidense llegó a un mínimo a fines de mayo y desde allí comenzó a apreciarse contra una canasta de monedas. Por último, en Europa se dio también un movimiento de reversión de la suba de comienzos de año, con las tasas de bonos a 10 años de los países más relevantes cayendo entre 35 y 50 puntos básicos desde el cierre del IPOM anterior (ver Gráfico 2.15).

Gráfico 2.15 |
Rendimiento de los títulos públicos en Estados Unidos e índice dólar



Rendimiento de los títulos públicos europeos a 10 años



Las acciones globales siguieron subiendo, aunque a menor ritmo que en los primeros meses del año. El S&P 500 de los Estados Unidos acumuló una suba de 17% en el año, mientras que el Stoxx 50 europeo subió un 16% en el mismo período. Las bolsas sobrepasaron los niveles previos a la pandemia: por ejemplo, el S&P 500 se ubicó 36% arriba del cierre del 2019. Esto se sumó a algunos indicios de "exuberancia irracional" o desconexión de los precios respecto de sus fundamentos, como las cotizaciones de los criptoactivos, la euforia con algunas acciones particulares o, más recientemente, el alza de los precios de la propiedad en países avanzados. El panorama generó dudas sobre la sostenibilidad de las cotizaciones.

Los flujos de capitales hacia países emergentes no tuvieron grandes movimientos. Se registraron ingresos netos entre fines de mayo y mediados de junio, y se tornaron negativos desde entonces, para terminar con un saldo acumulado neutro desde el cierre del IPOM anterior. Con respecto a meses anteriores se notó una menor volatilidad en los flujos.

2.5. En resumen

La evolución de la pandemia sigue representando el principal riesgo para la economía global: ante la expansión de la variante Delta del COVID-19, se registraron hasta ahora menos hospitalizaciones y muertes en los países con mayor avance de la vacunación. Las disparidades en el proceso de vacunación se trasladan a las perspectivas de recuperación económica global, que prosigue pero se estaría haciendo más desigual entre los países avanzados y en desarrollo. Esto último también obedece al menor espacio de política fiscal y monetaria con que cuentan estos últimos. Frente a la mayor inflación global, los países en desarrollo tienden a reaccionar más rápido subiendo las tasas de interés, limitando el uso de la política monetaria contracíclica.

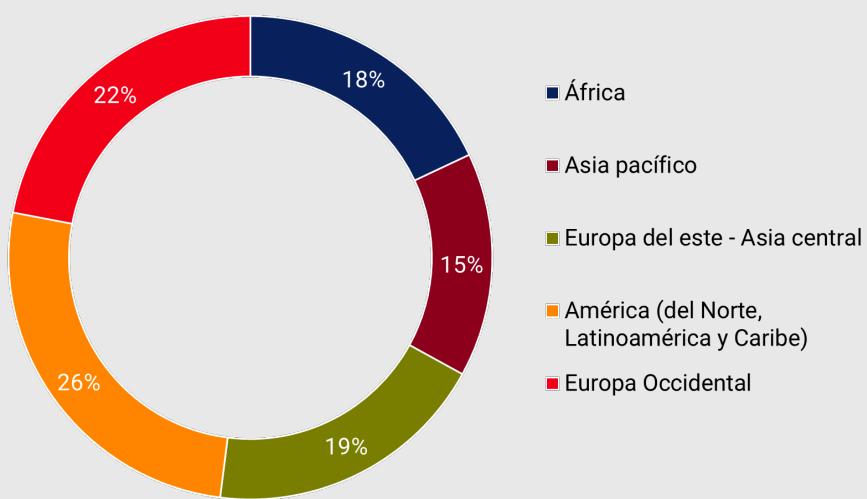
Finalmente, si bien las tasas de interés globales revirtieron las subas de inicio de año, existe el riesgo de que, por ejemplo, ante mayor inflación se produzcan nuevas subas en las tasas de interés de largo plazo que generen turbulencias financieras y salidas de capitales de países emergentes. Las cotizaciones de varios grupos de activos, entre ellos las criptomonedas, también representan un riesgo importante, ya que no están muy claros los fundamentos reales detrás de sus cotizaciones.

Apartado 1 / Hacia la definición de un nuevo esquema tributario internacional

El 1 de julio de 2021, 130 países que representan más del 90% del PIB mundial acordaron establecer un plan para reformar el esquema tributario internacional y garantizar que las empresas multinacionales paguen los impuestos adecuados, más allá del lugar donde estas operen. Dicho acuerdo es el resultado de intensos debates durante los últimos años, y un gran compromiso de todas las partes para alcanzar una solución global de consenso.

Para atender el problema de la elusión impositiva de las empresas multinacionales, la comunidad internacional había propiciado en 2013 el lanzamiento del Marco Inclusivo de la OCDE/G20 sobre *Base Erosion and Profit Shifting* (BEPS), que actualmente cuenta con 139 países o jurisdicciones miembros (ver Gráfico 1). Tras haber logrado un progreso significativo en darle más coherencia y transparencia al sistema tributario internacional, en 2018 el G20 le encomendó que buscara una solución global a los desafíos que imponía la digitalización de la economía.

Gráfico 1 | Distribución geográfica de los 139 miembros del Marco Inclusivo



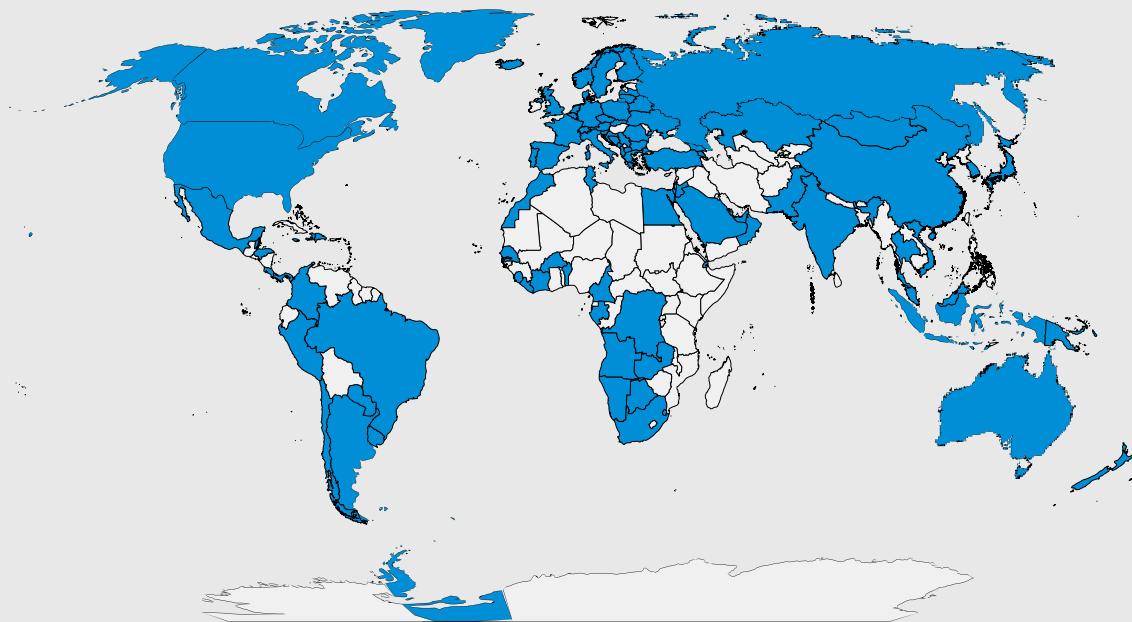
Fuente: OCDE.

El plan que logró consensuarse consta de dos pilares. El primer pilar tiene como objetivo garantizar una distribución más justa de los beneficios de las empresas multinacionales más grandes, que son las ganadoras de la globalización, y los derechos tributarios de los países. El segundo pilar busca poner un piso a la competencia tributaria mediante la introducción de una alícuota mínima para el impuesto a las ganancias de las empresas a nivel global.

Si bien todavía quedan una serie de puntos y detalles sobre los cuales los miembros del Marco Inclusivo deben ponerse de acuerdo, y todavía queda un pequeño número de países que aún no han adherido, está previsto que el acuerdo finalice en octubre de 2021. Durante 2022 se desarrollará un plan de implementación, una

legislación modelo, lineamientos y se prevé la firma de un tratado multilateral, que finalmente entre en vigencia recién a partir de 2023.

Mapa 1 | Países que adhirieron al plan tributario de los dos pilares



Fuente: OCDE.

La necesidad de tener el esquema tributario actualizado, acorde a desafíos de la digitalización y globalización de la economía

"Los impuestos son tan antiguos como la civilización, al igual que los esfuerzos por escapar de ellos" manifestó recientemente la directora gerente del Fondo Monetario Internacional, Kristalina Georgieva. Puso como ejemplo los históricos impuestos a las ventanas, establecidos en Gran Bretaña en el siglo XVIII como un mecanismo no intrusivo de gravar la renta, pero que incentivaron a que muchas ventanas fueran tapiadas, lo que redundó en que muchas familias vivieran con peor ventilación y sin luz natural (ver Georgieva (2021)). Para eludir los impuestos sobre las corporaciones globales, las empresas trasladan las ganancias entre jurisdicciones o buscan algún otro mecanismo para evitar pagar. Los impuestos bien diseñados deben minimizar este tipo de comportamientos.

Los arreglos tributarios internacionales se basaban en acuerdos celebrados hace ya un siglo y una red global de tratados bilaterales. Estos establecían que las ganancias de una empresa extranjera sólo podían ser gravadas en otro país donde la empresa tenía presencia física, lo que tenía sentido cuando el modelo de negocio se basaba en la producción y distribución de bienes físicos, con fábricas y depósitos. Pero en el mundo digital de la actualidad, muchas empresas multinacionales hacen negocios en jurisdicciones en las que no tienen ninguna presencia física. Esto les ha permitido a los gigantes de Internet, y muchas otras empresas, eludir impuestos radicando los activos intangibles más valiosos y transfiriendo sus ganancias a países con impuestos más bajos.

Además, muchos países, especialmente aquellos en vías de desarrollo, se han visto inclinados a entrar en una competencia tributaria, intentando ofrecer los menores impuestos para atraer mayor inversión extranjera directa. En este contexto, el plan pretende poner fin a lo que Janet Yellen, la Secretaría del Tesoro de los EE.UU., se refirió recientemente como una carrera hacia el fondo (*race to the bottom*, ver Yellen (2021)).

Una solución basada en dos pilares para abordar los desafíos de la digitalización de la economía

Pilar Uno

El Pilar Uno procura actualizar las normas tributarias internacionales anticuadas, al establecer que los países tendrán derechos impositivos sobre las empresas multinacionales, aunque estas no tengan presencia física en sus jurisdicciones.

Establece que entre el 20% y el 30% de los beneficios de las 100 empresas multinacionales más grandes y rentables que superen un margen preestablecido (del 10% de los ingresos de las empresas) se reasignarán a las jurisdicciones donde se encuentran los usuarios y clientes de dichas empresas.

También busca garantizar la prevención y resolución de disputas que pudieran surgir para cualquier conflicto de doble imposición.

Por último, implica un alto repliegue de las medidas unilaterales, lo que evita disputas comerciales que terminan resultando perjudiciales.

De acuerdo a un estudio de la OCDE (ver OCDE (2020)) se estima que el Pilar Uno generará un aumento en la recaudación de los impuestos sobre los ingresos de las empresas de alrededor del 1% en promedio en los países en desarrollo.

Pilar Dos

El Pilar Dos establece un impuesto mínimo sobre las ganancias corporativas, poniendo un piso a la competencia fiscal.

Se acordó establecer un impuesto sobre los beneficios de las empresas multinacionales con sede en su jurisdicción con una alícuota de al menos 15%.

Esto significaría que la competencia fiscal ahora estaría acotada por un nivel mínimo de impuestos dondequiera que opere una multinacional.

Se estima que con una alícuota mínima de 15% el impuesto mínimo global generará alrededor de US\$150 mil millones de recaudación de impuestos por año (ver OCDE (2020)).

Un entorno más previsible es beneficioso para la inversión y el crecimiento

El paquete de dos pilares acordado, al brindar certeza tributaria, contribuye a crear un entorno más favorable para la inversión y el crecimiento. De otro modo, se daría lugar a una proliferación de medidas fiscales unilaterales y descoordinadas, y un aumento de las disputas fiscales y comerciales que terminarían resultando perjudiciales.

Por otra parte, se logra establecer un campo de juego nivelado global, deteniendo la carrera hacia el fondo. De ahora en más los países, en lugar de competir por quien ofrece la tasa impositiva más baja, podrán concentrar sus esfuerzos en competir sobre la base de sus fundamentos económicos: la habilidad de su fuerza laboral, la capacidad para innovar, y la solidez de las instituciones legales y económicas (ver Yellen (2021)). Además, este acuerdo dotará a los países de la capacidad de recaudar los fondos necesarios para poder proveer bienes públicos tan importantes como infraestructura, investigación y desarrollo, y educación.

Referencias

- Aslam, A. y Coelho, M. (2021) The Benefits of Setting a Lower Limit on Corporate Taxation, IMF Blog, International Monetary Fund, Washington DC.
- Georgieva, K. (2021) Opening Remarks on the Virtual Book Launch: Corporate Income Taxes Under Pressure, International Monetary Fund, Washington DC.
- OCDE (2020), Tax Challenges Arising from Digitalisation – Economic Impact Assessment: Inclusive Framework on BEPS, OCDE/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, OCDE Publishing, Paris.
- OCDE (2021) Addressing the tax challenges arising from the digitalisation of the economy, OCDE/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, OCDE Publishing, Paris.
- Yellen, J. (2021) Transcript of the Press Conference following the close of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meetings, Venice.

3. Actividad Económica y Empleo

La actividad económica retrocedió en el segundo trimestre del año como consecuencia de la irrupción en el país de la segunda ola de contagios de COVID-19 desde fines de marzo. Se interrumpió así una recuperación económica que había comenzado en el tercer trimestre de 2020, pero sólo de manera transitoria. Los datos disponibles del EMAE de junio permiten inferir que ya se habría recuperado un nivel de actividad similar al que se verificaba en marzo pasado mientras que, de acuerdo con la evolución de diversos indicadores adelantados, en julio la actividad habría sostenido su recuperación.

La segunda ola motivó la implementación de nuevas restricciones a la circulación hasta fines de mayo. Estas medidas impactaron en mayor medida en los sectores más afectados por las limitaciones a la movilidad y los protocolos sanitarios. En línea con los avances obtenidos en el proceso de vacunación y con las mejoras efectuadas en el sistema sanitario, las restricciones aplicadas tuvieron una duración e impacto mucho más reducidos respecto de la primera ola de contagios que se había iniciado en marzo del año pasado, lo que permitió recuperar más rápidamente los niveles de actividad. Al mismo tiempo, con el fin de acotar el impacto del nuevo contexto sobre el tejido social y productivo, el Gobierno Nacional sostuvo políticas de apoyo focalizadas sobre los sectores productivos y de asistencia social a las familias más afectadas.

Hacia adelante, la mayor cobertura de la población con la aplicación de la primera dosis y el avance previsto en el proceso de vacunación con esquemas completos reduciría significativamente el posible impacto de la circulación de nuevas cepas del virus sobre el nivel de actividad. De todas formas, tal como se observa en otros países, no puede descartarse que la circulación de nuevas variantes del virus pudiera postergar la conclusión del proceso de normalización económica.

3.1. En el tercer trimestre la actividad dio muestras de continuar en el sendero de recuperación, interrumpido durante abril y mayo por la segunda ola de contagios de COVID-19

El incremento acelerado de los casos y fallecimientos por COVID-19 a partir de fines de marzo motivó el endurecimiento parcial y temporario de las restricciones sanitarias⁷, con un impacto negativo en la actividad económica en abril y mayo. A fin de atenuar el impacto de esta segunda ola el Gobierno Nacional continuó implementando durante el segundo trimestre políticas de apoyo focalizadas en sectores productivos⁸ y hogares⁹ más afectados por la pandemia y otras orientadas a la promoción de sectores estratégicos con el fin

7 Mediante DECU 241/21 del día 15 de abril de 2021 el Gobierno Nacional dispuso, de acuerdo con el riesgo epidemiológico de cada jurisdicción, restricciones puntuales en el AMBA que incluyeron la suspensión de actividades de centros comerciales, shoppings y de todas las actividades deportivas, recreativas, sociales, culturales y religiosas que se realizan en ámbitos cerrados. Asimismo, suspendió la escolaridad presencial, impuso nuevas restricciones al normal funcionamiento de locales comerciales y restricciones horarias a la circulación. Mediante DECU 287/21 tales medidas fueron extendidas a las regiones consideradas en situación de Alarma Epidemiológica y Sanitaria del resto del país, al mismo tiempo que dejó sin efecto la actividad asociada al turismo estudiantil, recreativas y sociales en lugares cerrados.

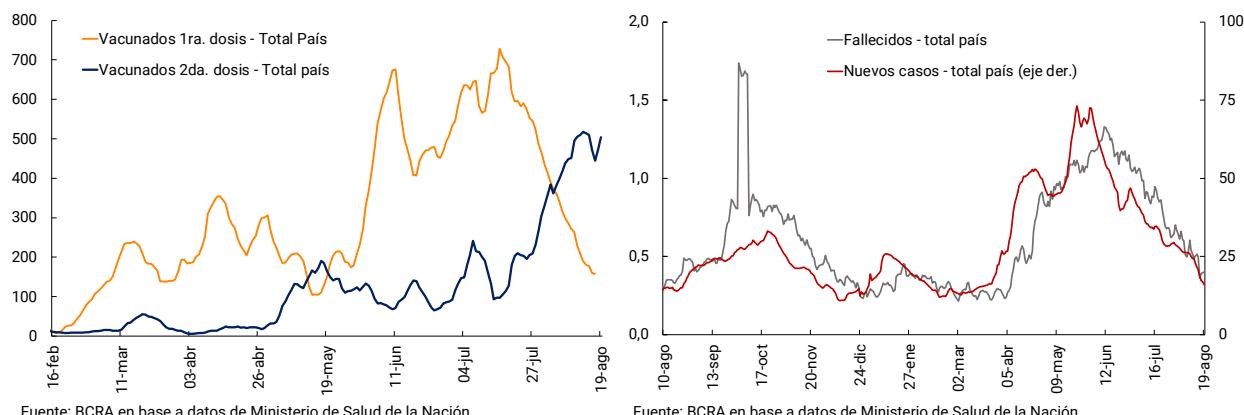
8 Entre las principales medidas se encuentran la ampliación del monto del REPRO II y la incorporación de nuevas actividades consideradas críticas (el programa estableció una reducción del 100% de las contribuciones patronales para las unidades productivas, monotributistas y autónomos que se encontraran en situación económica y financiera crítica, junto con un aumento del beneficio por relación laboral, que alcanzó los \$22.000). Asimismo, el Gobierno Nacional dispuso la ampliación de líneas de crédito a tasa cero para PyMEs, monotributistas y autónomos del sector turístico y gastronómico, y la prórroga de la prohibición de despidos y suspensiones hasta el 31/12/21. También se estableció una ayuda económica de \$11.000 para trabajadores/as de unidades productivas autogestionadas participantes del Programa "Trabajo Autogestionado", se lanzó el Programa "Impulsar" con el objetivo de apoyar al sector de la Cultura, y se dispuso de nuevas ediciones del Programa de auxilio para prestadores turísticos (APTur).

9 Ver Capítulo 5. Finanzas Públicas.

de fomentar una recuperación económica sostenible e inclusiva. Por su parte, el BCRA contribuyó al proceso de recuperación económica a través del sostenimiento y ampliación de líneas de crédito tanto para fines productivos como de consumo (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

En línea con los avances obtenidos en el proceso de vacunación, las curvas de contagios y fallecidos comenzaron a descender a un ritmo acelerado y sostenido a partir de fines de mayo (ver Gráfico 3.1). Como consecuencia y tal como se anticipó en el IPOM anterior, las limitaciones de circulación y comercio tuvieron una duración e impacto mucho más acotados respecto de la primera ola de contagios en marzo del año pasado, lo que permitió recuperar más rápidamente los niveles de actividad.

Gráfico 3.1 | Proceso de vacunación. Nuevos casos y fallecidos por COVID-19
Cada 100 mil hab.- media móvil últ. 7 días



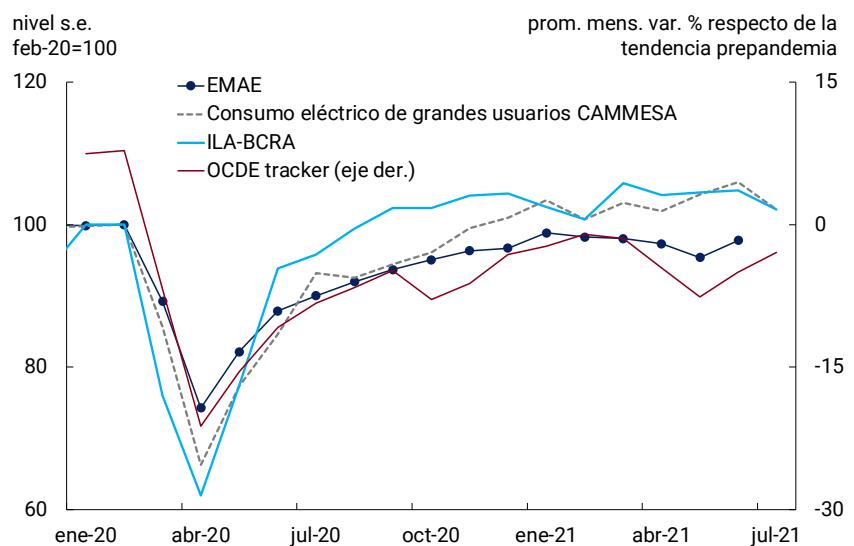
El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) ajustado por factores estacionales (s.e.) acumuló entre abril y mayo una retracción de 2,7% s.e. y en junio se recuperó 2,5% mensual s.e. De esta manera, luego de registrar un incremento de 2,6% s.e. en el primer trimestre, el Producto registraría una caída transitoria de 1,6% trimestral s.e. en el segundo, inferior a la prevista inicialmente por los analistas de mercado¹⁰.

Los datos de alta frecuencia disponibles para el tercer trimestre anticipan una recuperación de la actividad económica vinculada al descenso de los contagios ante la aceleración del proceso de vacunación en todo el país. El Indicador Líder de la Actividad Económica (ILA-BCRA) se mantuvo en fase de recuperación¹¹ (ver Gráfico 3.2). Por su parte, el indicador de la OCDE registró una fuerte suba en junio y siguió aumentando en julio (Ver Apartado 2 / La OCDE realiza un seguimiento semanal de la actividad económica).

10 La mediana del REM correspondiente al mes de mayo (sin conocerse aun los datos del EMAE de abril), señalaban una caída trimestral del PIB de 2,3% s.e. en el segundo trimestre.

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

Gráfico 3.2 | Indicadores mensuales de actividad económica

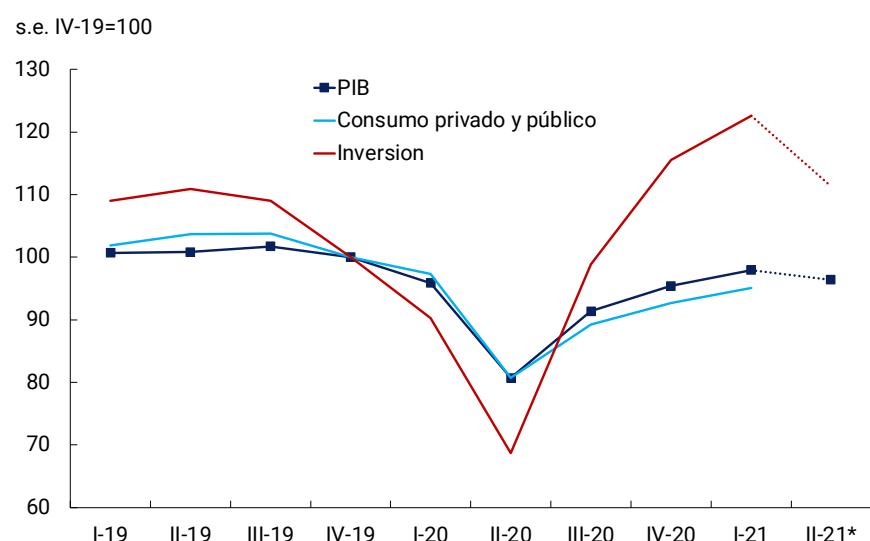


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, CAMMESA y OCDE.

3.1.1. El impacto de la segunda ola de contagios en el consumo privado fue acotado

En el primer trimestre de 2021, el Producto se recuperó 2,6% trimestral s.e. y se ubicó 2,1% por debajo de su nivel del último trimestre de 2019. La demanda interna —el gasto interno total en concepto de consumo e inversión— volvió a recuperarse a un mayor ritmo (3,3% trimestral s.e.) de manera que se acercó más a su nivel pre-pandemia (-0,4% s.e.). El consumo privado creció 2,9% trimestral s.e. (-0,7% i.a.), el consumo público aumentó 1,4% s.e. (-0,5% i.a.) y la inversión¹² un 6,1% trimestral s.e. (38,4% i.a., ver Gráfico 3.3). Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 19,2% trimestral s.e. (1,2% i.a.) y las importaciones, 13,5% trimestral s.e. (18,8% i.a.).

Gráfico 3.3 | PIB y principales componentes de la demanda



*Datos de EMAE y del Indicador IBIF-BCRA.

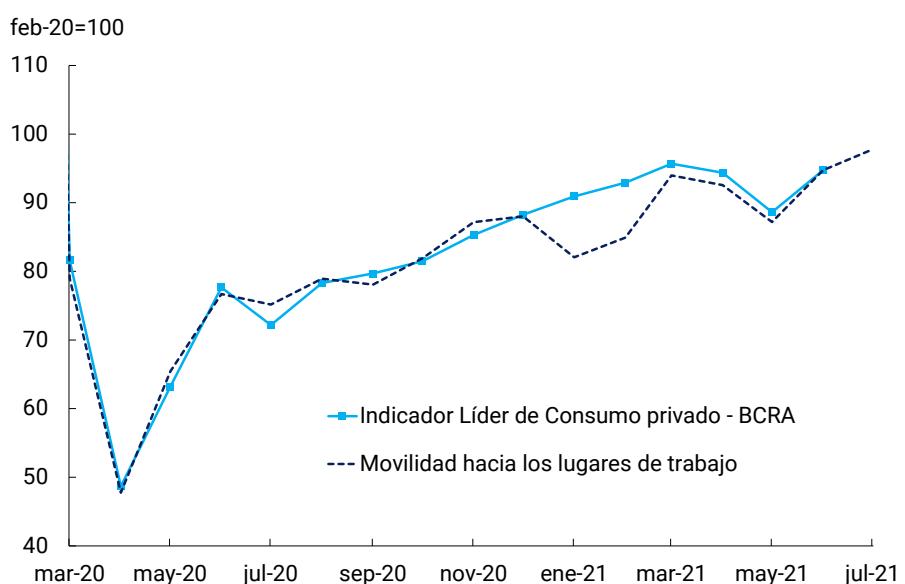
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

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

Los datos adelantados del segundo trimestre de 2021 indican que el componente de la demanda más afectado por la segunda ola de la pandemia fue la inversión, aunque la magnitud de la caída fue un tercio de la observada en el segundo trimestre de 2020. El indicador IBIF-BCRA presentó una retracción trimestral de 9,2% s.e. con disminuciones en todos sus componentes¹³. Las estadísticas disponibles del tercer trimestre permiten estimar una rápida recuperación. En primer lugar, por el elevado arrastre estadístico que dejó el buen desempeño de los distintos indicadores en el mes de junio: los despachos de cemento en el mercado interno aumentaron 2,4% s.e., la producción nacional de bienes de capital subió 14,2% mensual s.e. según FIEL¹⁴ y las cantidades importadas de bienes de capital crecieron 3,6% s.e. en el mes.

En cuanto al Consumo privado, el Indicador Líder del BCRA¹⁵ arroja dos caídas mensuales consecutivas en abril-mayo y luego una recuperación en junio, acercándose a los niveles desestacionalizados de abril. La magnitud de la retracción del consumo privado en may-21 es comparable a la observada en jul-20, cuando había sido restringida la movilidad social y se había vuelto a la fase 1 por quince días en el Área Metropolitana de Buenos Aires (ver Gráfico 3.4). La gradual recuperación del consumo privado —si bien aún se mantiene por debajo de los niveles prepandemia— reflejó también la sostenida recuperación del empleo y la evolución de los salarios reales.

Gráfico 3.4 | Evolución del Consumo privado y de la movilidad social



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

Con respecto al sector externo y de acuerdo con la información referida al Intercambio Comercial de bienes del INDEC, en el segundo trimestre el aporte de las Exportaciones netas de bienes y servicios a la variación trimestral del Producto habría sido negativo. Las cantidades exportadas de bienes registraron una caída trimestral de 1,1% s.e. mientras que las importaciones aumentaron 1,2% s.e. en el mismo período (ver Capítulo 4. Sector Externo).

13 La construcción cayó 4,9% trimestral s.e. en tanto que el gasto en equipamiento durable de producción (nacional e importado) se redujo 12,3% s.e. durante el trimestre.

14 Desestacionalización propia.

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

3.1.2. La segunda ola de contagios acentuó transitoriamente la disparidad sectorial de actividad

En el primer trimestre de 2021, la recuperación de la actividad económica fue generalizada entre los distintos sectores productivos. De los 16 bloques que componen el PIB, 14 registraron subas desestacionalizadas en relación con el trimestre anterior, destacándose el desempeño de aquellos servicios que habían sido más afectados por la pandemia: Hoteles y restaurantes (30,7% trimestral s.e.) y Otras actividades de servicios comunitarias, entre las que se encuentran las actividades sociales y recreativas (10,7% trimestral s.e.) y Transporte y comunicaciones (4% trimestral s.e.). De todas maneras, esos sectores de mayor riesgo de contagio no lograron recomponer sus niveles de actividad previos¹⁶.

El grupo conformado por los sectores de mayor peso en el PIB —por sus encadenamientos productivos y niveles de empleo¹⁷— evidenció un crecimiento conjunto de 2,6% trimestral s.e. en el primer trimestre, superando así en 4,6% el nivel de actividad que registraban en el cuarto trimestre de 2019. El resto de los sectores pueden categorizarse como actividades primarias (Sector agropecuario, Pesca y Explotación de Minas y canteras) y servicios básicos (Salud, Enseñanza, Administración pública y Electricidad, gas y agua). La actividad de estos dos grupos también aumentó en el primer trimestre del año (1,6% y 0,4% trimestral s.e., respectivamente), situándose en torno a un 5% por debajo del nivel pre-pandemia.

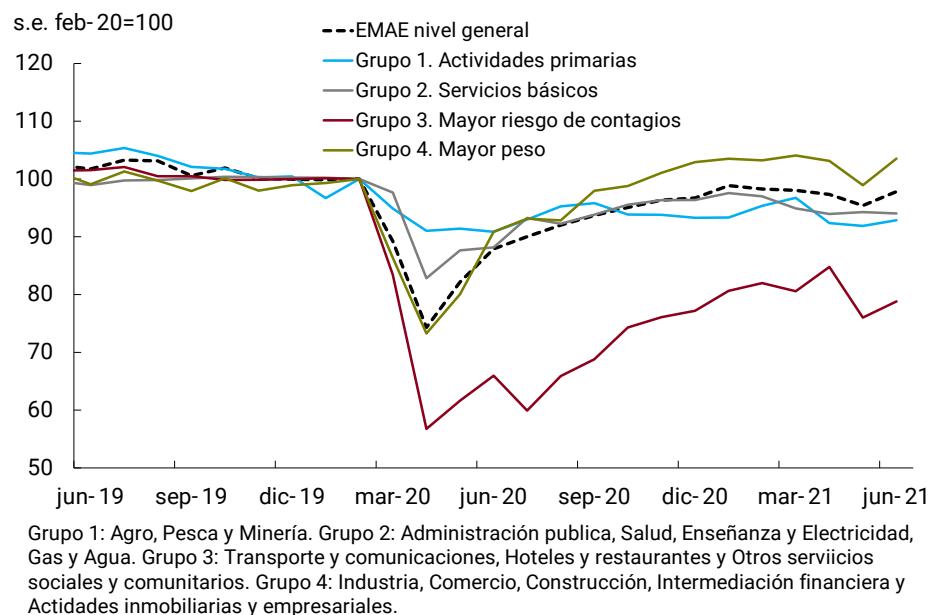
El restablecimiento de las restricciones a la movilidad social entre abril y mayo, en principio en horarios nocturnos y luego más amplios, impactaron de manera desigual en los distintos agrupamientos productivos en el bimestre abril-mayo. Como podía anticiparse, el grupo de mayor riesgo de contagio sufrió el mayor impacto, acumulando en esos dos meses una retracción de 5,6% s.e. La Industria, incluida dentro del grupo de mayor peso en el PIB que cayó en el bimestre abril-mayo un 5% s.e., fue afectada además de las restricciones sanitarias y el ausentismo por COVID-19, por la limitación al uso de oxígeno, priorizado para uso médico (que también habría ocasionado faltantes de insumos para la construcción) y también por la medida de fuerza de cese de comercialización de productos ganaderos en las últimas semanas del mes.

La aceleración en el proceso de vacunación y el fortalecimiento del sistema de salud posibilitaron la aplicación de medidas de aislamiento social mucho más leves en intensidad y duración en comparación con las vigentes en marzo y abril de 2020. De esta manera, en junio la situación sanitaria permitió el levantamiento paulatino de las restricciones y la actividad sectorial volvió a tomar dinamismo (ver Gráfico 3.5).

16 El Valor Agregado Bruto (VAB) de Hoteles y restaurantes, a precios de 2004 y desestacionalizado se ubicó en el primer trimestre de 2021, un 42,9% por debajo del observado en el cuarto trimestre de 2019, el de Otros servicios sociales y comunitarios un 12% por debajo y el de Transporte y comunicaciones un 15,2%.

17 Industria, Comercio, Construcción, Intermediación financiera y Actividades inmobiliarias y empresariales, representaron cerca del 60% del PIB sin impuestos en el primer trimestre de 2021.

Gráfico 3.5 | Actividad económica sectorial por grupos

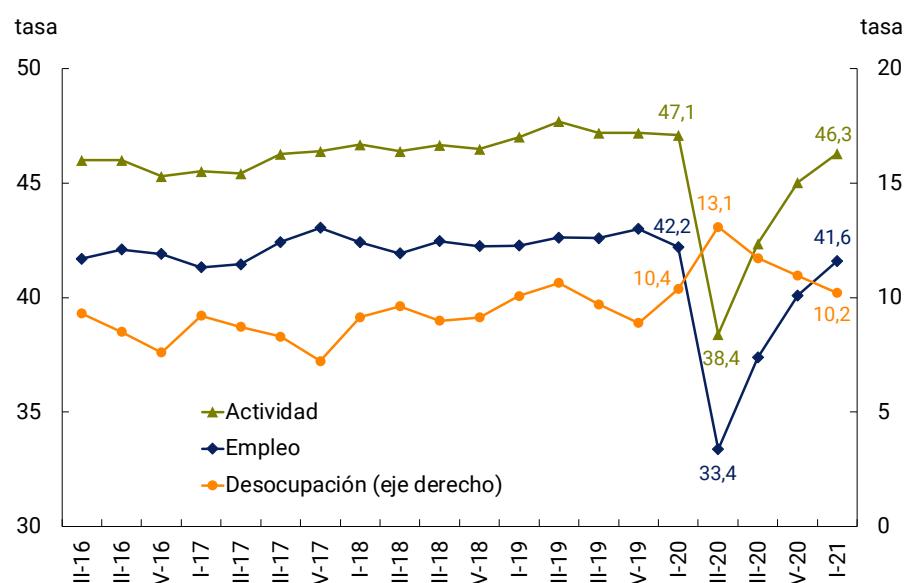


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3.1.3. El mercado laboral continuó su recuperación aproximándose a los niveles prepandemia

Durante el primer trimestre de 2021 el mercado laboral prolongó la recuperación verificada en los dos trimestres anteriores. Las tasas de Empleo y de Población Económicamente Activa (PEA) se situaron levemente por debajo de los niveles vigentes en el primer trimestre de 2020 (-0,6 p.p. y -0,8 p.p. respectivamente). La tasa de desocupación abierta se ubicó en 10,2% y mostró una reducción de 0,2 p.p. respecto a la del primer trimestre de 2020 (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Principales tasas del mercado de trabajo

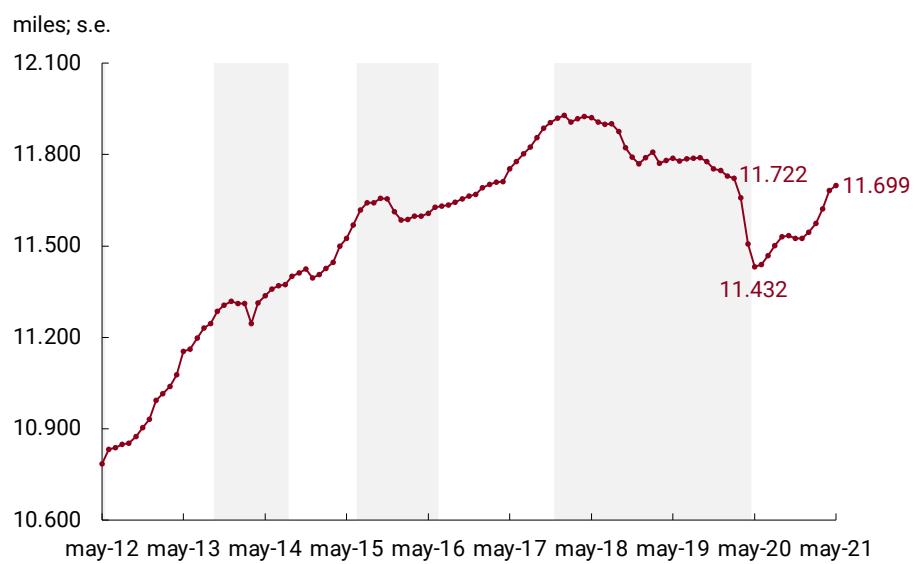


Fuente: INDEC.

En términos de transiciones laborales, el proceso de normalización del mercado de trabajo presentó, en el inicio de 2021, la misma tendencia observada durante el cuarto trimestre de 2020. El aumento en la cantidad de personas ocupadas (862 mil) se nutrió tanto de las inactivas (553 mil) como de las desocupadas (309 mil)¹⁸. Si bien el mercado laboral se ha ido normalizando, pueden observarse algunas particularidades, tanto a niveles sectoriales, de rango etario, de género y de categorías ocupacionales, relacionados a efectos de la pandemia que aún persisten (ver Apartado 3 / Principales características de la recuperación del mercado de trabajo).

Según el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social el empleo registrado total mantuvo la tendencia positiva en abril y mayo, acumulando una suba de 1,5% s.e. en los primeros cinco meses del año¹⁹ y alcanzando una mejora de 2,3% s.e. desde el piso de la pandemia (mayo de 2020; ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7 | Empleo registrado total



Nota: Las áreas sombreadas corresponden a períodos de recesión.

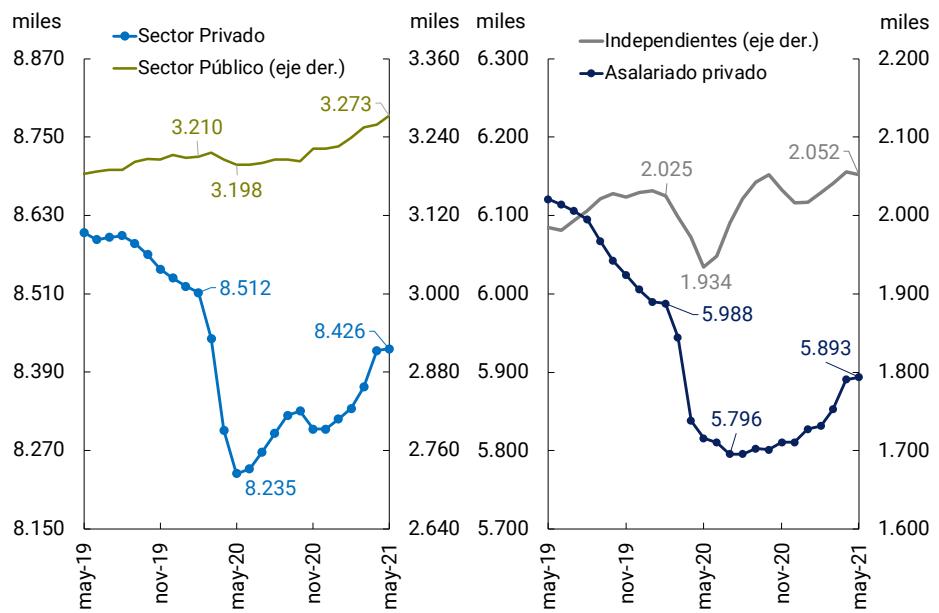
Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Esta recuperación en el empleo total registrado está relacionada con una dinámica positiva de las y los asalariados registrados desde el comienzo del año. En particular, las y los asalariados públicos crecieron 1,6% s.e. desde diciembre de 2020 mientras que el sector privado mostró un alza acumulada de 1,5% s.e. desde el mismo período. Este crecimiento fue complementado por el alza sostenida del trabajo independiente registrado (personas monotributistas y autónomas; 1,8% s.e. desde diciembre de 2020) a pesar de una leve caída en el margen (ver Gráfico 3.8).

18 Las cantidades a las que se hace referencia se calcularon expandiendo los microdatos de la EPH a la población total de Argentina utilizando las tasas de actividad y ocupación de los aglomerados menores a 500 mil habitantes.

19 Última información disponible al momento de publicación de este informe.

Gráfico 3.8 | Empleo público, privado, asalariado privado e independientes



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

El comportamiento del empleo asalariado privado permite distinguir a nivel sectorial un mayor dinamismo en sectores como Actividad inmobiliaria, empresarial y de alquiler, Industria manufacturera y Construcción desde junio de 2020. Por otra parte, las ramas económicamente más afectadas por la pandemia (Transporte y Hoteles y restaurantes) continuaron con el proceso de caída en el nivel de empleo en el mismo período.

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) a junio de 2021 muestra una tendencia positiva en las expectativas netas de contratación, sumado a la estabilidad en las suspensiones y en la tasa de despidos. Las expectativas netas de contratación de personal a tres meses vista se mantuvieron en terreno positivo entre febrero y junio, con valores que oscilaron entre 0,5 p.p. y 2,4 p.p. Las suspensiones, luego de una persistente caída desde su pico en mayo de 2020, se estabilizaron. Por su parte, a pesar de la vigencia del decreto 413/2021²⁰ la tasa de despidos mostró subas en abril, mayo y junio, acercándose al promedio histórico.

3.2. Perspectivas

Partiendo de un amplio nivel de cobertura de la población vacunada con primeras dosis, gran parte de la población de riesgo y personal estratégico inoculados con esquemas completos²¹, y dada la disponibilidad prevista de vacunas tanto de proveedores internacionales como locales para el resto del año, se espera que la actividad económica continúe transitando el sendero de recuperación hacia una nueva normalidad. El Gobierno Nacional dispuso recientemente el Plan de Recuperación de Actividades sostenidas y progresivas, que incluye nuevas aperturas y flexibilizaciones de actividades como el turismo interno grupal e internacional en los próximos meses. La habilitación de las actividades económicas más rezagadas, en conjunto con el

20 La norma dispuso la prórroga de la prohibición de los despidos y extendió la obligatoriedad de la doble indemnización hasta diciembre de 2021.

21 Más del 90% de los mayores de 50 años se encuentra vacunado con una dosis, mientras que, con el esquema completo el guarismo asciende al 63%. Por su parte, el 60% de la población recibió al menos una dosis.

retorno progresivo a la presencialidad de diversos sectores tanto del ámbito público como privado, contribuirían a concluir el proceso de recuperación de la actividad en los próximos meses y a consolidar una nueva normalidad.

No obstante, el escenario de actividad presenta diversos riesgos entre los que se encuentra principalmente un eventual y aún incierto impacto de la circulación de la variante Delta del virus en el país, que pudiera ralentizar temporalmente el proceso de normalización económica, como ocurre en otros países. Cabe destacar que la aparición de nuevas cepas del virus representa también un riesgo a la baja en el escenario de recuperación mundial. En sentido contrario, una mayor cooperación internacional respecto a las vacunas podría dar fin a la crisis sanitaria antes de lo previsto y permitir una normalización más rápida de la actividad en países emergentes y en desarrollo.

La revisión al alza de las perspectivas de crecimiento económico a escala mundial y los términos de intercambio en niveles próximos a los máximos seguirán favoreciendo los saldos exportables de nuestro país. Así, el contexto internacional continúa siendo favorable, aunque no está exento de riesgos (ver Capítulo 2. Contexto Internacional).

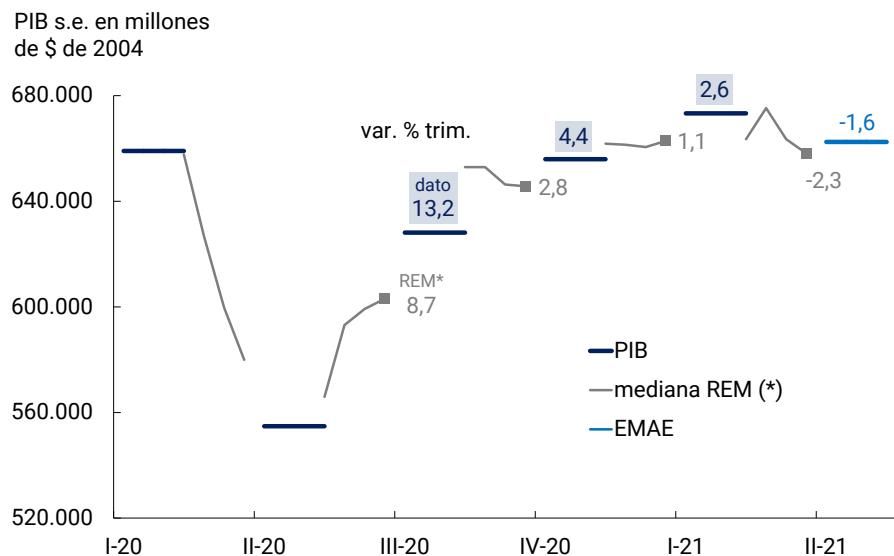
En los próximos meses, el BCRA continuará desplegando una política cambiaria que favorezca la estabilidad monetaria y permita administrar de manera eficiente las reservas internacionales, a la vez que seguirá promoviendo el crédito productivo (ver Capítulo 7. Política monetaria). El Gobierno Nacional continuará llevando a cabo las políticas necesarias para sostener los ingresos de las familias que más lo necesitan, asistiendo a los sectores productivos estratégicos o que quedaron más rezagados por las características de la recuperación económica²² y estimulando la inversión pública y privada, sin descuidar la sostenibilidad de las cuentas públicas (ver Capítulo 5. Finanzas Públicas).

Los datos desestacionalizados del EMAE de junio dejaron un arrastre estadístico de 1 p.p. de crecimiento para el tercer trimestre y de 6,9 p.p. para 2021. Las expectativas de crecimiento económico de los principales analistas del mercado, recopiladas por este Banco Central mediante el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), fueron corregidas sucesivamente al alza y subestimaron la magnitud de la recuperación económica a partir del tercer trimestre de 2020. Este sesgo sobre la evolución de la actividad económica se observa incluso en el segundo trimestre de 2021 (ver Gráfico 3.9).

22 Entre las principales medidas de apoyo a las familias que continuaron vigentes se encuentran un bono extraordinario de \$5.000 para las personas jubiladas y pensionadas que cobren hasta dos haberes mínimos y el reconocimiento de un año de aportes por cada hijo/a para las mujeres que no cumplen con los requisitos para jubilarse. También se estableció un bono de \$6.000 para las y los titulares del Programa Potenciar Trabajo que alcanzará cerca de un millón de personas. Por su parte la AFIP, estableció la ampliación del reintegro del 15% para compras para personas jubiladas y pensionadas que cobran el haber mínimo, titulares de la Asignación Universal por hijo/a (AUH) y de la asignación por embarazo (AUE), al mismo tiempo que prorrogó la suspensión de exclusiones y bajas de oficio de monotributistas y pequeños/as contribuyentes.

Entre las medidas de apoyo a sectores estratégicos se encuentran el Plan de Desarrollo Productivo Verde (conjunto de iniciativas para implementar en los sistemas productivos con un nuevo paradigma sostenible, inclusivo y ambientalmente responsable), el Programa “Te sumo”, que tiene como fin de fomentar la inclusión laboral y la formación profesional de jóvenes en PyMEs, el plan “Argentina Programa” que incluye capacitación y financiamiento para el desarrollo de profesionales de la industria del Software, y la segunda edición del Plan “Previale”, con el fin de incentivar el turismo interno.

Gráfico 3.9 | Proyecciones de actividad económica del REM



*Proyección efectuada sin datos de EMAE correspondiente a ese trimestre.

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

La última edición disponible del REM, correspondiente a julio de 2021, indica una expectativa de recuperación del PIB de 0,5% trimestral s.e. para el tercer trimestre y de 6,8% anual en 2021 (+0,5 p.p. respecto del mes anterior). El Fondo Monetario Internacional (FMI) también mejoró en julio las proyecciones de crecimiento de nuestro país para 2021 hasta 6,4% interanual (+0,4 p.p. respecto del informe de evolución económica mundial publicado en el mes de abril), en tanto que el Ministerio de Economía prevé una suba del PIB de 7% anual.

Apartado 2 / La OCDE realiza un seguimiento semanal de la actividad económica

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) desarrolló un novedoso indicador para monitorear la evolución de la actividad económica en tiempo real cuya particularidad es que se basa en las búsquedas realizadas a través de internet, mediante el aplicativo *Google Trends*. El cálculo se realiza para los 46 países que integran la OCDE y el G-20, entre ellos Argentina y está disponible semanalmente²³.

Además de la movilidad de las personas, que fue un indicador muy difundido a escala mundial para cuantificar el impacto de la pandemia, la OCDE rastrea una amplia lista de ítems que en conjunto tienen un gran poder predictivo de la evolución de la actividad. De las 1.200 categorías de búsquedas disponibles en *Google Trends*, se seleccionaron unas 250 muy relevantes para el análisis económico y además se introdujeron tópicos específicos para cada país. Por ejemplo, dentro del consumo, en referencia a la demanda de autos nuevos se incorporó la marca del vehículo más vendido en cada país. Se incluyeron tópicos referidos al mercado laboral, la actividad inmobiliaria, los servicios financieros, el esparcimiento y la recreación, la pobreza, la confianza y los nuevos hábitos de los consumidores, entre otros.

Los datos masivos y de alta frecuencia que proporciona el uso muy difundido y cotidiano de la tecnología, más conocidos como *big data*, requieren de un adecuado proceso de selección y tratamiento previo a su procesamiento y de aplicaciones informáticas no tradicionales ya que, por definición, se trata de una enorme escala de información en cuanto al volumen, variedad y velocidad.

En el caso de este indicador de actividad de la OCDE, cada variable de búsqueda en internet recibe un tratamiento previo a ser incorporada al modelo de estimación del PIB, que consiste básicamente en extraer una tendencia común de largo plazo, ajustar la serie por factores estacionales y corregir las interrupciones en la información. Las variables seleccionadas se transforman luego en tasas de variación interanuales. De ese conjunto amplio de información, se extraen señales acerca del desempeño de las distintas facetas de la macroeconomía mediante un algoritmo de aprendizaje automático (*machine learning*; específicamente de redes neuronales²⁴). Este algoritmo permite capturar relaciones no lineales entre las variables y las variaciones del PIB de cada país, difíciles de estimar mediante los enfoques económétricos tradicionales.

El indicador semanal se obtiene en dos pasos. Primero se estima un modelo de frecuencia trimestral para ajustar las variaciones de las intensidades de búsquedas en Google con las variaciones del PIB. En segundo lugar, utilizando las mismas elasticidades estimadas en el modelo trimestral se genera el indicador de frecuencia semanal²⁵.

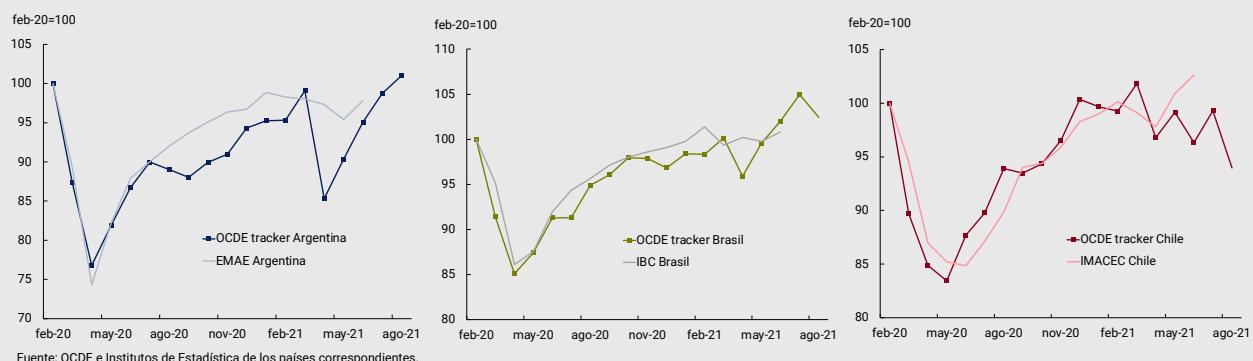
23 Disponible desde enero de 2020 en el sitio oficial <https://www.oecd.org/economy/weekly-tracker-of-gdp-growth/>

24 En los últimos años se han desarrollado muchísimas herramientas para el manejo de *big data* para innumerables campos de la ciencia. Entre ellos se encuentra el aprendizaje automático o *machine learning*, que es una rama de la inteligencia artificial cuyo fin es desarrollar técnicas para que las máquinas "aprendan" de la información y puedan extraer, por ejemplo, patrones comunes. Dentro de esas técnicas o algoritmos de aprendizaje se encuentra el de redes neuronales (*neural network*), que consiste en construir un conjunto de unidades analíticas interconectadas donde cada una recibe la información clasificada, la procesa y emite una señal que puede o no ser insumo de otra unidad.

25 Woloszko, Nicolas (2020), "Tracking activity in real time with Google Trends", OECD Economics Department Working Papers, No. 1634, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6b9c7518-en>.

Los resultados del indicador de la OCDE pueden ser interpretados como la variación del PIB de la semana de la publicación respecto a la misma semana del año anterior. Dada la magnitud del shock masivo que provocó la pandemia entre febrero y abril de 2020, las variaciones interanuales un año después se hicieron difíciles de interpretar, por lo que comenzó a publicarse también la variación interanual del PIB semanal en relación con dos años anteriores. También se publica un resultado contrafactual, calculado como el desvío porcentual del PIB semanal respecto de su tendencia previa basada en las perspectivas económicas a dos años vista que tenía la OCDE en noviembre de 2019²⁶.

Gráfico 1 | Países seleccionados de América latina. OCDE tracker e indicadores mensuales de actividad económica



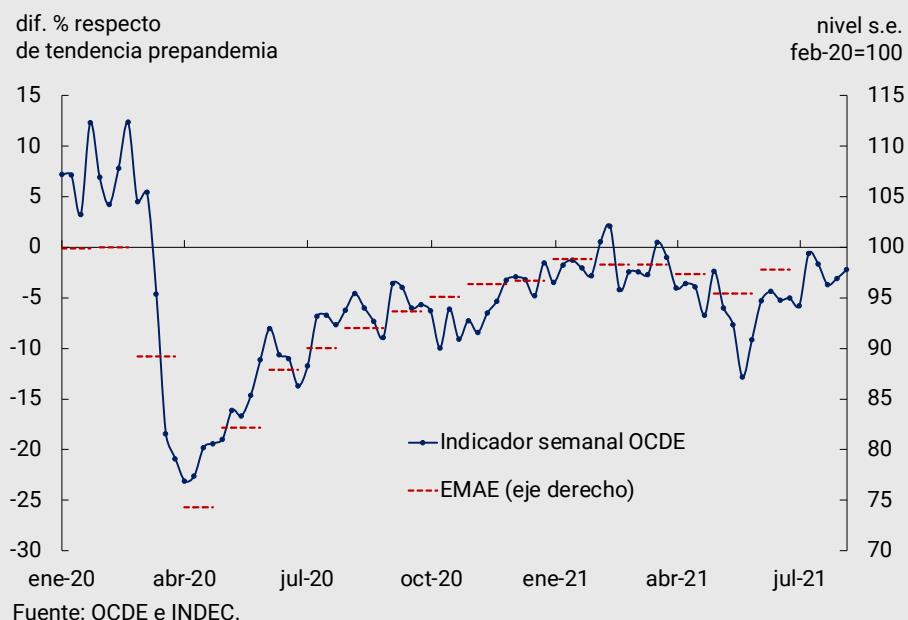
Una característica común a todos los países es que la caída de la actividad fue tan abrupta al comienzo de la crisis de COVID-19 que no puede ser capturada adecuadamente por los indicadores de frecuencia mensual. El Indicador semanal de la OCDE, así como los indicadores de movilidad difundidos por Google, muestran el impacto y la intensidad de las restricciones. Si bien las variaciones que se deducen del indicador no anticipan con absoluta precisión la evolución de la actividad económica, aportan información que puede resultar valiosa para incorporarla a un análisis integral (ver Gráfico 1).

El indicador de la OCDE —que de acuerdo con el organismo no constituye una proyección oficial— se ha desempeñado como un buen predictor del signo de la variación de la actividad económica de Argentina, habiendo anticipado con significativa precisión su piso en abril de 2020 y su posterior recuperación a partir de mayo del año pasado²⁷. En junio de 2021 el promedio de este indicador de alta frecuencia mostró una considerable mejora con respecto al mes anterior, recuperando el nivel de abril pasado, y sostuvo la recuperación en julio y agosto, sugiriendo una posible dinámica auspiciosa de la actividad económica en el margen (ver Gráfico 2).

26 Las proyecciones de la OCDE a noviembre de 2019 están disponibles en <https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2019/>

27 Al igual que el EMAE s.e., la serie histórica del OCDE tracker se revisa permanentemente. Aun así, las variaciones resultan sumamente estables.

Gráfico 2 | Argentina. OCDE trackery EMAE



Al igual que con otros indicadores adelantados y parciales de alta frecuencia, el indicador de la OCDE suma una herramienta para el análisis de la coyuntura en tiempo pseudo-real (*nowcasting*)²⁸. El aprovechamiento, , con un correcto procesamiento, de los rastros de información digital que dejan las búsquedas en Google, suma una posibilidad extraordinaria de ampliar la diversidad de facetas de la actividad económica que pueden analizarse, al disponibilizar información en forma más oportuna que las –de todas formas valiosas y más precisas– estadísticas tradicionales. Resulta conveniente que el análisis sea complementado con una perspectiva que contemple un conjunto de información más amplia, siempre sujeto al formado juicio y la experiencia de los analistas especializados.

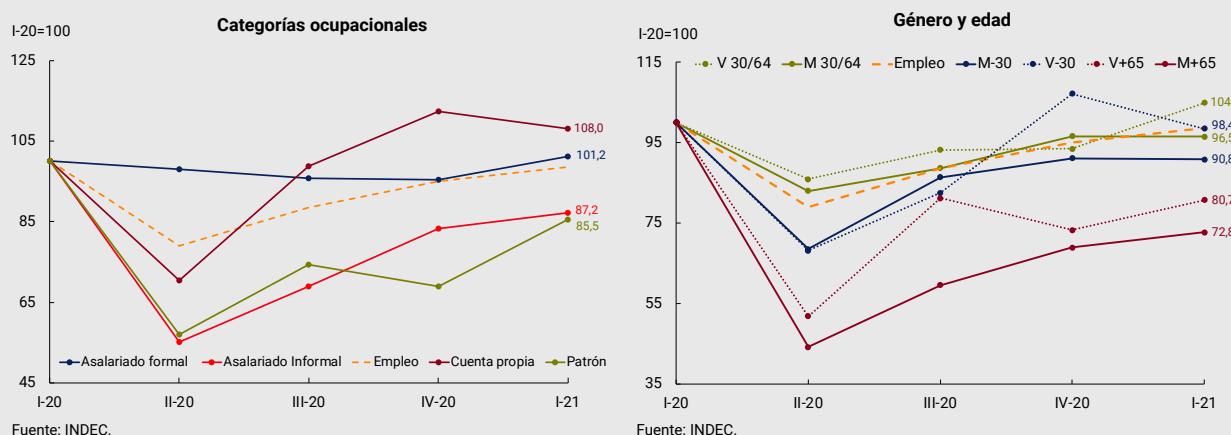
28 El Banco Central cuenta dentro de su herramiental de análisis con su propio indicador de predicción contemporánea del nivel de actividad. Para más información ver el Apartado 3 / *Nowcast* de actividad económica del BCRA del IPOM de Julio de 2016, el Apartado 2 / Predicción Contemporánea del Producto del BCRA del IPOM de Julio de 2017 y el Apartado 2 / Evaluación del desempeño de la Predicción Contemporánea del Producto del BCRA de Abril de 2018.

Apartado 3 / Principales características de la recuperación del mercado de trabajo

La irrupción de la pandemia de COVID-19 y la implementación de medidas sanitarias para su mitigación durante 2020 generaron un fuerte desequilibrio en el mercado laboral cuyo efecto más profundo se observó en el segundo trimestre de 2020²⁹. A partir de ese momento el mercado de trabajo fue normalizándose sujeto a la evolución epidemiológica y de los protocolos sanitarios, y traccionado por las políticas de estímulo monetarias y fiscales. En este apartado se exponen algunas de las características inéditas de este proceso de recuperación.

El aumento de la tasa de actividad, de ocupación y la disminución de la tasa de desocupación a los cuales se hace referencia en el Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo resulta de comportamientos disímiles en los distintos segmentos del mercado laboral. Dentro de las categorías ocupacionales el cuentapropismo fue la más dinámica (ver Gráfico 1). Una explicación plausible de este fenómeno podría residir en que la desafección de asalariados informales por parte de sus patrones haya llevado a que los primeros incursionen en el cuentapropismo y a su vez los últimos también pasen a dicha categoría por no contar ya con sus empleados. La caída del cuentapropismo y el aumento de patrones y asalariados informales observada durante el primer trimestre de 2021 podría también ser un indicio de la transitoriedad de este efecto. Por otro lado, los asalariados formales, favorecidos por las políticas del Gobierno Nacional y el BCRA en la emergencia (Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción y créditos blandos, entre otras), fueron los menos afectados y durante el primer trimestre de 2021 se recuperó su nivel de empleo superando los registros de la prepandemia³⁰.

Gráfico 1 | Evolución del empleo por categorías ocupacionales, género y edad



En cuanto al rango etario, se observa que la categoría más afectada (mayores de 65 años), a pesar de mostrar una recuperación (algo más importante en hombres que en mujeres) se encuentra aún muy lejos de alcanzar los niveles del primer trimestre de 2020. Esta situación era esperable, teniendo en cuenta el mayor riesgo sanitario de esta cohorte y que al primer trimestre de 2021 la campaña de vacunación no estaba tan avanzada. Dentro de los jóvenes (menores de 30 años) la recuperación fue desigual entre hombres y mujeres. Las tareas de cuidado de menores y el fuerte retroceso dentro del sector de servicio doméstico, a diferencia de un sector como el de la construcción, más dinámico, pueden ser algunos de los determinantes de este fenómeno. El grupo

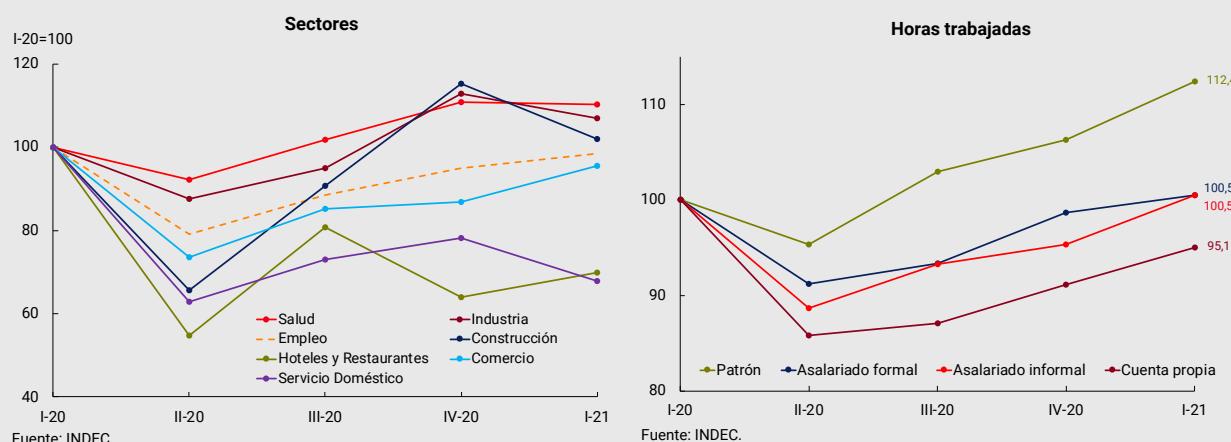
29 Ver Apartado 3: Mercado de trabajo en pandemia” del Informe de Política Monetaria publicado en noviembre de 2020.

30 Los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) muestran una recuperación marcada del empleo asalariado registrado recién a partir de marzo y con datos a mayo aún no recuperaron los valores previos a la pandemia (febrero 2020).

etario que va desde 30 a 64 años fue el menos afectado y ha tenido una evolución similar para hombres y mujeres hasta el cuarto trimestre de 2020. Se observa un mayor crecimiento dentro de los hombres durante el primer trimestre de 2021 lo que ha llevado a que éstos superen el nivel prepandemia.

Entre los sectores de actividad más afectados inicialmente, el de la Construcción logró recuperarse superando durante el cuarto trimestre de 2020 el nivel prepandemia. El Servicio Doméstico continuó siendo la actividad más afectada. Por último, Hoteles y Restaurantes mostró un comportamiento muy volátil, afectado principalmente por los protocolos sanitarios, y aún se encuentra lejos recuperar el terreno perdido. El Comercio presenta un patrón de crecimiento bastante similar al del empleo general con tres trimestres consecutivos en alza. En contraste, el empleo en sectores como la Industria y la Salud, fueron los menos damnificados durante la pandemia (ver Gráfico 2).

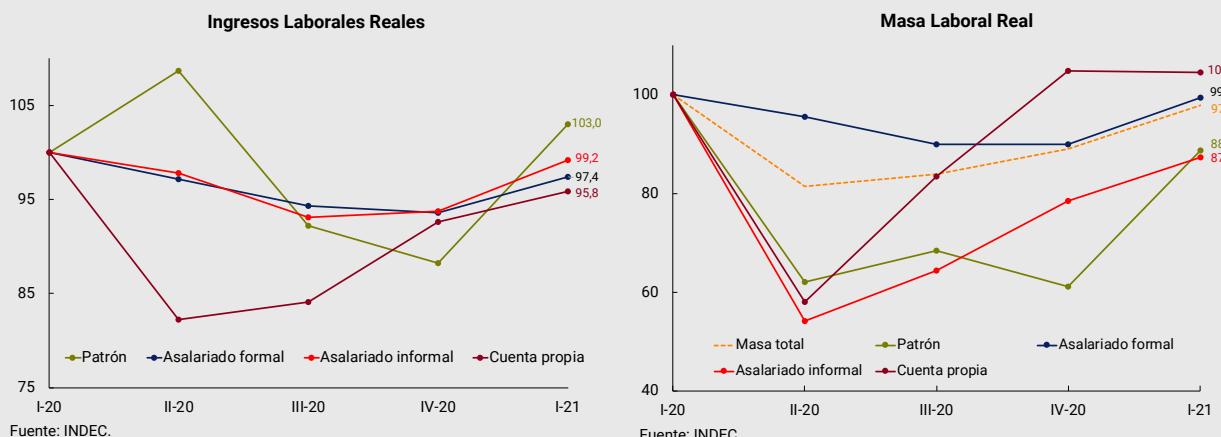
Gráfico 2 | Evolución del empleo sectorial y Horas trabajadas



Desde el punto de vista de la intensidad laboral, después de la caída de horas promedio trabajadas para todas las categorías laborales durante el segundo trimestre de 2020, se observó una recuperación paulatina y bastante homogénea. Los patrones fueron la categoría menos afectada inicialmente y al primer trimestre de 2021 muestran una sobrecarga horaria si se los compara en forma interanual. Este hecho podría ser un indicio de la necesidad de nuevas contrataciones de personal. Tanto los asalariados formales como informales regresaron, después de tres trimestres al nivel de horas trabajadas en la prepandemia. Por último, es a los cuentapropistas a los que aún les resta recuperar horas de trabajo para volver a niveles del primer trimestre de 2020.

Dentro de los ingresos laborales reales de los ocupados se observan evoluciones heterogéneas de acuerdo con la categoría laboral (ver Gráfico 3). Los ingresos reales de las y los asalariados (formales e informales) siguieron cayendo por dos trimestres luego del impacto inicial de la pandemia. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2021 se recuperaron ubicándose cerca de los niveles del primer trimestre de 2020. En el caso de las y los cuentapropistas, luego de una caída pronunciada durante el segundo trimestre de 2020 (probablemente asociada a la caída de las horas trabajadas) se sucedieron tres trimestres consecutivos de aumentos, aunque continúan siendo la categoría más rezagada en este aspecto. Los ingresos laborales reales de los patrones registraron durante el trimestre con mayor impacto de la pandemia un importante crecimiento. Al ser una categoría ocupacional muy heterogénea (en cuanto a niveles de ingresos) y al haber sufrido una gran caída de puestos de trabajo, es posible que ésta haya estado concentrada en los patrones de menores ingresos causando un aumento promedio de los ingresos reales de la categoría.

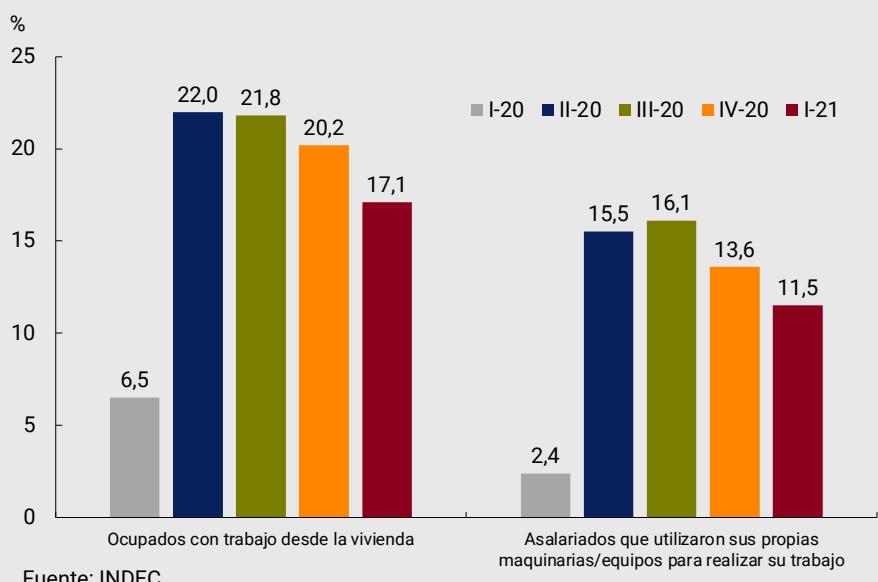
Gráfico 3 | Evolución de ingresos y masa laboral



La evolución de la masa laboral está asociada a la combinación de la dinámica del empleo y de los ingresos generados por éste. En el caso de las y los asalariados formales el comportamiento de ambas variables, así como el de la masa, fue similar: una caída durante los tres primeros trimestres de la pandemia, amortiguada por las políticas del Gobierno Nacional y el BCRA, y una recuperación durante el primer trimestre de 2021 (ver Gráfico 3). En el resto de las categorías la evolución de la masa estuvo mayormente influida por la dinámica del empleo cuyas variaciones fueron mucho más pronunciadas en relación con las de los ingresos. En el caso de estas categorías el Gobierno Nacional brindó contención con instrumentos, como el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y los refuerzos de la Asignación Universal por Hijo (AUH) y la tarjeta Alimentar, que al ser ingresos no laborales no se observan en la evolución de la masa laboral.

Finalmente, con respecto a las nuevas metodologías de trabajo, la recuperación del empleo, ocurrida desde el tercer trimestre de 2020 en adelante, ha incidido en la caída del porcentaje de ocupados que trabajan desde sus viviendas y que utilizan sus propios equipos. Sin embargo, en la comparación interanual ambas situaciones se encuentran en niveles muy altos (ver Gráfico 4). En el primer trimestre de 2021 la proporción de ocupados que trabajan desde su vivienda casi triplica la del primer trimestre de 2020 y para el caso de los ocupados que utilizan sus propios equipos casi la quintuplica.

Gráfico 4 | Nuevas modalidades de trabajo



En síntesis, la recuperación del mercado de trabajo estuvo condicionada por la evolución de la pandemia. Algunos de los efectos que aún persisten probablemente resulten transitorios y vayan corrigiéndose a medida que la crisis sanitaria quede atrás. Otros efectos pueden haber llegado para quedarse y conformen una “nueva normalidad”.

4. Sector Externo

Como resultado de un elevado saldo comercial de bienes, la economía habría sostenido el superávit de cuenta corriente durante el segundo trimestre de 2021. Las exportaciones de bienes alcanzaron el registro trimestral más elevado desde el segundo trimestre de 2014, impulsadas principalmente por los elevados precios de las materias primas que exporta el país. Por su parte, las importaciones de bienes crecieron por cuarto trimestre consecutivo con un dinamismo destacado de aquellas directamente vinculadas con la producción doméstica de bienes, como así también de combustibles. Los datos de julio sugieren que esta dinámica del saldo comercial de bienes continua en el tercer trimestre.

Esta recuperación de las exportaciones, sumada a la evolución de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$12.041 millones en los primeros 7 meses del año. Esto permitió que el BCRA acumulara hasta julio compras netas en el mercado de cambios por US\$7.165 millones, récord para este lapso desde el 2012. En tanto, el 23 de agosto se contabilizó la asignación de Derechos especiales de Giro por parte del FMI para mitigar los efectos de la pandemia por alrededor de US\$4.326 millones, lo que llevó al nivel de reservas internacionales a US\$46.306 millones.

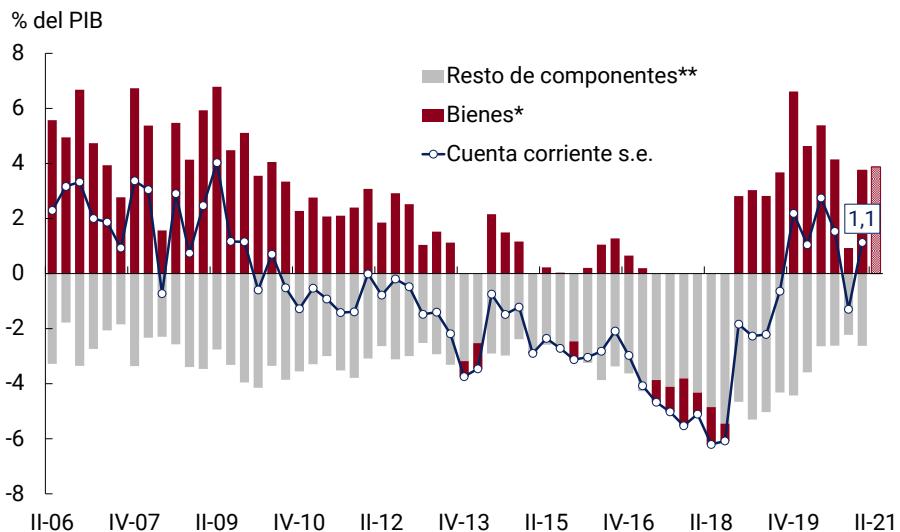
Hacia delante se espera que la cuenta corriente continúe exhibiendo registros balanceados, sostenida por el superávit comercial de bienes. Los principales factores de riesgo para el sector externo de la economía argentina los constituyen un eventual recrudecimiento de la pandemia por la expansión de nuevas cepas del COVID-19 y potencialmente una brusca corrección en los mercados financieros globales que impacte negativamente sobre los precios de las materias primas o sobre la actividad de los principales socios comerciales.

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

En el primer trimestre de 2021 (último dato oficial disponible) la economía argentina registró un superávit de cuenta corriente de US\$690 millones —equivalente a 1,1% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados—. La normalización de los embarques de granos y derivados, luego de que se vieran interrumpidos durante la mayor parte de diciembre producto de un conflicto gremial en el puerto, favoreció este resultado.

En el segundo trimestre de 2021, la mejora de los precios internacionales de las principales materias agrícolas exportadas por la Argentina permitió mantener el saldo comercial de bienes. En este contexto se espera que la cuenta corriente vuelva a exhibir un saldo positivo en torno a 1% del PIB (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Cuenta corriente ajustada por estacionalidad. Valores anualizados



*II-21: estimado.

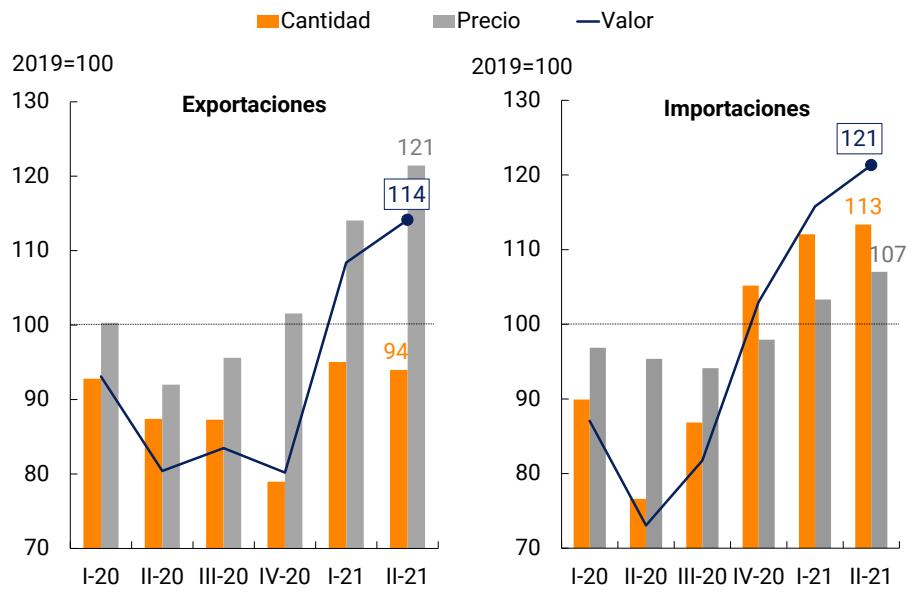
**incluye las cuentas: servicios, ingreso primario e ingreso secundario.

En ese lapso los valores exportados de bienes ajustados por estacionalidad alcanzaron los US\$18.579 millones (FOB), el registro más elevado desde el segundo trimestre de 2014. Esta evolución favorable de las exportaciones de bienes obedeció principalmente al desempeño de los precios de exportación, que crecieron 6% trimestral y se ubicaron holgadamente por encima de los niveles prepandemia (ver Apartado 4. Desempeño reciente de las exportaciones agrícolas). Por su parte, las cantidades exportadas de bienes tuvieron una leve caída (1% trimestral s.e.) y todavía se ubican 6% por debajo del nivel de 2019. En julio, las exportaciones en valores sostuvieron su trayectoria al alza (+2% mensual s.e.) nuevamente impulsadas por un aumento de los precios de las ventas externas.

A nivel desagregado, los volúmenes exportados continuaron exhibiendo comportamientos heterogéneos en el segundo trimestre. Los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron 7% trim. s.e. impulsados por mayores exportaciones de metales comunes, metales preciosos y químicos. Por su parte, las ventas externas de Productos Primarios registraron una leve suba (1% trim. s.e.), que se explicó por el arrastre positivo que dejó el bimestre marzo-abril. A nivel de agrupado, se destacaron las subas de cereales y pesca y la caída en oleaginosas. Por el contrario, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron 10% trim. s.e. afectadas negativamente por la demora en los embarques del principal producto de exportación de Argentina (harina de soja) derivada de la bajante del caudal de agua del Río Paraná. Por último, las exportaciones de combustibles presentaron una caída de 6% trim. s.e.—por un efecto arrastre negativo—, aunque mostraron señales de recuperación en el margen.

Por su parte, entre abril y junio de 2021 las importaciones de bienes ajustadas por estacionalidad totalizaron US\$14.899 millones (CIF), un 34% por encima del promedio trimestral registrado en 2020 y un 21% superior al promedio de 2019. En el caso de las compras externas, tanto los mayores precios como los volúmenes contribuyeron al incremento de los valores importados (ver Gráfico 4.2). En julio, las importaciones registraron una baja (-3% mensual s.e.) que reflejó el desempeño de las cantidades importadas. De todos modos, el dato de julio deja un arrastre positivo de 4 p.p. de los valores importados para el tercer trimestre.

Gráfico 4.2 | Comercio de bienes. Series ajustadas por estacionalidad



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

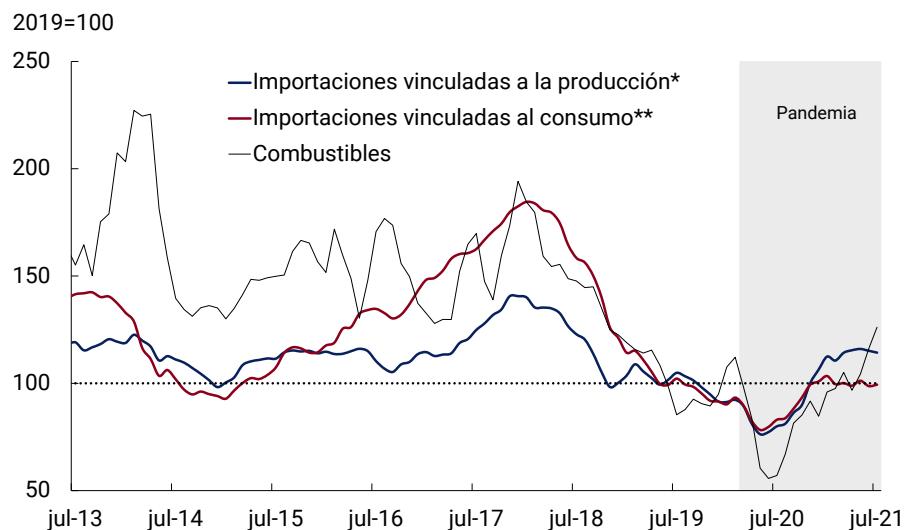
También se observó un comportamiento diferenciado al interior de las importaciones de bienes en lo que va del año. En el segundo trimestre de 2021 las cantidades importadas de usos directamente vinculados a la producción (bienes de capital y sus piezas y bienes intermedios) fueron 8% superiores a las del cuarto trimestre de 2020 y 15% más elevadas que el promedio de 2019, lo que sugiere nuevamente un buen desempeño de la producción de bienes (ver Capítulo 3. Actividad Económica y Empleo). A nivel desagregado se destacaron en este periodo las subas de los volúmenes importados de piezas y accesorios para bienes de capital (18%), piezas y accesorios para equipo de transporte (27%), productos químicos —donde se registran las compras de vacunas— (13%) y de metales comunes (12%).

Por el contrario, las importaciones directamente vinculadas con el consumo privado se encuentran estancadas desde comienzos de año. Las mayores compras de bienes de consumo durable, no durable y de equipo de transporte no industrial se vieron compensadas por una fuerte caída de las importaciones de vehículos para pasajeros.

Por último, cabe destacar el fuerte incremento que experimentaron los volúmenes importados de combustibles (+11% trim. s.e. en el II-21 y +37% respecto al IV-20) impulsados por la mayor demanda energética doméstica en un contexto de menor oferta local de gas.

Los datos de julio anticipan una dinámica similar para el tercer trimestre del año (ver Gráfico 4.3).

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



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

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

Fuente: INDEC.

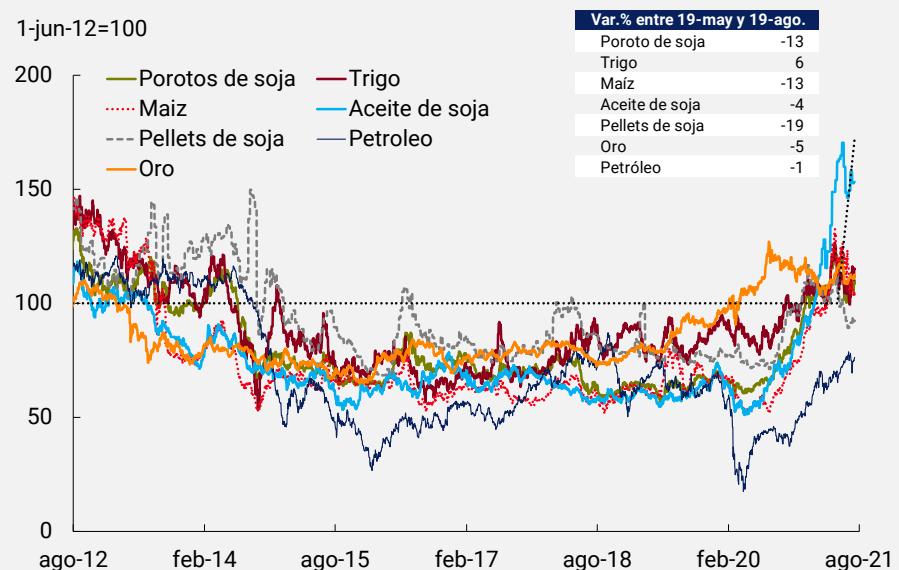
Recuadro. Precios del comercio exterior de bienes y términos de intercambio

En el II-21 los precios en dólares de las exportaciones de bienes crecieron por cuarto trimestre consecutivo y se ubicaron en el nivel más elevado desde el tercer trimestre de 2014. A nivel desagregado se destacaron los incrementos trimestrales en los precios de cereales (+15%) oleaginosas (+13%), grasas y aceites (+16%) y petróleo crudo (20%).

Como se comentó en ediciones anteriores del IPOM, la trayectoria de los precios de exportación de Argentina se encuentra asociada a la dinámica de las cotizaciones de las materias primas en los mercados de referencia mundial. En efecto, el Índice de Precios de las Materias Primas que elabora y publica diariamente el BCRA (IPMP), tuvo un crecimiento trimestral promedio de 11% en el II-21, difundido entre sus 3 componentes (agropecuario, metales y petróleo).

De todos modos, es necesario remarcar que, con la excepción del petróleo y del trigo, los precios internacionales de las principales materias primas exportadas por Argentina presentaron caídas generalizadas desde mediados de mayo. Desde la publicación del último IPOM, los productos del complejo sojero acumulan una baja de entre el 4% y el 19%, y el maíz una merma del 13%. Pese a esta evolución en el margen, los precios se ubican todavía en niveles elevados en términos históricos (ver gráfico 4.4)

Gráfico 4.4 | Precios internacionales de materias primas seleccionadas

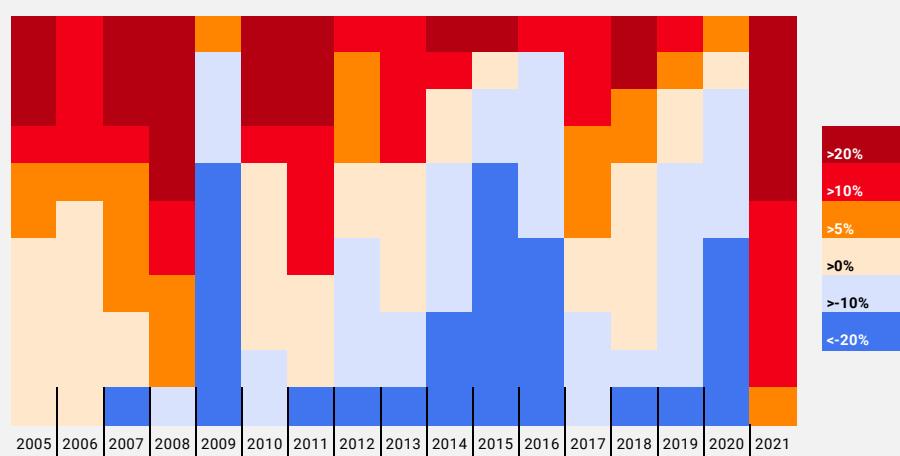


*Datos hasta el 19-agosto-21.

Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Por su parte, los precios de las importaciones de bienes medidos en dólares corrientes también mostraron recientemente un gran dinamismo. Hasta julio acumularon una suba de 21% respecto al nivel de diciembre de 2020. Esta suba fue particularmente marcada entre los bienes intermedios y los combustibles. De las 11 categorías que componen ambos usos de importación —siendo la mayoría de ellas insumos difundidos para la producción doméstica de bienes— 10 presentaron incrementos superiores al 10% en dólares corrientes en el primer semestre de 2021, situación inédita en los últimos 15 años. Esta evolución de los precios internacionales contribuyó, junto a otros factores, a explicar parcialmente la dinámica doméstica de los precios (ver Capítulo 6. Precios). Se destacaron por su magnitud las subas semestrales en los precios de las importaciones de combustibles elaborados (59%), insumos minerales (33%), productos químicos (28%) y plástico y caucho (28%; ver Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5 | Precios de importación de bienes intermedios* y de combustibles**
Var. % acum. en el primer semestre de cada año



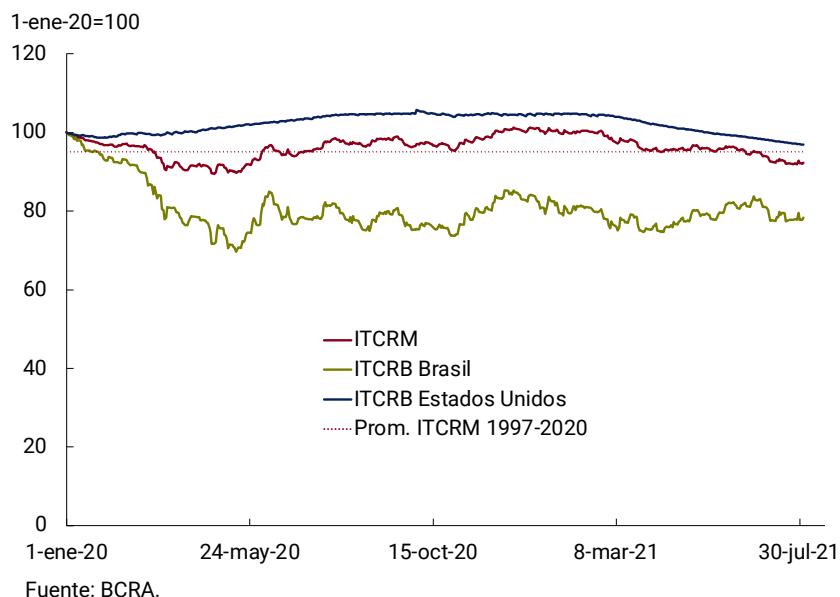
*Incluye insumos vegetales, químicos, plástico y caucho, madera y corcho, celulosa y papel, insumos minerales, metales comunes, piedra, yeso y cemento. **Incluye combustibles básicos y combustibles elaborados. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

De esta manera, como consecuencia del crecimiento más acelerado de los precios de importación, los términos de intercambio —el cociente entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones— se deterioraron 2,3% en el segundo trimestre de 2021. No obstante, continúan siendo favorables en términos históricos.

4.2. En el segundo trimestre el ITCRM se ubicó en torno al promedio de los últimos 24 años

En el segundo trimestre el índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) cayó 3,7% promedio respecto al primer trimestre del año. En términos reales el peso se apreció bilateralmente respecto a las monedas de las 13 economías que componen el índice, siendo en general más marcada respecto a las monedas de economías avanzadas (Japón, Suiza, zona del euro y Estados Unidos). En el caso del tipo de cambio real bilateral con Brasil (nuestro principal socio comercial), la baja del índice fue muy leve (0,7%), producto de la mayor volatilidad a la que estuvo sujeta la moneda del país vecino. A pesar de esta baja, el ITCRM se ubicó a lo largo del segundo trimestre en torno al promedio de los últimos 24 años. En julio y en lo que va de agosto, las monedas de las economías emergentes se depreciaron respecto al dólar, lo cual aceleró la apreciación real multilateral del peso (ver Gráfico 4.6)

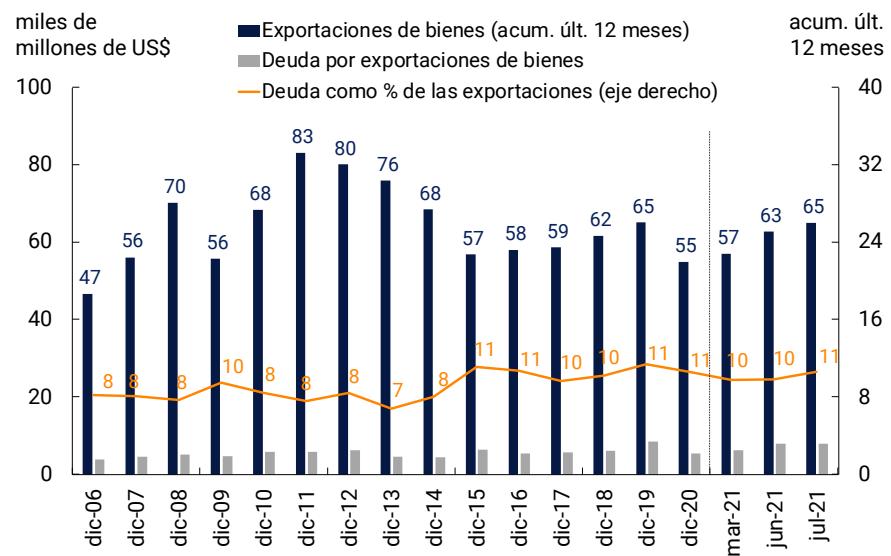
Gráfico 4.6 | Tipo de cambio real multilateral y bilaterales



4.3. En lo que va del año el BCRA registró las mayores compras netas de divisas en el mercado de cambios desde 2012

Durante el segundo trimestre de 2021, los exportadores registraron ingresos de cobros de exportaciones de bienes a través del mercado de cambios por US\$21.700 millones. Dado que las exportaciones de bienes se ubicaron en unos US\$20.000 millones, se estima un incremento de deuda externa por anticipos y prefinanciaciones de unos US\$1.700 millones. En julio los cobros de exportaciones de bienes se ubicaron en un nivel similar al de las exportaciones, sin variaciones en la deuda por anticipos y prefinanciaciones del exterior. De esta manera, la relación de este tipo de endeudamiento respecto de los valores exportados se ubicó en un 11%, manteniéndose en los niveles observados en los últimos años (ver Gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | Bienes. Exportaciones y deuda relacionada

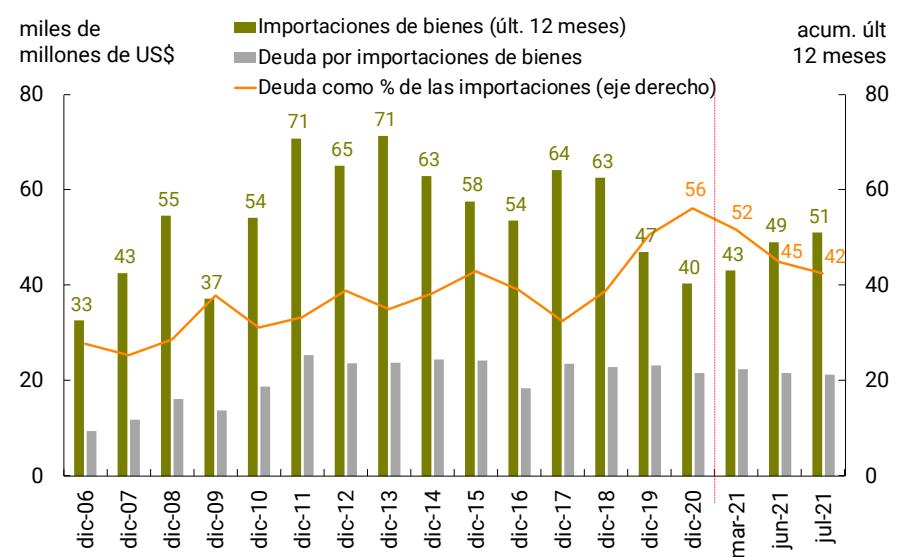


Nota: Deuda del II-21 y jul-21 estimada en función a datos devengados y caja.

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

Durante el año 2020, el BCRA dispuso una serie de normas, orientadas a promover una asignación más eficiente de las divisas, que afectaron tanto la evolución de la deuda privada comercial como financiera, y continúan aún vigentes¹. En este contexto, durante el segundo trimestre de 2021, los pagos de importaciones de bienes a través del mercado de cambios por US\$15.600 millones, estuvieron unos US\$780 millones por encima de las importaciones FOB del período, lo que implicaría una caída del endeudamiento con el exterior por este concepto (o aumento de los activos externos por pagos anticipados). Durante el mes de julio este comportamiento se mantuvo, con pagos de importaciones de bienes por el mercado de cambios por US\$5.740 millones, superando a las importaciones FOB por unos US\$400 millones. Si a esta situación se suma el aumento de las importaciones de los últimos meses, la relación entre el endeudamiento externo y el nivel de las importaciones registró una caída de 10 puntos porcentuales respecto del primer trimestre y 14 p.p. respecto del cierre de 2020 (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Bienes. Importaciones y deuda relacionada



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

Fuente: BCRA en base a INDEC y datos propios.

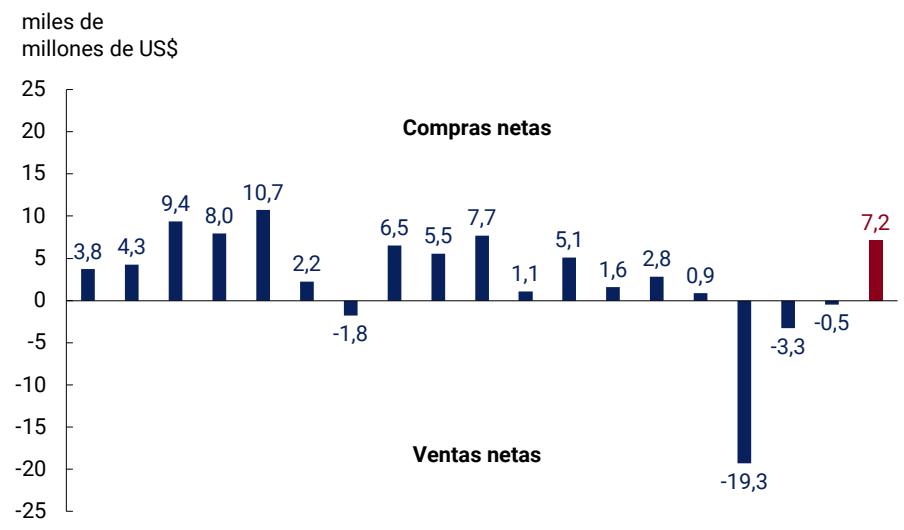
Por último, en lo que respecta a la deuda financiera, y como parte del marco normativo vigente mencionado anteriormente, en septiembre de 2020 se establecieron los lineamientos bajo los cuales las empresas del sector privado podían iniciar un proceso de refinanciación de sus respectivos pasivos externos, que permitiera acomodar su perfil de vencimientos a las pautas requeridas para el normal funcionamiento del mercado de cambios³¹. Esta normativa, que alcanzaba determinados vencimientos de capital entre el 15.10.2020 y el 31.03.2021, fue prorrogada abarcando los vencimientos desde entonces hasta el fin del año 2021³².

En este contexto, las renegociaciones registradas durante el segundo trimestre de 2021 de unas 33 empresas impactaron en que demandaran en términos netos US\$900 millones menos en el Mercado de Cambios respecto de lo que implicaban los vencimientos originales para ese mismo periodo, acumulando en el año menores pagos netos por más de US\$1.300 millones. Durante el mes de julio, unas 13 empresas renegociaron deudas resultando en una menor demanda neta en el mercado por unos US\$100 millones (de los US\$ 160 millones de los vencimientos originalmente registrados para ese mes).

La mencionada recuperación de las exportaciones, sumada a la evolución de la deuda comercial por exportaciones e importaciones de bienes, derivaron en un resultado neto por bienes en el mercado de cambios de US\$12.040 millones en los primeros 7 meses del año, superior en unos US\$1.800 millones al resultado de la balanza comercial FOB del mismo periodo, y exhibiendo una fuerte mejora respecto al mismo período del año previo (80%).

Este resultado permitió que el BCRA acumulara hasta julio compras netas en el mercado de cambios por US\$7.165 millones, récord para los primeros 7 meses del año desde el 2012 (Ver Gráfico 4.9), mientras que las reservas internacionales aumentaron US\$3.194 millones en el mismo periodo. Esta diferencia se explicó principalmente por las cancelaciones netas de capital e intereses de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional con afectación directa a las reservas internacionales por unos US\$2.300 millones y por los pagos por operaciones cursadas a través de los Sistemas de Monedas Locales con Brasil, Uruguay y Paraguay y ALADI por unos US\$400 millones. En tanto, el 23 de agosto se contabilizó la asignación de Derechos

Gráfico 4.9 | Intervención neta en el Mercado de Cambios
Primeros 7 meses de cada año



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

31 Comunicación "A" 7106.

32 Comunicación "A" 7230.

especiales de Giro por parte del FMI para mitigar los efectos de la pandemia por alrededor de US\$4.326 millones.

4.4. Perspectivas

En lo que resta del año se espera que la cuenta corriente se mantenga balanceada, oscilando en términos del Producto en torno a los niveles de los últimos trimestres. Las exportaciones de bienes se verían impulsadas por el fortalecimiento de la demanda de nuestros principales socios comerciales, en particular Brasil, mientras que las importaciones acompañarán el desempeño de la actividad económica doméstica. Un re-crudecimiento de la pandemia por la expansión de nuevas cepas de COVID-19 y/o una brusca corrección en los mercados financieros globales que impacte negativamente sobre los precios de las materias primas o sobre la actividad de nuestros principales socios comerciales se constituyen como los principales factores de riesgo para el sector externo de la economía argentina.

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

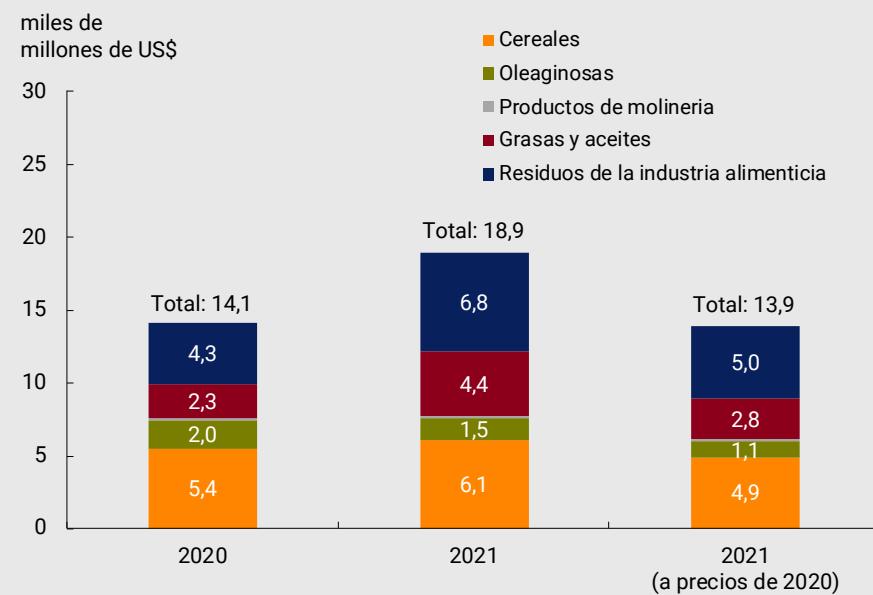
Apartado 4 / Desempeño reciente de las exportaciones agrícolas

En el primer semestre de 2021 las exportaciones del sector agrícola de Argentina³³ totalizaron US\$18.947 millones, récord histórico para este lapso. A precios corrientes fueron US\$4.807 millones superiores al registro del mismo período de 2020, en un contexto en el que la cosecha agrícola no fue excepcional (se ubicó -0,6% por debajo de la campaña 19/20 y -4,5% por debajo de la cosecha récord de 18/19). Este desempeño récord de las exportaciones del sector se tradujo en un crecimiento del balance comercial de bienes, en mayores compras netas de divisas del BCRA en el mercado de cambios a partir de los mayores ingresos por cobros de exportaciones y en un incremento de la recaudación del Tesoro Nacional en concepto de derechos de exportación (ver Capítulo 4. Sector Externo y 5. Finanzas Públicas).

Este notable dinamismo de las ventas externas del sector se debió a un muy fuerte incremento de los precios de exportación, traccionado por la suba de las cotizaciones de las materias primas agrícolas en los mercados de referencia mundial. En efecto, si los precios de exportación hubieran sido iguales a los del primer semestre de 2020, el total exportado habría sumado US\$13.893 millones, aprox. US\$5.000 millones menos que lo efectivamente realizado (ver Gráfico 1)³⁴.

Gráfico 1 | Exportaciones de productos agrícolas

Primer semestre de cada año



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

A nivel producto, los aumentos más significativos en valores corrientes se dieron en el aceite de soja y en los pellets de soja. En ambos casos, a la fuerte suba de precios se le sumó un incremento en los volúmenes enviados, producto de la mayor demanda global de aceites vegetales verificada en el 2021. En el caso de los

33 Incluye las ventas externas de cereales, semillas y frutos oleaginosos, molienda de cereales, grasas y aceites y residuos para la industria alimenticia.

34 En este cálculo se asume que las cantidades exportadas hubieran sido idénticas ante distintos escenarios de precios. Cabe destacar que en el caso de los derivados de soja hay indicios de que los elevados precios internacionales del aceite de soja, y aun así, su inusual competitividad respecto a aceites vegetales sustitutos, estimuló la molienda doméstica. Esto implica que probablemente el efecto de la suba de precios sobre los valores exportados del agro “trasciende” el mero efecto contable.

granos, el desempeño de las cantidades fue negativo, pero también se observaron importantes subas de precios vinculadas a las cotizaciones de estas materias primas en los mercados de referencia mundial (ver capítulo 4. Sector Externo; ver Tabla 1). Cabe señalar que uno de los factores que influyó sobre el desempeño de las cantidades de granos y subproducto exportados en el segundo semestre del 2021, fue la demora en los embarques como consecuencia de la bajante del río Paraná (Ver capítulo 4. Sector Externo).

Tabla 1 | Exportaciones de productos agrícolas seleccionados
Primer semestre 2021 vs. primer semestre 2020

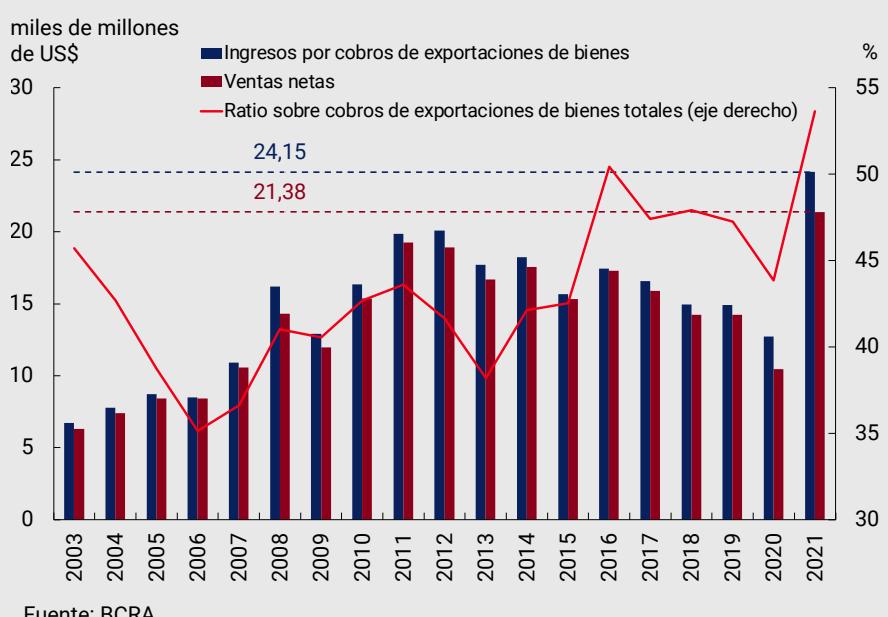
var. % i.a.	Cantidad	Precio*	Valor
Trigo	-21,6	24,4	-2,5
Maíz	-12,6	27,8	11,6
Porotos de soja	-57,3	51,8	-35,2
Aceite de soja	24,5	60,2	99,5
Pellets de soja	18,3	36,9	61,9

*Precio implícito de exportación

Fuente: INDEC.

Este incremento de los valores exportados de los principales productos agrícolas se reflejó en el resultado del sector “Oleaginosas y Cereales” en el mercado de cambios. En el acumulado para el período enero a julio, tanto los ingresos por cobros de exportaciones de bienes en el mercado de cambios, como las ventas netas³⁵ marcaron un récord histórico, totalizando US\$24.153 millones y US\$21.380 millones, respectivamente. Con respecto a 2012, el año de mayores ventas netas para el sector previo a esta campaña, los cobros de exportaciones mostraron un aumento del 20%, mientras que las ventas netas lo hicieron en 13%. Asimismo, la importancia relativa del sector sobre el total de los ingresos por exportaciones de bienes también marcó el registro más elevado de la serie, ubicándose por encima del 50% (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Mercado de cambios. Ventas netas e ingresos por cobros de exportaciones de bienes del sector Oleaginosas y Cereales. Acumulado enero a julio de cada año



Fuente: BCRA.

35 Las ventas netas se definen como la diferencia entre las ventas brutas y las compras brutas de moneda extranjera por todo concepto a través del mercado de cambios.

Por su parte, las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE) de productos agrícolas, mediante las cuales se fija el precio de venta y se definen los montos a pagar por las retenciones de exportaciones, también mostraron un nivel elevado en el acumulado del año al contabilizar US\$25 mil millones hasta julio. Se estima que ya se registraron DJVE por la totalidad de las cantidades que se proyecta exportar en 2021 en el caso de la soja, por un 91% en el caso del maíz y un 87% del trigo, mientras que para el aceite de soja y los pellets de soja restaría registrar un 35% y un 26%, respectivamente.

A diferencia de lo sucedido en 2020, en el acumulado enero a julio los ingresos por cobros de exportaciones del sector oleaginosas y cereales se ubicaron por encima de las exportaciones FOB por unos US\$1,9 mil millones, por lo que el sector incrementó su nivel de endeudamiento comercial, ya sea mediante el ingreso de prefinanciaciones o cobros anticipados de exportaciones (ver Gráfico 3).

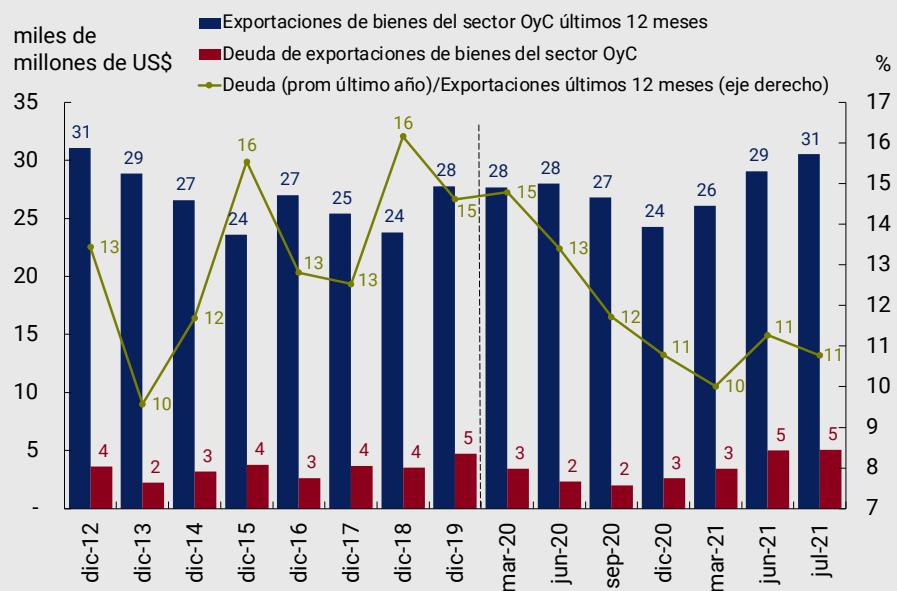
Gráfico 3 | Sector oleaginosas y cereales. DJVE, exportaciones y cobros de exportaciones. Acumulado enero a julio de cada año



Fuente: BCRA, Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca e INDEC.

Luego de un proceso de cancelación de deuda externa por exportaciones durante 2020, se observó desde comienzos de este año un incremento en el nivel de endeudamiento comercial del sector, aumentando 91% hasta alcanzar US\$5.000 millones a julio 2021. Si bien en términos nominales se trata de un nivel elevado, al medirlo en relación con las exportaciones se observa que, debido al fuerte incremento de las mismas, los valores se encuentran entre los más bajos de la serie (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Exportaciones y Deuda Externa por exportaciones



Fuente: BCRA e INDEC.

5. Finanzas Públicas

Durante el segundo trimestre de 2021 las finanzas públicas nacionales continuaron fortaleciéndose debido a los mayores ingresos públicos, tendencia que continuó durante julio. La recuperación de la demanda interna, los impuestos relacionados al comercio exterior —en un contexto de subas de los precios internacionales de las materias primas— y los ingresos no tributarios, asociados al Aporte solidario y extraordinario determinaron fundamentalmente su evolución favorable. Asimismo, siguieron incidiendo positivamente las modificaciones normativas sobre impuestos dispuestos en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de fines de 2019 y en la Ley de Presupuesto Nacional 2021.

Se sostuvo el dinamismo del gasto social —en el marco de la emergencia social y económica que rige desde fines de 2019— y se impulsó un significativo aumento del gasto de capital en línea con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2021 con el objetivo de apoyar el proceso de recuperación de la actividad económica. En sentido opuesto se verificó una trayectoria más acotada de las erogaciones extraordinarias asociadas a la evolución de la pandemia. Debido a la elevada base de comparación por el inédito y amplio paquete de asistencias masivas asociados a paliar las consecuencias del COVID-19 durante igual período de 2020, el gasto primario interanual cayó en términos reales.

Dada la trayectoria de los ingresos y de los gastos, se continuó observando una reducción del déficit fiscal. En los últimos 12 meses a julio de 2021, el déficit primario en base caja acumuló un saldo equivalente al 2,7% del PIB, significativamente inferior al observado durante el año 2020 (-6,4% del PIB). Esta trayectoria resulta consistente con lo establecido en el Presupuesto Nacional 2021, que prevé un déficit primario del SPNF de 4,2% del PIB durante este año.

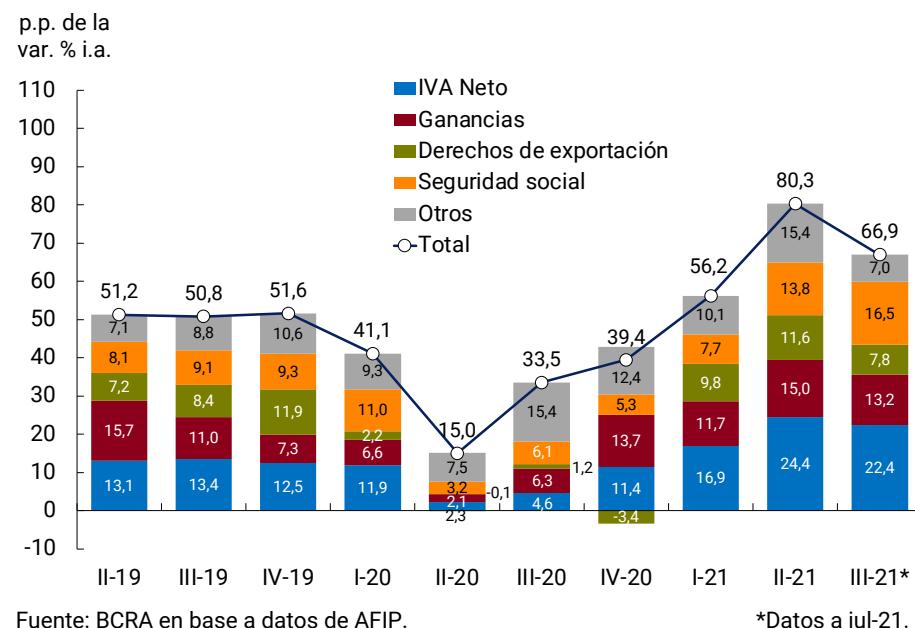
En cuanto al financiamiento del Tesoro Nacional, durante el segundo trimestre se siguió observando un mayor protagonismo del mercado local, permitiendo una menor asistencia financiera del BCRA. El Gobierno Nacional continúa las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y logró un acuerdo puente con los países acreedores nucleados en el Club de París para extender los plazos de amortización de la deuda por alrededor de US\$2.500 millones. Por su parte, se efectivizó la asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI que benefició a la Argentina en aproximadamente US\$ 4.326 millones. Entre los riesgos que se enfrentan en el escenario fiscal, se destaca un eventual recrudecimiento de la pandemia que pudiera requerir intensificar las políticas de asistencia y afectar negativamente los ingresos fiscales. Asimismo, persisten los desafíos para continuar desarrollando una política de financiamiento con mayor protagonismo del mercado local de deuda.

5.1. Los ingresos fiscales mostraron un marcado dinamismo y fortalecieron las cuentas públicas

La recaudación tributaria nacional se incrementó 80,3% i.a. en el segundo trimestre de 2021 (ver Gráfico 5.1). Este comportamiento se explicó por la consolidación de la recuperación económica, la baja base de comparación por pleno impacto de la pandemia durante el segundo trimestre de 2020 y los mayores valores exportados.

En términos reales este desempeño implicó un aumento de 22% i.a. (11 p.p. superior a la variación interanual real registrada durante el primer trimestre). En julio la suba nominal fue de 66,9% i.a. (+10% i.a. en términos reales).

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



Fuente: BCRA en base a datos de AFIP.

*Datos a jul-21.

Los tributos asociados al comercio exterior continuaron mostrando un alto dinamismo. En un contexto de elevados precios internacionales de las materias primas, los derechos de exportación registraron un crecimiento interanual de 139% en julio, luego de expandirse 189% i.a. entre abril y junio, manteniendo un avance similar al del primer trimestre (190,4% i.a. entre enero y marzo). Los tributos vinculados a las compras externas³⁶ también exhibieron un fuerte incremento durante el período: 100,6% i.a. en julio y 113,4% i.a. en el segundo trimestre. Este comportamiento se explicó básicamente por el elevado dinamismo de las importaciones (ver Capítulo 4. Sector Externo).

Los tributos relacionados al mercado interno (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, Ganancias, Combustibles, entre otros) mostraron un mejor desempeño interanual entre abril y junio en relación con los trimestres previos, debido a la recuperación de la actividad económica y a la baja base de comparación –el período de mayor intensidad del impacto nocivo de la pandemia–. El Impuesto a las Ganancias subió 68,5% i.a. en julio y 59,4% entre abril y junio 63% i.a. en línea con lo observado en el primer trimestre del año. Sobre este impuesto aún afecta al alza el cambio normativo de septiembre de 2020 sobre la retención sobre las compras de dólares y los gastos en moneda extranjera a través de tarjetas de crédito. Además, se ve impactado negativamente por el incremento de las deducciones personales sobre las rentas de trabajadores en relación de dependencia y por las devoluciones en concepto de las diferencias adeudadas de meses pasados a dichos contribuyentes³⁷.

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

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

El IVA neto creció 88,5% i.a. en el segundo trimestre 2021 en comparación con el aumento de 54,2% i.a. que se había registrado en el trimestre previo. Por su parte, el conjunto de impuestos modificados por la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (como Bienes Personales, Internos, PAIS) y por la Ley de Presupuesto Nacional 2021, mantuvieron un buen desempeño. En sentido opuesto operaron las prórrogas de las fechas de pago de los saldos de las declaraciones juradas de Impuestos a las Ganancias, Bienes Personales y del Impuesto Cedular.

Finalmente, los recursos de la seguridad social mostraron una sostenida recuperación, explicada fundamentalmente por la evolución de los salarios y del empleo: crecieron 63,3% i.a. entre abril y junio (influidos por la baja base de comparación por el impacto de la pandemia en 2020), 35 p.p. por encima del aumento observado entre enero y marzo y mantuvieron el dinamismo interanual en julio (+62,6% i.a.). Este conjunto de tributos aún se encuentra impactado negativamente por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional para atender situaciones de sectores críticamente afectados por el COVID-19, reduciendo también las contribuciones patronales del sector de la salud, los sectores críticos contemplados en el programa REPRO II y en las provincias del Norte Grande.

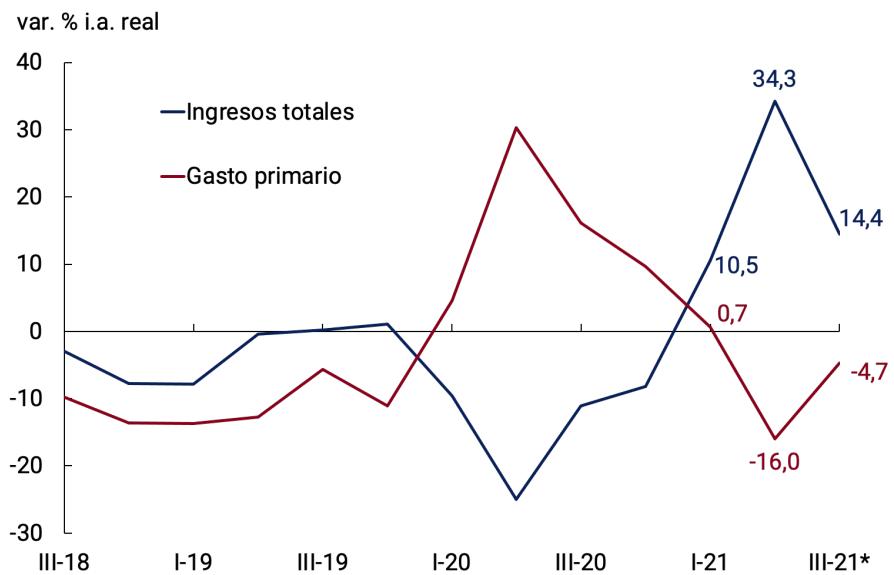
La evolución de los ingresos tributarios permitió que los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaran en términos nominales 73,7% i.a. en julio y 99% i.a. (34% real) entre abril y junio, tras haberse incrementado 61% i.a. durante el primer trimestre del año. Los ingresos no tributarios tuvieron un incremento de 202% i.a. en julio y 493% i.a. en el segundo trimestre debido a la imputación de los recursos asociados al Aporte Solidario y Extraordinario para Ayudar a Morigerar el Impacto de la pandemia (entre mayo y junio se registraron casi \$170.000 millones por este concepto; Ley 27605). Las rentas de la propiedad avanzaron 269% i.a. entre abril y junio, explicado por el cobro de servicios de los préstamos otorgados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) —que se encontraba suspendido el mismo periodo del año pasado—, tendencia que se prolongó en el séptimo mes. En tanto, los recursos de capital disminuyeron en términos interanuales en julio y en el segundo trimestre, afectados por lo dispuesto en la Ley N° 27574 de defensa de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), que estipula la suspensión del financiamiento a la ANSES por parte del FGS para hacer frente a las erogaciones del programa de Reparación Histórica.

En tanto, la recaudación tributaria del conjunto de las provincias exhibió un comportamiento consistente con lo observado a nivel nacional. De acuerdo con la información parcial disponible para los principales distritos, en el segundo trimestre del año el avance nominal de los recursos tributarios propios se habría acelerado respecto al primer trimestre, con variaciones en torno al 80% i.a. debido a la baja base de comparación del mismo trimestre de 2020.

5.2. Al interior del gasto público se priorizó el gasto de capital para contribuir con la recuperación económica

El gasto primario del SPNF exhibió un aumento nominal de 44,7% i.a. en julio y de 25% i.a. en el segundo trimestre del año, 74 p.p. por debajo del avance nominal de los ingresos. En términos reales, los gastos disminuyeron 4,7% i.a. en julio y 16% i.a. entre abril y junio mientras que los ingresos aumentaron 14,4% y 34,3% i.a. respectivamente (ver Gráfico 5.2).

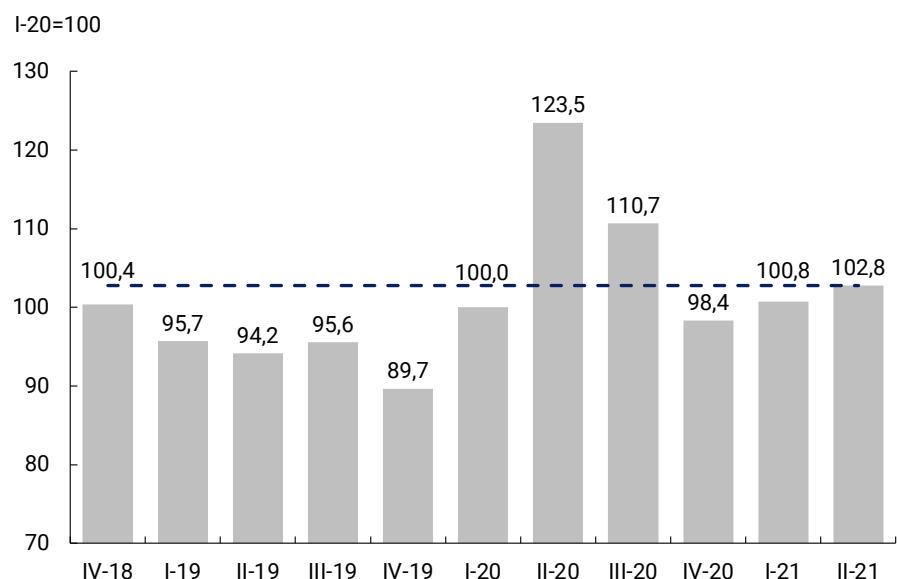
Gráfico 5.2 | Ingresos y gasto primario del SPNF



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC. *Datos a jul-21.

Debe tenerse en cuenta que durante la mayor parte del corriente año las cuentas públicas se encontrarán afectadas por una base de comparación que incluye los efectos de la pandemia, cuyo mayor despliegue se concentró en el segundo trimestre de 2020. En tal sentido, si se observa el gasto primario real desestacionalizado, éste se ubicó en el segundo trimestre de 2021 un 2,8% por encima del nivel pre-pandemia (I-20; ver Gráfico 5.3) e incluso superior al que se verificaba en 2019.

Gráfico 5.3 | Gasto primario real desestacionalizado del SPNF



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

Durante el segundo trimestre de 2021, las prestaciones de la seguridad social explicaron la mayor parte del avance del gasto primario: crecieron 35% i.a. (vs. +29% i.a. en el primer trimestre)³⁸, en el marco de lo dispuesto por la nueva Ley de movilidad previsional³⁹. En cuanto a los programas sociales, se destacaron las erogaciones del programa de Políticas Alimentarias debido al incremento en la asignación del 50% a partir de febrero 2021 y la ampliación del universo de personas beneficiarias hasta 14 años, inclusive, y el programa Potenciar Trabajo por el aumento tanto en la cantidad de personas como del Salario Mínimo Vital y Móvil. A su vez, los pagos del programa Acciones de Empleo –principalmente el REPRO II– registraron un incremento significativo a fines de asistir a los sectores productivos afectados de forma crítica por la pandemia⁴⁰. Por su parte, la ANSES abonó por única vez en abril un refuerzo de \$15.000 a los titulares de Asignaciones Universales por Hijo para Protección Social (AUH) y de Asignación Universal por Embarazo (AUE), y a los monotributistas de las categorías más bajas residentes en el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA)⁴¹. Con el fin de sostener el poder adquisitivo de los adultos mayores más vulnerables, la ANSES también dispuso el pago en abril y mayo de una suma extraordinaria de \$1.500 a más de 4 millones de jubilados y pensionados con haberes de hasta 1,5 haberes mínimos, al tiempo que impulsó en agosto el pago de un bono de \$5.000 para las personas beneficiarias que perciban hasta dos haberes mínimos.

En un contexto en el cual el Gobierno nacional impulsó una política de contención de las tarifas de los servicios públicos –electricidad, gas, agua y transporte–, los subsidios económicos explicaron una porción importante del aumento interanual del gasto: crecieron 125,3% i.a. en julio y 65% i.a. durante el segundo trimestre frente al 77% i.a. en los primeros tres meses del año. La suba resultó difundida entre los principales destinos asociados a la energía y al transporte público de pasajeros.

Las partidas asociadas a remuneraciones (incluyendo las transferencias a universidades) crecieron 50,4% en julio y 52% entre abril y junio mientras que los otros gastos corrientes lo hicieron en 134,3% i.a. y 99% i.a. respectivamente. Cabe señalar que en este último rubro se registran las compras de bienes y servicios (incluyendo las erogaciones asociadas a la compra de vacunas) y el déficit de las empresas públicas, entre otros. Por su parte las transferencias corrientes a las provincias se moderaron significativamente respecto de igual período de 2020, cuando el Gobierno Nacional había asistido extraordinariamente a los distritos ante la abrupta merma de la recaudación. Este desempeño se verificó a pesar de que desde inicios de 2021 se comenzaron a registrar presupuestariamente las transferencias asociadas a la creación del Fondo para el Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires⁴².

El gasto de capital continuó siendo el rubro con mayor dinamismo, en línea con la definición de prioridades expuestas en el Presupuesto Nacional 2021 para potenciar la recuperación de la actividad económica. En efecto, la

38 En julio las prestaciones de la seguridad social aumentaron 41,3% i.a.

39 El segundo aumento trimestral otorgado mediante la Ley de Movilidad N°27.609 para las jubilaciones, pensiones y asignaciones fue del 12,12% en junio de 2021, en tanto que para septiembre la suba ascenderá a 12,39%.

40 En abril se anunció la ampliación de la asignación estímulo a los trabajadores y a las trabajadoras de los establecimientos de salud (\$6.500 mensuales que alcanzaron a más de 700.000 personas en los meses de mayo, junio y julio). También se dispuso una ayuda extraordinaria de \$15.000 por dos meses (abril y mayo) destinada a 50.000 trabajadores y a trabajadoras de la cultura en el marco del programa Cultura Solidaria, así como una ayuda de emergencia de \$11.000 en el mes de mayo a las personas beneficiarias del programa de empleo Trabajo Autogestionado.

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

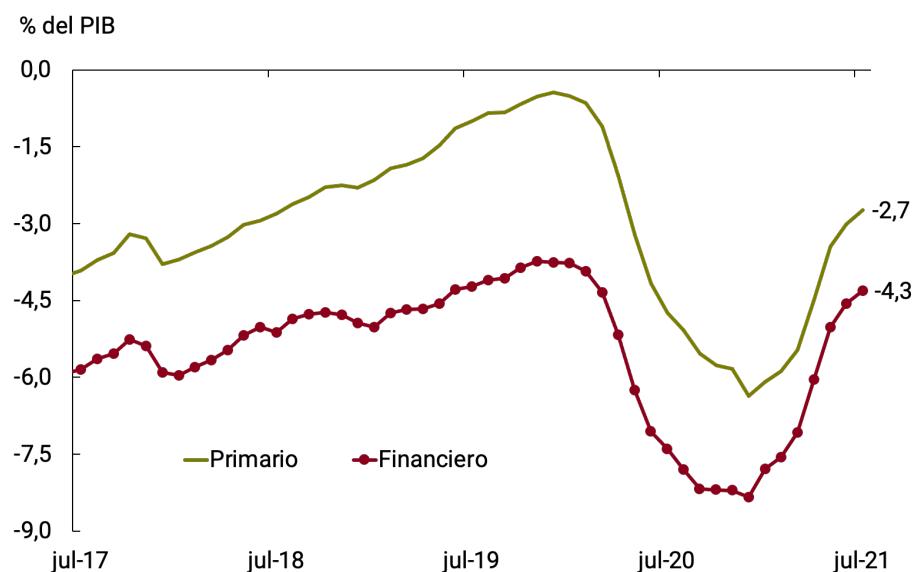
42 Decreto 735/2020.

Inversión Real Directa (IRD) creció durante el segundo trimestre 159% i.a, en tanto las transferencias para erogaciones de capital se incrementaron 68% i.a en el trimestre⁴³. En julio el gasto de capital aumentó 91,6% i.a.

Es importante destacar que la reducción del pago de intereses de la deuda pública, lograda tras la exitosa reestructuración de los pasivos denominados en moneda extranjera alcanzada el año pasado, y la reconstrucción del mercado local de deuda generaron espacio fiscal para sostener el dinamismo del gasto primario del SPNF destinado a financiar las políticas públicas que permitieron mitigar los efectos sanitarios y económicos de la pandemia y promover la recuperación económica. Los intereses de la deuda pública, neto de pagos intra sector público, pasaron de representar 3,4% del PIB en 2019 a alrededor de 2% del PIB en 2020 y en torno a 1,6% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a julio de 2021.

De esta manera, el déficit primario del SPNF acumulado en los últimos 12 meses a julio representó aproximadamente 2,7% del PIB, 3,6 p.p. menos que a diciembre de 2020 (ver Gráfico 5.4). Esta evolución se encuentra en línea con el Presupuesto Nacional 2021, que prevé que el resultado primario deficitario se reduzca hasta 4,2% del PIB para el acumulado a diciembre. Por su parte, el déficit financiero del SPNF acumulado en igual período se ubicó en 4,3% del PIB, 4 p.p. por debajo del déficit total de 2020.

Gráfico 5.4 | Resultado primario del SPNF (acumulado 12 meses)



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

5.3. El Gobierno Nacional afrontó sus necesidades en mayor medida a partir de colocaciones de instrumentos de deuda en el mercado local

Durante el segundo trimestre del 2021 el Tesoro Nacional (TN) logró un refincamiento del 136% de los servicios de capital e intereses (112% en julio), lo que implicó un financiamiento neto de aproximadamente

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

\$266.000 millones (unos \$35.000 millones en julio)⁴⁴. Las emisiones de instrumentos de deuda pública se realizaron mayormente con títulos ajustables por CER seguido de instrumentos a descuento y finalmente por títulos públicos a tasa fija. Adicionalmente, en la primera licitación del mes de agosto, se adjudicaron títulos ajustados a la evolución del dólar.

Desde el inicio de la gestión del Gobierno Nacional a fines de diciembre de 2019, se consolidó un proceso de extensión de los plazos de los instrumentos emitidos, en tanto que el costo de financiamiento en pesos se mantuvo relativamente estable. Por su parte, se realizaron, durante el mes de junio y julio de 2021, operaciones de conversión voluntaria de deuda, que permitieron descomprimir significativamente el perfil de vencimientos. Hacia adelante, se espera una continuidad de la estrategia de financiamiento del TN con el objetivo de desarrollar el mercado local de deuda en pesos. En este sentido, a mediados de julio se establecieron los nuevos lineamientos para la puesta en marcha del Programa Creadores de Mercado 2021, registrándose en agosto un total de 13 entidades interesadas en el rol de aspirantes⁴⁵. Complementariamente, a los fines de profundizar la liquidez en el mercado de capitales el Banco Central comenzó a operar en el mercado de futuros de títulos públicos.

En lo que va de 2021, y en contraste con igual período del año pasado, se destaca el mayor protagonismo del mercado en el financiamiento de las necesidades del TN que dio lugar a una reducción de la asistencia financiera del BCRA, la cual se consolidó en el segundo trimestre, manteniéndose en línea con el presupuesto. En lo que va del año se transfirieron \$ 520.000 millones en concepto de giro de utilidades del BCRA al TN y \$ 190.000 millones en concepto de Adelantos transitorios netos⁴⁶.

Se negoció un acuerdo puente con los países acreedores nucleados en el Club de París sobre el vencimiento de alrededor de US\$2.500 millones, consiguiendo una extensión de plazos de negociación con vencimiento al 31 de marzo del 2022. En contrapartida en el período comprendido entre mayo del 2021 y marzo del 2022 se habrán abonado alrededor de US\$430 millones de dólares en concepto de pagos de capital⁴⁷.

Finalmente, el Gobierno Nacional continua con las negociaciones con el FMI, teniendo como próximos vencimientos de capital con el mismo, los previstos para septiembre y diciembre. En tanto se confirmó la asignación general extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del organismo, lo que representó para la Argentina una fuente financiera por alrededor de US\$4.326 millones para afrontar sus necesidades en moneda extranjera.

⁴⁴ Cabe mencionar la modificación normativa del BCRA (Comunicación "A" 7290) que permitió a los bancos optar por integrar la fracción de encajes que, hasta mayo, era remunerada a través de LELIQ con instrumentos emitidos por el Tesoro Nacional en pesos, cuyo plazo residual sea superior a los 180 días (excluyendo atados a la evolución del dólar).

⁴⁵ Resolución Conjunta 1/2021.

⁴⁶ Información al 20 de agosto de 2021. En el acumulado de igual período del año anterior, se habían transferido \$1.040.000 millones de utilidades del BCRA al TN, al tiempo que se habían otorgado Adelantos Transitorios netos por \$472.000 millones.

⁴⁷ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/martin-guzman-anuncio-un-puente-de-tiempo-hasta-marzo-de-2022-con-el-club-de-paris-que>

Apartado 5 / Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia

El impacto de la pandemia de COVID-19 generó la necesidad de adoptar medidas de emergencia tendientes a brindar protección a los sectores más vulnerables⁴⁸. A su vez, los recursos tradicionales se vieron severamente afectados por la caída de la actividad. Partiendo de una situación inicial muy comprometida de las cuentas públicas producto de la crisis macroeconómica de 2018-2019, el Gobierno Nacional desplegó medidas para generar recursos fiscales adicionales que permitieran compensar parcialmente el crecimiento del gasto público que se debió afrontar extraordinariamente para morigerar los efectos de la pandemia.

Dada la dimensión de la crisis actual, en diversos países del mundo se ha debatido sobre la necesidad de ampliar el espacio fiscal a partir de gravámenes especialmente focalizados sobre las grandes fortunas personales. Tal como señaló la directora de la CEPAL, Alicia Bárcena, “una situación excepcional requiere respuestas excepcionales”⁴⁹. Similares consideraciones sobre la excepcionalidad del actual momento fueron realizadas por el staff del FMI para asegurar la recaudación y fomentar la solidaridad: “considerar aumentos de las tasas en los tramos superiores del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre la propiedad y del impuesto sobre el patrimonio, quizás a modo de sobretasa solidaria”⁵⁰.

El Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia (Aporte), establecido por la Ley 27605, fue uno de los principales instrumentos implementados por el Gobierno Nacional para ampliar y fortalecer los recursos públicos en el marco de la pandemia del COVID-19.

El Aporte fue sancionado por el Congreso de la Nación con carácter de extraordinario y por única vez, pretendiendo gravar las grandes fortunas de personas humanas. Sus objetivos primordiales son la equidad y la solidaridad, alcanzando por un lado a las personas humanas y sucesiones indivisas residentes en el país por la totalidad de sus bienes en el país y en el exterior y por el otro lado a las personas humanas y sucesiones indivisas no residentes, por la totalidad de sus bienes en el país. La fecha para considerar la valuación de los bienes fue la de entrada en vigor de la ley, es decir el 18 de diciembre de 2020.

Los bienes alcanzados por el Aporte son los comprendidos y valuados de acuerdo con las reglas fijadas por el Impuesto sobre los Bienes Personales, independientemente del tratamiento que tengan en dicho impuesto y sin deducción de mínimo no imponible alguno. En el caso de sujetos residentes en el país quedan comprendidos en la base imponible los aportes a *trusts*, fideicomisos o fundaciones de interés privado y demás estructuras análogas, participación en sociedades u otros entes de cualquier tipo sin personalidad fiscal y participación directa o indirecta en sociedades u otros entes de cualquier tipo, existentes a la fecha de entrada en vigencia de esta ley.

Sólo fueron alcanzados quienes poseían una riqueza declarada superior a los \$200 millones⁵¹ con una alícuota del 2,0%, y con alícuotas incrementales a partir de los \$300 millones. En el caso de los bienes en el exterior,

48 Ver <https://www.afip.gob.ar/aporte-solidario/>

49 Ver <https://www.cepal.org/es/noticias/alicia-barcena-llama-implementar-politicas-universales-redistributivas-solidarias-evitar>

50 Ver <https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/covid19-special-notes/Spanish/sp-special-series-on-covid-19-tax-issues-an-overview.ashx>

51 La determinación del inicio de la escala en \$200 millones tuvo el objetivo de lograr el mejor equilibrio alcanzable, combinando la menor cantidad de personas alcanzadas.

las alícuotas se incrementan en un 50%, siguiendo los lineamientos y la política legislativa trazada en diciembre de 2019 con el dictado de la Ley 27541 (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Alícuotas del aporte

Bienes en el país					Bienes en el exterior (no repatriados)		
Valor Total de los bienes (más de mill. de \$)	Valor Total de los bienes (hasta mill. de \$)	Pagarán (mill. de \$)	Más el	Sobre el excedente de mill. de \$	Valor total de los bienes del país y del exterior (más de mill. de \$)	Valor total de los bienes del país y del exterior (hasta mill. de \$)	Por el total de los bienes situados en el exterior, pagarán el
\$ 0	\$ 300 inclusive	\$ 0,00	2,00%	\$ 0	\$ 200	\$ 300 inclusive	3,00%
\$ 300	\$ 400 inclusive	\$ 6,00	2,25%	\$ 300	\$ 300	\$ 400 inclusive	3,38%
\$ 400	\$ 600 inclusive	\$ 8,25	2,50%	\$ 400	\$ 400	\$ 600 inclusive	3,75%
\$ 600	\$ 800 inclusive	\$ 13,25	2,75%	\$ 600	\$ 600	\$ 800 inclusive	4,13%
\$ 800	\$ 1.500 inclusive	\$ 18,75	3,00%	\$ 800	\$ 800	\$ 1.500 inclusive	4,50%
\$ 1.500	\$ 3.000 inclusive	\$ 39,75	3,25%	\$ 1.500	\$ 1.500	\$ 3.000 inclusive	4,88%
\$ 3.000	en adelante	\$ 88,50	3,50%	\$ 3.000	\$ 3.000	en adelante	5,25%

Fuente: AFIP.

En cuanto a las alícuotas sobre las tenencias en el exterior, se reducen hasta el mismo nivel que rige para los bienes en el país, siempre y cuando se repatriara al menos el 30% de las tenencias financieras en el exterior en un plazo determinado. Este fue un beneficio para las y los tenedores de activos en el exterior, en la medida en que ingresaran las divisas al país, y que las mismas contribuyeran a expandir el financiamiento para la actividad productiva doméstica y a mejorar los principales equilibrios macroeconómicos.

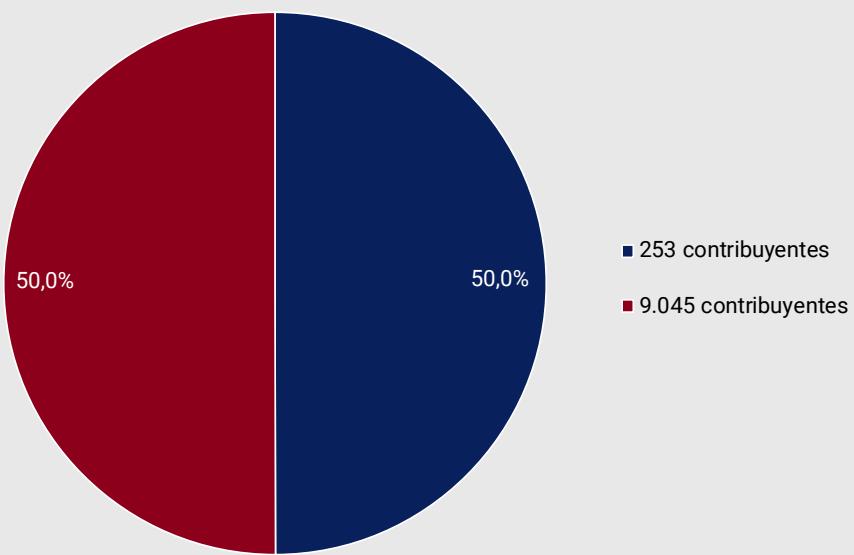
La presentación de la declaración jurada se efectuó hasta el 30 de abril de 2021. Con el objetivo de contribuir al cumplimiento de las obligaciones de los contribuyentes, se habilitó la posibilidad de cancelar el Aporte Solidario y Extraordinario a través de un régimen de facilidades de pago. Las personas humanas y sucesiones indivisas alcanzadas pudieron optar por realizar un anticipo del 20% de la deuda consolidada e ingresar el saldo resultante en hasta 5 pagos mensuales y consecutivos, financiados a la tasa de interés resarcitorio que se utiliza a los fines impositivos.

El universo de aportantes estimado fue de aproximadamente 10.000 contribuyentes, los cuales abonaron al contado o accedieron al plan de pagos para hacer frente al pago del Aporte. De estos diez mil contribuyentes, sólo el 26% fueron mujeres, mientras que el 74% restante fueron por varones⁵². Si se tienen en cuenta los fondos recaudados, tanto al contado como en los planes de pago en cuotas, el 24% fue aportado por mujeres, mientras que los varones abonaron el 76%.

Alrededor de la mitad de las personas humanas alcanzadas por este aporte extraordinario pertenecen a los dos primeros tramos, de entre \$200 a \$400 millones. Se estima que aquellos que están alcanzados con la mayor alícuota fueron menos de 400 personas humanas. Se calculó que tan sólo unos 253 aportantes habrían contribuido con la mitad de la recaudación total con aportes promedio cercanos a los \$608 millones (ver Gráfico 1).

52 <https://www.argentina.gob.ar/economia/politicatributaria/observatorio-de-tributacion-y-genero/masculinizacion-de-la-riqueza-el>

Gráfico 1 | Contribución a la recaudación estimada
Porcentaje del total



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso en base a datos de AFIP.

Los ingresos percibidos hasta julio de 2021 por este aporte —que se considera como un ingreso no tributario del Sector Público Nacional no Financiero, pero no como parte de la recaudación tributaria nacional— sumaron cerca de \$197.000 millones, en tanto que se estima que la recaudación anual llegará a cerca de \$250.000 millones (aproximadamente 0,6% del PIB). La cifra anual se ubicaría entre un 8% y un 19% por debajo de los valores máximos originalmente estimados por la AFIP, que asumía para ese cálculo que no se realizarían repatriaciones de bienes que redujeran las alícuotas (entre \$272.490 millones y \$307.898 millones)⁵³. El pago promedio del tributo se estimaba en torno a \$33 millones por contribuyente. La base imponible estimada por AFIP ascendía a \$8.856.961 millones.

La ley de creación estableció los destinos específicos de los fondos. Así, lo percibido se fue destinando a la provisión de insumos, equipamiento y medicamentos para combatir la pandemia, a subsidios a las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs), a becas Progresar gestionadas por el Ministerio de Educación, a la mejora de la salud y las condiciones habitacionales de los habitantes de los barrios populares (Fondo de Integración Socio Urbana —FISU—), y a la exploración, desarrollo y producción de gas natural a través de Integración Energética Argentina S.A. conjuntamente con YPF S.A.

⁵³ <https://www.opc.gob.ar/impacto-proyectos-de-ley/estimacion-del-impacto-recaudatorio-del-proyecto-de-ley-4534-d-2020-aporte-solidario-y-extraordinario-para-ayudar-a-morigerar-los-efectos-de-la-pandemia/>

6. Precios

La inflación promedio mensual del segundo trimestre se redujo en relación con el trimestre previo. Esta desaceleración gradual de los precios fue generalizada entre las categorías, siendo más pronunciada en los estacionales. Esta tendencia continuó en julio, registrándose el menor incremento mensual del Nivel general desde septiembre de 2020 (3,0%).

Los precios de los bienes continuaron creciendo a un ritmo superior al de los servicios durante el segundo trimestre del año. En un período con variaciones acotadas del tipo de cambio nominal, esa dinámica fue parcialmente explicada por el fuerte incremento de los precios internacionales que se verifica desde mediados de 2020. La moderación de los servicios respecto a los bienes se asocia a su menor demanda relativa desde que comenzó la pandemia y a la política de contención de las tarifas de los servicios públicos por parte del Gobierno nacional.

La inflación interanual continuó incrementándose hasta 48,5% en el segundo trimestre y a 51,8% en julio, pese a la desaceleración mensual de los precios. Esta divergencia se explica por la baja base de comparación de igual período de 2020 cuando, en el contexto de mayor impacto de la pandemia sobre la economía, los registros mensuales fueron en promedio 1,9%.

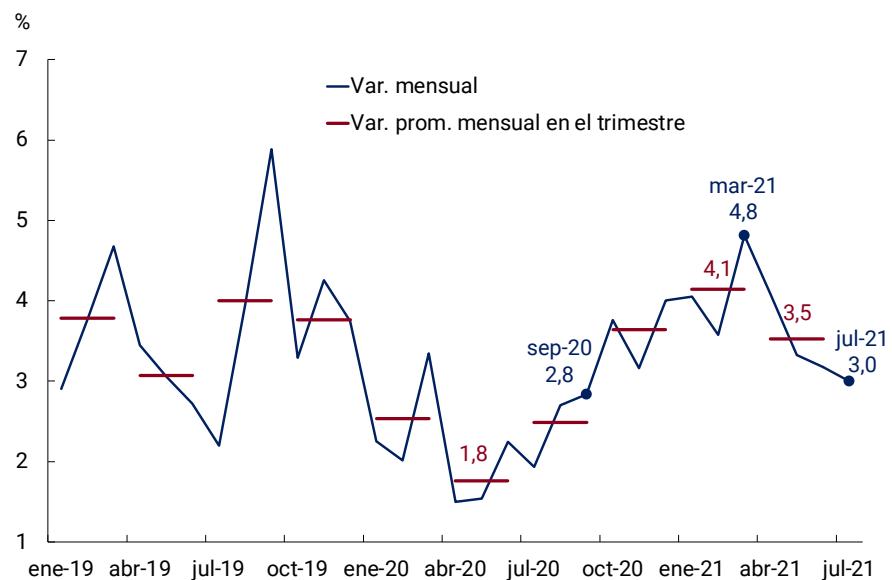
La desaceleración durante el segundo trimestre fue más pronunciada en los precios mayoristas, tendencia que continuó en julio. El índice de precios internos al por mayor (IPIM) subió durante el trimestre a una tasa superior a la del tipo de cambio, influido por los precios internacionales, pero inferior a la registrada por los bienes minoristas.

En lo que resta del año se espera que continúe el descenso gradual en las tasas mensuales de inflación a partir de una reducción en el ritmo de aumento de los servicios regulados y de los bienes. Por su parte, las actualizaciones de las paritarias salariales y la paulatina recuperación de la demanda generarían una recomposición de los precios relativos de los servicios privados. Como consecuencia de la baja base de comparación, la desaceleración mensual de los precios se reflejaría en una estabilización de la tasa de inflación interanual en los próximos meses que comenzaría a descender recién hacia fin de año. En este contexto, el BCRA continuará orientando su política monetaria y cambiaria para contribuir a consolidar el proceso de reducción gradual de la inflación.

6.1. Los precios minoristas se desaceleraron durante el segundo trimestre

Durante el segundo trimestre de 2021 los precios minoristas registraron un alza mensual promedio de 3,5%, desacelerándose 0,6 p.p. en relación con el trimestre previo (ver Gráfico 6.1). La reducción en los registros mensuales, que comenzó en abril, continuó en julio con un incremento de precios de 3,0%, el mínimo desde septiembre de 2020.

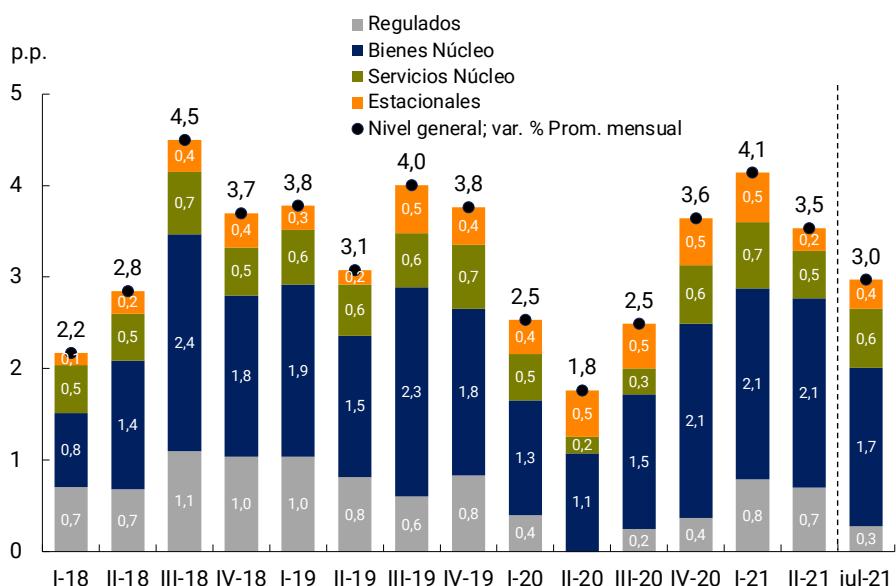
Gráfico 6.1 | IPC. Evolución mensual y trimestral del Nivel general



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

El menor ritmo de suba en el segundo trimestre fue generalizado para todas las categorías del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Los Estacionales promediaron una suba de 1,4% mensual (-3,0 p.p. respecto al primer trimestre), siendo la categoría que más contribuyó a la desaceleración del Nivel general. La categoría Núcleo se expandió a una tasa promedio mensual del 3,9% (-0,3 p.p. con relación al trimestre previo), con un marcado descenso de los registros mensuales a partir de mayo. Por su parte, los precios de los ítems Regulados también aminoraron el ritmo de suba, promediando un alza de 3,5% mensual en el primer trimestre (0,4 p.p. por debajo del primer trimestre de 2021; ver Gráfico 6.2).

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



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

En el segundo trimestre del año, los bienes continuaron creciendo a un ritmo superior al de los servicios, acentuando el patrón observado desde el inicio de la pandemia, aunque ambos se desaceleraron, promediando alzas de 3,9% y 2,7% respectivamente (-0,6 p.p. y -0,9 p.p. con relación al I-21, en cada caso). En julio la variación mensual de los servicios (3,1%) superó a la de los bienes (2,9%), lo que significó una incipiente recomposición de sus precios relativos.

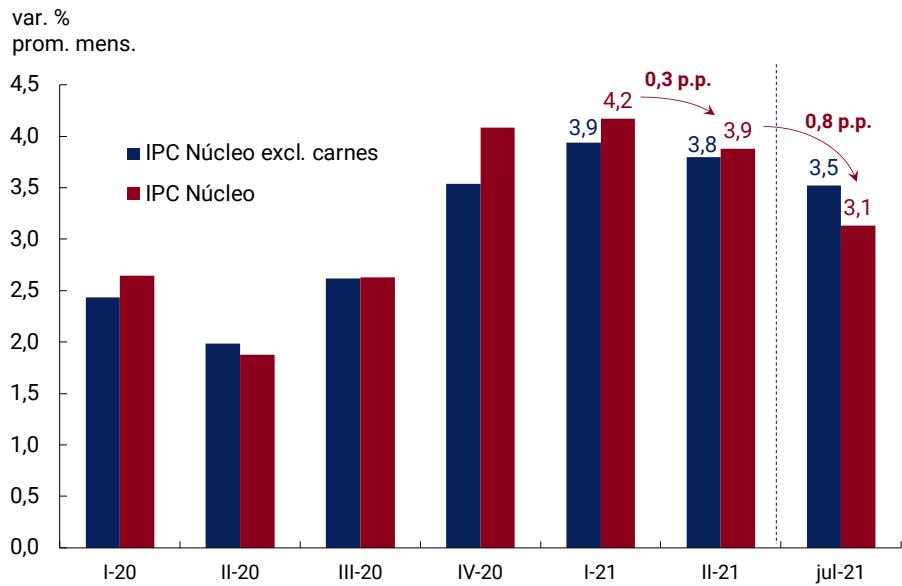
En un período con variaciones acotadas del tipo de cambio nominal, el mayor ritmo de suba de los precios de los bienes en comparación con el de los servicios estuvo parcialmente explicado por el fuerte incremento de los precios internacionales que comenzó a mediados de 2020. Respecto a la desaceleración de los bienes durante el segundo trimestre respecto al primero, la misma se explicó principalmente por el menor dinamismo en la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas (3,6% promedio mensual, -0,9 p.p. respecto al I-21). También incidió la desaceleración en Prendas de vestir y calzado, explicada por efectos estacionales vinculados con el cambio de temporada otoño/invierno, presentes en el trimestre previo (3,8% promedio mensual, -1,1 p.p. respecto al I-21). En menor medida, contribuyó también la reducción en el incremento promedio mensual de la división Bebidas alcohólicas y tabaco (3,6%, -1,3 p.p. respecto al I-21), fundamentalmente debido a la evolución del tabaco (2,2% promedio mensual, -2,7 p.p. respecto al I-21). En sentido opuesto, con un nivel mayor de desagregación, ciertos bienes, como combustibles y lubricantes para vehículos del uso del hogar y medicamentos, incrementaron el ritmo de suba respecto al primer trimestre del año.

La división de Alimentos y bebidas del IPC, se desaceleró respecto al primer trimestre, aunque mostró un comportamiento heterogéneo a un nivel más desagregado. Los alimentos procesados registraron incrementos superiores a los frescos debido a actualizaciones de los programas gubernamentales de precios, luego de haber mantenido un ritmo de expansión inferior durante 2020⁵⁴. Se destacaron especialmente las subas recientes en los panificados, los lácteos, las infusiones, los aceites y grasas, que continuaron recuperando participación relativa. El ritmo más acotado de aumento de los alimentos frescos se evidenció tanto en las carnes como en las verduras y las frutas. Los precios minoristas de la carne bovina aminoraron su ritmo de suba por segundo trimestre consecutivo, aunque continuaron evidenciando hasta junio aumentos muy significativos. Estas subas siguieron influidas por los altos precios internacionales de las materias primas agrícolas, en particular del maíz, que incidieron sobre el costo de forraje. Sin embargo, en el margen se verificaron importantes caídas en los precios mayoristas domésticos de la carne vacuna que se tradujeron en julio en una fuerte desaceleración del agrupado Carnes y derivados del IPC, con gran incidencia en la reducción de la inflación núcleo durante el mes⁵⁵ (ver Gráfico 6.3).

54 Además de la actualización de abril en el Programa de Precios Cuidados, el 8 de junio finalizó el Programa Precios Máximos que había entrado en vigencia el 19 de marzo del año pasado. En su lugar, se implementó el Programa Súper Cerca con una variedad más acotada de 70 artículos con precios fijos por 180 días, disponibles en almacenes y comercios de cercanía.

55 El 19/05/2021 se suspendió por 30 días la aprobación de solicitudes de Declaración Jurada de Operaciones de Exportación de Carne (DJEC) de diez posiciones arancelarias (Res. MAGYP 75/2021). Si bien el primer impacto fue un incremento en el precio mayorista de la carne vacuna en el Mercado de Liniers, el mismo se revirtió en junio y julio retornando a valores promedio similares a los de marzo. La medida se flexibilizó parcialmente en junio mediante la fijación de cupos a los envíos al exterior para determinados cortes (Decreto 408/2021).

Gráfico 6.3 | IPC Núcleo total y excluyendo Carnes y derivados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La desaceleración de los servicios en el segundo trimestre respondió principalmente al comportamiento de los que componen la categoría núcleo, que verificaron un pronunciado descenso en su ritmo de suba mensual⁵⁶. Luego de haber registrado incrementos significativos durante el primer trimestre del año, en un contexto de reaperturas y de incipiente recuperación de la demanda, en el segundo trimestre se destacaron las desaceleraciones en restaurantes, bares, casas de comida, servicios recreativos y culturales.

Los servicios turísticos de carácter estacional como alojamiento, paquetes y excursiones y transporte también mostraron, como era esperable, un menor dinamismo durante el segundo trimestre, una vez concluida la temporada de verano. En julio estos servicios evidenciaron los fuertes aumentos habituales asociados a las vacaciones de invierno.

La política de contención de las tarifas de los servicios públicos –electricidad, gas, agua y transporte– por parte del Gobierno Nacional fue otro factor que contribuyó a explicar la evolución más acotada de los servicios respecto a los bienes. En el segundo trimestre algunas tarifas se aceleraron respecto al primero, pero continuaron subiendo a un ritmo inferior al de la inflación núcleo. En especial se destacaron las actualizaciones en la tarifa residencial del gas por red en junio⁵⁷ y en los cuadros tarifarios de electricidad para la región GBA desde abril⁵⁸. En el caso del transporte público, durante abril continuó la actualización de las tarifas de taxis, subtes y premetro que se sumaron al arrastre que dejó la entrada en vigencia de las actualizaciones de marzo, y adicionalmente se verificaron aumentos en los peajes tanto en abril como en julio.

Respecto al resto de los servicios regulados, en el segundo trimestre se destacó la aceleración en la medicina prepaga, que registró incrementos en abril y mayo. Esta recuperación relativa, que se profundizará como

56 Algunos de los aumentos en los servicios núcleo verificados en el trimestre estuvieron directamente vinculados con las paritarias sectoriales. Es el caso de las expensas, que subieron en abril y julio por aumentos en los sueldos del personal encargado de edificios, y el de los servicios brindados por el personal de casas particulares que se incrementaron en abril y junio.

57 Dto. 353/2021 y Dto. 354/2021.

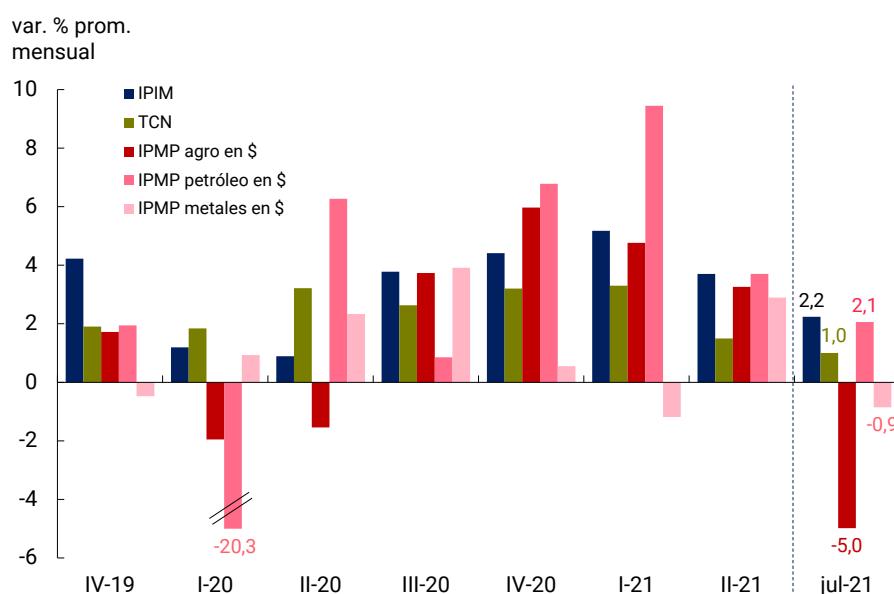
58 Desde abril para grandes usuarios (Res. ENRE 78/2021 y 79/2021) y desde mayo para el resto (Res. ENRE 106/2021 y 107/2021).

consecuencia de los aumentos autorizados para agosto, septiembre y octubre⁵⁹, se da luego de un período en el que los incrementos fueron inferiores a los del nivel general de precios. En sentido contrario, el precio de la telefonía e internet se desaceleró durante el segundo trimestre luego del significativo incremento que registró en enero, al igual que la educación que se mantuvo prácticamente constante en el segundo trimestre luego del alza de las cuotas de colegios privados que se dio en marzo, tal como sucede habitualmente al inicio de cada ciclo lectivo.

6.2. La desaceleración de los incrementos mensuales fue más pronunciada en los precios mayoristas

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) creció por debajo de los bienes minoristas en el segundo trimestre, recortando su ritmo de expansión promedio mensual a 3,7% (-1,5 p.p. respecto del primer trimestre). La desaceleración se profundizó en julio con un incremento de 2,2% respecto a junio. En los últimos meses los precios mayoristas, al igual que los minoristas, continuaron creciendo a un ritmo superior al del tipo de cambio nominal, dinámica que se verifica desde mediados de 2020 y estaría parcialmente explicada por la dinámica de los precios internacionales de las materias primas (ver Gráfico 6.4).

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

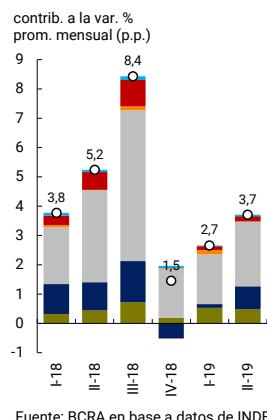


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. A 3500.

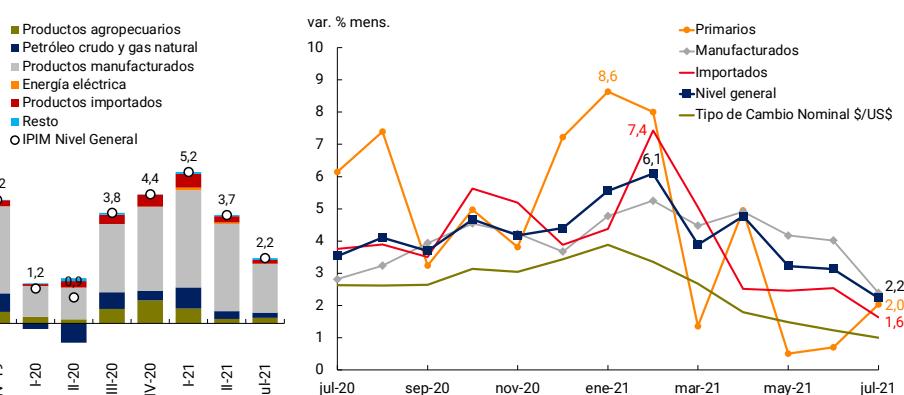
Los tres principales agrupados del IPIM moderaron su ritmo de crecimiento respecto al trimestre anterior: Productos primarios (2% promedio mensual, -3,9 p.p. respecto al I-21), Productos importados (2,5% promedio mensual, -3,1 p.p.) y Productos manufacturados (4,4%, -0,5 p.p.). La evolución de los Productos primarios fue la de mayor incidencia en la desaceleración del IPIM reflejando tanto la moderación del Petróleo crudo y gas (2,9% promedio mensual, -5,6 p.p.) como la de los Productos agropecuarios (1,3%, -2,9 p.p.), observándose hacia el interior de este último agrupado una moderación generalizada (ver Gráfico 6.5).

59 Resolución 2125/2021.

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



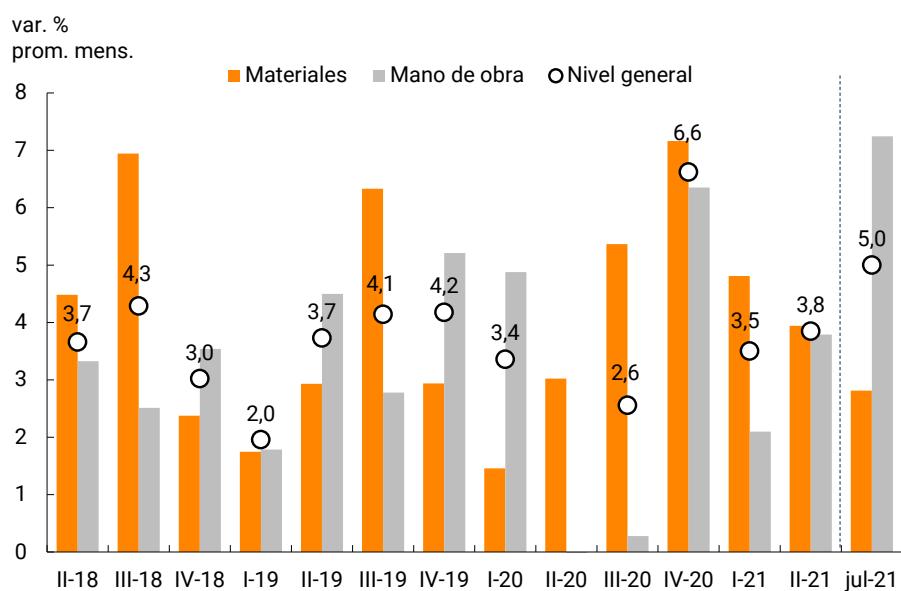
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.



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

Los costos de la Construcción registraron durante el segundo trimestre un ritmo de expansión similar al de los precios mayoristas, al crecer 3,9% promedio mensual, 0,4 p.p. más que en el primer trimestre del año. La aceleración del aumento de los costos se explicó por el capítulo de Mano de obra (3,8% promedio mensual, +1,7p.p. respecto al I-21), que reflejó la entrada en vigencia del primer tramo paritario del acuerdo salarial del sector firmado en abril. Los precios de los Materiales recortaron su ritmo de expansión al crecer 3,9% promedio mensual en el segundo trimestre (-0,9 p.p. respecto al I-21) y siguieron parcialmente afectados por el incremento de los precios internacionales de los metales (ver Gráfico 6.6). En julio continuaron tanto la desaceleración de los aumentos en Materiales (2,8% respecto a junio) como el mayor ritmo de suba de la Mano de obra (7,2%), resultando en una aceleración de los costos de la Construcción (5,0%). Cabe señalar que en términos interanuales continuó observándose una marcada disparidad entre la evolución de los costos de los Materiales y la Mano de obra (82,2% i.a. y 54,7% i.a. en julio, respectivamente).

Gráfico 6.6 | Costos de la construcción

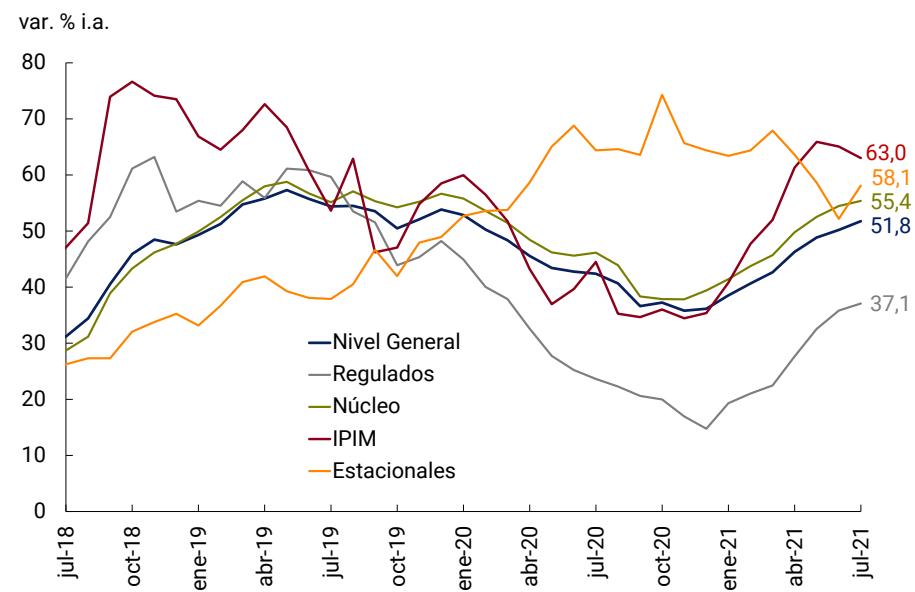


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

6.3. La inflación interanual se incrementó con una gran heterogeneidad a nivel desagregado

La tasa de inflación interanual continuó incrementándose pese a la desaceleración mensual de los precios (48,5% en II-21 y 51,8% en julio). Esta divergencia se explica por la baja base de comparación de igual período de 2020 cuando, en el contexto de mayor impacto de la pandemia sobre la economía, los registros mensuales fueron en promedio inferiores al 1,9%. En el segundo trimestre del 2021 se redujeron las diferencias entre las variaciones interanuales de los principales agregados del IPC, a partir de la desaceleración en la categoría Estacionales y al mayor ritmo de incremento de los Regulados. La variación interanual de los mayoristas, en su mayoría bienes, también se incrementó (II-21 64,1% y 63% en julio) y continuó superando a la inflación minorista (ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7 | Precios minoristas (IPC) y mayoristas (IPIM), variaciones interanuales



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

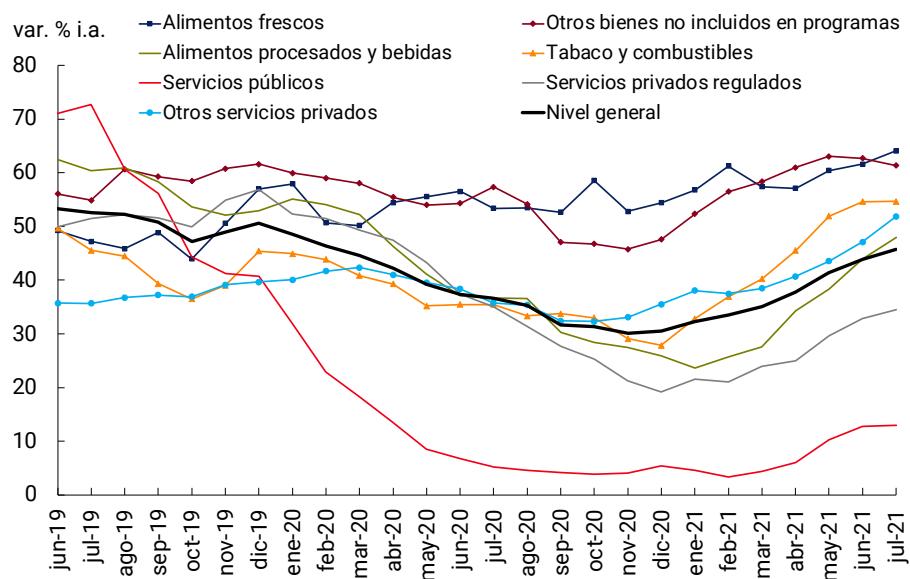
Utilizando información del IPC de la Ciudad de Buenos Aires con un mayor nivel de apertura, puede advertirse que la gran heterogeneidad entre las tasas de variación interanual de distintos grupos de bienes y servicios, que se observa desde el comienzo de la pandemia, se ha acotado levemente en los últimos meses (ver Gráfico 6.8).

Los alimentos frescos han sido uno de los grupos cuyos precios mantuvieron tasas de variación interanual más elevadas desde el comienzo de la pandemia, traccionados por frutas y verduras y desde el último trimestre de 2020 también por las carnes. Un segundo conjunto de bienes⁶⁰, que incluye a aquellos que no son regulados ni se incorporaron a programas de precios de referencia, también continuaron entre los que más crecieron en términos interanuales, destacándose la evolución de los automóviles. En este caso, las elevadas tasas de variación interanual se explicaron por diversos factores, fundamentalmente, mayor demanda interna, restricciones de oferta local y global (por escasez de semiconductores), aumento de costos de producción internacionales por el alza de los precios de los metales y la actualización de la base imponible de

60 Los bienes con mayor peso dentro de este grupo son prendas de vestir y calzado, automóviles, medicamentos, artículos electrónicos y equipos de computación, muebles y artículos para el hogar, joyería y relojería y equipos fotográficos, de audio y de video.

los impuestos internos a la comercialización de vehículos nuevos. En los últimos meses la variación interanual de ambos grupos de bienes se ha estabilizado manteniéndose en torno al 60%.

Gráfico 6.8 | Dinámicas heterogéneas al interior del IPC BA



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

Un tercer grupo de bienes se compone de los regulados —combustibles y tabaco— cuya variación interanual fue similar a la del Nivel general a comienzos de 2021 aunque en los últimos meses fue superior, ubicándose en torno a 52%. Esta suba relativa se explica principalmente por el incremento en las naftas, destacándose el aumento autorizado de 15% a la petrolera YPF entre marzo y mayo, en un contexto de precios internacionales del petróleo (expresados en pesos) muy superiores a los de igual período de 2020 (ver Gráfico 6.4).

Los servicios crecieron por debajo del nivel general, aunque en términos más desagregados se observaron tendencias diferentes. Los servicios públicos fueron los que tuvieron el ritmo de expansión más acotado, conteniendo el incremento del nivel general de precios. Los servicios privados regulados⁶¹ subieron por encima de los públicos, aunque bastante por debajo del nivel general. Finalmente, aquellos servicios privados⁶² que no son regulados tuvieron un ritmo de incremento levemente superior al nivel general. Sobre este conjunto de servicios se incluyen aquellos que estuvieron más afectados por las restricciones a la movilidad durante el año previo y ganaron impulso con la reapertura de las actividades desde fines de 2020.

6.3. Perspectivas

Para lo que resta del año se espera que continúe el descenso gradual en las tasas mensuales de inflación a partir de una reducción en el ritmo de aumento de los servicios regulados y de los bienes, mientras que se prevén subas de los precios relativos de los servicios privados, tal como sucedió en julio. Como consecuencia de las bajas bases de comparación, la desaceleración mensual del nivel general de precios se reflejaría

61 Incluye educación, medicina privada, comunicaciones, servicios postales y peajes.

62 Los servicios con mayor peso dentro de este grupo son restaurantes, hoteles, cines, teatros, eventos deportivos, gimnasios, salones de fiestas, paquetes turísticos y excursiones, servicios financieros, entre otros.

en una estabilización de la tasa de inflación interanual desde julio, mientras que descendería recién en los últimos meses del año.

En un contexto de mejora de los términos de intercambio, incremento de la liquidación de exportaciones y acumulación de reservas internacionales, el BCRA decidió acotar la suba del tipo de cambio nominal desde el mes de febrero induciendo una gradual desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes. Se espera que esta política continúe contribuyendo con el proceso de paulatina moderación en el incremento de los precios de los bienes en lo que resta del año, en especial en los que acumularon fuertes aumentos desde mediados de 2020.

Respecto a las tarifas de servicios públicos, luego de las actualizaciones autorizadas durante la primera mitad del año, el Gobierno Nacional profundizaría su política de contención en los próximos meses, siendo un segundo factor explicativo de la reducción de la inflación mensual esperada para lo que resta del año. Por su parte, las actualizaciones de las paritarias salariales y la paulatina recuperación de la demanda, a medida que avanza el proceso de vacunación, generarían una recomposición de los precios relativos de los servicios privados.

La evolución futura de los precios internacionales constituye un factor que podría incidir en forma adversa en el caso de que retomen el ritmo de crecimiento que registraron desde mediados de 2020 o, por el contrario, si dicha tendencia se revierte, contribuiría al proceso de desinflación.

En este contexto, el BCRA continuará administrando su política monetaria y cambiaria de manera prudente para reducir los riesgos y contribuir a consolidar el proceso de reducción gradual de la inflación (ver Capítulo 7. Política Monetaria).

7. Política Monetaria

La llegada de la segunda ola de COVID-19 a mediados de marzo llevó al Gobierno Nacional, en coordinación con las autoridades provinciales, a adoptar medidas sanitarias para contener los contagios. Sin embargo, el impacto económico de este rebrote fue considerablemente menor al de 2020, dados los avances en el proceso de vacunación y una infraestructura sanitaria mejor preparada. A diferencia de lo ocurrido en la primera ola, en esta oportunidad las medidas sanitarias fueron específicas a cada región del país dependiendo de su situación epidemiológica.

En este contexto, el Banco Central y el Gobierno Nacional mantuvieron la focalización de las medidas de asistencia en los sectores y la población vulnerable de las zonas más afectadas. Así, mientras avanzaba la recuperación económica, se verificó un menor crecimiento de los programas de asistencia al sector privado. Con un déficit fiscal más acotado y financiado en una mayor proporción por el mercado, la expansión monetaria primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles similares a los de años previos, excluido el 2020. En efecto, el principal factor de expansión de la base monetaria durante el primer semestre fue la compra de divisas por parte del BCRA en el mercado de cambios, enmarcadas dentro del objetivo estructural de acumulación de Reservas Internacionales. La mayor holgura externa permitió simultáneamente adecuar el ritmo de ajuste del tipo de cambio con el objetivo de contribuir a la desaceleración de los precios internos.

Hacia fines del segundo trimestre del año los medios de pago volvieron a expandirse en términos reales. Sobre esta dinámica influyeron las transferencias del sector público a los sectores vulnerables y el desarme de posiciones de inversión en pesos de personas jurídicas para hacer frente al pago de salarios y obligaciones tributarias. Esta mayor necesidad de liquidez de las empresas también redundó en un crecimiento de los préstamos comerciales.

El menor déficit fiscal y los avances logrados en la reconstrucción del mercado de deuda doméstico permitirán que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional inferior al del año previo. No obstante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía y esterilizando eventuales excedentes monetarios que puedan observarse en el corto plazo. Con una visión de mediano plazo, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social.

7.1. La evolución de la pandemia continuó definiendo el enfoque de la política monetaria

La llegada de la segunda ola de COVID-19, a mediados de marzo, llevó al Gobierno Nacional, en coordinación con las autoridades provinciales, a adoptar medidas para contener los contagios. Concretamente, se implementaron nuevas restricciones a la movilidad, aunque de menor intensidad a las implementadas un año atrás. Estas nuevas disposiciones, que estuvieron vigentes fundamentalmente durante el segundo trimestre, fueron específicas a cada jurisdicción y calibradas teniendo en cuenta el avance de la vacunación y el fortalecimiento logrado en el sistema sanitario.

Para contener los efectos económicos y sociales de esta segunda ola, el Banco Central y el Gobierno Nacional focalizaron sus medidas de estímulo en los estratos sociales más vulnerables y en la asistencia a empresas, en ambos casos de las jurisdicciones afectadas. Estos programas fueron considerablemente menores a los

planteados al inicio de la pandemia, dado el menor impacto de las restricciones a la movilidad sobre la actividad y el empleo. Los resultados de estas políticas se reflejaron en la evolución durante el segundo trimestre de los agregados monetarios, del crédito y del mercado de cambios. En las siguientes secciones se realiza un análisis de la evolución de estas variables.

7.1.1. La expansión monetaria del segundo trimestre estuvo asociada mayormente a las compras de divisas del BCRA al sector privado

La segunda ola de COVID encontró a la economía transitando un proceso de recuperación en los niveles de actividad y empleo, con una mejora en los ingresos del sector privado y, por ende, con un mayor dinamismo de las cuentas públicas (ver Capítulo de Finanzas Públicas). En esta oportunidad, la focalización de las medidas de asistencia requirió de una expansión del gasto menor que la de 2020.

Los esfuerzos desplegados por el Gobierno Nacional para reconstruir el mercado de deuda en pesos permitieron canalizar una proporción significativa de las necesidades de financiamiento a través del mismo y reducir la asistencia financiera del Banco Central al Tesoro Nacional. En este sentido, el Tesoro Nacional logró en el semestre un financiamiento neto positivo de \$356.000 millones, de los cuales \$266.000 millones corresponden al segundo trimestre. Así, la emisión primaria del sector público resultó prácticamente nula en el segundo trimestre y en lo que va del año se ubicó en 0,6% del PIB, marcadamente por debajo del registro del primer año de la pandemia y similar a los niveles de 2018 y 2019 (ver Gráfico 7.1).

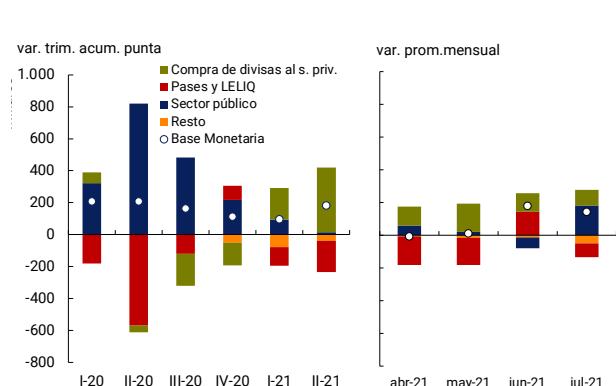
Entre abril y julio, al igual que en los primeros tres meses del año, el principal factor de expansión de la base monetaria fueron las compras de divisas al sector privado. Estas operaciones se enmarcan dentro del objetivo estructural del BCRA de acumulación de reservas internacionales. En la primera parte del trimestre, la expansión de la liquidez por los motivos antes mencionados fue compensada por los instrumentos de esterilización del BCRA. En junio la dinámica de estos instrumentos se revirtió parcialmente, debido a que se habilitó la posibilidad a las entidades financieras de integrar la fracción de encajes que hasta mayo eran remunerados con LELIQ empleando bonos del Tesoro en pesos⁶³.

Esta modificación en la normativa trajo aparejado un cambio en la composición de la liquidez bancaria. La integración con estos títulos públicos pasó a representar un 2,1% de los depósitos en el mes de julio, en detrimento de la integración con LELIQ que se redujo de 10,4% en mayo a 8,1% en julio. Es decir, aproximadamente un 20% de la exigencia previamente integrada en LELIQ pasó a ser integrada en Bonos del Tesoro Nacional. Cabe mencionar que, entre los títulos elegibles, las entidades suscribieron letras ajustables por CER en un 78% y el 22% restante correspondió a letras a descuento.

Con todo, el crecimiento de la Base Monetaria entre abril y julio fue de 12,9% (\$325.900 millones). No obstante, en términos interanuales y a precios constantes la Base Monetaria continuó contrayéndose, en esta oportunidad a una tasa del orden del 20% en julio. En términos del PIB se ubicó en 6,6% en el séptimo mes del año, 3,4 p.p. por debajo del registro máximo de 2020 y 1,8 p.p. por debajo de valor promedio verificado entre 2010 y 2019.

63 Estos bonos deben tener un plazo residual de entre 180 y 450 días al momento de ser suscriptos, y se excluyen aquellos vinculados a la evolución del dólar (dollar-linked). Para más detalle ver la Comunicación "A" 7290.

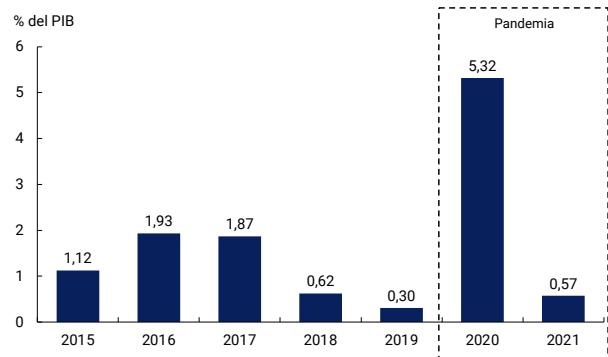
Gráfico 7.1 | Factores de expansión de la base monetaria



Nota: la var. trim. corresponde a la var. del saldo promedio del último mes de cada trimestre respecto del anterior.
Fuente: BCRA

Emisión primaria del sector público*

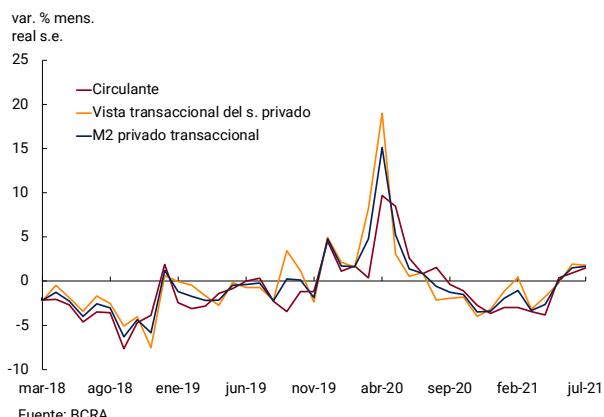
Acum. Julio de cada año



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

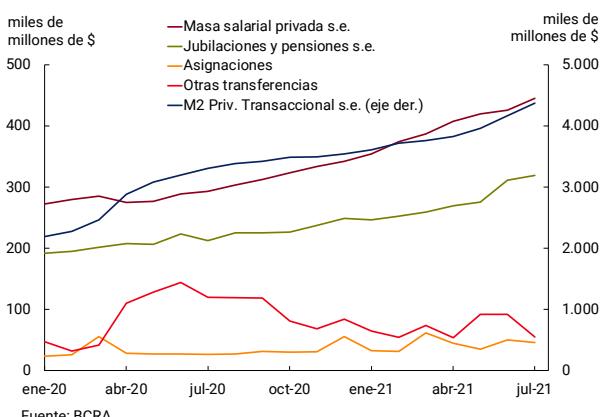
En este contexto, los medios de pago registraron una caída en términos reales en el segundo trimestre del año. No obstante, la evolución no fue homogénea a lo largo del período. Hacia mediados del trimestre los medios de pago rompieron con la tendencia a la baja iniciada a fines del 2020 y volvieron a registrar tasas de crecimiento mensual positivas en términos reales y ajustadas por estacionalidad. Sobre esta dinámica influyó la recomposición del salario real, producto de las negociaciones paritarias que tuvieron lugar en el período y de las medidas de estímulo fiscal para sostener los ingresos de los sectores más vulnerables de la población durante la segunda ola de la pandemia. Dentro de estas últimas medidas se destacaron el bono de \$15.000 para los agentes de menores recursos de las jurisdicciones afectadas por las medidas sanitarias y el adelantamiento del pago del complemento de AUH, que habitualmente suele integrarse en diciembre. Así, el M2 privado transaccional⁶⁴, a precios constantes, presentó una tasa de expansión promedio mensual de 1,1% s.e. entre mayo y julio. Al interior del mismo, los depósitos a la vista transaccionales del sector privado y el circulante en poder del público registraron en igual período un crecimiento promedio mensual a precios constantes de 1,2% s.e. y 0,9% s.e., respectivamente (ver Gráfico 7.2).

Gráfico 7.2 | Evolución de los medios de pagos



Fuente: BCRA.

Medios de pagos e ingresos de los hogares a precios corrientes



Fuente: BCRA.

64 Medios de pago, comprende el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos a la vista no remunerados en pesos del sector privado no financiero.

Recientemente, el BCRA dispuso la creación de un código QR para la identificación de las cuentas comerciales en las entidades financieras y prestadoras de sistemas de pago. Este código QR complementará al CBU y al alias y permitirá que los usuarios de billeteras virtuales puedan leer el QR desde su aplicación y realizar transferencias o pagos en forma virtual, las que se enmarcan en el sistema de Transferencias 3.0. Este nuevo QR se diferencia de los ya existentes porque identifica directamente a la cuenta del comercio, permitiendo la acreditación inmediata vía transferencia, con la menor comisión del sistema. El continuo avance de estos nuevos medios de pago, profundizará la demanda relativa de depósitos a la vista transaccionales en detrimento de la billetes y monedas.

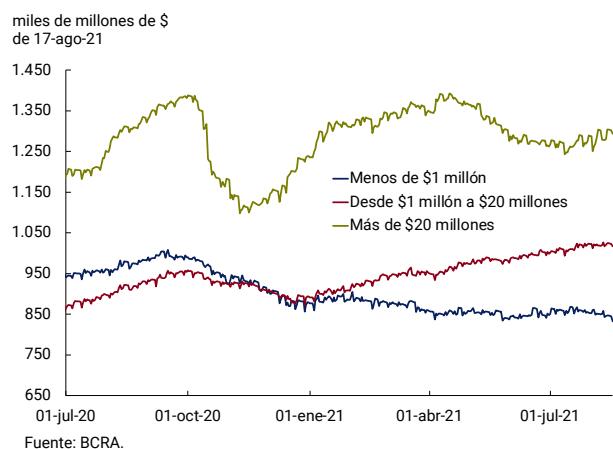
7.1.2. La demanda de instrumentos de ahorro en moneda local se concentró en los depósitos a plazo denominados en UVA

Otro factor que colaboró con el mayor dinamismo que presentaron los medios de pago entre mayo y julio fue la menor demanda de instrumentos de ahorro denominados en pesos. En efecto, la variación promedio mensual de las colocaciones a plazo durante el segundo trimestre fue de -0,4% s.e. a precios constantes. En Julio se observó una reversión en su comportamiento, ya que lograron alcanzar una expansión a precios constantes de 0,6% s.e. Sin embargo, esta dinámica no fue homogénea en términos de los depositantes y de los instrumentos utilizados.

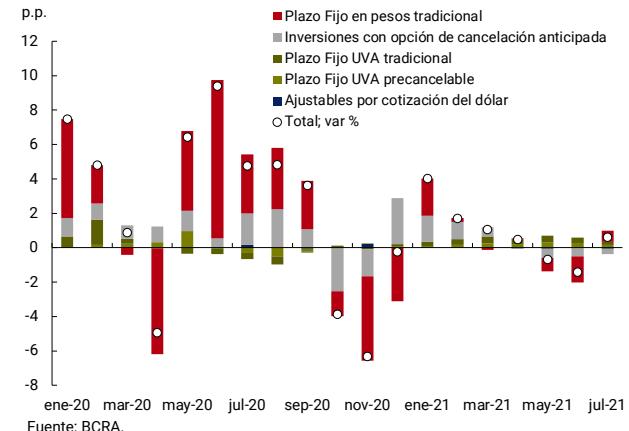
La caída en términos reales de los depósitos a plazo entre mayo y junio se explicó fundamentalmente por la evolución de los depósitos mayoristas (más de \$20 millones), que presentaron una contracción promedio mensual de 3,6% s.e. (ver Gráfico 7.3). Esta dinámica estuvo vinculada, por un lado, al comportamiento de las Prestadoras de Servicios Financieros (PSF), entre las que se destacan los Fondos Comunes de Inversión de Money Market (FCI MM). El patrimonio de los FCI MM se mantuvo relativamente estable en términos nominales a lo largo del trimestre y, dada la relativa estabilidad en las tasas de interés, no se registraron grandes variaciones en su composición de cartera a precios corrientes. En tanto, las empresas, otro tipo de depositantes que intervienen en este mercado, presentaron un ligero crecimiento nominal en sus tenencias de depósitos a plazo. El bajo dinamismo a precios corrientes de ambos tipos de agentes redundó en una contracción de las colocaciones a precios constantes.

Gráfico 7.3 |

Depósitos a plazo fijo del s. priv. por estrato de monto a precios constantes



Depósitos a plazo fijo del s. priv. sin estacionalidad por tipo de instrumento a precios constantes



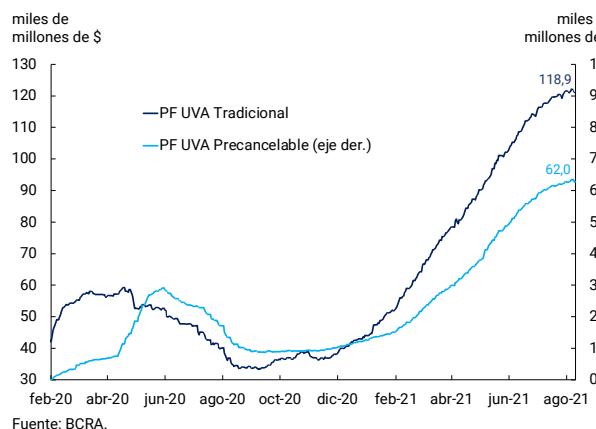
Entre mayo y junio las empresas experimentaron un crecimiento en sus erogaciones, vinculado al cierre de negociaciones paritarias, a la integración del medio aguinaldo de junio y al pago de impuestos (que tienden a concentrarse en estos meses). Estos mayores gastos limitaron los excedentes que las personas jurídicas pueden destinar para constituir nuevas inversiones a plazo fijo. En julio, una vez pasados estos factores, se volvió a registrar una expansión de los instrumentos de ahorro en pesos. En tanto, la tasa de interés relevante para este segmento (TM20 de bancos privados) se ubicó a mediados de agosto en torno al 34% n.a. (39,9% e.a.), relativamente sin cambios respecto de los meses previos.

Las colocaciones de entre \$1 y \$20 millones continuaron con la tendencia al alza observada desde principio de año, impulsadas fundamentalmente por las personas humanas. En tanto, los depósitos minoristas (menos de \$1 millón) continuaron estables en términos reales en lo que va del año, con una tasa mínima garantizada para las personas humanas que a lo largo del período permaneció en 37% (43,98% e.a.).

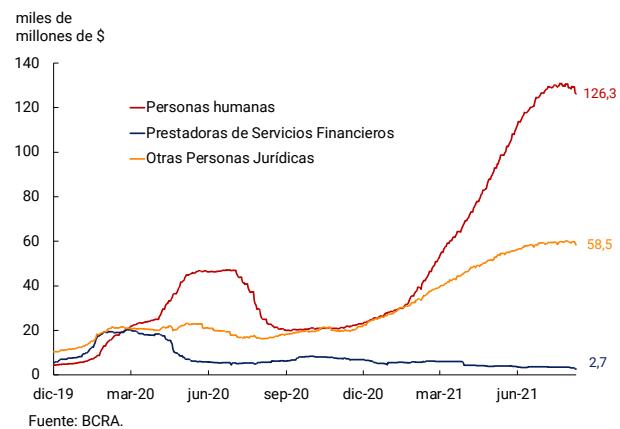
La dinámica de los depósitos a plazo también resultó heterogénea por tipo de instrumentos. La caída en términos reales de los últimos meses del trimestre se concentró en el segmento en pesos y fue parcialmente compensada por las colocaciones en UVA (ver Apartado 6 / La importancia de la variedad en los instrumentos de ahorro). En efecto, los depósitos ajustables por CER continuaron mostrando dinamismo, en un contexto en el que el BCRA mantuvo inalteradas las tasas de interés de referencia. Esto llevó a que, el diferencial entre las tasas de interés en pesos y en UVA se mantuviera transitoriamente a favor de estos últimos durante el segundo trimestre. Sin embargo, con la moderación en la inflación, en julio se redujo significativamente el spread de tasas de interés, dando lugar a una moderación en el ritmo de crecimiento de este tipo de colocaciones.

Entre abril y julio, las colocaciones en UVA sin opción de precancelación crecieron a una tasa promedio mensual del 9,2% real, mientras que las colocaciones precancelables lo hicieron al 19,0%. Distinguiendo por tipo de depositante, el mayor impulso provino nuevamente de las personas humanas, cuyos depósitos a plazo en UVA siguieron creciendo a buen ritmo, al registrar a precios constantes un aumento promedio mensual de 18,3% durante el período. En tanto, las tenencias de las personas jurídicas reflejaron un menor dinamismo que en la primera parte del año (la tasa de expansión promedio mensual fue de 5,8% real en el segundo cuatrimestre), por las mayores erogaciones que enfrentaron en el período como fuera mencionado previamente (ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4 |
Saldo de colocaciones a plazo fijo en UVA por tipo de depósito



Saldo de colocaciones a plazo fijo en UVA por tipo de depositante



Con todo, el M3 privado, un agregado monetario amplio, registró una contracción promedio mensual de 1,1% s.e. a precios constantes durante el segundo trimestre, comportamiento que se revirtió parcialmente en julio al haber registrado una expansión de 0,6% s.e. En términos del PIB este agregado monetario se ubicó en 18,4%, permaneciendo 5,5 p.p. por debajo del registro máximo alcanzado en junio de 2020 y tan sólo 1 p.p. por sobre el registro promedio verificado entre 2010 y 2019.

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

El menor impacto económico de la segunda ola de COVID le permitió al BCRA mantener el esquema de focalización de la política de crédito en los sectores más rezagados, con un especial énfasis en el desarrollo productivo. La Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) continuó siendo la principal herramienta utilizada para canalizar el crédito productivo a las MiPyMEs bajo condiciones favorables.

Desde su implementación, y con datos al 31 de julio, los desembolsos acumulados mediante la LFIP totalizaron \$801.000 millones. Así, en el segundo trimestre del año el crecimiento nominal promedio mensual de estas colocaciones fue de 19%. Cerca de un 84% del total desembolsado en el período fue destinado a financiar capital de trabajo, mientras que el resto se destinó a la línea que financia proyectos de inversión. Considerando que la mayor parte de estos créditos se canalizaron a través de documentos descontados con una vida promedio cercana a los 2 meses, es esperable que una parte de los montos desembolsados se hayan amortizado, lo cual balancearía la participación de los proyectos de inversión a un valor más cercano al cupo de 30% que establece la norma. Recientemente, el BCRA decidió ampliar la línea “Financiación de proyectos de inversión” que contempla una tasa de interés de 30% n.a. a todas las empresas, sin importar su dimensión, que realicen inversiones destinadas a incrementar la capacidad productiva de carne aviar y porcina. Estos sectores tienen un margen potencial para incrementar su producción y contribuir tanto a la diversificación de la canasta de consumo cárnica como al incremento de las exportaciones netas⁶⁵.

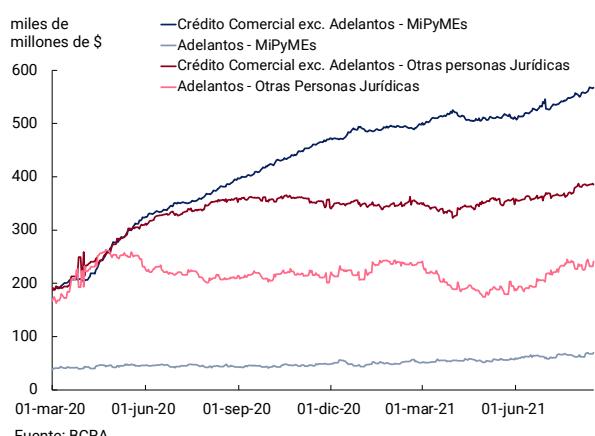
El saldo de crédito a las MiPyMEs continuó dinamizado fundamentalmente por los documentos. En lo que va del año, este tipo de empresas optaron en mayor medida por el descuento de documentos, cuya vida promedio es menor a la de los documentos a sola firma. Así, el saldo de préstamos a MiPyMEs a precios constantes se mantiene por sobre el registro prepandemia, aunque con una caída en los últimos meses debido a la concentración de vencimientos de las líneas otorgadas al inicio de la pandemia.

El segmento de crédito a empresas grandes continuó contrayéndose durante el segundo trimestre del año, en esta oportunidad a una tasa promedio mensual de 3,5% a precios constantes. En julio se revirtió la tendencia al registrar una expansión mensual real de 4,2% s.e. (ver Gráfico 7.5). Este mayor dinamismo en el séptimo mes del año se explicó fundamentalmente por la evolución de los adelantos en cuenta corriente, en un período en que las empresas tuvieron mayores necesidades de liquidez. Con todo, las líneas de financiamiento comercial registraron una variación promedio mensual de -0,4% nominal s.e. durante el segundo trimestre (-4,1% s.e. real) y un crecimiento de 4,6% s.e. en julio (1,5% s.e. real).

65 Comunicación “A” 7329.

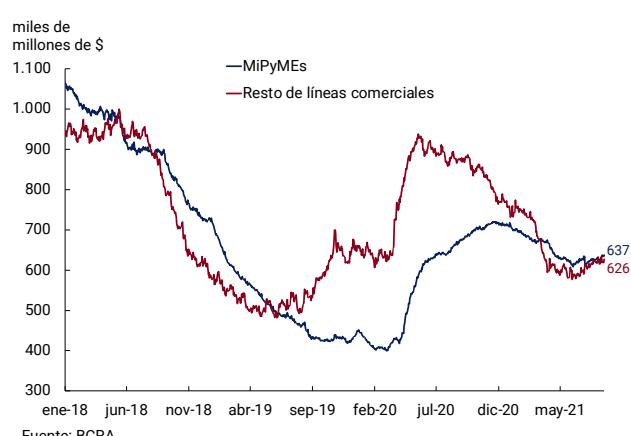
En cuanto a las medidas destinadas asistir a los sectores productivos más afectados por la pandemia, se destaca el diferimiento de cuotas impagadas (con excepción de las financiaciones con tarjetas de crédito) para beneficiarios del Programa de Recuperación Productiva II. De este modo, las entidades financieras deberán incorporar al final de la vida del crédito las cuotas impagadas de asistencias crediticias correspondientes a vencimientos que hayan operado desde el 17 de mayo y correspondientes a clientes que sean empleadores incluidos en este programa, considerando únicamente el devengamiento del interés compensatorio a la tasa prevista contractualmente⁶⁶.

Gráfico 7.5 |
Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por línea y tipo de deudor



Fuente: BCRA.

Saldo estimado de préstamos comerciales al sector privado por tipo de deudor a precios constantes



Fuente: BCRA.

Dentro de los créditos destinados al consumo se destacaron los préstamos personales, los cuales presentaron un continuo aumento de los montos otorgados y, de este modo, lograron recortar la tasa de contracción mensual s.e. a precios constantes. Por otro lado, las financiaciones con tarjetas de crédito moderaron su ritmo de expansión a lo largo del año. Recientemente, el Gobierno Nacional decidió extender el programa "Ahora 12" hasta el 31 de enero de 2022, con algunas modificaciones que buscan incentivar el consumo y dinamizarían las financiaciones en tarjetas de crédito. Así, se incluyó la posibilidad de comprar en 24 y 30 cuotas fijas mensuales. El plazo máximo de 30 cuotas opera exclusivamente para los productos de "línea blanca", como heladeras y lavarropas, mientras que el plazo de 24 cuotas incluye también pequeños electrodomésticos, computadoras, notebooks y tabletas. Cabe señalar que todos los productos deben ser de producción nacional⁶⁷. Finalmente, también se anunció que a partir de fines de agosto estarán disponibles créditos para más de un millón de personas monotributistas, que se acreditarán en las tarjetas de crédito en una cuota y cuyo monto máximo será de hasta \$150.000 (según su categoría). Esta línea de financiamiento tendrá un período de gracia de 6 meses y se devolverá en 12 cuotas consecutivas y sin interés⁶⁸.

Con el objetivo de garantizar la fluidez del sistema de pagos, el BCRA resolvió reducir el plazo máximo de liquidación de los pagos que hacen las entidades financieras a los comercios por las ventas concretadas con tarjetas de crédito en un solo pago. La medida, que entró en vigor en julio, permite reducir los tiempos de cobro de 1,5 millones de micro y pequeñas empresas⁶⁹. Previo a esta medida, el plazo máximo de liquidación era de 10 días hábiles. A partir de la nueva disposición, las micro o pequeñas empresas y las personas

66 Comunicación "A" 7285.

67 Resolución 753/2021 del Ministerio de Desarrollo Productivo. Secretaría de Comercio Interior.

68 Comunicación "A" 7342.

69 Comunicación "A" 7305.

humanas perciben el cobro de las ventas efectuadas con tarjeta de crédito a los 8 días hábiles de haberse concretado. En el caso de las empresas medianas, el plazo se mantuvo en 10 días hábiles y para las grandes empresas el plazo se amplió a 18 días hábiles. Para las empresas de salud, gastronómicas y hoteleras también rigió la reducción a 8 días en el caso de micro o pequeños comercios y se mantuvo en 10 días hábiles para el resto.

Finalmente, en lo que respecta a los préstamos con garantía real, se destacan los préstamos prendarios, que acumulan 13 meses consecutivos de variaciones positivas a precios constantes. Con todo, el crédito total al sector privado registró una caída promedio mensual de 2,3% a precios constantes el segundo trimestre y una expansión de 0,4% en julio.

7.1.4. La política cambiaria continuó adecuándose a las necesidades de la coyuntura

En lo que respecta a la política cambiaria, el BCRA ha complementado su objetivo estructural de acumulación de reservas internacionales con una estrategia de corto plazo consistente en promover una asignación más eficiente de las divisas a través de la regulación cambiaria y adaptar la volatilidad del tipo de cambio nominal a la estrategia antiinflacionaria.

Para atender dichos objetivos, se han tomado una serie de medidas cambiarias que complementan o extienden las tomadas durante los trimestres previos. Se prorrogó hasta fin de año el requisito de conformidad previa para acceder al mercado de cambios para la realización de pagos de importaciones de bienes (en el caso de las operaciones para las que se contempla este requisito) y para cursar pagos de endeudamientos financieros con el exterior para aquellas empresas con vencimientos de capital programados que operen entre el 1 de abril del 2021 y el 31 de diciembre de 2021 y que superen los US\$2 millones mensuales⁷⁰. Por su parte, las empresas que cuentan con una “Certificación de aumento de exportaciones de bienes en el año 2021” quedaron exceptuadas del requisito de conformidad previa del BCRA para acceder al mercado de cambios⁷¹.

A partir del 12 de julio se estableció que para acceder al mercado de cambios se deberá dejar constancia de que ni en los 90 días anteriores ni posteriores se concertaron o concertarán ventas en el país de títulos valores con liquidación en moneda extranjera o canjes de títulos valores por otros activos externos o transferencias a entidades depositarias del exterior. Cabe destacar que, si el cliente es una persona jurídica, se considera a las partes controladas y controlantes como una misma unidad⁷². Asimismo, se estableció que las operaciones de compra venta de títulos valores que se realicen con liquidación en moneda extranjera deberán abonarse mediante transferencia de fondos desde y hacia cuentas a nombre del cliente⁷³, según sea el caso en entidades financieras locales o del exterior⁷⁴. Esta disposición se ajusta a los estándares internacionales de prevención del lavado de activos y elusión y evasión fiscal, otorgando mayor transparencia a las operaciones y mejorando su fiscalización por parte de los reguladores del sistema de pagos, del mercado de capitales, prevención de lavado de activos y tributarios, encontrándose alineada con las recomendaciones de organismos internacionales como el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

70 Comunicación “A” 7313.

71 Comunicación “A” 7301.

72 Comunicación “A” 7327.

73 Comunicación “A” 7340.

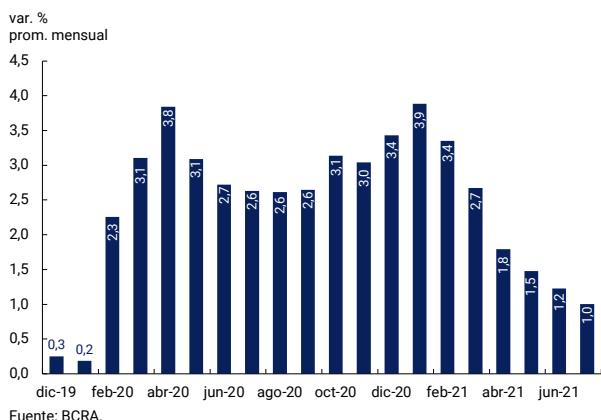
74 En este último caso debe ser una cuenta que no esté constituida en países o territorios donde no se aplican, o no aplican suficientemente, las Recomendaciones del GAFI.

Finalmente, el BCRA y el Banco Central del Paraguay (BCP) acordaron habilitar el Sistema de Moneda Local (SML) como sistema bilateral de pagos entre Argentina y la República de Paraguay, con el objetivo de facilitar las transacciones entre los dos países en monedas locales⁷⁵.

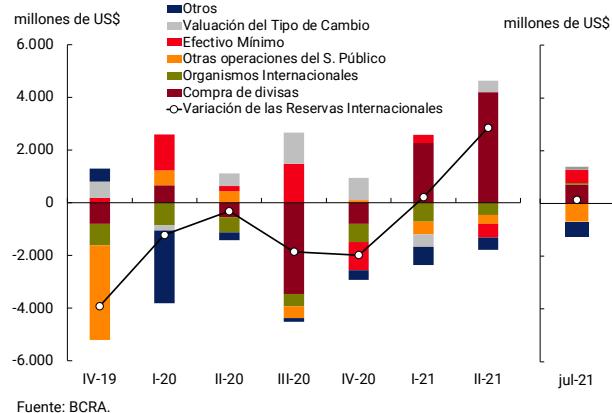
En lo que refiere al tipo de cambio nominal, el BCRA mantuvo un ritmo de depreciación relativamente acotado, con el objetivo de contribuir al proceso desinflacionario. El menor dinamismo del tipo de cambio llevó en el segundo trimestre a una apreciación del Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM). En julio, la evolución de las monedas emergentes respecto del dólar también contribuyó a acelerar la apreciación real del peso. Más allá de esto, el ITCRM se mantiene en niveles competitivos y en torno al promedio de los últimos 24 años.

Este conjunto de medidas cambiarias, junto con las que se tomaron anteriormente, han permitido fortalecer el saldo de Reservas Internacionales, cuyo principal factor de expansión fue la compra neta de divisas al sector privado y que en lo que va del año alcanzó un valor cercano a los US\$7.400 millones (Ver Gráfico 7.6). Adicionalmente, al cierre de esta edición se contabilizó el ingreso de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs), por parte del FMI para mitigar los efectos de la pandemia, por un total de US\$4.333 millones con pleno impacto en el saldo de Reservas Internacionales, que se ubicaron al 23 de agosto en US\$46.306 millones.

Gráfico 7.6 |
Variación del Tipo de Cambio Nominal



Variación de las Reservas Internacionales
Var. a fin de cada trimestre



7.2. Perspectivas monetarias para lo que resta del año

El rebrote de casos de COVID-19 tuvo un impacto acotado sobre la marcha de la economía en el segundo trimestre del año. La mayor disponibilidad de dosis dinamizó el plan de vacunación que, junto con una infraestructura sanitaria más preparada, permitió el retorno a la normalidad de un creciente número de actividades económicas. Esta tendencia continuaría ganando fuerza durante los próximos meses.

Por otra parte, tras la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para re establecer la sostenibilidad de la deuda pública. Para profundizar la liquidez en el mercado de capitales el Banco Central comenzó a operar en el mercado de futuros de títulos públicos. En tanto, A fines de junio se alcanzó un entendimiento con los acreedores oficiales nucleados en el

75 Comunicación "A" 7307.

Club de París, mediante el cual se postergó hasta el 31 de marzo de 2022 el pago de unos US\$2.000 millones. Concretamente, en el período de ocho meses, se hará frente a un conjunto de pagos que sumarán alrededor de US\$430 millones, para luego de este plazo apuntar a una reestructuración más permanente de los pasivos. Aún resta concretar el acuerdo de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en pos de fijar un cronograma de vencimientos más razonable y acorde a la capacidad de pago de la economía.

Los avances logrados en la reconstrucción del mercado de deuda doméstico permitirán que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional inferior al del año previo, tal como se refleja en el Presupuesto Nacional 2021. No obstante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios que puedan observarse en el corto plazo. Por otro lado, continuará la política de flotación administrada del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a un proceso gradual de baja en la tasa de inflación.

Con una visión de mediano plazo, mientras se disipan los efectos negativos del período de pandemia y acompañando la recuperación de la economía, los agregados monetarios continuarán normalizando su dinámica. En esta nueva etapa, es esperable que tanto las necesidades de financiamiento extraordinarias del Tesoro Nacional como el consecuente esfuerzo de esterilización vayan cediendo. Esto favorecería que la demanda de base monetaria sea provista por los intereses asociados a los pasivos remunerados del BCRA y, potencialmente, por un desarme en el saldo de los mismos. Este proceso, junto con el crecimiento económico, contribuirían a reducir el peso relativo de las Letras y Pases del BCRA en su balance y también respecto al tamaño de la economía, tendencia que se apuntalaría por una dinámica creciente del crédito.

Apartado 6 / La importancia de la variedad en los instrumentos de ahorro

Uno de los ejes de la política monetaria desde el inicio de la actual gestión del BCRA ha sido promover el ahorro y el crédito en moneda doméstica de familias y empresas. Este objetivo de política monetaria se vio intensificado durante la pandemia. Por un lado, el BCRA acompañó el proceso de recuperación de la actividad económica iniciado en mayo de 2020 manteniendo inalteradas las tasas de interés de referencia. Por otro lado, la determinación de tasas de interés mínimas para las colocaciones a plazo fijo y la existencia de diversos instrumentos de ahorro en pesos, que permiten resguardar el valor del capital y asegurar un retorno positivo respecto de la evolución de los precios y del tipo de cambio, contribuyeron a promover el ahorro incluso en un contexto de crisis. Respecto a esto último, la actual gestión generó una serie de nuevos instrumentos que complementaron a los ya existentes y que presentaron un gran dinamismo en lo que va del año.

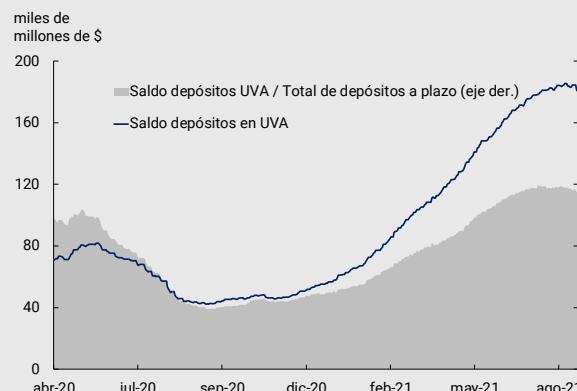
A continuación, se presenta el detalle de los principales instrumentos de ahorro en pesos que permiten resguardar el poder adquisitivo de los agentes⁷⁶.

- **Depósitos a plazo en UVA tradicionales:** estos depósitos se instrumentan en pesos y se convierten en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) al momento de la colocación. Al finalizar el plazo de inmovilización se calcula el interés devengado y se convierte el capital actualizado según el valor del UVA del momento. Cabe señalar que el precio del UVA se actualiza continuamente en función del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). El plazo mínimo de colocación de este instrumento es de 90 días.
- **Depósitos a plazo en UVA precancelables:** desde febrero de 2020 se encuentra disponible la opción de realizar depósitos a plazo en UVA con opción de cancelación anticipada. Si bien estos depósitos tienen un plazo de 90 días, el ahorrista sólo puede hacer uso de la opción de precancelación a partir del día 30. La tasa que pagan estos instrumentos es diferente si se precancela o si se mantiene hasta su vencimiento. En el primer caso, la tasa de interés es fija en pesos y actualmente se ubica en 30,5% n.a. (equivalente al 80,26% de la tasa de política monetaria). En el segundo caso, y de tratarse de personas humanas, se paga una tasa de interés mínima garantizada de 1% n.a. + UVA⁷⁷.
- **Alcancía UVA:** consiste en una cuenta de ahorros en UVA cuyos fondos quedan inmovilizados por un plazo mínimo de 90 días. A partir de ese plazo, las personas disponen del dinero depositado tal como si fuese una caja de ahorros tradicional, pudiendo realizarse extracciones de efectivo. El monto de la extracción en pesos es convertido en UVA al momento del retiro y deducido del saldo de la cuenta.

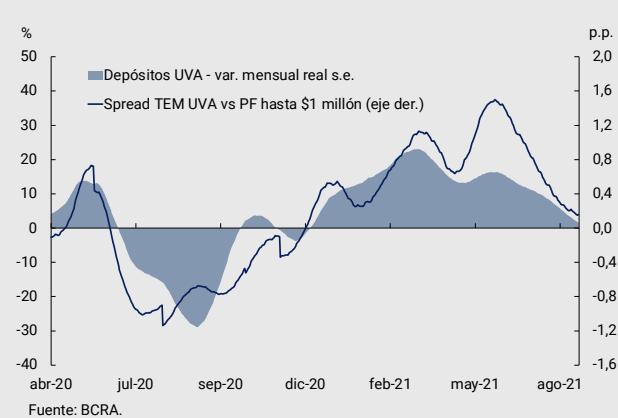
Entre estos instrumentos, los depósitos a plazo fijo en UVA (tradicionales y precancelables) fueron los que presentaron la mayor expansión en el año. En efecto, hasta mediados de agosto las colocaciones a plazo fijo en UVA se expandieron 220%, destacándose en particular las que tienen opción de cancelación anticipada que lograron un crecimiento de 390%. De este modo, este tipo de colocaciones alcanzaron recientemente un máximo histórico de \$185.466 millones. Estas tasas de crecimiento les permitieron ir ganando participación en el total de colocaciones a plazo, aunque todavía representan una proporción acotada de los mismos (ver Gráfico 1).

76 También existen los depósitos a tasa variable vinculados al valor del dólar (DIVA dólar), que permiten resguardar el valor del ahorro respecto de la evolución del tipo de cambio nominal. Estos depósitos a plazo fijo los pueden realizar las personas humanas o jurídicas con actividad agrícola por un importe de hasta 2 veces el valor total de sus ventas de cereales y/u oleaginosas registradas a partir del 1 de noviembre de 2019.

77 La tasa del 1% n.a. se calcula sobre el valor del capital original expresado en UVA por el plazo de duración de la colocación. Luego el capital ajustado por los intereses es reconvertido a pesos según el UVA vigente al momento del vencimiento del plazo.

Gráfico 1 | Depósitos a plazo fijo en UVA

Fuente: BCRA.

Gráfico 2 | Spread entre plazo fijo UVA y pesos, y evolución del saldo de plazo fijo UVA

Fuente: BCRA.

La creciente demanda de colocaciones denominadas en UVA ha tenido lugar en un contexto donde el diferencial entre el rendimiento de estas colocaciones respecto a las denominadas en pesos se mantiene en terreno positivo. La evolución del *spread* entre ambas tasas de interés tuvo dos tendencias diferentes en lo que va del año. Desde fines del año pasado se tornó positivo y alcanzó un máximo de 1,5 p.p. a principios de junio (aunque con una caída transitoria en marzo). En dicho período, las colocaciones en UVA crecieron a una tasa promedio mensual de 16,1% s.e. en términos reales. Posteriormente, en un contexto de expectativas de moderación en la tasa de inflación, el *spread* comenzó a descender hasta ubicarse en 0,16 p.p. a mediados de agosto, al tiempo que las colocaciones en UVA redujeron su ritmo de expansión. De hecho, el crecimiento mensual de julio fue de 6,3% s.e. a precios constantes, alrededor de 10 p.p. menos que la tasa media de crecimiento de los primeros seis meses del año (ver Gráfico 2). De este modo, a la inversa de lo ocurrido en el tercer trimestre de 2020, cuando el diferencial entre dichas tasas de interés se volvió negativo y los agentes tendieron a desarmar depósitos en UVA, desde principios de este año se observa que el mayor rendimiento de estas colocaciones en comparación con un plazo fijo tradicional alentó la demanda de los activos ajustables por CER.

Si bien se observó un marcado crecimiento de este tipo de instrumentos en lo que va del año, la dinámica no fue homogénea a nivel de depositantes y estratos. Las personas humanas han sido las principales impulsoras del crecimiento de este tipo de depósitos en 2021. En efecto, a fines de julio los depósitos de este tipo de agentes alcanzaron un nivel récord de \$130.000 millones, representando poco más del 70% del total de estos instrumentos. Discriminándolas por estrato de monto se verifica que el mayor impulso provino de las colocaciones de hasta \$20 millones. Este segmento de monto concentró más del 75% del aumento acumulado en el año. En particular, los depósitos de hasta \$1 millón registraron una tasa de expansión promedio mensual de 20,2% a precios constantes en los primeros siete meses del año. En tanto, el segmento de entre \$1 millón y \$20 millones creció en términos reales a una tasa promedio mensual del 22,7%. Por último, los depósitos mayoristas de personas humanas aceleraron sustancialmente su ritmo de expansión entre febrero y mayo, aunque partiendo de niveles bajos, y a partir de junio presentaron una ligera tendencia a la baja (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Depósitos en UVA de personas humanas por estrato de monto

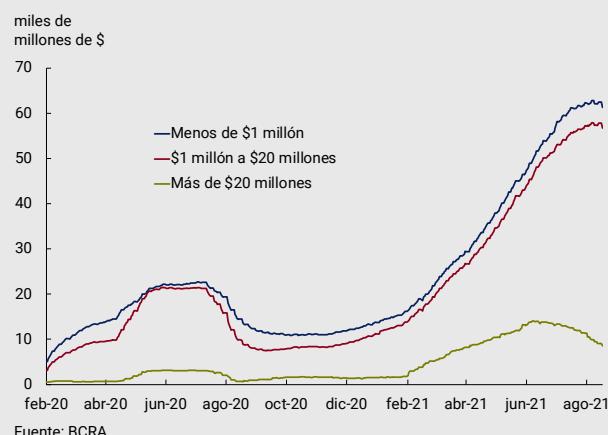
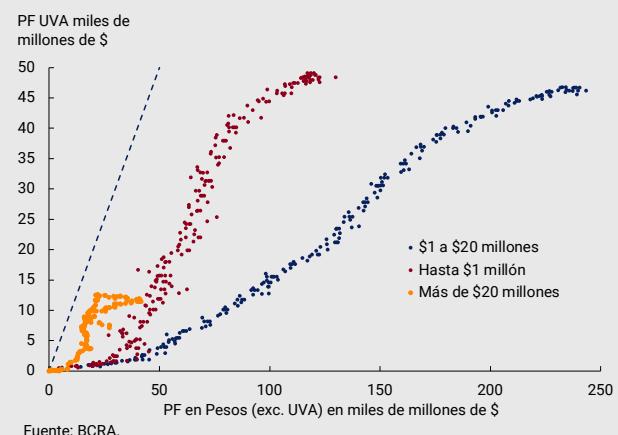


Gráfico 4 | Depósitos a plazo en pesos vs. UVA de personas humanas

A precios corrientes; acumulado desde el 31-dic-20



La preferencia por este tipo de activos, ante el mayor spread de tasas, tampoco fue homogénea. El crecimiento de los depósitos en UVA, en el segmento mayorista, fue a costa de una relativa estabilidad en las colocaciones en pesos (excluyendo UVA). Este comportamiento se mantuvo en los meses recientes cuando las tenencias cayeron, acumulando las mayores caídas el segmento no ajustable por CER. El estrato de entre \$1 millón y \$20 millones verificó incrementos en ambos tipos de instrumentos, aunque mayores en aquellos no ajustables. En tanto, el estrato minorista comenzó el año incrementando fundamentalmente sus tenencias en pesos, mientras que a partir de febrero pasaron a registrar aumentos de igual magnitud en los dos tipos de líneas. La reducción reciente en el spread de tasas volvió a impulsar al alza las tenencias a tasa fija de los depositantes con inversiones inferiores al millón de pesos (ver Gráfico 4). Dentro de este último conjunto se comprueba que cuanto menor es el estrato de monto, mayor es la demanda por activos indexados. Incluso, dentro del segmento más bajo (hasta \$100.000) se llegó a observar un desarme de posiciones en pesos para convertirlas en UVA. Con la caída del diferencial de tasas se verificó una aceleración en las tenencias de pesos (ver Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5 | Depósitos de hasta \$1 millón de personas humanas

A precios corrientes

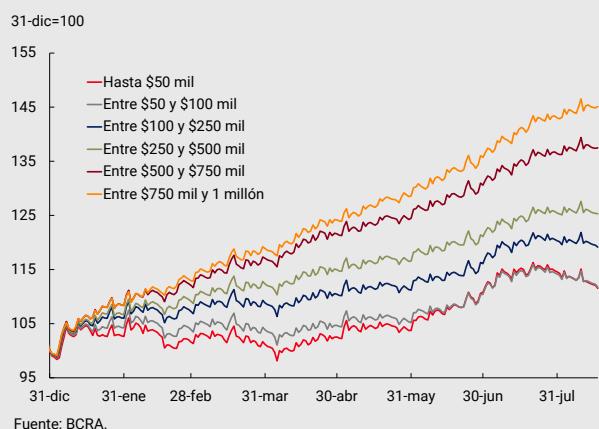
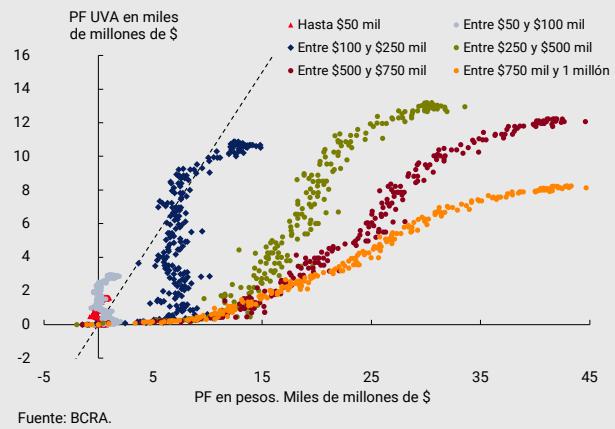


Gráfico 6 | Depósitos de personas humanas a plazo en pesos vs. UVA

A precios corrientes; acumulado desde el 31-dic-20



La existencia de instrumentos que aseguran un retorno real positivo le permitió al BCRA simultáneamente mantener una tasa de interés de referencia acorde con la necesidad de acompañar el proceso de recuperación de la economía y proteger el ahorro en moneda doméstica. Durante la primera parte del año se registró un alza transitoria en la tasa de inflación, lo que impulsó el crecimiento de los activos ajustables por CER. Más recientemente, las perspectivas de una moderación en la tasa de inflación para los próximos meses redujeron el atractivo de los activos en UVA y, por ende, volvieron a ganar dinamismo las colocaciones denominadas en pesos. La evolución de este tipo de instrumentos pone de manifiesto la relevancia de contar con una amplia variedad de herramientas que puedan canalizar el ahorro y permitan resguardar su valor.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fabricantes de Automotores de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASPO: Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BOTE: Bono del Tesoro Nacional

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CAMARCO: Cámara Argentina de la Construcción

CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DISPO: Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

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

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IVA: Impuesto al Valor Agregado

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

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

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

Mens: mensual/mensualizada

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

n.a.: Nominal anual

NEA: Noreste argentino

NGFS: *Network for Greening the Financial System*

NOA: Noroeste argentino

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

p: Proyectado

PAIS: Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

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

PP: Productos primarios

PyMEs: Pequeñas y medianas empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

s.e.: Serie sin estacionalidad

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

US\$: Dólares Americanos

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

Var.: Variación

WEO: World Economic Outlook elaborado por el FMI

Reconquista 266
(C1003ABF) Buenos Aires
República Argentina
www.bcra.gob.ar



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA