

# Informe de Política Monetaria

Julio de 2019



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Política Monetaria

Julio de 2019

## 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”.*

*Sin perjuicio del uso de otros instrumentos más específicos para el cumplimiento de los otros mandatos – tales como la regulación y la supervisión financiera, la regulación cambiaria, y la innovación en instrumentos de ahorro, crédito y medios de pago– el principal aporte que la política monetaria puede hacer para que la autoridad monetaria cumpla todos sus mandatos es enfocarse en el de la estabilidad de precios.*

*Con inflación baja y estable, las entidades financieras pueden estimar mejor sus riesgos, lo que asegura una mayor estabilidad financiera. Con inflación baja y estable, los productores y empleadores tienen más previsibilidad para inventar, emprender, producir y contratar, lo que promueve la inversión y el empleo. Con inflación baja y estable, las familias de menor poder adquisitivo pueden preservar el valor de sus ingresos y sus ahorros, lo que hace posible el desarrollo económico con equidad social.*

*La contribución de una inflación baja y estable a estos objetivos nunca se hace tan evidente como cuando no existe: la huida de la moneda local puede desestabilizar al sistema financiero y desembocar en crisis, la destrucción del sistema de precios complica la productividad y la generación de empleo genuino, el impuesto inflacionario golpea a las familias más vulnerables y propicia redistribuciones de riqueza en favor de las más pudientes. Una inflación baja y estable previene todo esto.*

*En línea con esta visión, el BCRA asume como objetivo primario reducir la inflación. Como parte de este esfuerzo, la institución publica en forma trimestral su Informe de Política Monetaria. Sus principales objetivos son comunicar a la sociedad cómo el Banco Central percibe la dinámica inflacionaria reciente y cómo anticipa la evolución de los precios, y explicar de manera transparente las razones de sus decisiones de política monetaria.*

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de Julio de 2019.

# Contenidos

- Pág. 4 | 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas
- Pág. 6 | 2. Contexto internacional
- Pág. 19 | *Apartado 1 / La guerra comercial entre Estados Unidos y China*
- Pág. 23 | 3. Actividad económica
- Pág. 45 | *Apartado 2 / Cosecha Agrícola 2018/19*
- Pág. 49 | 4. Precios
- Pág. 61 | 5. Política monetaria
- Pág. 79 | *Apartado 3 / Nueve meses de funcionamiento del esquema de agregados monetarios*
- Pág. 82 | *Apartado 4 / La meta de crecimiento cero de base monetaria y el comportamiento estacional de la demanda*
- Pág. 85 | *Apartado 5 / Efectos de la nueva operatoria de plazos fijos online para no clientes*
- Pág. 87 | Glosario de abreviaturas y siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

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

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

# 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El Banco Central de la República Argentina lleva adelante, desde octubre de 2018, un esquema basado en un estricto control de la base monetaria y la definición de una zona de referencia cambiaria (antes llamada zona de no intervención cambiaria). Durante el segundo trimestre del año el Banco Central siguió cumpliendo cada mes su meta de crecimiento cero de base monetaria (BM), que se mantuvo en \$ 1.343,2 mil millones.

El esquema de agregados monetarios redujo la volatilidad nominal registrada hasta el tercer trimestre del año pasado, y la inflación comenzó a descender desde el pico de 6,5% mensual registrado en septiembre de 2018. No obstante, durante el primer trimestre de 2019, la concentración de aumentos de los precios regulados, a lo que se le sumaron los efectos rezagados de la depreciación cambiaria de 2018 y un nuevo episodio de volatilidad cambiaria, hicieron que la inflación vuelva a aumentar.

Frente a esta situación, el Comité de Política Monetaria (COPOM) tomó una serie de medidas adicionales durante marzo y abril de 2019 para reforzar el esquema monetario-cambiario: 1) redujo en \$43 mil millones la meta de base monetaria, eliminó el ajuste estacional de la meta previsto para junio y extendió a todo 2019 el compromiso de cero crecimiento de la base monetaria, inicialmente previsto hasta junio de 2019; 2) estableció un mínimo a la tasa de interés de referencia; 3) fijó en cero el crecimiento de los límites de la zona de referencia cambiaria, dejándose constantes el límite superior en 51,448 pesos por dólar y el límite inferior de 39,755 pesos por dólar hasta fin de año, y decidió abstenerse de comprar divisas si el tipo de cambio se ubicara por debajo de la zona de referencia; y 4) dispuso que se podrán realizar ventas de divisas en el mercado cambiario ante episodios de volatilidad excesiva, incluso si el tipo de cambio se encontrara dentro de la zona de referencia.

Las medidas adoptadas y el mantenimiento de una política monetaria contractiva, en un contexto de mejores condiciones internacionales, estabilizaron el mercado cambiario y las expectativas de inflación, permitiendo que la inflación retome su sendero decreciente desde abril. Esto a su vez propició, en conjunto con una serie de medidas que implementó el Poder ejecutivo para apuntalar el gasto de las familias, que la actividad económica continuara con la recuperación iniciada en diciembre.

En un ambiente de menor volatilidad nominal y expectativas de inflación en baja, la tasa de interés nominal de las LELIQ mostró una tendencia descendente desde principios de mayo, alcanzando el nivel mínimo de 62,5% que se había establecido desde abril y hasta fin de junio. Para garantizar el sesgo contractivo de su política monetaria, y en una actitud de cautela ante posibles episodios de incertidumbre, el COPOM redujo a 58% el piso de la tasa de interés de referencia durante julio. Esta reducción reconoce que se produjo una caída en la inflación y las expectativas de inflación en los últimos meses, pero a la vez reconoce que la economía aún transita por un período de incertidumbre. De este modo se asegura que la tasa de interés real se mantenga en niveles positivos elevados.

Adicionalmente, para promover la competencia entre las entidades financieras y mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de referencia hacia las tasas de interés que perciben los ahorristas, el Banco Central permitió que los clientes bancarios realicen depósitos a plazo fijo en pesos de manera *online* en cualquier entidad financiera sin necesidad de ser clientes o realizar trámites adicionales. De esta manera, las tasas de interés de plazo fijo minoristas crecieron y se acercaron a las de operaciones de mayor monto.

El cumplimiento de la meta resulta particularmente exigente en los meses de junio y julio, debido al comportamiento estacional de la demanda de BM, que se incrementa por el pago del medio aguinaldo y los mayores gastos del receso invernal. Para permitir una mejor administración de las condiciones de liquidez en este período, el BCRA dispuso establecer una posición conjunta de encaje para los meses de julio-agosto, y para los meses de diciembre-enero donde se repite un fenómeno similar.

Complementariamente, y para contribuir también a fortalecer la transmisión de la tasa de interés de las LELIQ, se decidió reducir en 3 p.p. la exigencia de efectivo mínimo sobre depósitos a plazo fijo a partir de julio. Esto representa una reducción de la demanda de base monetaria por encajes de aproximadamente \$45 mil millones que compensa la suba estacional de la demanda por circulante. Con el fin de no relajar la política monetaria, superado este fenómeno estacional, la meta de la base monetaria será reducida a partir de agosto hasta llegar a \$1.298,2 mil millones en octubre, compensando totalmente el efecto de la baja de encajes.

La visión del BCRA es que están dadas las condiciones macroeconómicas para lograr una desinflación sostenible, dado que se recuperaron los equilibrios macroeconómicos básicos. Se está alcanzando el equilibrio fiscal y se dejó de recurrir al financiamiento monetario del Tesoro. El tipo de cambio hoy es competitivo, con un nivel en junio que resulta alrededor de un 50% mayor al valor registrado previo a la unificación cambiaria de diciembre de 2015, lo que ha permitido corregir el desequilibrio del sector externo. Además, prácticamente se han eliminado las distorsiones que generaban los atrasos en los precios de la energía. A su vez, el BCRA tiene un balance fortalecido, con un nivel sostenible de pasivos remunerados y un stock adecuado de reservas internacionales, junto con mayores grados de libertad para intervenir en el mercado cambiario.

No obstante, los procesos de desinflación suelen ser graduales y no lineales, dado que la política monetaria opera con rezagos, y la inflación tiene también un componente inercial. Este componente inercial se refuerza después de más de una década de alta inflación. Así, el sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019, y se espera que la tasa de interés de referencia baje gradualmente y sólo en la medida en que disminuya la inflación. Sin embargo, esta tendencia de mediano plazo podría verse transitoriamente perturbada en caso de que se materialicen algunos de los riesgos a los que la economía está expuesta, tales como un nuevo episodio de volatilidad de las condiciones financieras globales, o la incertidumbre habitual de los procesos electorales. En el actual esquema, la tasa de interés endógena permite responder inmediatamente ante cualquier perturbación imprevista.

Por ello, el BCRA debe ser perseverante en su política de estricto control de la cantidad de dinero y así lograr una reducción perdurable de la inflación, brindando un ambiente de estabilidad propicio para el crecimiento económico.

## 2. Contexto internacional

En lo que va de 2019 continuó la desaceleración del nivel de actividad mundial que se había empezado a observar a fines de 2018, extendida ahora a las principales economías desarrolladas y emergentes. Como resultado, el crecimiento esperado para los principales socios comerciales de Argentina pasó de ser el mayor de los últimos seis años en enero de este año (2,2% promedio esperado para 2019), a ser el menor de los últimos cuatro años (1,2% promedio esperado para igual período) según las proyecciones más recientes. Esto se debe principalmente a que disminuyeron marcadamente las proyecciones de crecimiento para Brasil.

Las autoridades monetarias de las economías avanzadas están respondiendo a este escenario con un sendero de políticas más expansivas. Algo similar se observa en la mayoría de los países emergentes. En este contexto es factible que continúen mejorando las condiciones globales de liquidez para emergentes, siempre y cuando no sea mayor el efecto de la incertidumbre relacionada a las tensiones comerciales y geopolíticas, y que ello derive en un *flight to quality*.

Por ende, sigue observándose para Argentina un escenario internacional mixto. Por un lado, menores perspectivas de crecimiento globales en general, y en particular, para los principales socios comerciales del país. Por otro lado, están dadas las condiciones para que se dé un mejor escenario financiero externo, siempre y cuando no se potencien los factores de tensión actuales, y que por ende se gatille una salida de capitales de países emergentes hacia los principales avanzados. Justamente, el principal factor de riesgo del contexto internacional sería que se profundicen las disputas comerciales entre los Estados Unidos y China (ver Apartado 1).

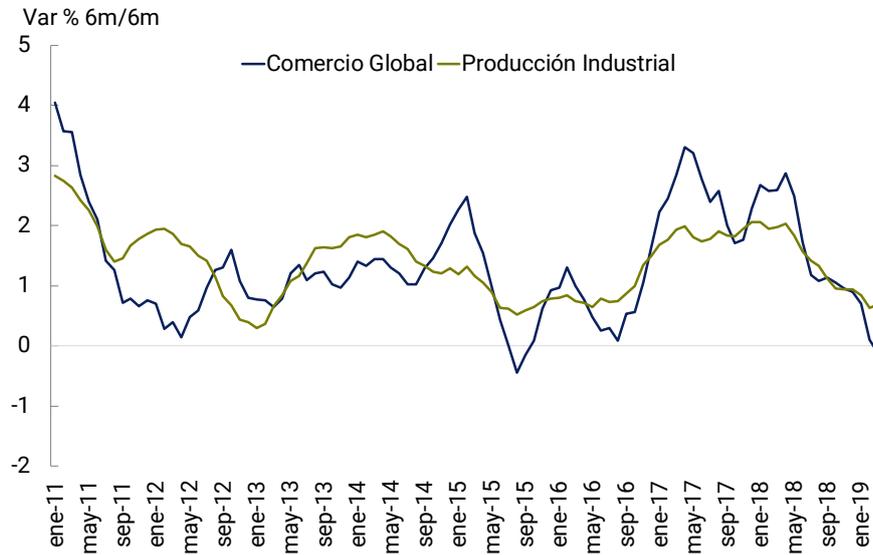
### **2.1 Se registró un deterioro en el nivel de actividad global que impactó negativamente en los principales socios comerciales, lo que llevaría a políticas monetarias expansivas en algunos de estos países**

Durante los últimos meses continuaron los signos de desaceleración en la actividad económica mundial<sup>1</sup> en 2019. En este sentido evolucionaron los datos más recientes de comercio global, que cayó un 2,3% s.e. desde el máximo de octubre de 2018, mientras que la producción industrial cayó un 0,2% s.e. en igual período (ver Gráfico 2.1).

---

<sup>1</sup> La economía mundial que se había caracterizado durante 2017 por un crecimiento relativamente sincrónico a nivel global (4% i.a.), comenzó a mostrar cierta desaceleración parcial durante 2018 (creció 3,8% i.a. en el primer semestre y 3,2% i.a. en el segundo), y parecería estar yendo a un menor dinamismo generalizado en 2019. Sin embargo, algunos datos de actividad puntuales recientemente publicados indicarían cierta mejoría en el margen, pero aún es demasiado pronto como para saber si corresponden a un cambio de tendencia.

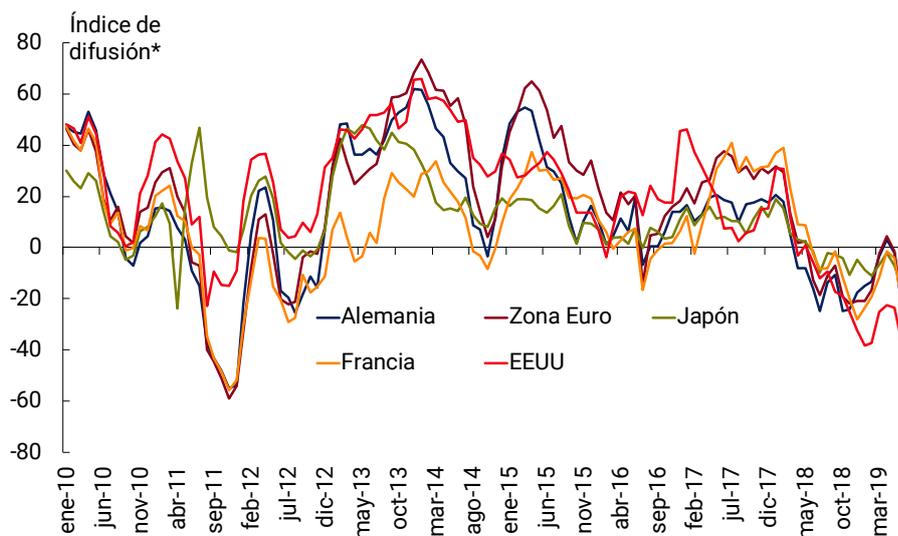
**Gráfico 2.1 | Volumen de comercio y producción industrial globales**



Fuente: BCRA en base a Oficina de análisis de la política económica de los Países Bajos

Como se mencionó en el IPOM anterior, una parte considerable de la caída en el ritmo de crecimiento global parecería estar vinculada a una marcada reducción en la inversión en bienes de capital. Esta menor inversión podría explicarse por la incertidumbre que generan las tensiones comerciales y su impacto en la confianza empresarial (ver Gráfico 2.2).

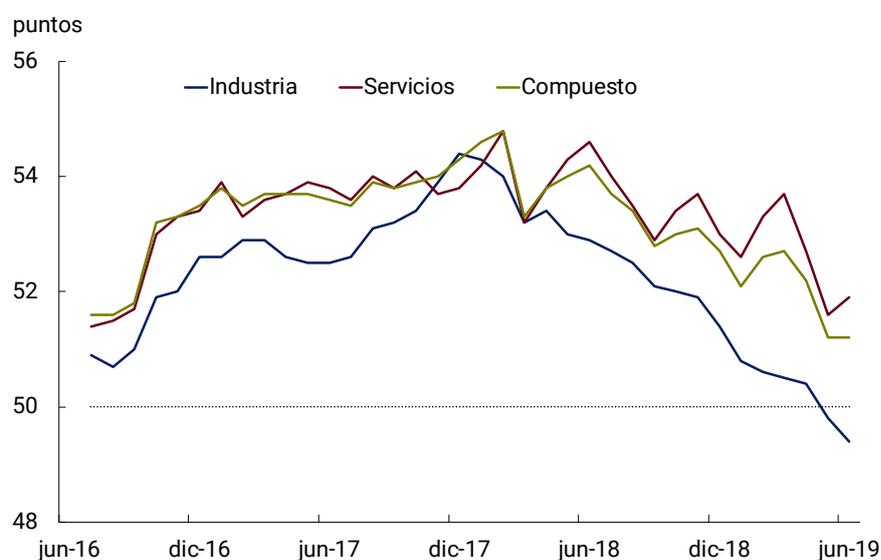
**Gráfico 2.2 | Expectativas económicas en economías avanzadas**



Fuente: BCRA en base a encuesta ZEW, Thomson Reuters y Bloomberg. Índices de Sensación Económica. \* Diferencia porcentual entre respuestas positivas y negativas.

Esto se refleja en la mayoría de los índices PMI manufactureros que en el IPOM anterior estaban en zona de expansión, y pasaron a estar en zona de contracción. Algo similar sucede con el PMI global de la industria (ver Gráfico 2.3). El PMI global del sector servicios, si bien aún se encuentra en zona de expansión, tiene una clara tendencia hacia la zona de contracción, lo mismo sucede con el PMI compuesto. Por su parte, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas (Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido) continúan en todos los casos siendo bajas, lo que da margen a las autoridades monetarias para tomar medidas con sesgo expansivo.

**Gráfico 2.3 | Índices PMI globales**



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Este panorama de menor crecimiento global también se observa en el nivel de actividad de los principales socios comerciales de Argentina. Para estos países, el crecimiento esperado para 2019, que hasta el IPOM de enero de este año era el mayor de los últimos seis años, pasó a ser el menor de los últimos cuatro años (ver Gráfico 2.4). Sin embargo, el impacto negativo en Argentina del menor crecimiento esperado de Brasil podría ser parcialmente compensado por los niveles más competitivos de tipo de cambio real.

**Gráfico 2.4 | Crecimiento de los socios comerciales de Argentina**



\*Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas.

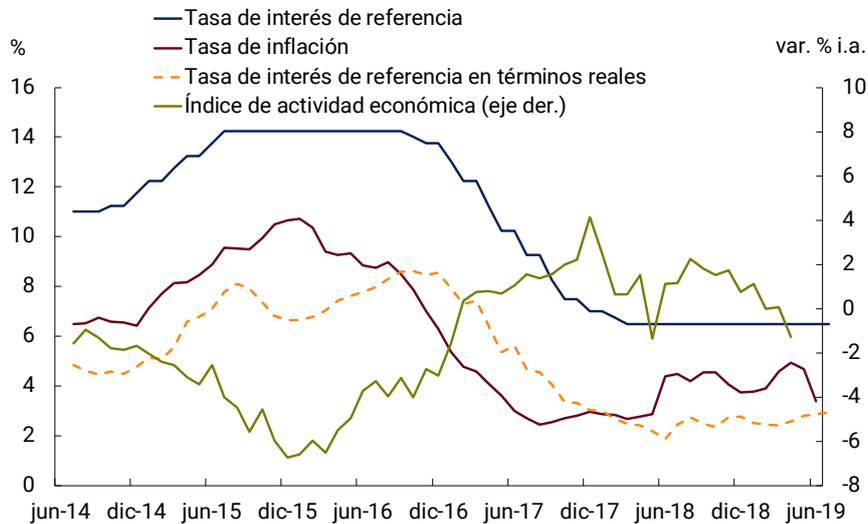
Fuente: BCRA en base a FocusEconomics, Bloomberg y oficinas nacionales de estadísticas.

p: Proyectado

Gran parte de la disminución de las expectativas de crecimiento de nuestros socios comerciales está vinculada al peor desempeño esperado de Brasil. El crecimiento de este país fue negativo en el primer trimestre en 0,2% s.e. (respecto del trimestre previo) principalmente por la *performance* de la inversión y de las exportaciones. En igual sentido, los datos de actividad mensuales medidos por el estimador [IBC-Br](#) del Banco Central de Brasil (BCB) mostraron en los primeros cuatro meses del año tasas de variación negativas. Por otro lado, las estimaciones más recientes de la encuesta Focus del BCB [prevén](#) un crecimiento para 2019 de 0,8% i.a., 1,2 p.p. menor que el crecimiento que se preveía en abril. La menor demanda externa debido al menor nivel de actividad global esperado, las incertidumbres políticas locales, y las reformas fiscales son factores que impactan negativamente en el crecimiento brasileño de 2019.

En este sentido, y al igual que en el IPOM anterior, un cambio desfavorable en la percepción de los inversores respecto del proceso de reformas estructurales continúa siendo un posible factor de riesgo desestabilizante para la economía brasileña. Es así que el BCB en su último [Informe de Inflación](#) destaca la importancia que tendría en el desempeño económico de Brasil para este año que se logre avanzar en la agenda de reformas estructurales. Por ello, el BCB prevé un crecimiento del PIB en 2019 de 0,8% i.a., pero condicionado a que se logren avances en este sentido.

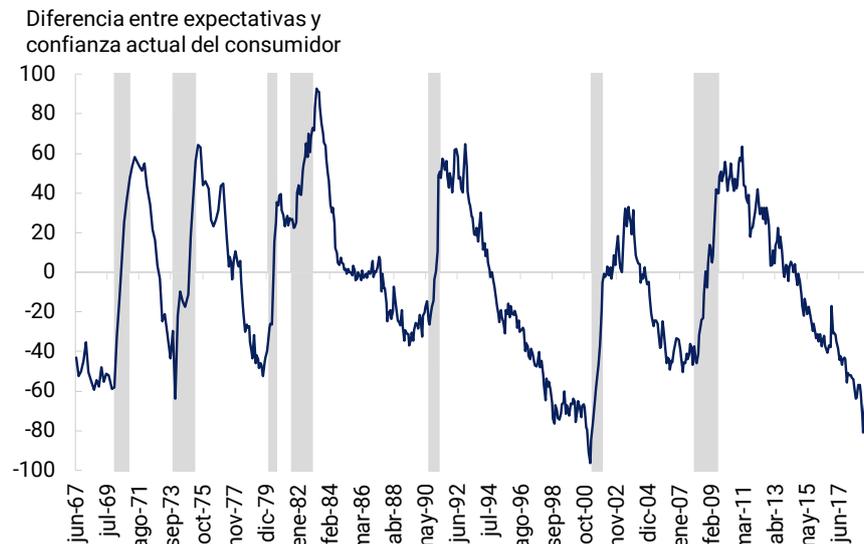
**Gráfico 2.5 | Brasil. Indicadores macroeconómicos**



Fuente: BCRA en base a Banco Central de Brasil y Bloomberg.

El dato más reciente de inflación en Brasil ([junio](#)) fue de 3,4% interanual, por debajo del centro de la meta (4,25% ± 1,5). La inflación de los primeros meses del año estuvo impulsada por factores puntuales que pierden fuerza desde mediados de 2019. A su vez, los analistas que releva [Focus](#) prevén que la tasa de inflación finalizará 2019 en 3,8%. El BCB dejó recientemente sin cambios la tasa de interés de política monetaria (SELIC), que se encuentra desde fines de marzo de 2018 en 6,5% (ver Gráfico 2.5). A diferencia del IPOM anterior, donde [no se esperaban](#) cambios en la misma, en el último Focus los analistas proyectan una reducción de 1 p.p. para fin de año. Las principales razones que llevarían a reducir el objetivo sobre la tasa SELIC serían la inflación por debajo de la meta, las menores perspectivas de crecimiento en Brasil y en el mundo, junto con las cada vez más probables medidas de política monetaria expansiva de los principales bancos centrales.

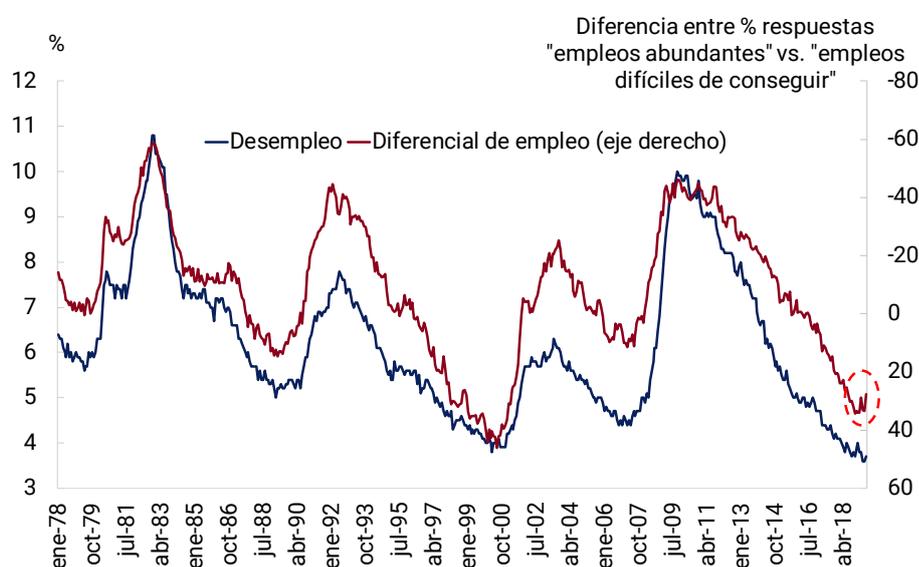
**Gráfico 2.6 | Expectativas de los consumidores de Estados Unidos**



Fuente: BCRA en base a Thomson Reuters

Los datos más recientes de actividad en Estados Unidos muestran que el PIB creció en el primer trimestre 3,1% (respecto del trimestre anterior, sin estacionalidad y anualizado), más de 0,2 p.p. por encima del consenso del mercado, y 0,9 p.p. más que el trimestre previo. En un contexto donde el PIB creció en el último año a una tasa de 3,2% en promedio, los indicios de que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) reduciría su tasa de interés de referencia en 2019 se explican por diversos factores. Entre estos: 1) el deterioro ya mencionado en el nivel de actividad mundial; 2) la desaceleración de la tasa de aumento de la remuneración horaria; 3) la tasa de inflación (medida por el deflactor núcleo del gasto de los hogares) se encuentra desde mediados de 2012 en valores por debajo o en torno a la meta; y 4) la evolución de distintos indicadores que en otros ciclos económicos funcionaron como predictores de recesión (ver Gráfico 2.6, 2.7 y 2.8).

**Gráfico 2.7 | Tasa de desempleo y diferencial de empleo en Estados Unidos**

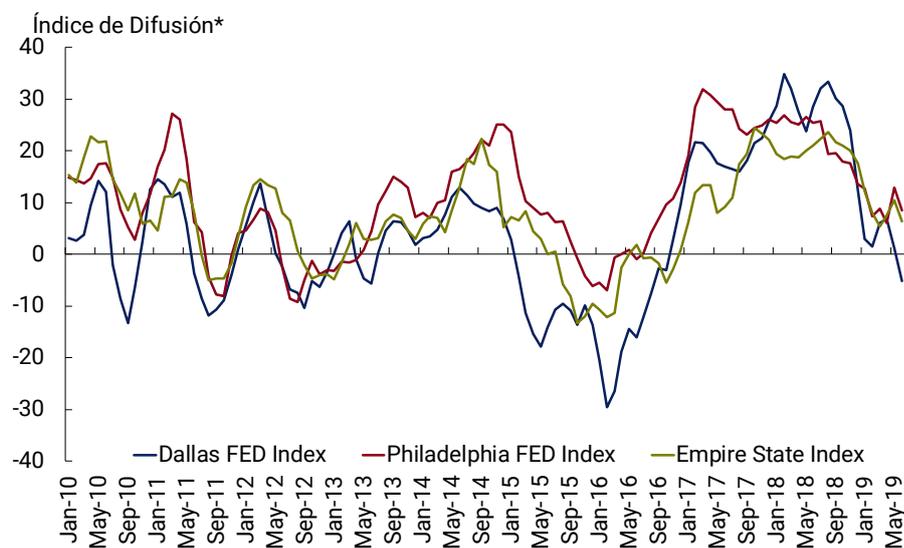


Fuente: BCRA en base a Thomson Reuters / Datastream

La Fed redujo sus proyecciones de tasa de interés de política. En [diciembre](#) de 2018 se esperaba un aumento de 0,5 p.p. durante 2019, mientras que en las [últimas proyecciones](#) se espera que se mantenga sin cambios durante el año. Pero, como se mencionó, existen indicios (entre ellos declaraciones de autoridades de la Fed), sobre la creciente posibilidad de una reducción de la misma en los próximos meses. Este cambio en tan corto plazo también se podría entender porque, ante la cercanía con el límite efectivo inferior de la tasa de interés (*effective lower bound, elb*<sup>2</sup>) que reduce el margen de acción de la política monetaria, sería recomendable, para aumentar su efectividad, sobre reaccionar ante los primeros indicios de necesidad de estímulo monetario (para más detalle ver [esta conferencia](#)). Por último, las proyecciones para el resto de las variables económicas que difundió la Fed en su reunión de junio se mantuvieron casi sin cambios, excepto las de inflación que disminuyeron levemente respecto de marzo.

<sup>2</sup> Se define como la tasa de interés en la que pasa a ser redituable para una entidad financiera intercambiar depósitos en cuenta corriente en el banco central por efectivo. La experiencia reciente de muchos países desarrollados con sus políticas monetarias no convencionales es que la elb no es cero, sino negativa, debido al costo de atesorar dinero en efectivo. Es por esto que en la literatura actual hacen referencia a la elb, en vez de la [zero lower bound](#). De Fiore & Tristani, 2018. ECB WP N° 2018. (Un)conventional policy and the effective lower bound.

**Gráfico 2.8 | Nivel de confianza empresarial en regiones de Estados Unidos**



Fuente: BCRA en base a Reserva Federal de Dallas, Filadelfia y Nueva York.

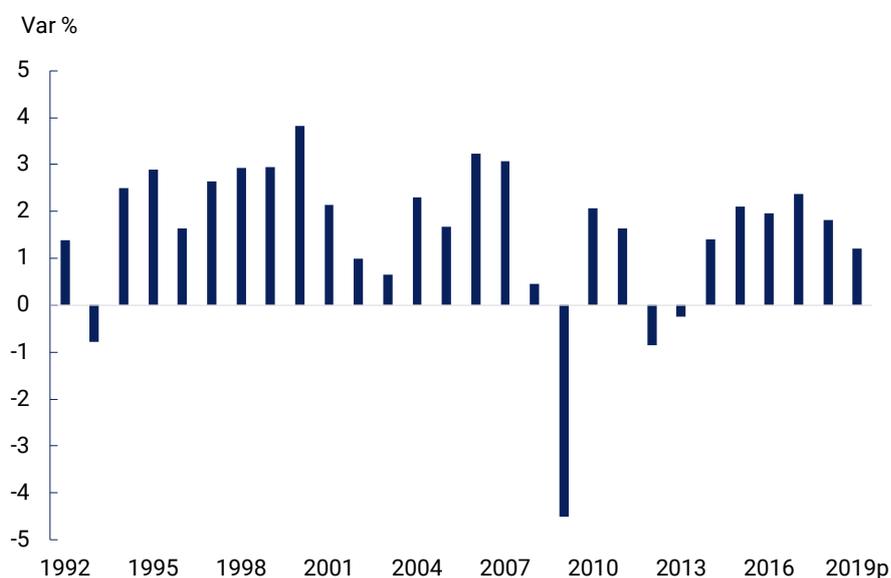
\* Diferencia porcentual entre respuestas positivas y negativas.

En la zona del euro, en el primer trimestre la actividad económica tuvo un desempeño mejor que el esperado por el consenso del mercado (0,3%), con un crecimiento de 0,4% s.e. Esto se habría debido a factores puntuales, como la demanda excepcional de bienes de la zona del euro por parte del Reino Unido (vinculada al posible Brexit). Además, tras la implementación de los *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedures* (WLTP)<sup>3</sup> se observó -especialmente en Alemania- un aumento de la adquisición de vehículos. Por otro lado, se registró en el trimestre un mayor consumo privado debido a medidas de impulso fiscal que entraron en vigencia a principio de año, y cuyo mayor impacto estaría concentrado en el primer trimestre. Por último, mejores condiciones climáticas que en el trimestre previo permitieron un incremento de la actividad de la construcción en algunos países.

Sin embargo, de manera similar al caso de la autoridad monetaria de Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE) también pasó de dar señales de que estaría listo para realizar incrementos de su tasa de interés de referencia en 2019, a tomar medidas de carácter expansivo en abril de 2019 (ver el IPOM anterior), y a señalar a principios de junio que está listo para recurrir a nuevas medidas expansivas (probablemente un nuevo programa de expansión cuantitativa). También, el BCE en su [última reunión](#) hizo mención a factores globales con impacto directo en la confianza de los empresarios que estarían afectando marcadamente las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, el cual está siendo sostenido principalmente por el consumo privado. Por ello, la tasa de crecimiento [proyectada por el BCE](#) para este año (1,2% i.a.) es la menor de los últimos seis años (ver Gráfico 2.9).

<sup>3</sup> Para mayor detalle sobre qué son los WLTP véase este [vínculo](#).

**Gráfico 2.9 | Crecimiento del PIB de la zona del euro**



Fuente: BCRA en base a Eurostat, FMI y BCE

La economía China sigue desacelerándose. Luego de crecer en 2018 al 6,6%, la menor tasa de expansión desde 1990, en el primer trimestre<sup>4</sup> del año registró un crecimiento del 6,4% interanual. Más aún, de acuerdo con el relevamiento de Focus Economics, los analistas esperan que la tasa de crecimiento siga reduciéndose hasta estabilizarse en torno al 6% hacia fines de 2020. Varios factores confluyen para explicar esta desaceleración: los efectos de la imposición de aranceles mutuos con Estados Unidos (ver Apartado 1), el intento aún fallido de las autoridades de impulsar el consumo privado en detrimento de la inversión, y las políticas de desapalancamiento del crédito que llevó a cabo hasta hace poco el Banco Popular de China (BPC, la autoridad monetaria). La producción industrial en general se ha visto afectada, con tasas de crecimiento que están en torno a los mínimos de los últimos diecisiete años.

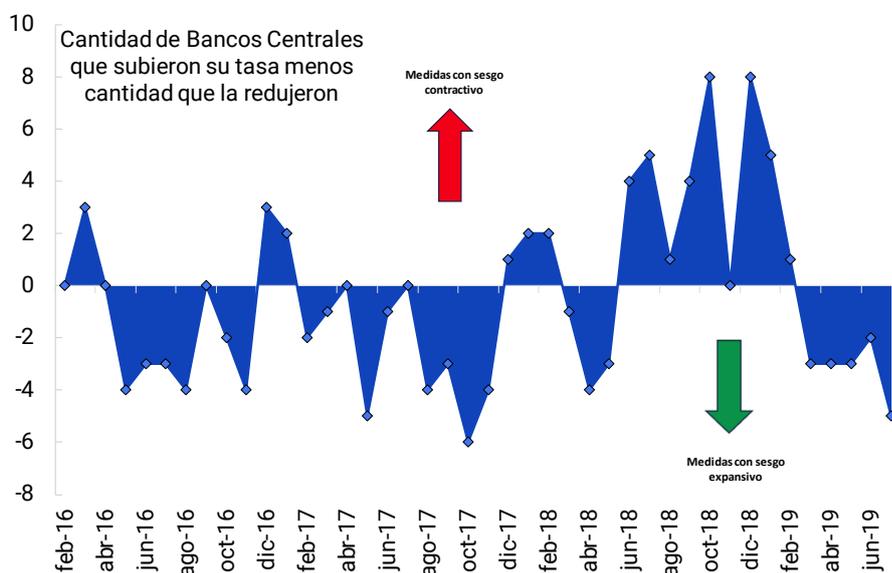
Las autoridades chinas implementaron algunas medidas de estímulo basadas en recortes impositivos y el incremento de gastos en infraestructura pública, y dejaron en suspenso las políticas de desapalancamiento del sistema financiero. En este sentido, han reducido recientemente los requisitos de encaje. A fines de mayo, ante la existencia de serios riesgos crediticios, el BPC y la comisión de regulación de bancos y seguros de China tomaron el control del Banco Baoshang, anunciando una reestructuración tendiente a sanear su balance. La última vez que las autoridades chinas tomaron una medida de estas características fue en 1998. En este contexto, la autoridad monetaria ha estado inyectando liquidez mediante operaciones de mercado abierto, y podría llegar a reducir nuevamente los requisitos de encajes, a fin de evitar problemas en otras entidades financieras.

<sup>4</sup> Cercano a la publicación del IPOM se conoció que la tasa de crecimiento del PIB en términos interanuales volvió a desacelerarse en el segundo trimestre de 2019 a 6,2%.

## 2.2 Es factible que mejoren las condiciones globales de liquidez para emergentes

Como se mencionó, las autoridades monetarias de las mayores economías estarían por implementar nuevamente políticas monetarias con sesgo expansivo. Algo similar se observa en el caso de los países emergentes, donde el sesgo de la política monetaria estaría inclinándose hacia lo expansivo (ver Gráfico 2.10). En este contexto es factible que mejoren las condiciones globales de liquidez para emergentes, siempre y cuando no sea mayor el efecto de la incertidumbre relacionada a las tensiones comerciales y geopolíticas que lleve a un proceso de *flight to quality*.

**Gráfico 2.10 | Ciclos de ajuste y expansión de política monetaria**



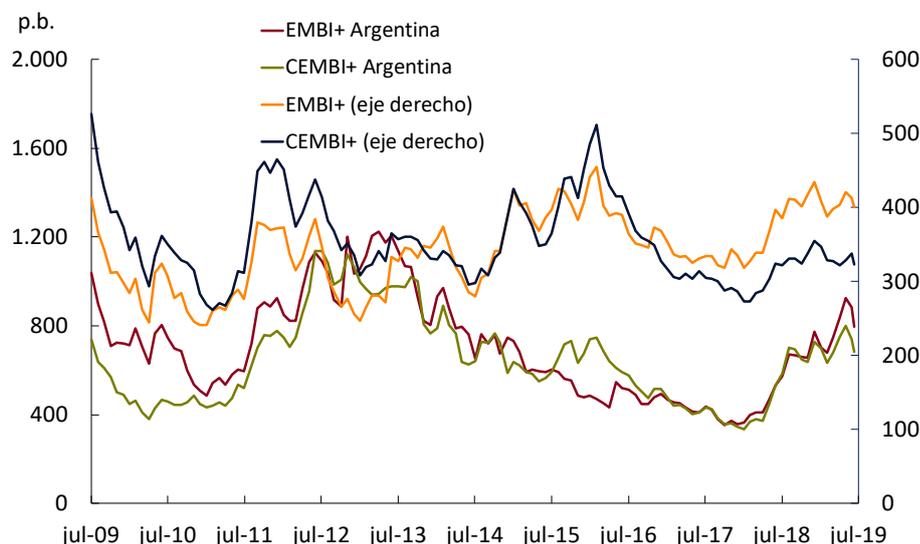
Fuente: BCRA en base a Thomson Reuters / Datastream.

Las primas de riesgo soberanas y corporativas de las economías emergentes mostraron subas hacia fines del segundo trimestre de 2019, tras el descenso experimentado en el primer trimestre del año, y continúan en niveles elevados en comparación con los últimos años. Sin embargo, las colocaciones de deuda de emergentes en mercados internacionales evidenciaron durante el segundo trimestre de 2019 la primera suba interanual tras cuatro trimestres consecutivos con mermas. El monto de las colocaciones brutas (soberanas y corporativas) se incrementó 8% i.a. en el segundo trimestre (en comparación con una caída de 7% i.a. en el trimestre previo). Esto estuvo explicado por el desempeño del segmento corporativo (con una expansión de 35% i.a.), mientras que las emisiones soberanas se contrajeron 40% i.a.

En este contexto, el diferencial de rendimiento exigido en los mercados secundarios para la deuda soberana argentina entre puntas se mantuvo casi sin cambios respecto del IPOM anterior, en torno a los 800 p.b., habiendo superado momentáneamente a principios de junio los 1.000 puntos, para luego caer más de 200 p.b. (ver Gráfico 2.11). En el trimestre no hubo nuevas colocaciones internacionales del soberano, debido a que

dado el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y tal como surge del Programa Financiero, el Gobierno Nacional no tiene necesidad de acceder a estos mercados en lo que resta de 2019 y 2020.

**Gráfico 2.11 | Indicadores de riesgo de la deuda soberana y corporativa**

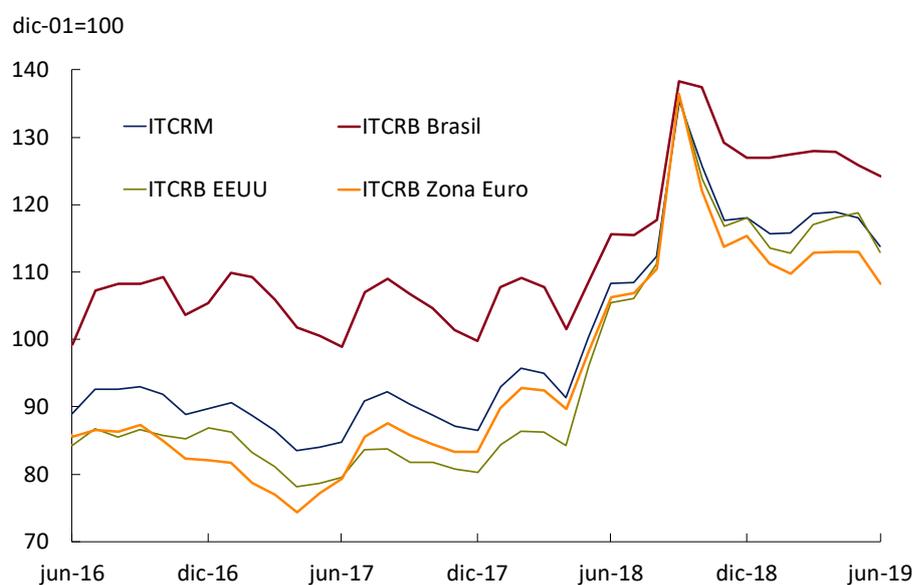


Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Por su parte, pese a que el CEMBI de Argentina se comportó de manera similar al índice soberano, hubo algunas colocaciones puntuales de deuda corporativa argentina en los mercados del exterior por parte de empresas de los sectores metalúrgico y energético. Las colocaciones de empresas con oferta pública en los mercados internacionales en el segundo trimestre de 2019 sumaron US\$650 millones (una de las cuales se efectuó con garantía de cobros de exportaciones), mientras que en el mismo período de 2018 hubo una única colocación a fines de abril por US\$500 millones.

Tras registrar una evolución relativamente estable a lo largo del segundo trimestre, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) bajó en los últimos días de junio. De esta forma, a fines de junio se ubicó alrededor de 8% por debajo del nivel registrado a comienzos de abril, y retornó a niveles próximos a los de agosto de 2018. No obstante, se encuentra un 51% por encima del valor de noviembre de 2015 (ver Gráfico 2.12). La evolución del tipo de cambio nominal bilateral del peso argentino con el dólar acompañó el movimiento de las principales monedas latinoamericanas.

**Gráfico 2.12 | Tipo de cambio real multilateral y bilaterales**



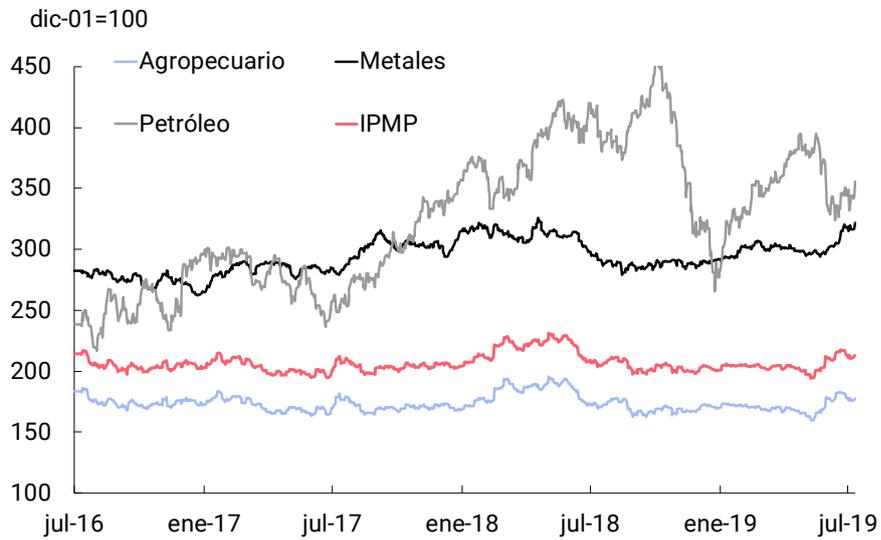
Fuente: BCRA

### 2.3 En el margen mejoraron ligeramente los precios de las exportaciones agrícolas argentinas

En el segundo trimestre del año los precios internacionales de las materias primas medidos en dólares<sup>5</sup> subieron ligeramente con respecto al trimestre previo –fundamentalmente desde fines de mayo–, debido principalmente a la evolución del agrupado de las materias primas agropecuarias y de los metales, mientras que los valores del petróleo crudo cayeron en el margen. Desde fines de mayo, los valores internacionales de los productos agrícolas se vieron impulsados por el retraso de la siembra estadounidense de maíz y de soja debido al exceso de humedad en los suelos. De todas formas, durante el segundo trimestre las cotizaciones de los principales agrupados de materias primas se mantuvieron en promedio por debajo de los niveles que tenían en igual período de 2018, implicando una caída de 9% i.a. en el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), el cual refleja la evolución de las principales materias primas de exportación de Argentina (ver Gráfico 2.13).

<sup>5</sup> De acuerdo con el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) publicado diariamente por el BCRA, que refleja la evolución de las principales materias primas de exportación de Argentina.

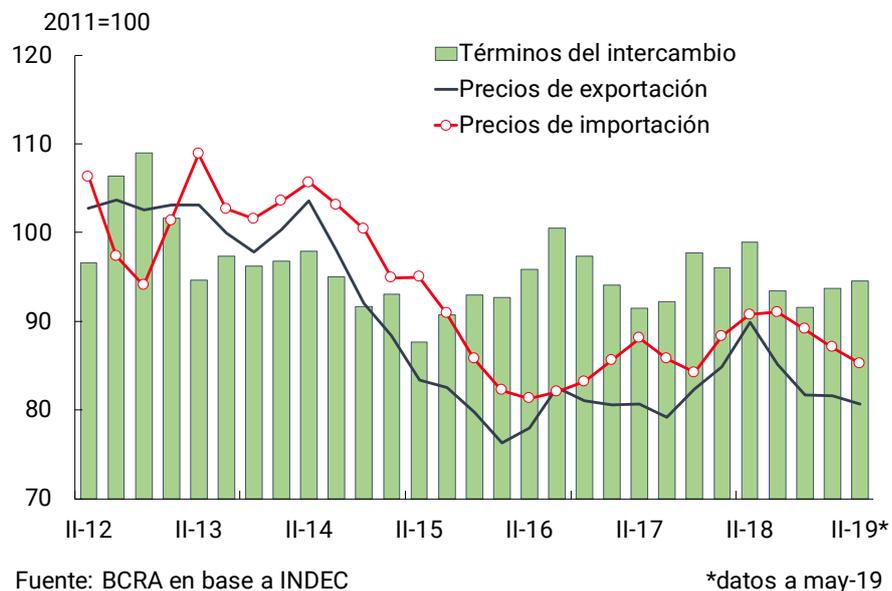
**Gráfico 2.13 | Índice de Precios de las Materias Primas**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Bloomberg

Los datos disponibles sobre el bimestre abril-mayo indican que se registró una caída de 1,2% en los precios de exportación de Argentina en relación con trimestre anterior debido fundamentalmente a la merma en las cotizaciones en dólares de los productos primarios en ese período (-6%). En tanto, los precios de importación mostraron una baja de 2,1% en igual período, con una fuerte incidencia de las reducciones en los precios en dólares de los bienes de capital importados y sus piezas. Como resultado, los términos de intercambio subieron ligeramente (0,9%) y se mantuvieron en torno al nivel promedio de los últimos 3 años (ver Gráfico 2.14). Se estima que a partir de junio los precios de exportación habrían comenzado a reflejar las mayores cotizaciones internacionales de los principales productos agrícolas.

**Gráfico 2.14 | Términos del Intercambio**



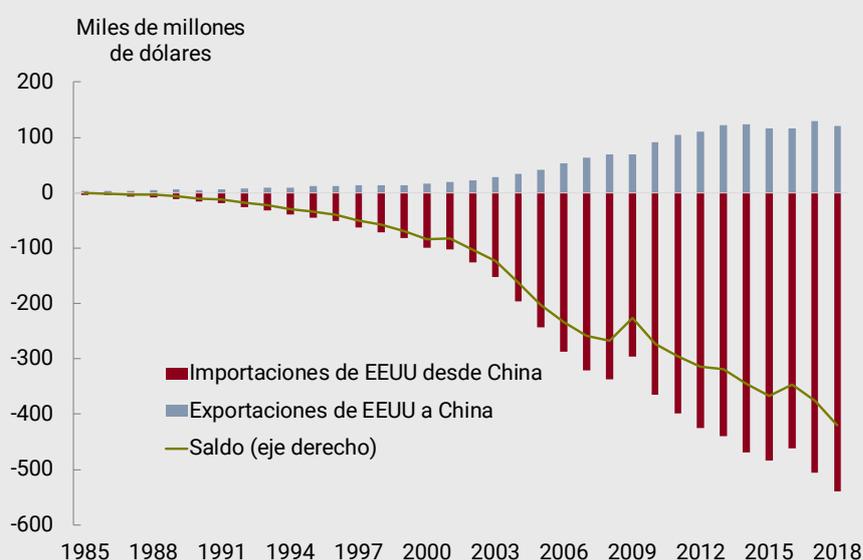
Fuente: BCRA en base a INDEC

En resumen, la desaceleración reciente del nivel de actividad mundial se generalizó a las principales economías desarrolladas y emergentes. En este contexto, tanto las economías avanzadas, al igual que las de emergentes están retomando un sendero de políticas monetarias más expansivas. Esto hace factible que continúen mejorando las condiciones globales de liquidez para emergentes, siempre y cuando, no sea mayor el efecto de la incertidumbre relacionada a las tensiones comerciales y geopolíticas, que termine en un *flight to quality*. Es por eso que el principal factor de riesgo del contexto internacional continúa siendo la profundización de las disputas comerciales entre los Estados Unidos y China.

## Apartado 1 / La guerra comercial entre Estados Unidos y China

El intercambio comercial entre Estados Unidos y China creció de manera sostenida en las últimas tres décadas, superando los US\$ 650 mil millones en 2018. El saldo ha sido siempre favorable al gigante asiático (Gráfico 1), llegando a representar un 48% del déficit total en el intercambio de bienes de la primera potencia mundial. Desde un primer momento, la administración norteamericana atribuyó este resultado a supuestas prácticas comerciales impropias por parte de China. Esta fue la justificación para que en julio de 2018 Estados Unidos comenzara a aplicar aranceles a una lista de productos chinos, la cual se fue ampliando en los meses siguientes (Tabla 1). China respondió de la misma manera, dando origen a la etapa más belicosa de llamada “Guerra Comercial” entre ambos países.

**Gráfico 1 | Comercio bilateral entre EEUU y China**



Fuente: US Census Bureau

Los productos hoy gravados por Estados Unidos representaban antes de la aplicación de aranceles alrededor de la mitad de las importaciones de China (250 mil millones de dólares). La respuesta China ha sido más quirúrgica. Si bien se anunciaron tarifas para productos que representaban unos US\$ 110 mil millones (alrededor del 80% de las importaciones de los Estados Unidos), solo una porción de estos productos está gravado a la tarifa máxima. Más aún, las importaciones de bienes difíciles de sustituir como aeronaves y algunos tipos de maquinarias y bienes intermedios siguen sin aranceles.

Un primer análisis del impacto de estas medidas sugiere una caída del comercio bilateral con efectos negativos para el comercio global. Desde agosto del año pasado se registra una fuerte caída interanual de las exportaciones de Estados Unidos a China. Si bien las importaciones tardaron más en responder, iniciaron el año 2019 con fuertes caídas interanuales, dando como resultado una reducción del déficit comercial bilateral (Gráfico 2). Al mismo tiempo, aunque tal vez no sea la única causa, el crecimiento del volumen de comercio internacional registra actualmente su peor desempeño desde la crisis financiera internacional. Cabe destacar

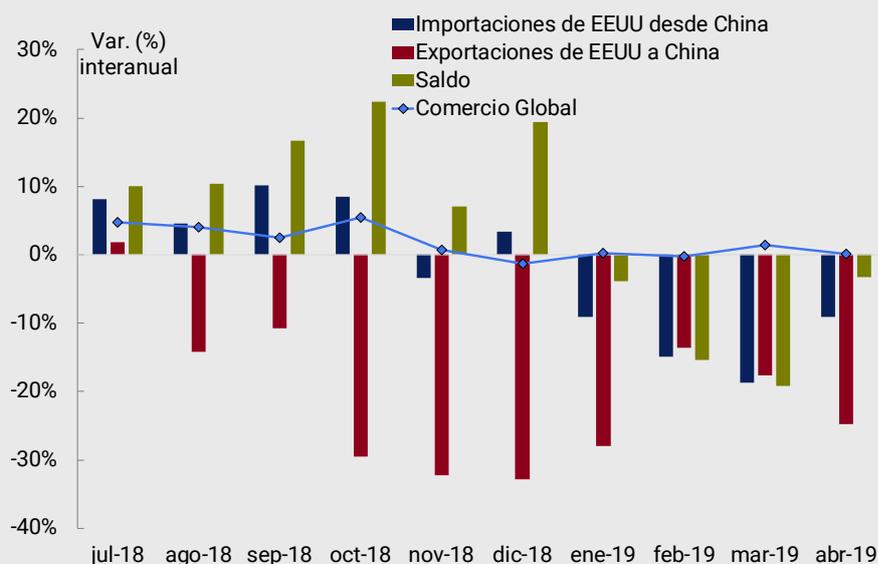
que el crecimiento del comercio internacional está muy vinculado a los indicadores de inversión y producción industrial, los cuales también vienen mostrando debilidad (ver el capítulo de Contexto Internacional). Teniendo en cuenta esto, no sorprende que más de 600 empresas norteamericanas hayan firmado recientemente una nota dirigida al presidente estadounidense advirtiendo que una nueva ronda de aranceles significaría la pérdida de 2 millones de puestos de trabajo y recortaría el PIB estadounidense en un punto porcentual.

**Tabla 1 | Cronograma de la aplicación de aranceles**

Fecha	Evento
Julio 2018	EEUU comienza a aplicar aranceles del 25% a alrededor de 800 productos chinos, mayormente bienes intermedios y de capital, que representan alrededor de 34 miles de millones de US\$. China replica aplicando aranceles del 25% a 545 productos, incluyendo commodities y automóviles (34 m.m. US\$).
Agosto 2018	EEUU extiende el arancel del 25% a 280 productos adicionales (16 m.m. US\$). China extiende el arancel del 25% a 300 productos adicionales (16 m.m. US\$).
Septiembre 2018	EEUU comienza a aplicar aranceles del 10% a productos por 200 m.m. de US\$. Un cuarto del total corresponde a bienes de consumo: teléfonos, computadoras, muebles, etc. Se anuncia que a partir de enero de 2019 el arancel a estos productos subirá al 25%. China responde con aranceles del 5% al 10% a productos que representan 60 m.m. de US\$.
Diciembre de 2018	En la reunión que los líderes de ambos países mantienen en Buenos Aires, EEUU decide postergar temporalmente los aumentos de aranceles que estaban previstos para enero de 2019.
Mayo de 2019	Se rompe el acuerdo de Buenos Aires, aplicándose el incremento del 10% al 25% a los aranceles que EEUU impuso en septiembre de 2018.
Junio de 2019	China sube el arancel al 25% a parte (36 m.m. de US\$) del comercio gravado en septiembre de 2018. También anuncia una reducción de aranceles para productos de países que compiten con EEUU.

Fuentes: Peterson Institute for International Economics y China Briefing

**Gráfico 2 | Variaciones interanuales del comercio bilateral y global**

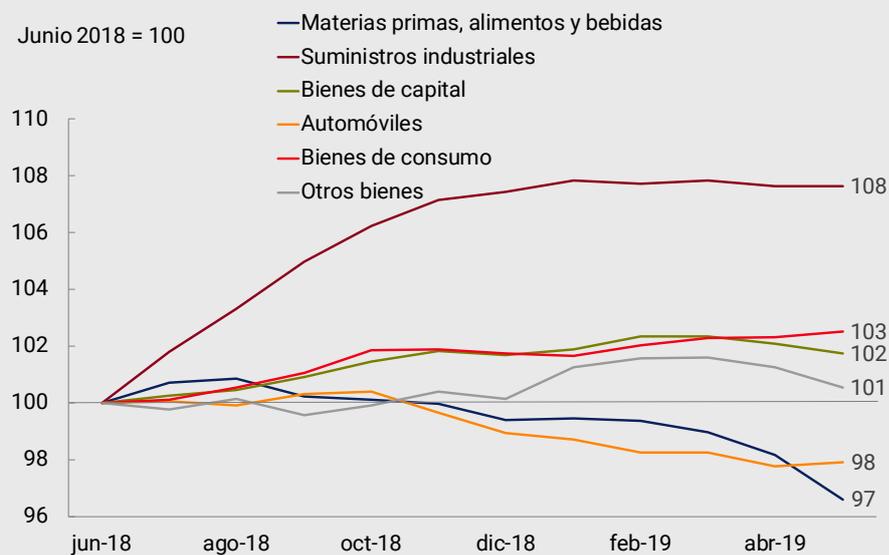


Fuente: US Census Bureau y Netherland Bureau for Economic Policy

Sin embargo, el resultado de la imposición de aranceles no ha resultado sólo en una destrucción de comercio, sino también en cierto redireccionamiento de los flujos de bienes hacia terceros países. Un reciente informe del [Council on Foreign Relations](#) indica que, si bien las exportaciones de Estados Unidos a China de petróleo y bienes industriales sufrieron una caída, esto no tuvo efectos significativos ni en la inversión ni en la producción de estos sectores, ya que la oferta pudo venderse en terceros países. Pero no sucedió lo mismo para la soja, la cual representa alrededor del 10% de las exportaciones de bienes de Estados Unidos a China. La imposición de aranceles a esta oleaginosa provocó el abrupto cierre del mercado chino para los productores estadounidenses y una fuerte caída del precio interno respecto al internacional, por la imposibilidad de direccionar los flujos de exportaciones a otros mercados. En efecto, el gobierno norteamericano se vio obligado a implementar un subsidio a los productores de soja para compensar el *shock* negativo sufrido. La demanda de soja por parte de China fue redirigida a países como Brasil y Argentina, aunque la sequía registrada durante la última campaña impidió a nuestro país aprovechar completamente esta situación.

Al analizar las exportaciones totales de Estados Unidos por principales rubros, se comprueba parcialmente lo anterior. Tomando como punto de referencia Junio de 2018, momento previo a la entrada en vigencia de los aranceles, se observa una caída en las exportaciones de materias primas, alimentos y bebidas, aunque también cayeron las exportaciones de automóviles. El resto de los rubros han registrado crecimiento en los valores exportados (Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Exportaciones de EEUU al mundo (acumulado últimos 12 meses)**



Fuente: United Census Bureau

El desvío de las compras de China hacia otros países se vio favorecido por el hecho de que, a la par de la imposición de aranceles a productos norteamericanos, se redujeron los aranceles a países productores de los mismos bienes. Un informe del [Peterson Institute for International Economics](#) indica que, para productos agropecuarios y de mar, los productores de EEUU vieron duplicar sus tarifas promedio, mientras que para productores de otros países las tarifas se redujeron entre 2 y 3 puntos porcentuales.

El gran interrogante es si estas reconfiguraciones en el comercio global perdurarán en el tiempo. Si bien en la reciente cumbre de Líderes del G20 desarrollada en Osaka, los presidentes norteamericano y chino acordaron reanudar las negociaciones, no hubo avances concretos y no puede descartarse una nueva escalada. En este sentido, es conveniente repasar potenciales escenarios con distinto impacto sobre países exportadores de commodities como la Argentina.

En primer lugar, podría ocurrir un acuerdo entre ambas potencias que no sólo vuelva a la situación inicial, sino que incluya objetivos cuantitativos destinados a corregir el desequilibrio comercial bilateral. Este hipotético acuerdo podría incluir, por ejemplo, que China aumente las compras de soja y otros commodities a los Estados Unidos, reduciendo la demanda hacia los demás exportadores, como Brasil y Argentina, produciéndose un desvío de comercio. De todas formas, el impacto final de un acuerdo de este tipo es difícil de anticipar, dependiendo de si Estados Unidos aumenta su producción de granos y oleaginosas o simplemente deja de abastecer otros mercados a los que se podría redirigir la oferta de los países sudamericanos.

Otro escenario a considerar es que los desvíos comerciales que se han ido observando continúen y se vuelvan permanentes. Esto puede ocurrir tanto en el caso de una continuidad de la guerra comercial como en el caso de un acuerdo que no alcance a reestablecer la confianza entre ambos países. En este último caso, ambos países podrían apuntar a reducir la interdependencia mutua diversificando sus fuentes de importación, de manera de reducir el impacto de un nuevo conflicto. De acuerdo al JP Morgan, parte de las cadenas globales de producción que hoy a abastecen a Estados Unidos desde China podrían mudarse a países como Vietnam.

Algunos analistas recuerdan que en 1973 Estados Unidos prohibió las exportaciones de soja a Japón durante una semana, período suficiente para que Japón decidiera comenzar a invertir en expandir la frontera agraria de Brasil, de manera de reducir la dependencia con Estados Unidos. ¿Seguirá China una estrategia similar? Por su parte, Estados Unidos es muy dependiente de las importaciones de tierras raras<sup>6</sup> desde China, las cuales no representan un monto muy significativo, pero son clave para industrias sensibles como la nuclear y militar. Si bien existen otros países de donde Estados Unidos podría abastecerse (se mencionan Burundí y Malawi como alternativas), poner en producción los yacimientos de estos minerales requiere tiempo y cuantiosas inversiones.

Un escenario aún más disruptivo fue planteado recientemente por el ex vice canciller alemán Joschka Fischer, quien sostiene que se está asistiendo al inicio de una disputa por la hegemonía global que excede las cuestiones meramente comerciales. Esto puede observarse tanto en el fortalecimiento de discursos nacionalistas en ambos países, como en las disputas por el liderazgo tecnológico (por ej. caso Huawei) y en el creciente desacuerdo respecto a la política de una única China (rumores de venta de armas de Estados Unidos a Taiwán y de apoyo a las protestas en Hong Kong). De acuerdo a Fischer, luego de tres décadas de un mercado global único gobernado bajo las reglas de la Organización Mundial del Comercio, el mundo se dirige nuevamente a la separación entre dos esferas de influencia económica, donde los países pequeños pueden verse forzados a tener que elegir entre una de ellas. Sin lugar a dudas, este es el peor escenario al que podrá enfrentarse la economía global y nuestro país en particular.

---

<sup>6</sup> Las tierras raras son una serie de elementos químicos que se encuentran en la corteza terrestre vitales para muchas tecnologías modernas, dadas ciertas propiedades distintivas originadas en su estructura atómica. Hay 17 elementos que se consideran elementos de tierras raras, que no son tan raros como su nombre indica, simplemente son difíciles de extraer y generalmente no se acumulan en minerales.

### 3. Actividad económica

Durante el segundo trimestre la actividad económica retomó la recuperación iniciada en diciembre que había sido transitoriamente interrumpida en marzo. Al impacto positivo sobre la actividad de la cosecha agrícola récord y la movilización de recursos asociados con Vaca Muerta, se sumó un incremento de la confianza de los consumidores. La demanda interna se recuperó en un marco de mejores condiciones financieras internacionales y menor volatilidad cambiaria. El REM estima una suba de 0,7% s.e. trimestral para el segundo trimestre de 2019. El Índice Líder de Actividad (ILA-BCRA) de mayo alcanzó todos los criterios necesarios para confirmar que la actividad entraría en una fase expansiva.

Para lo que resta del año, el consumo privado se recuperará a partir de la mejora de los ingresos de las familias en combinación con los programas implementados por el Gobierno Nacional que tenderán a impulsar el gasto. A nivel sectorial, al desempeño favorable del agro y la producción de gas y petróleo se suman las perspectivas de crecimiento en otras actividades productoras de bienes y servicios transables a partir de un tipo de cambio real más elevado y la apertura de nuevos mercados. La visión de una recuperación de la economía es compartida por los analistas del REM que proyectan el inicio de una fase expansiva durante 2019 y crecimiento para 2020.

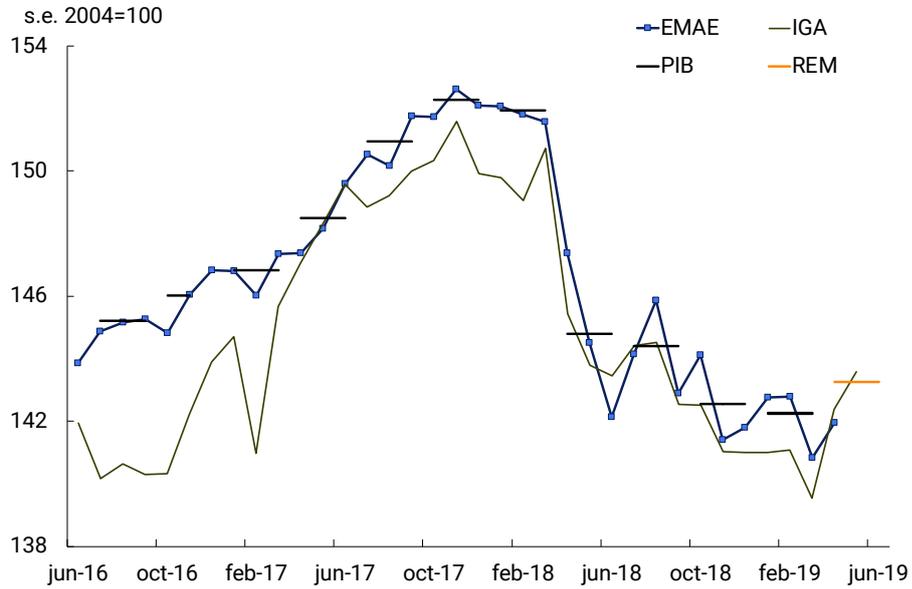
#### 3.1 Durante el segundo trimestre se evidenciaron signos de recuperación de la economía

En el primer trimestre de 2019 el PIB se contrajo 0,2% trimestral s.e. y 5,8% respecto de igual período del año anterior. El resultado estuvo en línea con lo previsto por los analistas de mercado del REM de mayo y por debajo de lo esperado en la última Predicción Contemporánea del PIB (0,5% s.e; PCP-BCRA). La leve contracción del primer trimestre se explicó por una fuerte caída transitoria de la actividad en marzo, asociada a la mayor volatilidad cambiaria, que interrumpió la recuperación que había comenzado en diciembre.

Durante el segundo trimestre, el BCRA introdujo algunas modificaciones al régimen monetario-cambiario (ver Capítulo Política Monetaria) que contribuyeron a reducir la volatilidad del tipo de cambio y a mejorar las condiciones financieras. En ese contexto de menor incertidumbre, el Poder Ejecutivo implementó hacia fines de abril una serie de medidas que apuntalaron el gasto de las familias, cuyo impacto se prolongará más allá del segundo trimestre (ver recuadro).

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró una recuperación en abril (0,8% s.e.), recortando la retracción interanual a 1,3% y dejando un arrastre estadístico cercano a cero para el segundo trimestre. Los primeros indicadores disponibles de mayo y junio permiten afirmar que la actividad habría crecido durante el segundo trimestre. En el mismo sentido, la mediana de las estimaciones del REM de junio se ubicó en 0,7% de crecimiento trimestral desestacionalizado. Si bien la última Predicción Contemporánea del PIB (PCP-BCRA) arroja todavía una caída de 0,56% trimestral s.e. (ver Gráfico 3.1), se espera que la incorporación de nuevos datos cambie el signo de la proyección.

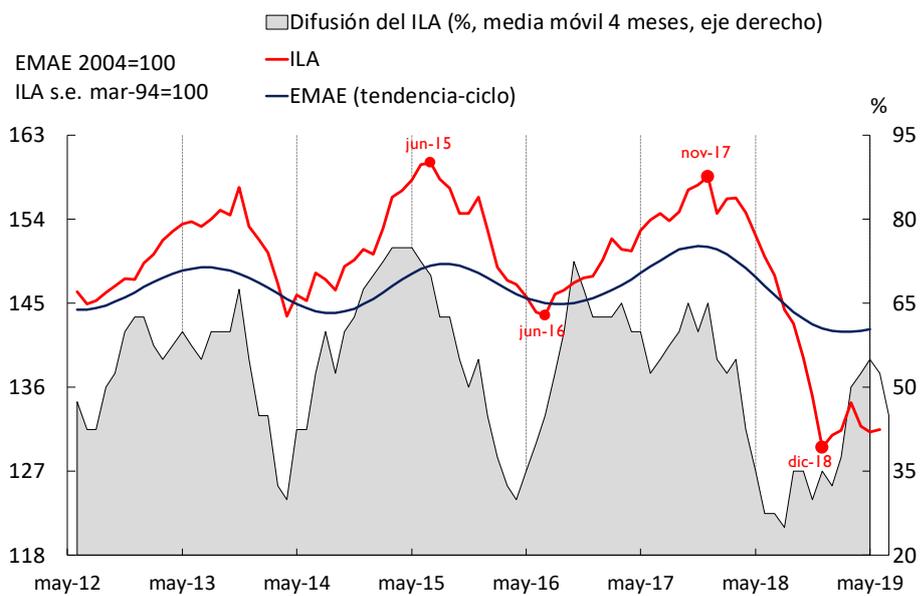
**Gráfico 3.1 | Actividad económica**



Fuente: INDEC y O.J. Ferreres

De acuerdo al Indicador Líder de la Actividad (ILA), en mayo se cumplieron todos los criterios necesarios para confirmar que la actividad habría entrado en una fase expansiva. La difusión y la profundidad superaron los umbrales requeridos para asegurar la existencia de un punto de giro en el ILA en noviembre de 2018. De esta manera el ILA anticipó al valle del EMAE que se hallaría probablemente en marzo de 2019 (ver Gráfico 3.2).

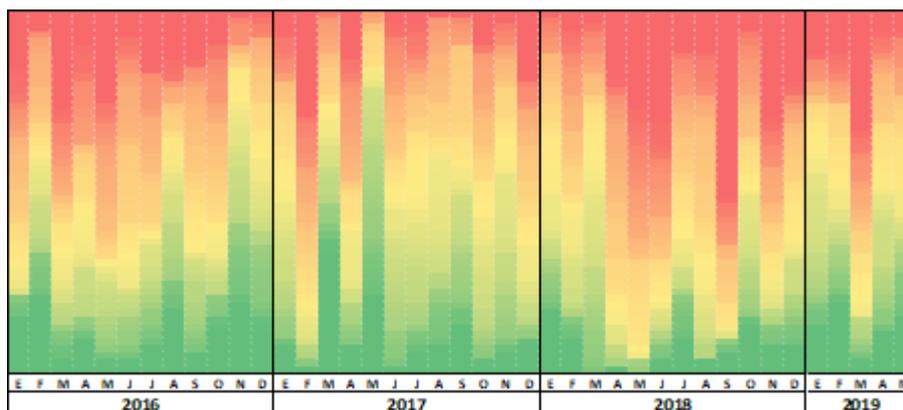
**Gráfico 3.2 | Indicador Líder de la Actividad (ILA) del BCRA**



Fuente: BCRA en base a INDEC, AFIP, Cámaras Sectoriales, Bloomberg, UTDT.

La difusión e intensidad del crecimiento de un conjunto amplio de indicadores de actividad aporta evidencia en el mismo sentido que el ILA-BCRA<sup>7</sup>. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, desde diciembre —a excepción de marzo— el crecimiento de este grupo de variables ha sido más difundido e intenso (las áreas rojas se redujeron y se intensificaron las verdes; ver Gráfico 3.3.).

**Gráfico 3.3 | Intensidad y difusión sectorial del crecimiento de la actividad**

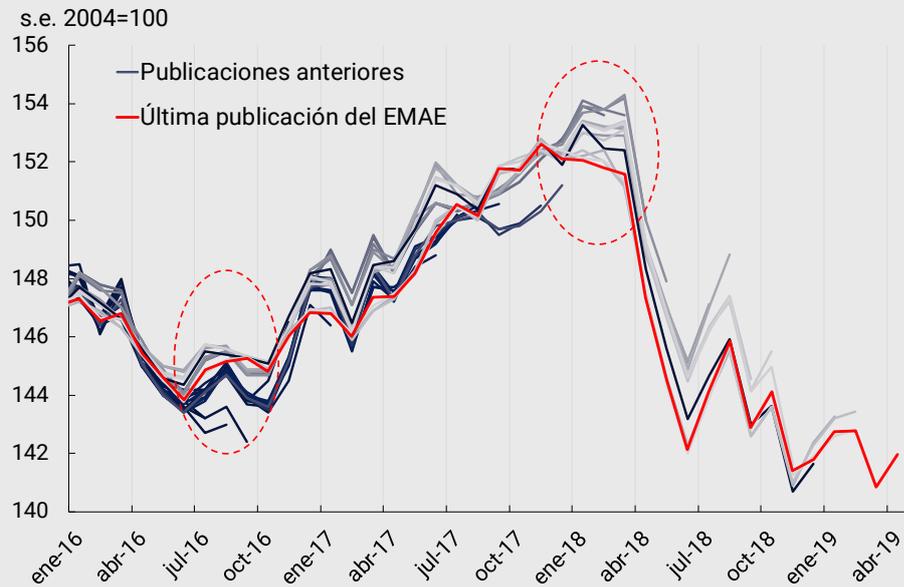


#### **Recuadro: Correcciones en las series desestacionalizadas.**

La incorporación de nuevos datos a la serie original modifica la serie sin estacionalidad como consecuencia de las características propias de los métodos utilizados para descartar el componente estacional. Estas correcciones suelen ser más importantes en los puntos de giro de la serie, afectando incluso el signo de la variación de la serie sin estacionalidad. Este fenómeno estuvo presente en la serie del EMAE durante el tercer trimestre de 2016 y el primero de 2018, que son los últimos dos puntos de giro registrados de la misma hasta el momento (ver Gráfico 3.4). Las primeras publicaciones del EMAE correspondientes al tercer trimestre de 2016 indicaban que la economía continuaba atravesando una fase recesiva. Con la incorporación de nuevos datos, la variación del EMAE sin estacionalidad pasó de una caída de 0,9% a una suba de 0,3% en dicho período. En contraste, durante el primer trimestre de 2018, la variación del EMAE sin estacionalidad pasó de un incremento de 1,1% (primera publicación) a una caída de 0,2% (última publicación).

7 Para evaluar la intensidad del crecimiento de la actividad se calcularon las variaciones mensuales desestacionalizadas de 51 indicadores de actividad (ver IPOM Abril 2019) correspondientes al mes de mayo. A cada variación se le sustrajo el promedio observado desde 2004 y se lo dividió por su volatilidad histórica. Las variaciones estandarizadas o normalizadas se presentan ordenadas de menor a mayor en el gráfico de tipo "mapa de calor" o *heatmap*, donde la intensidad del color verde (rojo) define un crecimiento (caída) más marcado.

**Gráfico 3.4 | Correcciones mensuales del EMAE**



Fuente: BCRA en base a INDEC.

Diversos indicadores de consumo y actividad analizados en el presente IPOM vienen mostrando una recuperación desde diciembre de 2018. Se prevé que la serie sin estacionalidad del EMAE del primer trimestre de 2019 se pueda ir revisando al alza con la incorporación de nuevas observaciones a la serie original.

### 3.1.1 La demanda interna comenzó a recuperarse

Durante el primer trimestre de 2019 la demanda interna continuó deteriorándose, aunque desaceleró su caída (-1,6% trimestral s.e.) por la suba del consumo público (2,0% s.e.) y el fuerte recorte en la contracción de la inversión<sup>8</sup> (-0,9% s.e.). El consumo privado tuvo otra caída significativa (-2,5% s.e.).

Las exportaciones netas tuvieron un aporte levemente positivo a la variación trimestral desestacionalizada del PIB del primer trimestre (0,5 puntos porcentuales—p.p.—) como resultado de la reducción de las importaciones (-1,7% s.e.) —explicada por el desempeño de demanda interna— y de una leve suba de las exportaciones (0,3% s.e.). Por último, la variación de stocks y la discrepancia tuvieron una contribución positiva a la variación trimestral desestacionalizada del PIB (1 p.p.; ver Tabla 3.1).

<sup>8</sup> El INDEC mide la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) como el valor total de las adquisiciones de activos fijos que se utilizan en la producción durante más de un año. La FBCF se compone por el Equipo durable de producción y la Construcción.

**Tabla 3.1 | Variaciones trimestrales del PIB y contribuciones de sus componentes**

	var. % trimestral desestacionalizada					var. % interanual				
	I-18	II-18	III-18	IV-18	I-19	I-18	II-18	III-18	IV-18	I-19
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,8</b>
<b>Demanda interna</b>	0,7	-4,2	-4,7	-3,8	-1,6	5,9	0,2	-6,5	-12,0	-12,0
<b>Consumo privado</b>	1,6	-3,9	-4,1	-2,7	-2,5	4,7	0,0	-5,4	-9,4	-10,5
<b>Consumo público</b>	-2,4	-0,7	-1,7	-0,6	2,0	-1,2	-2,3	-4,2	-5,3	-0,2
<b>Inversión*</b>	-0,2	-7,4	-8,7	-10,2	-0,9	15,8	2,5	-11,7	-24,4	-24,6
<b>Exportaciones netas**</b>	1,8	-0,9	3,4	5,4	0,5					
<b>Exportaciones</b>	6,4	-13,3	3,8	12,0	0,3	6,3	-9,4	-6,2	7,8	1,7
<b>Importaciones</b>	-1,6	-5,9	-8,8	-10,7	-1,7	15,4	4,2	-10,2	-24,6	-24,6
<b>Var. de stocks y discrepancia**</b>	-2,8	0,8	1,5	-2,7	1,0					

\*FBCF

\*\*Contribuciones a la variación del PIB. Se calculan multiplicando la variación % de cada componente por su participación en el PIB en el periodo anterior.

Fuente: INDEC

El Consumo privado registró una nueva caída durante el primer trimestre de 2019 a pesar de que varios indicadores parciales mostraron una mejora. Entre ellos se destacan el crecimiento de los volúmenes de ventas en shoppings (2,5% s.e.), las ventas de autos nacionales (11,6% s.e.) y el otorgamiento neto de préstamos al consumo (22,6%) (ver Tabla 3.2).

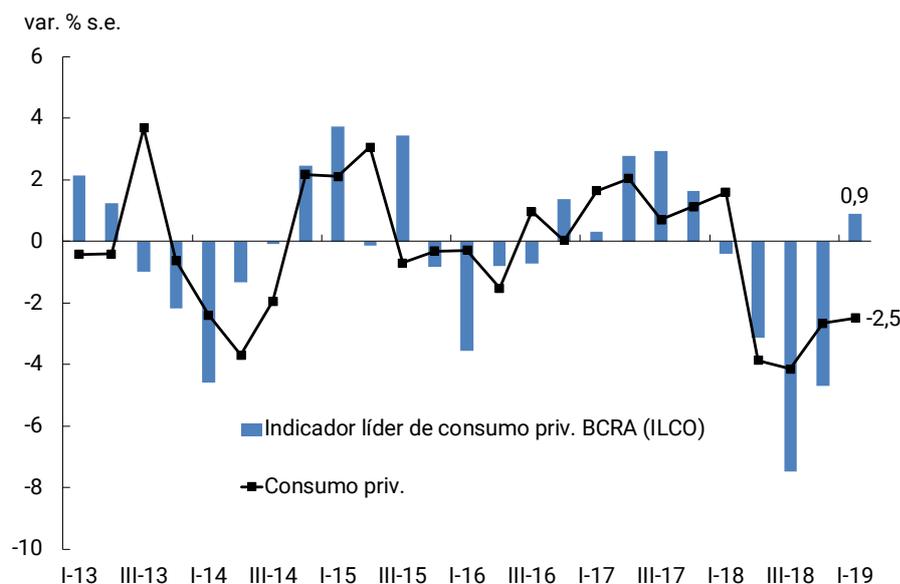
**Tabla 3.2 | Indicadores parciales de Consumo privado**

var. % s.e.	I-18	II-18	III-18	IV-18	I-19
Ventas en supermercados	-0,3	-0,9	-4,2	-5,8	-1,5
Ventas en shoppings	3,1	0,0	-9,7	-9,6	2,5
Ventas en comercios minoristas	-0,5	-4,6	-5,8	-3,5	1,0
IVA bruto	3,8	0,9	-0,6	0,3	1,0
Ventas autos nacionales	8,0	-17,3	-41,4	-2,1	11,6
Préstamos con tarjetas	1,0	9,1	-3,4	-5,9	-6,0
Otros préstamos al consumo	-0,6	-16,5	-32,7	-44,4	22,9
ICC CABA	-13,2	-12,5	-8,0	-1,2	-4,8
Importaciones bienes consumo	-1,0	-4,8	-4,4	-16,5	-9,0
Hoteles y restaurantes	-0,6	-1,6	-1,0	0,1	0,7
Egresos por turismo	8,6	-14,0	-32,9	-18,6	19,7

Fuente: BCRA en base a INDEC, CAME, AFIP, ADEFA y UTDT

El Líder del consumo del BCRA subió en el primer trimestre. Este indicador suele anticipar los puntos de giro del Consumo privado del INDEC por lo que permite esperar una recuperación en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.5). Para lo que resta del año la recuperación prevista de los ingresos junto con las medidas anunciadas por el gobierno (ver recuadro Medidas para fomentar el consumo) prevén buenas perspectivas para el consumo.

**Gráfico 3.5 | Consumo privado e Indicador Líder del BCRA**



Fuente: BCRA en base a UTDT, ADEFA, AFIP e INDEC

Algunos datos relativos al consumo de las familias del segundo trimestre mostraron un mejor desempeño. El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad Di Tella a nivel nacional (ICC-UTDT) subió 5,8 p.p. entre marzo y junio (2,5 p.p. trimestral en promedio), la recaudación de IVA bruto (DGI + DGA) aumentó 4,5% s.e.<sup>9</sup> y las cantidades importadas de bienes de consumo durante el bimestre abril-mayo se incrementaron en promedio 0,8% s.e. con respecto al primer trimestre.

La recuperación prevista de los ingresos junto con las medidas anunciadas por el Gobierno nacional (ver Recuadro Medidas para fomentar el consumo) impulsarán el consumo durante lo que resta del año.

### Recuadro: Medidas para fomentar el consumo

Durante el segundo trimestre de 2019, el Gobierno Nacional llevó adelante distintas medidas para fomentar el consumo privado por un monto aproximado de 0,8% del PIB. El impacto pleno de estas medidas se registrará entre el tercer y cuarto trimestre de 2019.

Los planes tienen distintas finalidades como la compra de viviendas (PROCREAR), automóviles (Junio 0KM), electrodomésticos (Ahora12) y gastos personales (ANSES) el objetivo principal de estos programas es mejorar el consumo de los hogares.

<sup>9</sup> Una parte de esta suba se explica por la suba de la alícuota de las percepciones del IVA DGA (Resolución General 4461/2019).

La línea de créditos que otorga la ANSeS<sup>11</sup>, es un programa de préstamos personales para jubilados, pensionados y quienes cobran Asignaciones por Hijo. Los montos van desde los \$5.000 hasta \$200.000 en los dos primeros casos mientras que los designados para los beneficiarios de AUH se encuentran en un rango de los \$1.000 hasta \$12.000. El ANSES estima que otorgará créditos por \$ 124.000 millones hasta fin de año, es decir 0,6% del PIB.

Con el objetivo de "fomentar el consumo y la producción nacional de bienes y de servicios", se lanzaron los programas de compras en cuotas denominados Ahora 3, Ahora 6, Ahora 12 y Ahora 18. Las tasas para todas las tarjetas emitidas por los bancos son del 20%, lo que representa un descenso de 25 puntos porcentuales respecto a la tasa anterior del programa (45%) con vigencia del 1° de junio hasta el 31 de diciembre<sup>12</sup>. El financiamiento otorgado podría alcanzar a 0,2% del PIB en la segunda mitad del año.

El lanzamiento de una nueva fase del Plan Procrear permite el acceso al crédito para compra de vivienda, nueva o usada, para uso familiar y de ocupación permanente<sup>14</sup>. Esta línea de créditos resulta clave en segmentos de la población que presentan necesidades habitacionales o de mejoras significativas en sus viviendas.

Para incentivar las ventas de automóviles, el plan Junio 0km<sup>15</sup> tiene bonificaciones que rondan los \$50.000 y \$90.000, de acuerdo con el precio del automóvil elegido. Adicionalmente, la Ciudad de Buenos Aires y la Provincia de Buenos Aires reducirán el impuesto a los sellos (a unidades de menos de \$750.000) que se cobra con el patentamiento<sup>16</sup>. El costo fiscal de este programa sería parcialmente compensado por la recaudación impositiva derivada de la venta de una mayor cantidad de automóviles. Las distintas medidas mencionadas podrían alcanzar en su conjunto alrededor de 0,8 p.p. del PIB (ver Tabla 3.3).

**Tabla 3.3. Estimación de los montos máximos involucrados en los diferentes programas como porcentaje del PIB de 2019**

Medida	% del PIB anual
1. Préstamos ANSeS	0,6
2. Ahora 12	0,2
3. Reapertura PROCREAR	0,03
4. Plan Junio 0 km	0,01
<b>TOTAL</b>	<b>0,84</b>

11 La Anses tiene presupuestado desembolsar hasta 124.000 millones de pesos, hasta el 25 de junio, la Anses llevaba otorgados 55.367 millones de pesos. 12 Entre enero 2016 y abril 2019, el programa facturó aproximadamente \$352.000 millones en un total de 114 millones de operaciones. Actualmente, se encuentran adheridos 262.803 comercios de todo el país.

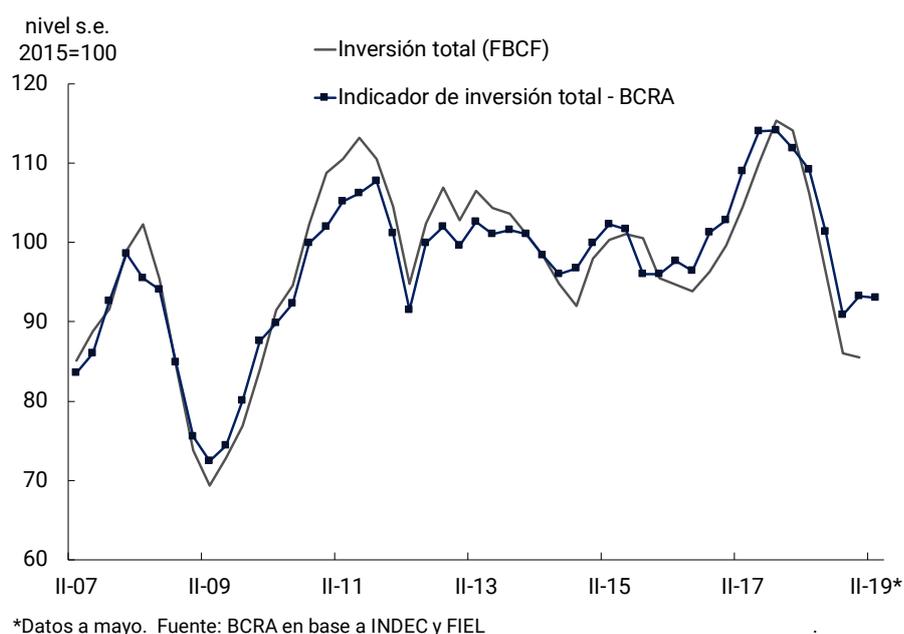
14 El crédito hipotecario es otorgado por alguno de los bancos participantes (Banco Nación, Banco Provincia o Banco Ciudad) y el Estado Nacional aporta un subsidio de hasta 18.000 UVAs (\$ 674.000 pesos). El plazo de pago es de hasta 30 años para viviendas con un valor máximo de 140.000 UVAs.

15 El programa se prorrogó a julio de 2019 denominándose Julio 0km.

16 Hasta los \$750.00 el descuento final será de \$50.000 por unidad. Desde ese monto, y hasta aproximadamente los \$2 millones -límite final sobre el cual comienza a pagarse el impuesto interno o impuesto al lujo-, la bonificación será de \$90.000. El descuento es para la compra de autos 0 km en efectivo o financiado, pero no para los adquiridos mediante planes de ahorro

Con respecto a la inversión, se recortó considerablemente la caída observada en el último trimestre de 2018 (-10,2% s.e.). La contracción de 0,9% s.e. en el primer trimestre se explicó por una fuerte disminución del gasto en Equipamiento durable de producción (-5,8% s.e.) que fue atenuada por un aumento de la Construcción (3,6% s.e.). Con datos parciales del segundo trimestre, el indicador de inversión-BCRA –que se había recuperado levemente en el primer trimestre– se mantuvo estable (ver Gráfico 3.6).

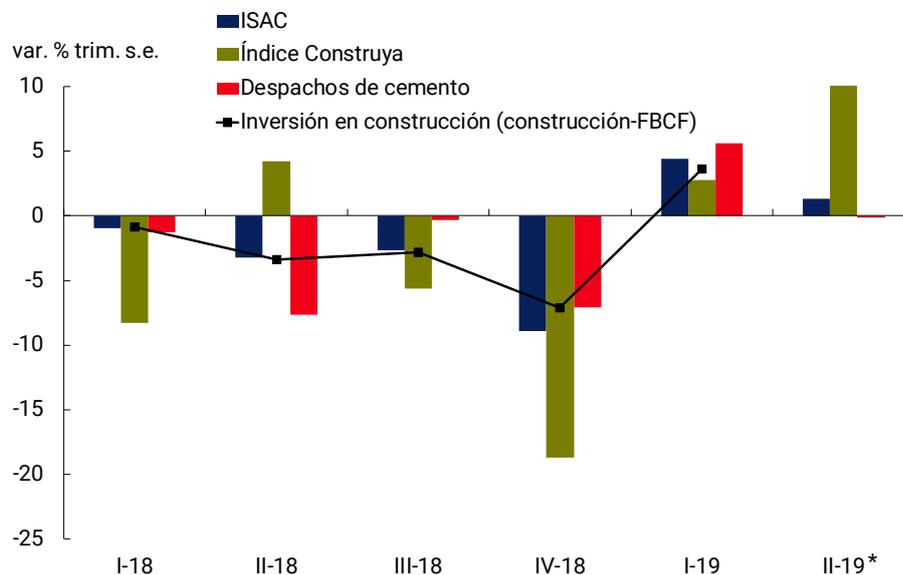
**Gráfico 3.6 | Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) - Inversión**



El componente de Construcciones de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) del INDEC mostraría una nueva suba durante el segundo trimestre de 2019. El Índice Construya, que mide las ventas de los principales insumos de la construcción, aumentó 9,4% entre abril y mayo respecto al primer trimestre de 2019, en tanto que el sector Construcción del EMAE –indicador que pondera la demanda de los principales materiales de la construcción y la mano de obra involucrada<sup>18</sup>– creció en abril 0,8% s.e. con respecto al primer trimestre de 2019 (ver Gráfico 3.7).

18 La estimación de la actividad se basa en la evolución del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) y del número de ocupados del sector en el SIPA-AFIP. Estos indicadores se utilizan para extrapolar el Valor Agregado sectorial en forma ponderada de acuerdo a las participaciones del excedente y de las remuneraciones a los asalariados e ingreso mixto, respectivamente.

**Gráfico 3.7 | Indicadores de Construcción**



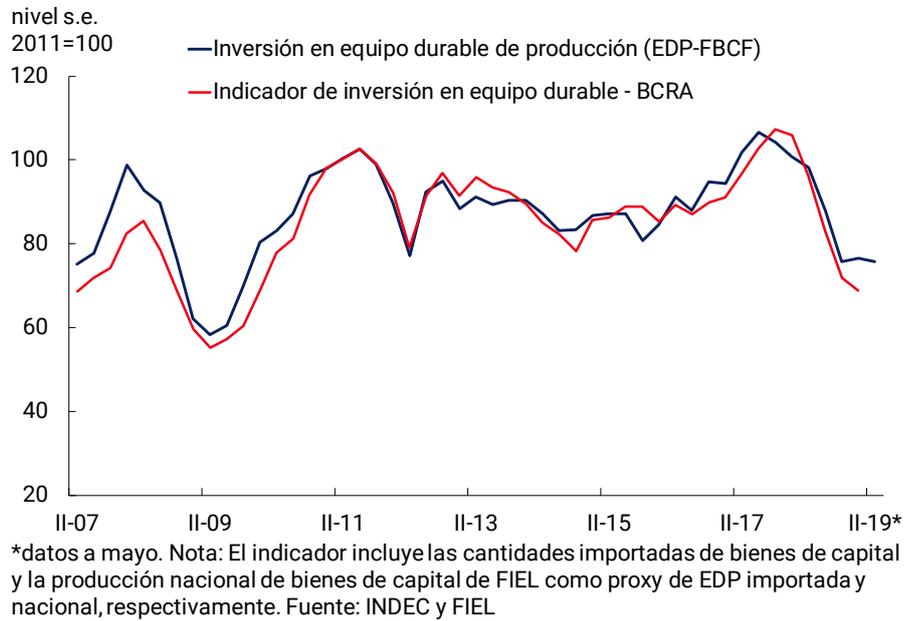
\*Datos a mayo. Fuente: INDEC, Grupo Construya y AFCEP.

El buen desempeño de la construcción se explicó tanto por la reactivación de obras privadas como por el mayor ritmo de ejecución de obras públicas. El mayor dinamismo de las obras privadas se desprende de la evolución de los insumos típicamente utilizados en este tipo de construcciones, como Pisos y revestimientos cerámicos (+9,5% s.e. entre abril y mayo respecto del primer trimestre) y Yeso (+5,3% s.e. en el mismo lapso). En cuanto a la obra pública, según los datos de Construar<sup>19</sup>, los montos involucrados en los llamados a licitación pública (de los Estados nacional, provinciales y municipales) subieron 61% i.a. en términos nominales en el primer trimestre de 2019 cifra que deflactada por el Índice del Costo de la Construcción del INDEC significó un incremento de 11,1% i.a. en términos reales.

El Indicador de Inversión en Equipo Durable del BCRA se mantuvo estable durante abril y mayo respecto al trimestre anterior. La mejora en la demanda de equipamiento importado fue compensada por la caída de la producción nacional de bienes de capital relevada por FIEL –que tiene una elevada correlación con la inversión en equipamiento de origen nacional (ver Gráfico 3.8).

<sup>19</sup> <http://www.construar.com.ar/2019/04/construar-informe-de-la-obra-publica-marzo-2019/>.

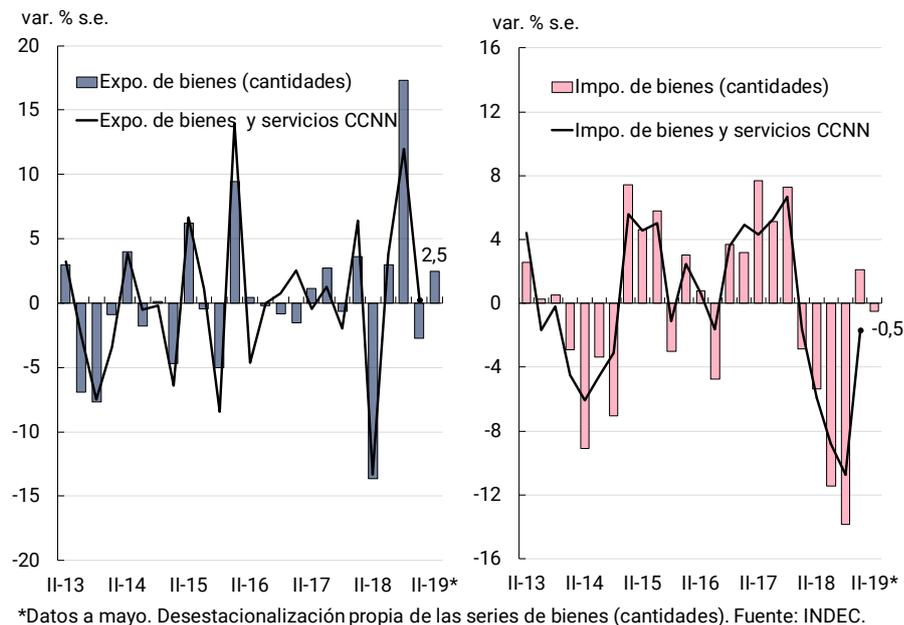
**Gráfico 3.8 | Indicadores de inversión en equipamiento durable de producción**



### 3.1.2 En el segundo trimestre las exportaciones de bienes fueron impulsadas por el sector agrícola

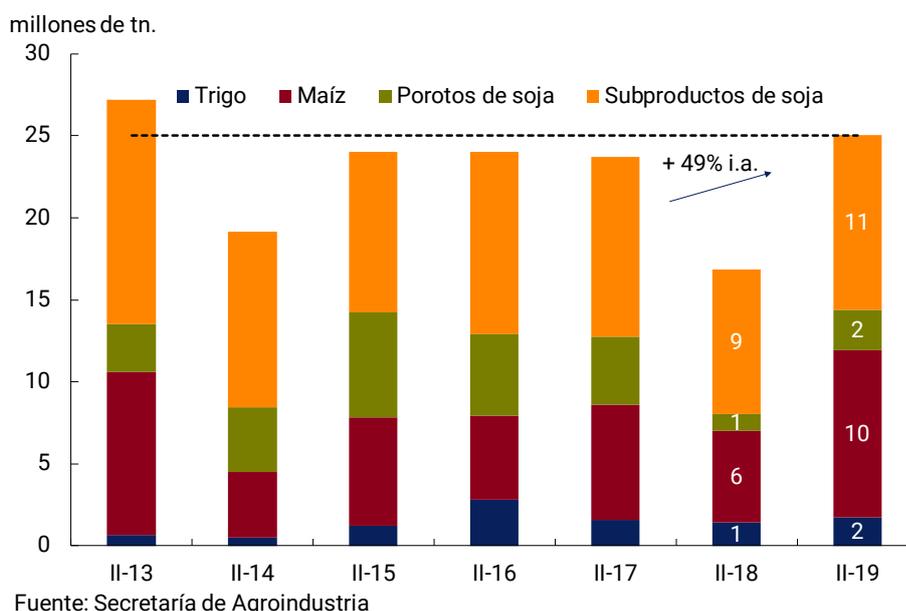
En el primer trimestre de 2019 las exportaciones reales de bienes y servicios mostraron un leve crecimiento (0,3% trimestral s.e. y 1,7% i.a.) mientras que las importaciones volvieron a retroceder (-1,7% s.e. y -24,6% i.a.), compensando parcialmente la retracción de la demanda interna. La leve mejora las exportaciones totales fue explicada por las mayores exportaciones de servicios, en particular viajes, que más que compensaron la baja de las exportaciones de bienes en el trimestre (ver Gráfico 3.9).

**Gráfico 3.9 | Comercio exterior de bienes y servicios**



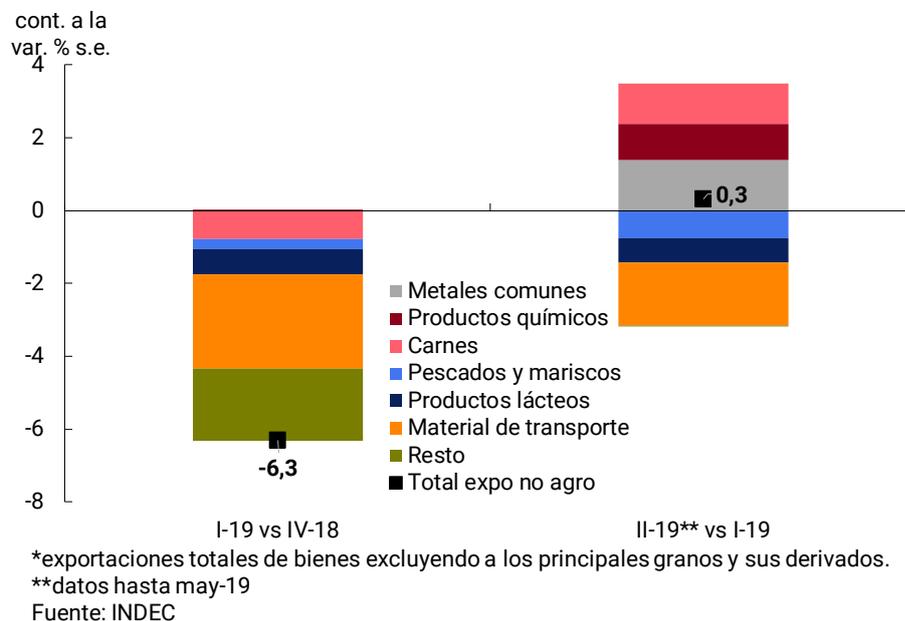
En el bimestre abril-mayo de 2019 las exportaciones de bienes se elevaron 2,5% s.e. respecto del trimestre anterior. Sobre este desempeño incidieron en mayor medida los envíos de cereales (22% s.e.) y de subproductos de soja (6% s.e.). Los datos adelantados de embarques sugieren que el buen desempeño de los productos vinculados a la cosecha récord se sostuvo en junio. El total embarcado de los principales granos y sus derivados se incrementó 47% i.a. en el segundo trimestre, alcanzando el acumulado más alto desde el II-13 (ver Gráfico 3.10).

**Gráfico 3.10 | Principales granos y derivados de soja. Tonelaje embarcado**



En el período abril-mayo de este año las exportaciones no agrícolas se elevaron apenas un 0,3% s.e. luego de un negativo primer trimestre en el que cayeron de forma difundida. De todas maneras, se ubicaron 1,7% por encima del año pasado y acumulan una suba desestacionalizada de 27% respecto del mínimo de dic-15. Los sectores que mostraron una recuperación de las exportaciones durante el segundo trimestre respecto al anterior fueron: metales comunes (22% s.e.; 27% i.a.), carnes (19% s.e.; 33% i.a.) y productos químicos (10% s.e., 2% i.a.). Por el contrario, las ventas externas de material de transporte terrestre, de productos lácteos y de pescados y mariscos se redujeron por segundo trimestre consecutivo y se ubicaron en niveles inferiores a los del mismo período de 2018 (ver Gráfico 3.11).

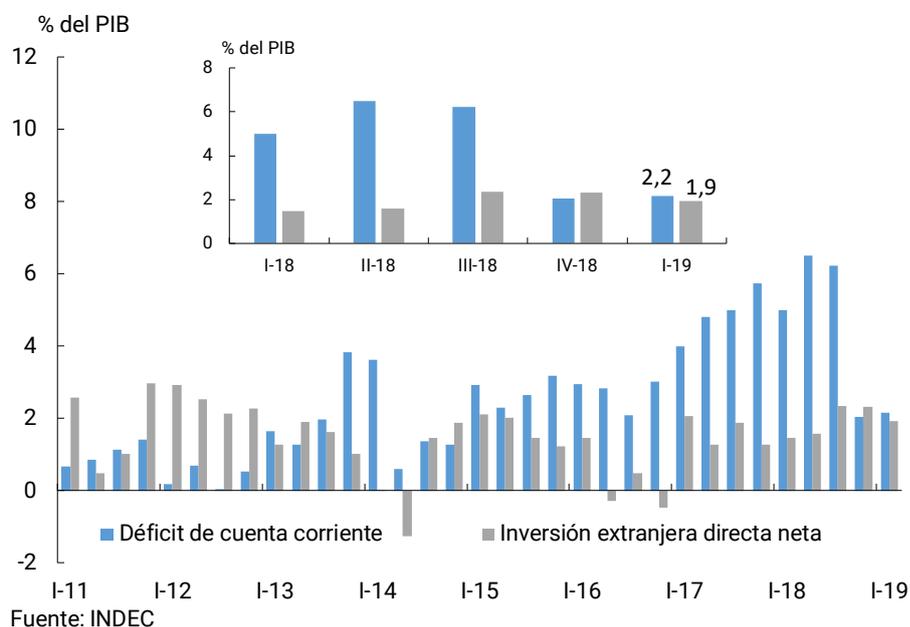
**Gráfico 3.11 | Exportaciones no agrícolas\*. Cidades exportadas s.e.**



Por su parte, en el bimestre abril-mayo las cantidades importadas registraron una ligera caída (-0,5% s.e. con respecto al primer trimestre), explicada por el arrastre negativo que dejó el dato de marzo (-6,5% s.e.). Tanto en abril como en mayo se evidenciaron subas mensuales (5,3% s.e. y 2,1% s.e., respectivamente). A nivel desagregado, se destacaron por su incidencia las compras de piezas y accesorios para bienes de capital (12% s.e.) e insumos químicos (8% s.e.). A pesar de este incremento reciente, en mayo los volúmenes adquiridos se ubicaron 31% s.e. por debajo del máximo anterior alcanzado en nov-17.

De esta evolución de los flujos comerciales de bienes en el segundo trimestre se desprende la continuidad del proceso de corrección de las cuentas externas de la economía argentina que comenzó en el segundo semestre de 2018. La suba del tipo de cambio real durante 2018 permitió que por primera vez desde 2014 la economía argentina inicie el año con un déficit de cuenta corriente desestacionalizado y anualizado en torno al 2%, un nivel similar a los ingresos netos anuales de inversión extranjera directa que recibe Argentina (ver Gráfico 3.12).

**Gráfico 3.12 | Cuenta corriente e inversión extranjera directa (valores s.e. anualizados)**



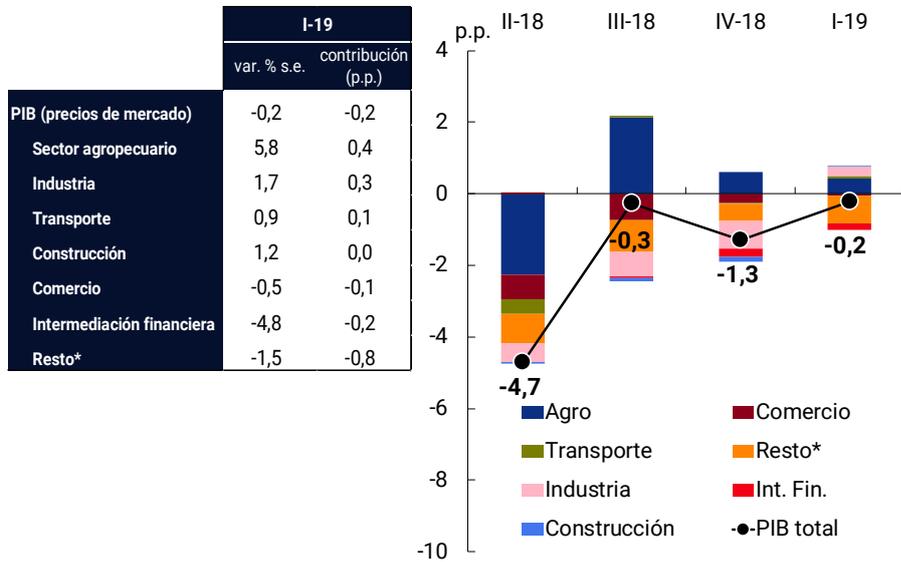
Para lo que resta del año se espera que las exportaciones continúen siendo traccionadas fundamentalmente por el sector agrícola. Luego de una cosecha récord, en el segundo semestre se concretaría el 73% de las exportaciones de porotos de soja, el 60% de las ventas de subproductos y el 44% de los envíos de maíz estimados para 2019 (ver apartado Cosecha Agrícola). Por su parte, se estima que, luego de haber encontrado un piso en marzo, las importaciones consoliden una reactivación, en la medida que lo demande la actividad económica.

### 3.1.3 Los principales sectores de la economía continúan recuperándose

La leve caída de la economía durante el primer trimestre (-0,2% s.e.) se explicó por la caída transitoria de la actividad en marzo y se concentró en sólo cuatro de los dieciséis sectores del PIB. Un conjunto de importantes actividades –Agro, Industria, Construcción, Explotación de Minas y Canteras, y Transporte– crecieron con respecto al trimestre anterior.

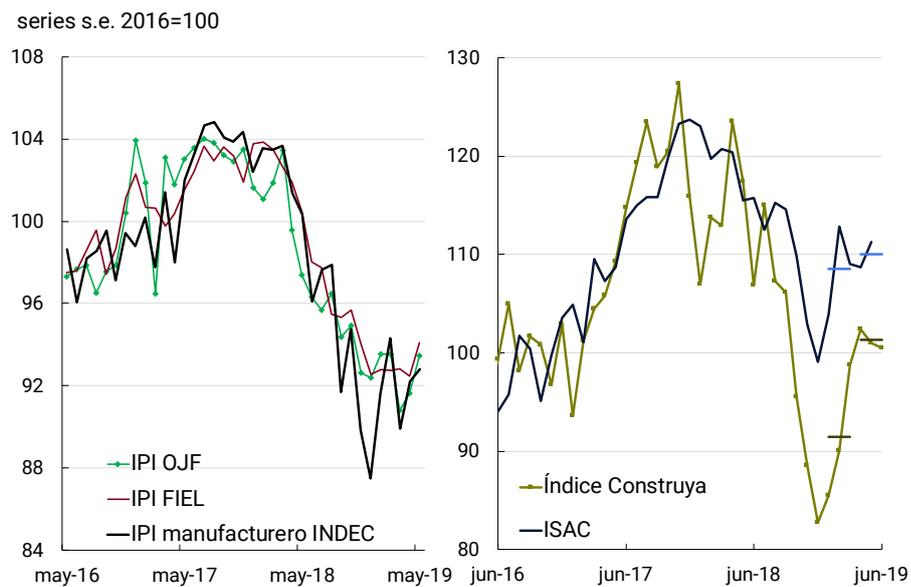
Las contracciones con mayores incidencias se registraron en Intermediación Financiera y Comercio afectadas por la reducción del consumo privado y la inestabilidad cambiaria en el mes de marzo. Electricidad, Gas y Agua, Otras Actividades de Servicios Comunitarios y el componente de impuestos netos de subsidios explicaron el resto de la caída del PIB medido a precios de mercado (ver Gráfico 3.13).

**Gráfico 3.13 | Actividad económica sectorial del I-19**



desestacionalización propia del PIB (indirecta por sectores) y la serie informada por INDEC.

El nivel de actividad mejoró nuevamente en abril ubicándose por encima del nivel de diciembre de 2018 en once de los quince sectores que conforman el EMAE. De acuerdo a distintos indicadores disponibles, sectores rele-vantes como la industria y la construcción habrían crecido durante el segundo trimestre con respecto al primero (ver Gráfico 3.14).



Fuente: INDEC, O.J. Ferreres, FIEL y Grupo Construya

El desempeño de la actividad económica desde finales de 2018 no ha sido homogéneo entre los diferentes sectores productivos. En línea con la clasificación realizada en el último IPOM de abril de 2019, los sectores pueden separarse en cuatro grupos de acuerdo a su evolución reciente.

El Grupo 1 —Agropecuario, Pesca, Enseñanza y Servicios sociales y de salud— está conformado por las actividades que vienen mejorando desde mediados de 2018 y que durante el primer trimestre de 2019 alcanzaron o superaron el nivel de igual período del año previo. El sector más relevante de este grupo es el Agropecuario, el cual rebotó en el tercer trimestre de 2018 (en términos desestacionalizados) luego de la caída originada por la sequía, y desde entonces continuó creciendo gracias a la buena cosecha de los principales cultivos (ver Apartado Cosecha Agrícola). Según datos del EMAE el producto agropecuario creció en abril 40,2% interanual. Por su parte, el producto de la Pesca no se vio afectado por la recesión y tuvo un buen desempeño en 2018 (5,4% i.a.). El crecimiento continuó durante los primeros meses de 2019 registrando en abril una suba interanual de 35%. En tanto, los servicios de Enseñanza y Salud se desaceleraron durante 2018 sin llegar a ingresar en una fase recesiva<sup>22</sup>.

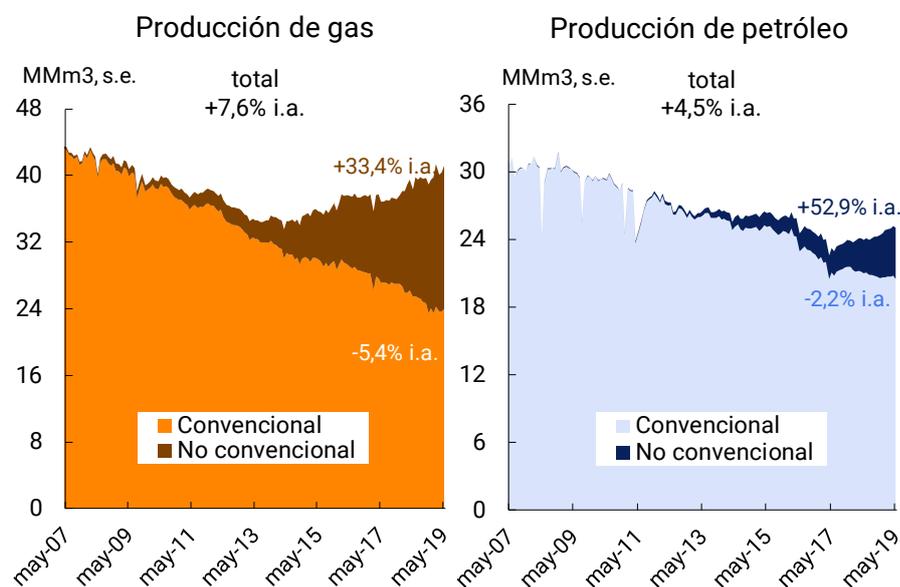
El Grupo 2 —Explotación de minas y canteras, Administración pública y Transporte— se compone de sectores que se recuperaron desde fines del año pasado y que, de continuar con la tendencia reciente, podrían crecer en términos interanuales durante el segundo trimestre de 2019. La producción de petróleo (+4,5% i.a. en mayo) y gas (+7,6% i.a. en mayo) lidera al sector de Explotación de minas y canteras con un efecto multiplicador sobre otros sectores económicos. La extracción de petróleo y gas no convencionales —provenientes del yacimiento Vaca Muerta— creció 52,9% i.a. y 33,4% i.a. respectivamente, superando la merma de la producción de los pozos convencionales (ver Gráfico 3.15). El sector de Transporte viene recuperándose traccionado por el crecimiento del agro y el turismo, se espera que en mayo alcance una tasa de crecimiento interanual positiva de entre 1% y 2%. En el marco de un proceso de consolidación fiscal, el sector de Administración pública ha registrado un quiebre estructural desde 2016 creciendo a una tasa baja en términos históricos<sup>23</sup>. Entre diciembre de 2017 y agosto de 2018 acumuló una contracción de 1% y luego comenzó a recuperarse alcanzando en abril un leve crecimiento de 0,2% i.a.

---

22 La metodología de estimación de los servicios de Enseñanza y Salud se vincula con la dotación de personal dedicada a esas tareas y es por eso que las series muestran desde el año base (2004) una tendencia positiva de largo plazo que acompaña al crecimiento vegetativo y el aumento de la cobertura de estos servicios.

23 Entre el primer trimestre de 2016 e igual período de 2019 el valor agregado por el sector Administración pública creció a una tasa promedio de 0,4% i.a., tasa muy inferior al 3,2% i.a. registrado entre 2007 y 2015.

**Gráfico 3.15 | Los hidrocarburos no convencionales impulsan el sector energético**



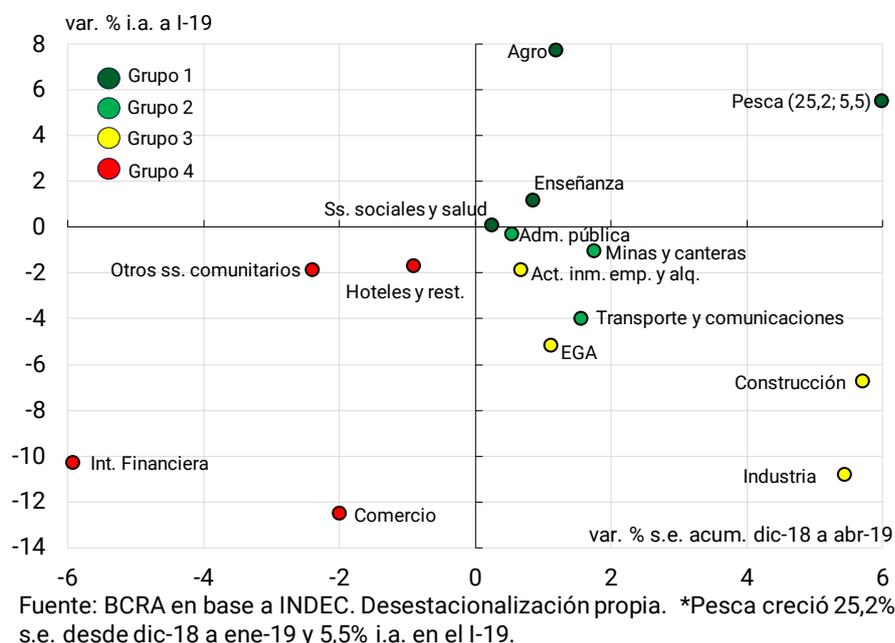
Fuente: Secretaría de Energía de la Nación

El Grupo 3 incluye a sectores que han comenzado a reactivarse desde fines de 2018 pero, debido a la profundidad de la caída previa, les llevará más tiempo alcanzar los niveles previos al inicio de la recesión. Este grupo –Industria, Construcción, Actividades inmobiliarias y producción de Electricidad, gas y agua– es el de mayor peso en la economía (35%). El EMAE de abril de 2019 y los datos disponibles a junio<sup>24</sup> indican que este grupo de actividades habría crecido en el segundo trimestre del año con respecto al primero. La mejora se explicó principalmente por la recuperación de la demanda interna, en un contexto de mayor estabilidad cambiaria, que se sumó a los mencionados impulsos indirectos del agro y del sector productor de hidrocarburos.

El Grupo 4 –Comercio, Intermediación financiera, Hoteles y restaurantes, y Otros servicios comunitarios– se compone por las actividades del EMAE que aún no han logrado revertir la trayectoria declinante. El Comercio, que había comenzado a recuperarse en diciembre de 2018, cayó fuertemente en marzo y, a diferencia del resto de los principales sectores, no se recuperó en abril. La Intermediación financiera continuó afectada por el endurecimiento de las condiciones financieras que incrementó el costo y redujo la demanda de los préstamos bancarios. El impulso favorable del mayor turismo receptivo sobre el sector de Hoteles y restaurantes no alcanzó hasta el momento a compensar la retracción de la demanda interna, resultando en un nivel de actividad para abril de 2019 similar al del tercer trimestre de 2018. Este grupo de sectores comenzaría una recuperación en la medida que se consolide la mejora en el resto de las actividades económicas durante los próximos trimestres de 2019 (ver Gráfico 3.16).

<sup>24</sup> Los Indicadores de Producción Industrial (IPI) de INDEC, de la consultora Orlando J. Ferreres y de FIEL acumularon entre marzo y mayo, crecimientos de 3,2% s.e., 3,0% s.e. y 0,5% s.e. respectivamente. El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) de INDEC acumuló 2,1% s.e. de crecimiento entre marzo y mayo, y en el mismo sentido, las ventas de materiales de construcción relevadas por el Grupo Construya se incrementaron 10,8% s.e. en el segundo trimestre del año. Los sectores de Actividades inmobiliarias y de Electricidad, Gas y Agua del EMAE crecieron en abril con respecto a marzo 0,7% y 0,9% s.e. respectivamente.

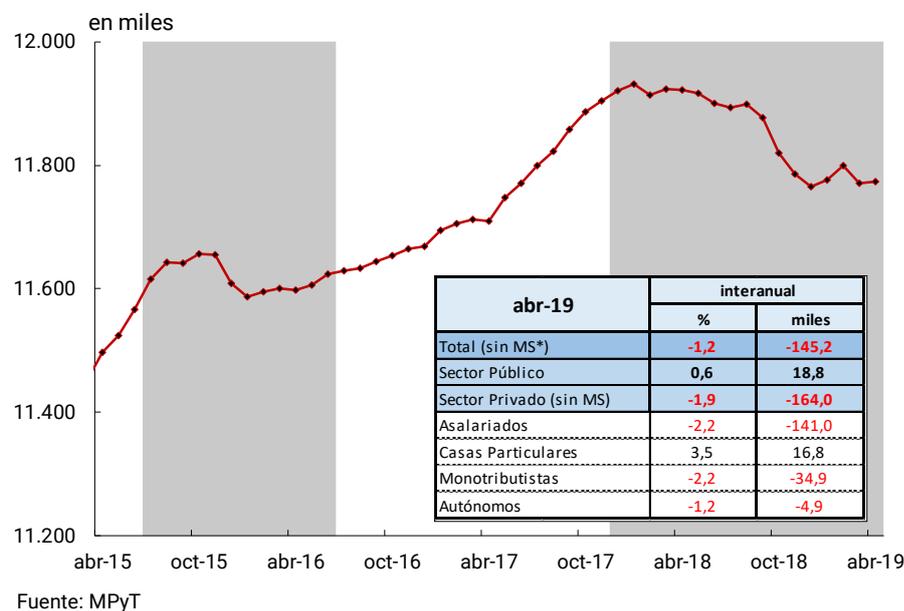
**Gráfico 3.16 | Desempeño reciente de la actividad económica sectorial**



### 3.1.4 El empleo registrado se sostuvo en lo que va del año

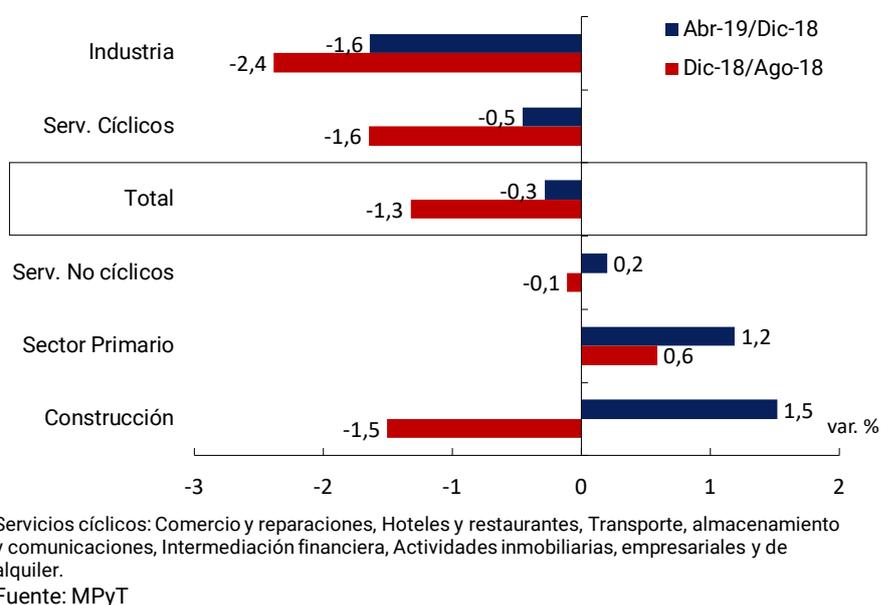
El empleo registrado total sostuvo su nivel en los primeros cuatro meses del año tras 11 meses de tendencia descendente, en línea con los indicios de mejora de la actividad económica. Luego de un leve repunte a comienzos de año, interrumpido en marzo por la inestabilidad cambiaria, en abril volvió a crecer marginalmente (ver Gráfico 3.17).

**Gráfico 3.17 | Empleo registrado total (s.e.; excluido el monotributo social)**



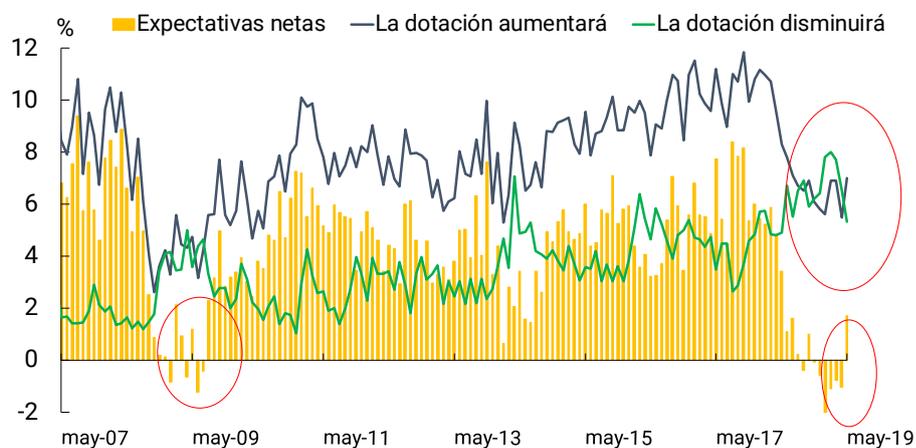
Durante el primer cuatrimestre, el empleo registrado se sostuvo por el incremento del empleo asalariado público (0,7% s.e.) y de casas particulares (1,2% s.e.), mientras que el empleo independiente y asalariado privado exhibieron caídas (-0,1 s.e. y -0,3% s.e., respectivamente). El empleo asalariado privado atenuó su caída durante el período debido a la buena performance del sector primario y la recuperación de la construcción, en un contexto en que los puestos de trabajo de la industria y los servicios cíclicos continuaron cayendo. (ver Gráfico 3.18).

**Gráfico 3.18 | Empleo asalariado registrado por sectores (sin estacionalidad)**



Las empresas prevén una recuperación del empleo formal a partir de junio. Según el relevamiento de mayo de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL), las expectativas de creación de empleo –para los próximos 3 meses– fueron positivas, luego de 6 meses con registros negativos. Este resultado se debió fundamentalmente a una importante caída de las expectativas de disminución del personal y a una suba prevista de la dotación de personal (ver Gráfico 3.19).

**Gráfico 3.19 | Expectativas de empleo**



\*Porcentaje de empresas que espera aumentar su dotación menos porcentaje de empresas que esperan caídas en los próximos tres meses

Fuente: EIL -MPyT-

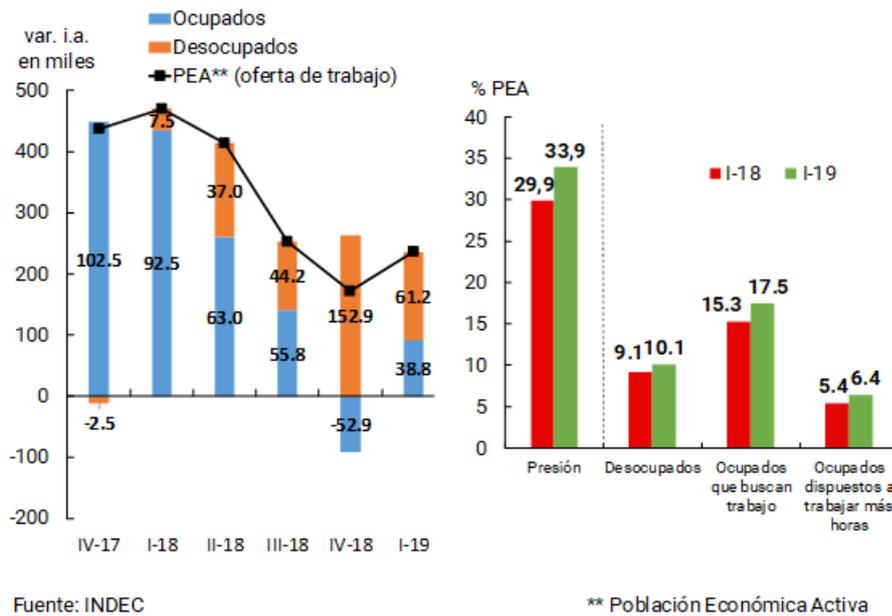
Según cifras de la EPH, durante el primer trimestre el sector informal y el empleo por cuenta propia siguieron compensando el impacto de la caída del empleo registrado. Ello permitió que la tasa de empleo exhiba una relativa estabilidad en el último año<sup>25</sup>. Este crecimiento del empleo no logró cubrir el de la oferta laboral, llevando a que la tasa de desempleo alcanzara 10,1% i.a. (1 p.p. interanuales).

Este cambio de composición en favor de empleos con menor intensidad laboral y/o de menor remuneración, intensificó las presiones sobre el mercado laboral. Como habitualmente ocurre en las recesiones, más personas salieron a buscar trabajo y/o más horas para complementar su jornada laboral. En consecuencia, en el primer trimestre la cantidad de personas con problemas de empleo (presión laboral) aumentó de 29,9% de la población a 33,9% (4,0 p.p. interanuales; ver Gráfico 3.20).

Se espera que la recuperación prevista del trabajo formal a partir de junio, en un contexto de crecimiento de la actividad económica, junto con la mejora de los ingresos familiares comenzará a revertir la presión sobre el mercado laboral.

25 Dado que el empleo creció al mismo ritmo que la población (1,1% i.a.).

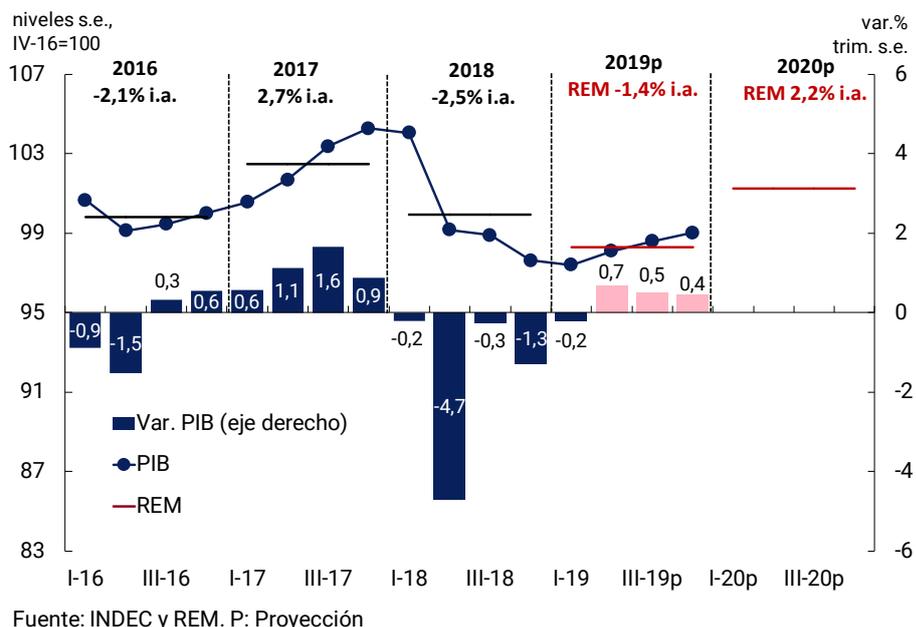
**Gráfico 3.20 | Población económicamente activa y presión en el mercado laboral**



### 3.2 Perspectivas

Las perspectivas favorables en varios sectores permiten prever un buen desempeño de la actividad económica para lo que resta del 2019. Al impacto directo e indirecto de la cosecha agrícola récord y la continuidad del desarrollo de la producción de gas y petróleo del yacimiento Vaca Muerta, se sumó el impulso proveniente de las actividades productoras de bienes y servicios transables favorecidas por un nivel de tipo de cambio real más elevado y una mayor apertura de mercados. Esta visión es compartida por los analistas del REM que proyectan una etapa de recuperación y crecimiento durante 2019 y 2020 (ver Gráfico 3.21).

**Gráfico 3.21 | Proyecciones de analistas del REM**

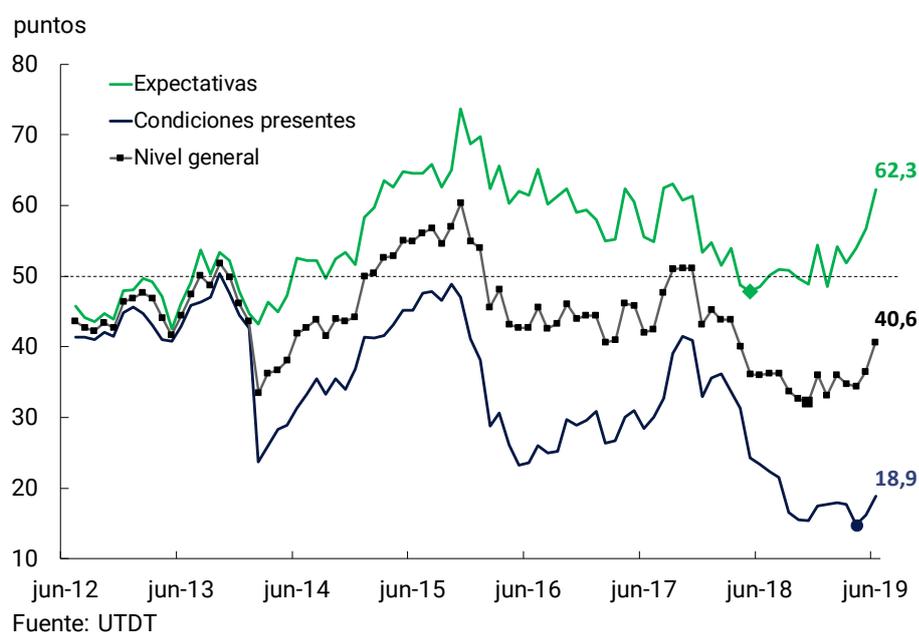


La cosecha agrícola récord, aún en proceso, continuará impulsando diversas actividades económicas vinculadas directa o indirectamente con la producción, como la comercialización y el transporte de los productos agrícolas (ver recuadro Campaña Agrícola).

El sector energético seguirá mostrando una buena performance debido a que sus planes de inversión se mantuvieron inalterados. El aumento previsto en la producción de gas y petróleo para los próximos años permitirá reducir el déficit externo<sup>26</sup>.

El mercado interno se irá fortaleciendo por la mejora prevista de los ingresos de las familias en un contexto de inflación descendente. En esta misma línea, los hogares se encuentran con una relación deuda-ingreso aliviada luego de varios meses de caída de los préstamos al consumo respecto al producto<sup>27</sup>. Ello les permitirá llevar adelante cierto nivel de consumo pospuesto anteriormente mediante la recuperación del crédito y la implementación de distintos programas de financiamiento del consumo como Ahora 12, Argentina, Junio/Julio 0Km (ver recuadro medidas para fomentar el consumo). En esta línea, la mejora de la confianza del consumidor (ICC-DiTella) desde el mes de enero de 2019 permite anticipar una recuperación en la venta de bienes durables e inmuebles para el corriente año (ver Gráfico 3.22). Por último, la inversión en el sector construcción será impulsada por la baja de los costos de la construcción en relación a los precios de las viviendas en un contexto de mejora en las expectativas económicas.

**Gráfico 3.22 | Expectativas del ICC-DiTella**



26 El boom de los recursos no convencionales de la cuenca Neuquina, motorizado por el auge de la producción de Vaca Muerta, ha permitido que Argentina reduzca sensiblemente el déficit de la balanza comercial energética, con expectativa de alcanzar un equilibrio este año y un leve superávit en 2020.

27 Ver Informe de Estabilidad Financiera-mayo de 2019

Desde diciembre de 2015 y dentro de un marco de apertura al comercio internacional se abrieron nuevos mercados para los productos argentinos y se profundizaron acuerdos comerciales preexistentes<sup>28</sup>. Luego de una negociación que llevo más de dos décadas, se rubricó un acuerdo con la UE con el objetivo de ampliar y diversificar nuestras exportaciones, así como de estimular las inversiones y la competitividad a través de una mejor inserción de nuestra economía en las cadenas de producción globales. Si bien el acuerdo es amplio y aún se encuentran en estudio los detalles del mismo, se espera en los próximos años un alto impacto en la IED<sup>29</sup>, la exportación de bienes agroindustriales<sup>30</sup> y de servicios del conocimiento<sup>31</sup>, sector en el cual Argentina comienza a destacarse (véase IPOM de abril de 2019).

Si bien el contexto internacional en el cual se desenvuelven las economías emergentes mejoró, algunos factores de riesgo podrían condicionar este escenario de recuperación progresiva de la actividad (Ver Capítulo 2. Contexto Internacional). A nivel local, el escenario de recuperación económica podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados principalmente con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual de los procesos electorales. De todas formas, en el marco de la reducción de los desequilibrios fiscales y externos, un balance del BCRA más sólido y un régimen monetario en el que la tasa de interés de política reacciona inmediatamente frente a las novedades, el espacio para que se produzcan eventos de volatilidad financiera local es más acotado (ver Capítulo 5. Política Monetaria).

---

28 El acuerdo de Complementación Económica MERCOSUR-Colombia (ACE 72), permitirá a la Argentina exportar hasta 42.000 autos por año, y la negociación de un nuevo acuerdo económico Argentina-Chile en el marco del Acuerdo MERCOSUR-Chile (ACE 35).

29 El acuerdo facilita el incremento de la inversión extranjera al otorgar certidumbre y estabilidad a los inversores. Argentina solo participa del 2% de las inversiones extranjeras directas de la UE. Otros países que firmaron acuerdos con el bloque europeo incrementaron significativamente la captación de estos fondos.

30 El 63% de las exportaciones argentinas a la UE son bienes agrícolas. La UE liberaliza el 99% de las importaciones agrícolas del Mercosur: para el 81,7% eliminará los aranceles de importación. En tanto, para el 17,7% restante ofrecerá cuotas o preferencias fijas. Sólo se excluyen algo más de 100 productos.

31 La Unión Europea es el primer importador mundial de servicios por valores que superan los 700 mil millones de euros anuales, mientras que la Argentina es un exportador competitivo de servicios basados en el conocimiento. En la actualidad, casi un tercio de las exportaciones de servicios basados en conocimiento que realiza nuestro país tienen como destino a la Unión Europea.

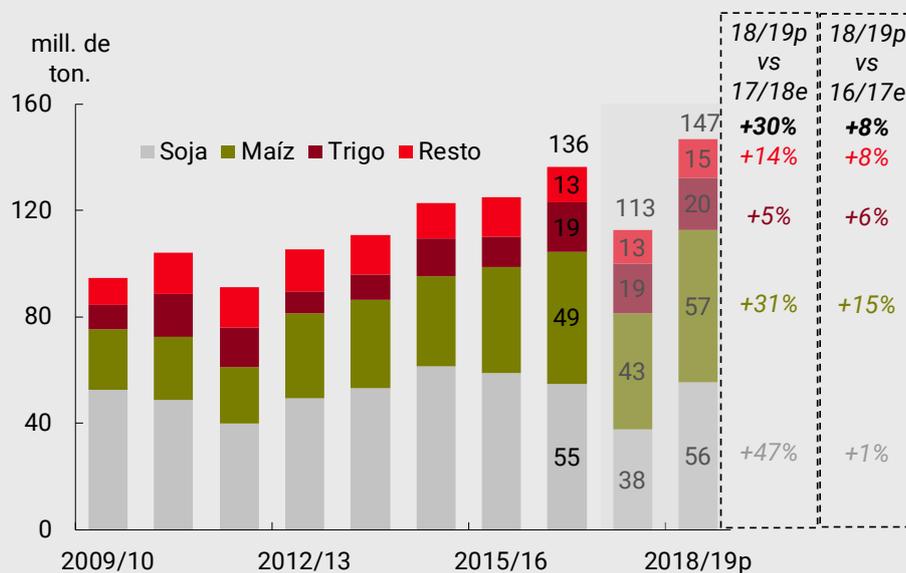
## Apartado 2 / Cosecha Agrícola 2018/19

La campaña agrícola argentina 2018/19, que se está terminando de cosechar, alcanzó un volumen récord de 146 millones de toneladas de diversos granos y aportaría directamente cerca de 1,7 p.p. a la variación del PIB en 2019.

Asimismo, y como consecuencia de la producción récord, el valor de las exportaciones se expandirá en los próximos meses, contribuyendo a mejorar las cuentas externas y fiscales. Las exportaciones netas de los principales productos agrícolas aumentarían en 2019 unos US\$4.400 millones respecto del año previo, implicando una recaudación adicional por derechos de exportación de US\$1.300 millones. En base a los primeros relevamientos de intención de siembra, las expectativas para la campaña argentina 2019/20 son auspiciosas y sugieren —adoptando supuestos históricos— que la producción volvería a ubicarse en torno a los máximos alcanzados recientemente.

En la campaña agrícola 2018/2019 se destaca la producción de 57 millones de toneladas de maíz, que por primera vez desde el año 1997 —para una campaña sin sequía— superó a la producción de soja. De esta forma el peso de la soja en la cosecha total se encuentra en el nivel más bajo para campañas normales desde el año 2000, lo que refleja una mayor diversificación de los cultivos. La producción agrícola total aumentó cerca de 30% respecto de los registros de la campaña previa —que había sido negativamente afectada por una importante sequía—, y alrededor de 8% respecto del máximo previo (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Producción Agrícola Argentina**

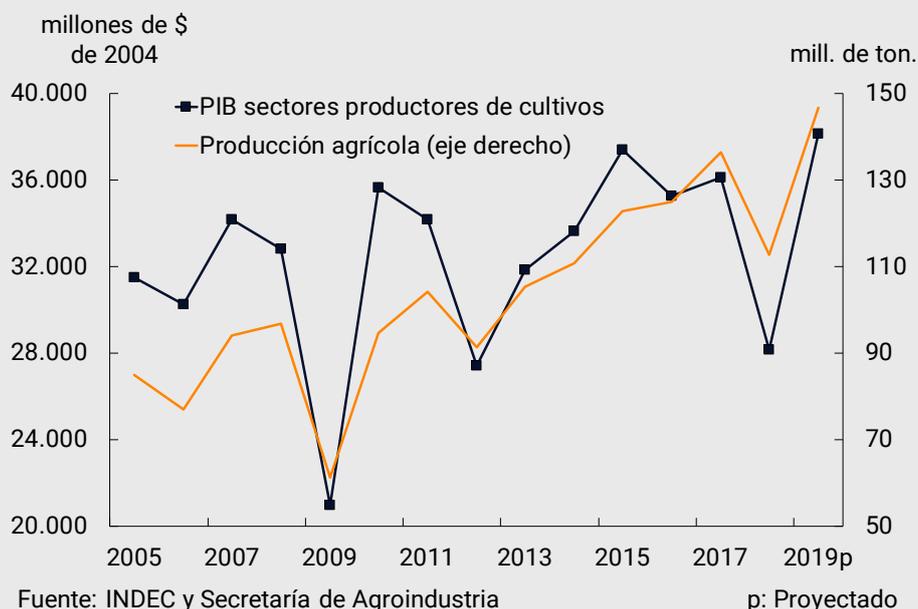


Fuente: BCRA en base a datos de Sec. de Agroindustria

p: Projectado

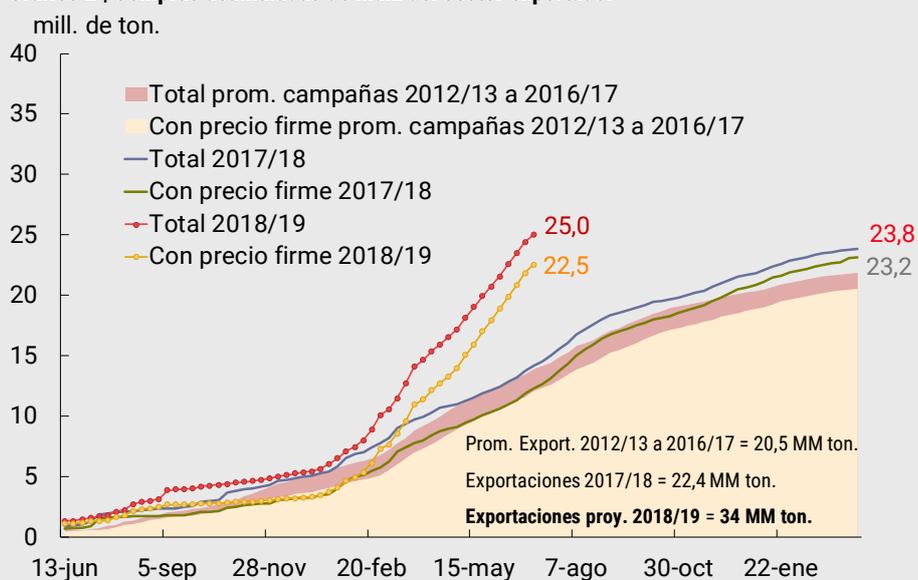
Tras la fuerte sequía en la campaña agrícola previa, la notable expansión de la cosecha 2018/19 impacta positivamente sobre la actividad económica durante este año (ver Gráfico 2) y traccionará otros sectores asociados.

**Gráfico 3 | Producción agrícola y valor agregado de los sectores productores de los cultivos**



La comercialización de la campaña agrícola de la cosecha gruesa comprendida entre abril de 2018 y marzo de 2019, continuará en los próximos meses a medida que los productores vendan su producción. En el caso del maíz, las compras acumuladas del sector exportador han aumentado a buen ritmo, al igual que la fijación de precios, en línea con el significativo aumento previsto de las exportaciones de este cereal (ver Gráfico 3).

**Gráfico 2 | Compras acumuladas de maíz del sector exportador**

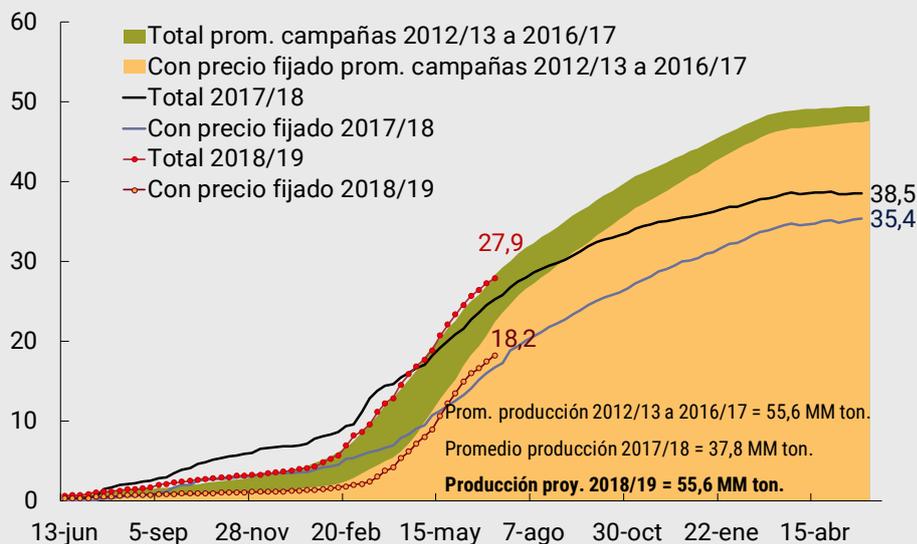


Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Agroindustria

En el caso de la soja, las compras acumuladas del sector exportador y de la industria han aumentado a un ritmo parecido al del promedio de las campañas 2012/13 a 2016/17, con volúmenes de producción similares. Se

espera que en los próximos meses aumente el ritmo de fijación de precios, el cual ha exhibido en lo que va del año cierto rezago respecto del promedio histórico señalado (ver Gráfico 4).

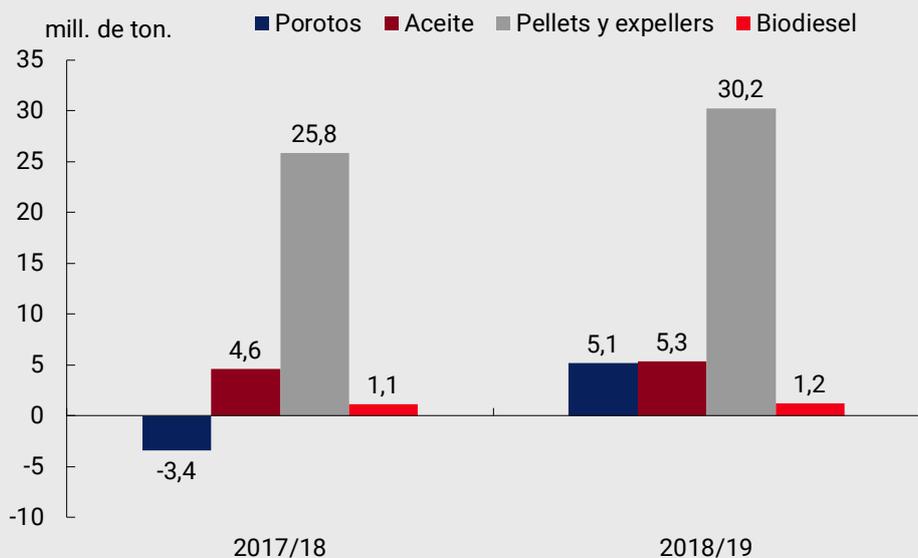
**Gráfico 4 | Compras acumuladas de soja del sector exportador y de la industria**  
mill. de ton.



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Agroindustria

Para los próximos meses se espera un impulso sobre las exportaciones, en particular en las ventas externas netas de porotos y de *pellets* y *expellers* de soja (ver Gráfico 5).

**Gráfico 5 | Exportaciones netas del Complejo Sojero por Ciclo Agrícola (abr-mar)**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Secretaría de Agroindustria

En lo que va de 2019 el aumento en las cantidades exportadas (+24% i.a.) no se tradujo proporcionalmente en una suba de los valores exportados, los cuales crecieron sólo 11% i.a. Esto se explica por el comportamiento registrado en los precios internacionales de los principales productos agrícolas que exporta la Argentina. En efecto, las cotizaciones internacionales de la soja y sus derivados cayeron respecto de los precios promedio de 2018, debido a diversos factores externos tales como la sobreoferta de soja, la “guerra comercial” entre Estados Unidos y China y la epidemia que aqueja a la producción porcina en China (peste africana porcina). Estos factores bajistas fueron atenuados por menores perspectivas de cosecha de soja y maíz en los Estados Unidos para la campaña en curso.

## 4. Precios

En el segundo trimestre del año la inflación mostró cierta moderación, revirtiendo la aceleración del primer trimestre. Este comportamiento en los precios fue generalizado a nivel de categorías (Estacionales, Regulados y Núcleo). En junio la inflación se ubicó en 2,7%, el valor más bajo del año. Sin embargo, permaneció en niveles elevados, con una tasa anualizada del orden del 38%.

Los factores que habían explicado la aceleración de la inflación durante el trimestre anterior se atenuaron en el segundo trimestre. Las correcciones en las de tarifas de servicios públicos continuaron, pero en menor medida que en el primer trimestre del año. Asimismo, los *shocks* de oferta que habían afectado el precio de la carne se diluyeron. El endurecimiento de la política monetaria y la posibilidad de intervenir dentro de la Zona de Referencia Cambiaria<sup>32</sup> por parte del BCRA contribuyeron a reducir la volatilidad del tipo de cambio y moderar la inflación.

El sesgo contractivo de la política monetaria, sumado a que ya tuvo lugar la mayor parte de la corrección de las tarifas de los servicios públicos, hace prever que la inflación continuaría descendiendo en los próximos meses. Esta visión es compartida por los analistas de mercado que anticipan un sendero descendente en la inflación para la segunda mitad del año. El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) espera una suba media mensual de la inflación de 2,3% para el período comprendido entre julio y diciembre de 2019 (30,8% anualizada), alcanzando una inflación de 40% i.a. a fin de año. Asimismo, las expectativas indican que el proceso de desinflación continuaría a lo largo del año próximo, consistente con un marco de política monetaria más sostenible.

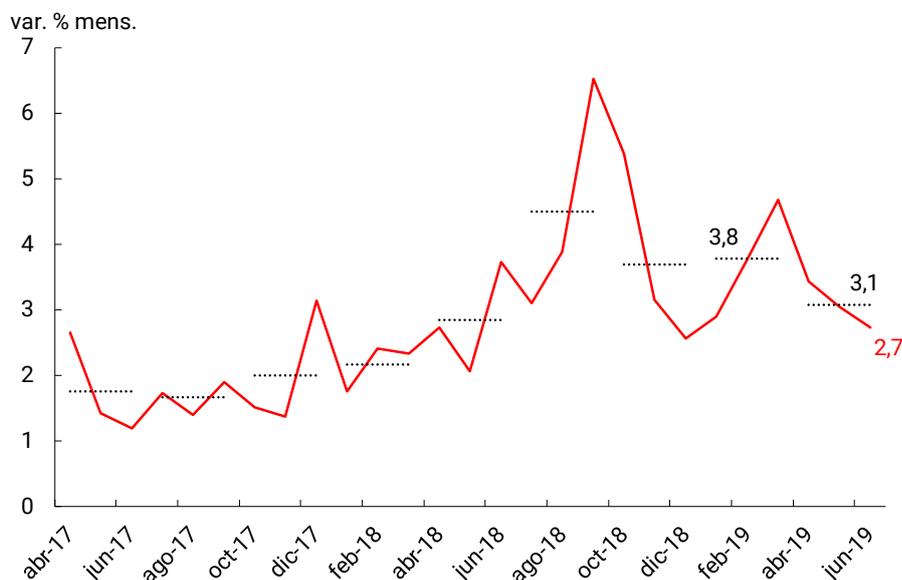
### **4.1 En el segundo trimestre los registros de inflación fueron más bajos que los observados en los primeros meses del año**

Durante el segundo trimestre del año la inflación minorista se moderó, revirtiendo la tendencia ascendente de los primeros tres meses. La suba promedio mensual del IPC Nacional fue de 3,1%, 0,7 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de los aumentos de los primeros meses de 2019. La desaceleración fue generalizada a nivel de categorías (Estacionales, Regulados y Núcleo). De todos modos, la inflación se mantiene en niveles elevados, alcanzando en junio una tasa mensual de 2,7%, equivalente a una tasa anualizada en torno a 38% (ver Gráfico 4.1)

---

<sup>32</sup> Hasta el 28/04/2019 fue denominada Zona de no Intervención.

**Gráfico 4.1 | IPC Nacional. Evolución Mensual**



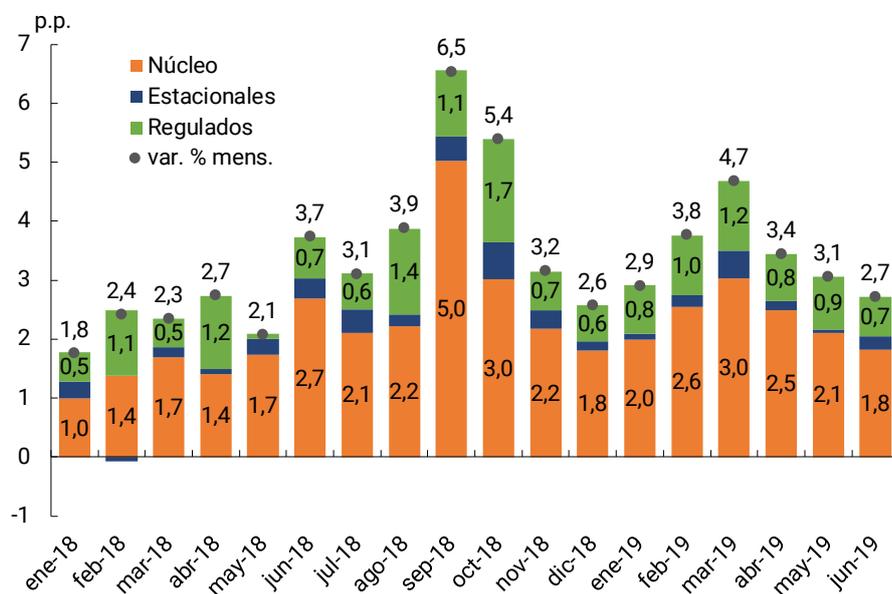
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La moderación en la tasa de inflación del segundo trimestre del año fue anticipada por el REM. El relevamiento de marzo del presente año preveía un alza de los precios para el segundo trimestre de 8,8%. En dicho período, la variación acumulada del IPC Nacional fue de 9,5%, tan sólo 0,7 p.p. por sobre el dato previsto por los analistas del mercado.

Los factores que habían impulsado la inflación durante el trimestre anterior se atenuaron en los meses recientes. Luego que la inflación marcara 4,7% en marzo, se redujo hasta promediar 2,7% en junio, el registro más bajo en lo que va del año. La menor inflación respondió básicamente al mayor sesgo contractivo de la política monetaria y a la ausencia de nuevos shocks de oferta. El endurecimiento de la política monetaria y la posibilidad de realizar intervenciones dentro de la zona de referencia cambiaria contribuyeron a reducir la volatilidad del tipo de cambio (ver Capítulo de Política Monetaria). Esto último permitió morigerar las presiones alcistas sobre los precios de los bienes incluidos en el índice.

Durante el segundo trimestre, el desempeño del Nivel general de precios reflejó en mayor medida la evolución de la inflación núcleo, que representa aproximadamente el 70% de la canasta del IPC. La suba promedio mensual de los precios de esta categoría fue de 3,2%, 0,6 puntos p.p. más baja que la registrada durante el primer trimestre del año (ver Gráfico 4.2).

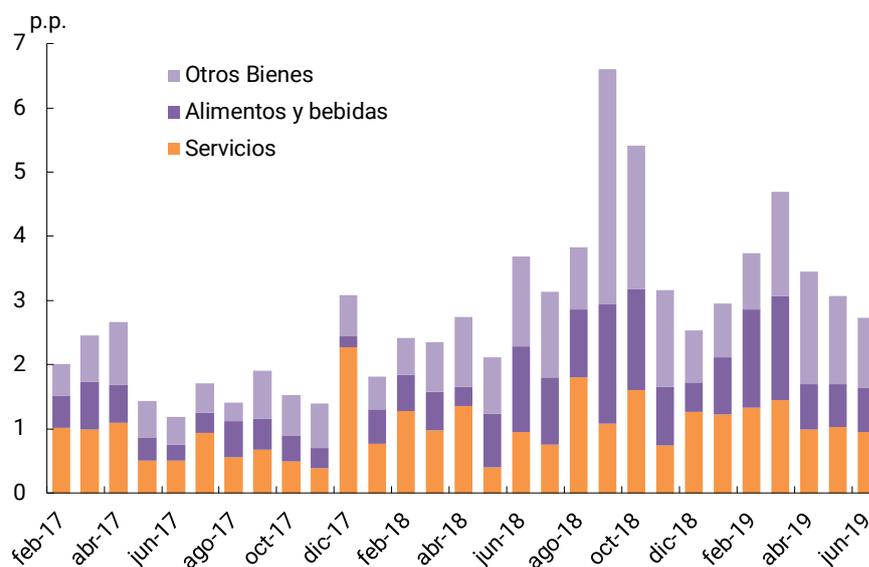
**Gráfico 4.2 | IPC Nacional. Contribución por Categorías**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Tanto la aceleración de la inflación núcleo de los primeros meses del año como las menores subas registradas en el segundo trimestre se debieron principalmente al comportamiento de los precios de los bienes. Durante el primer trimestre, el alza de los precios de los bienes, que son más transables, respondió al efecto rezagado del salto cambiario de agosto y septiembre de 2018 y al efecto contemporáneo de la depreciación del peso de fines del primer trimestre. Las modificaciones introducidas por el BCRA al régimen monetario-cambiario en abril de 2019 redujeron la volatilidad del tipo de cambio. Así, los bienes pasaron de promediar una suba mensual de 3,8% en el primer trimestre del año a una de 3,2% en el segundo trimestre.

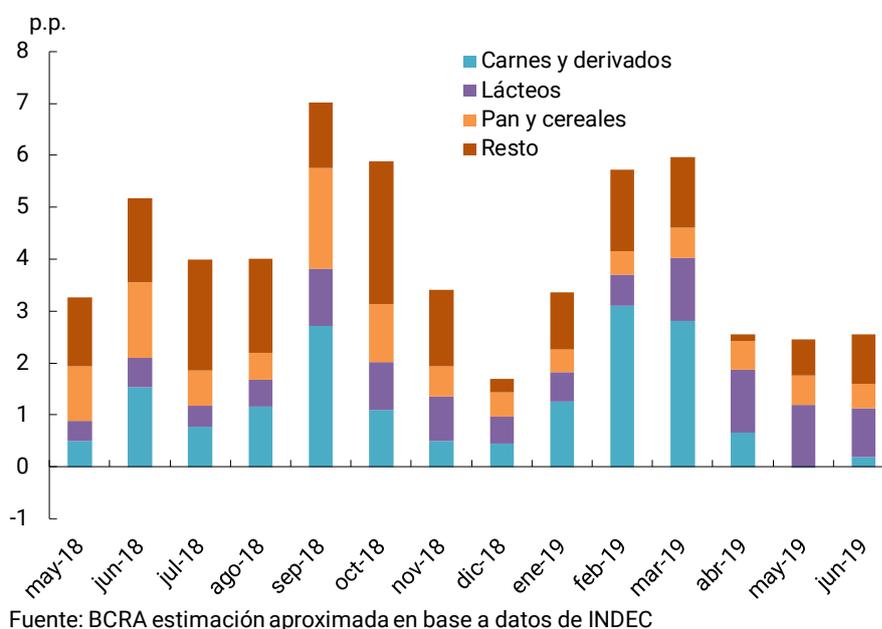
**Gráfico 4.3 | IPC Nacional. Contribución por Bienes y Servicios**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La desaceleración de los precios de los bienes obedeció en gran medida al comportamiento de los alimentos y bebidas. Esta categoría redujo su ritmo de aumento a 2,5% mensual en el segundo trimestre, desde el 5% registrado entre enero y marzo. Al interior de esta división dejó de operar el *shock* de oferta que impulsó los precios de la carne vacuna en el primer trimestre, quitando presión sobre los precios de los alimentos. Por el contrario, el sector lácteo continuó estando afectado por las restricciones de oferta verificadas desde mediados del trimestre pasado. Los precios de estos productos siguieron creciendo a tasas superiores a la de otros alimentos, con subas cercanas al 7% mensual desde marzo. La dinámica del precio de los lácteos contrarrestó sólo parcialmente la desaceleración de los precios de las carnes. Por último, los precios del resto de los bienes (es decir, los bienes excluyendo los alimentos y bebidas) se desaceleraron gradualmente desde mayo, en línea con la menor volatilidad del tipo de cambio nominal (ver Gráfico 4.3 y Gráfico 4.4)

**Gráfico 4.4 | IPC Nacional Alimentos y bebidas. Contribución por principales componentes**



Tal como se había anticipado en el anterior IPOM, los aumentos de los precios de los Regulados estuvieron fuertemente concentrados en la primera parte del año. En el segundo trimestre del año los precios de los Regulados a nivel nacional redujeron su tasa de variación media mensual a 3,3%, 0,9 p.p. por debajo del guarismo del primer trimestre. Sin embargo, el comportamiento no fue homogéneo a nivel de regiones, observándose mayores subas en las tarifas de los regulados en el Noroeste respecto a las registradas en el primer trimestre. El impulso provino de la eliminación de la tarifa social en electricidad en algunas provincias de la región y de los aumentos provinciales en la tarifa de agua.

A mediados de abril el Gobierno Nacional comunicó que no habría nuevos aumentos en las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y transporte público) más allá de lo que ya estaba anunciado. Esta medida sólo alcanza a aquellas tarifas que están bajo la órbita del poder ejecutivo nacional, por lo que los componentes

sujetos a regulación provincial/municipal podrían verse modificados en los próximos meses. De todos modos, las correcciones en las tarifas de servicios públicos ya fueron completadas en gran medida.

El resto de los bienes y servicios regulados, es decir excluyendo servicios públicos, continuaron ajustándose en el segundo trimestre. Los combustibles para los vehículos promediaron subas en torno al 4%, influenciadas por efectos rezagados del aumento del tipo de cambio y correcciones impositivas. Las cuotas de la medicina prepaga evolucionaron en línea con las paritarias del sector. Los servicios educativos continuaron aumentando después de marzo, aunque promediaron subas más acotadas. Los servicios de telefonía fija y móvil también tuvieron actualizaciones en sus tarifas entre abril y junio.

Por último, los bienes y servicios estacionales también mostraron una desaceleración de sus precios en el segundo trimestre, con tasas de aumento inferiores al resto de las componentes. En efecto, la tasa promedio mensual del segundo trimestre fue de 1,6% (-1,0 p.p. respecto del primer trimestre), prácticamente la mitad de la tasa de aumento del Nivel General (3,1%). Así, el conjunto de estos ítems siguió perdiendo participación relativa en la canasta del IPC.

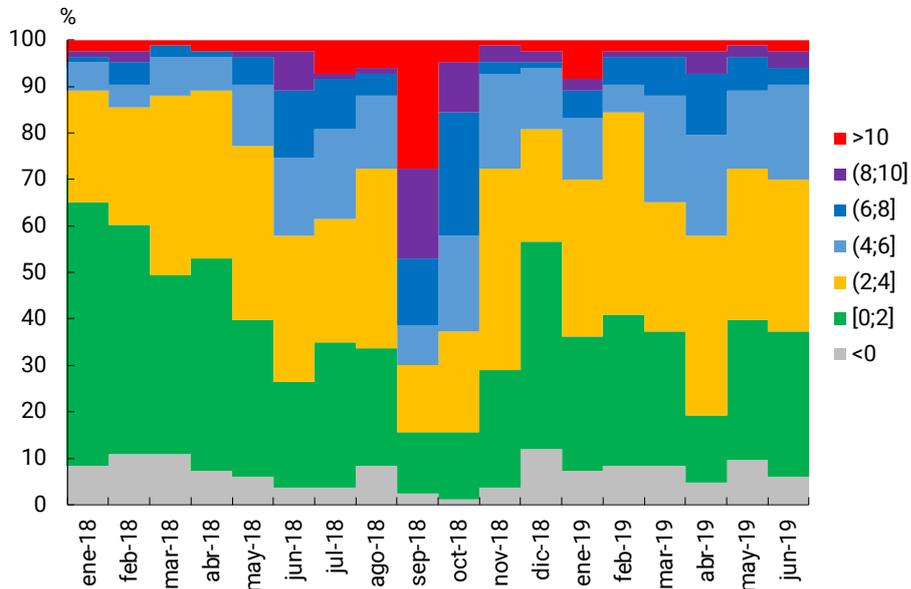
El IPC de la Ciudad de Buenos Aires mostró un comportamiento relativamente similar al de INDEC en el acumulado entre fines del año pasado<sup>33</sup>, aunque con algunas diferencias en las variaciones mensuales. Estas respondieron en términos generales a cuestiones vinculadas a la composición de la canasta, asignando la de la Ciudad una mayor ponderación a los Servicios. Las similitudes en el comportamiento acumulado permiten utilizar los datos de la Ciudad de Buenos Aires para analizar la difusión y la magnitud de los aumentos de precios. Utilizando la clasificación por finalidad de gasto, al máximo nivel de desagregación disponible<sup>34</sup>, se observó que a partir de mayo aumentó la proporción de clases con variaciones mensuales inferiores al 2%. En tanto, disminuyó la proporción de clases con subas superiores al 6%. A pesar de esta mejora, los aumentos de precios están ampliamente difundidos y la distribución de las variaciones aún continúa concentrando una alta densidad en valores superiores a los de inicios de 2018 (ver Gráfico 4.5).

---

33 El IPC Nacional acumuló un alza de 29,5% entre octubre y junio, mientras que el de la Ciudad acumuló un alza de 29,1%.

34 Sólo se dispone de esta información para el IPCBA y el nivel de desagregación utilizado es el de clase (nivel 3). La clasificación de gastos adoptada por la Ciudad de Buenos Aires es la Clasificación de Consumo Individual según Finalidad (CCIF) y según este criterio los bienes y servicios que conforman el IPC se agruparon en 12 Divisiones, 37 Grupos, 83 Clases, 145 subclases, 285 conjuntos de productos y 628 productos.

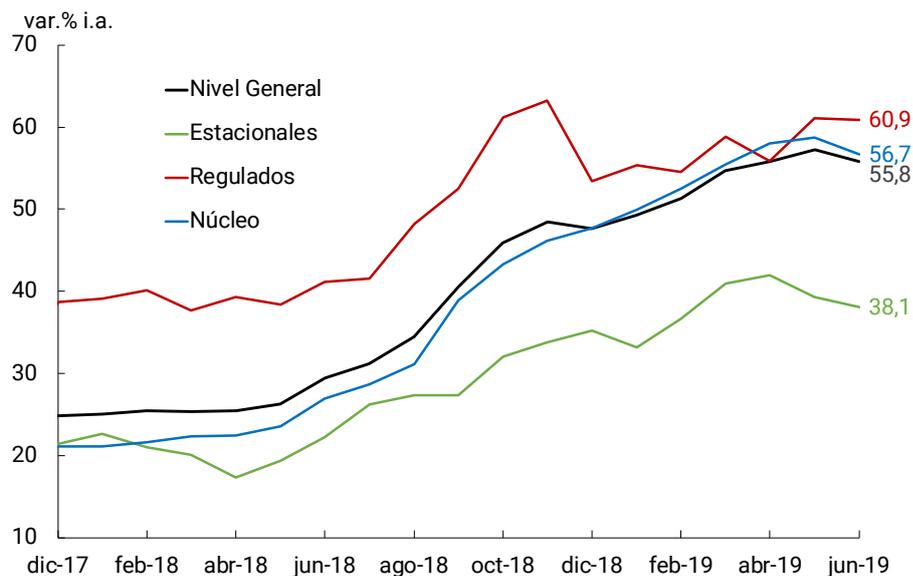
**Gráfico 4.5| IPCBA. Difusión de las variaciones mensuales de precios a nivel clase**



Fuente: BCRA en base a datos de la Dirección de Estadística de la Ciudad de Bs. As.

En el segundo trimestre del año los precios minoristas continuaron creciendo en términos interanuales hasta mayo, para luego exhibir una moderación en el ritmo de suba. El IPC Nacional registró una suba de 55,8% i.a. en junio, 1,5 p.p. por debajo del pico de mayo. La trayectoria interanual de la componente núcleo marcó un aumento de 56,7% i.a. en igual período (-2,1 p.p. menos que en mayo). En tanto, los bienes y servicios regulados crecieron en términos interanuales por encima del resto de los precios (60,9% i.a.), continuando el proceso de ajuste de precios relativos (ver Gráfico 4.6).

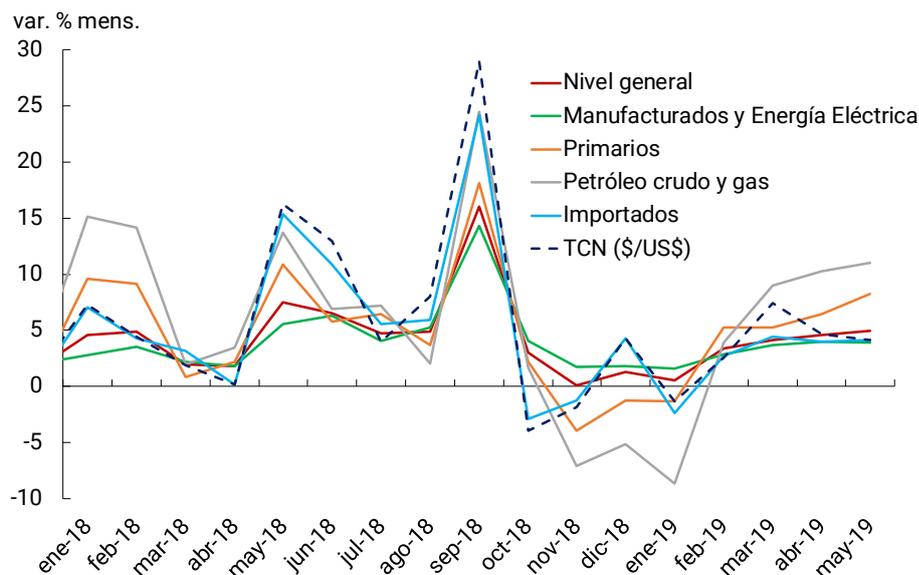
**Gráfico 4.6 | IPC. Trayectorias interanuales por categoría**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Los precios mayoristas continuaron acelerándose en términos mensuales de marzo a mayo en línea con las subas significativas del tipo de cambio entre mediados de marzo y fines de abril. En junio la baja del tipo de cambio nominal anticipa una desaceleración sensible en los precios mayoristas en línea con lo sucedido con los precios al consumidor (ver Gráfico 4.7).

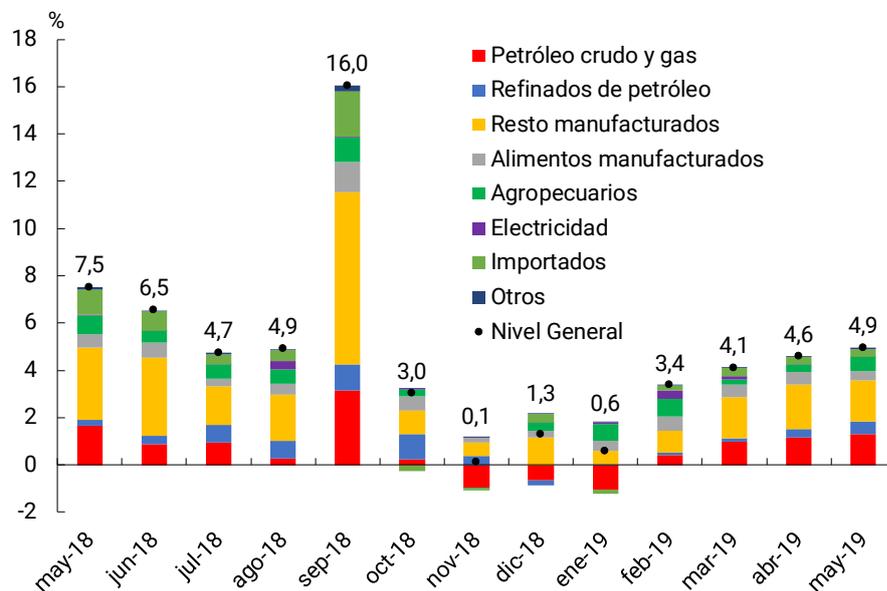
**Gráfico 4.7 | IPIM. Variaciones mensuales por divisiones**



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

Entre abril y mayo sobre los precios mayoristas también incidieron las subas de las cotizaciones internacionales de los productos primarios. En dicho bimestre el IPIM promedió un alza de 4,8% mensual, 2,1 p.p. por encima de la del primer trimestre del año. En términos de contribuciones, el mayor aporte a la aceleración provino del componente Petróleo crudo y gas que promedió subas en torno a 10% en el bimestre. Este componente sintetizó la suba en la cotización internacional del petróleo, la depreciación del tipo de cambio y el alza del precio doméstico de gas en boca de pozo. Esta dinámica también se reflejó en los productos refinados del petróleo que, junto con las Sustancias químicas, incidieron en la aceleración mensual del nivel general de precios mayoristas. En menor medida, la suba en las cotizaciones internacionales de los *commodities* agrícolas (cereales y oleaginosas) contribuyó en igual sentido (ver Gráfico 4.8).

**Gráfico 4.8 | IPIM. Incidencias sobre el Nivel general**



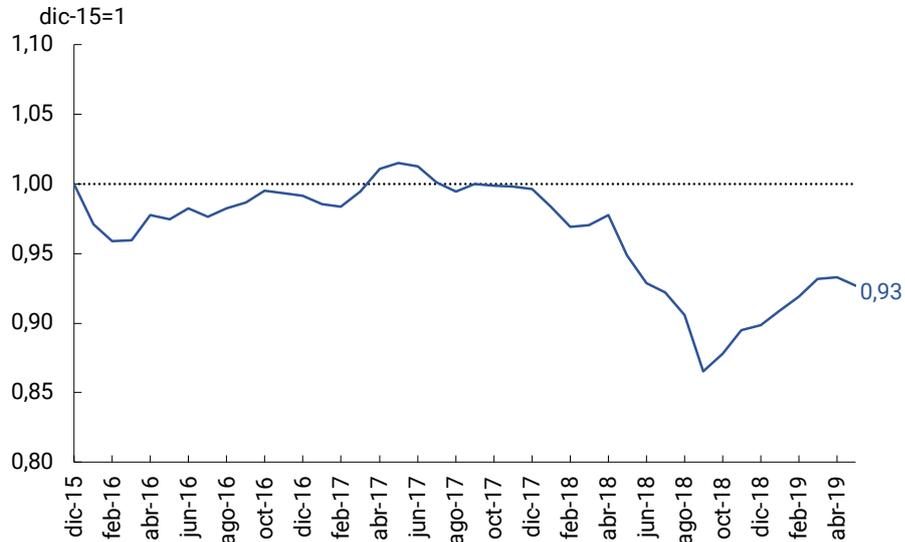
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

Los precios mayoristas de los alimentos se moderaron respecto al primer trimestre del año, pero continuaron teniendo una contribución significativa al incremento del Nivel general. Los precios de los alimentos al productor mostraron una evolución similar a la de los precios al consumidor. Las cotizaciones del ganado en pie mostraron variaciones más acotadas en abril y mayo, luego de los *shocks* que afectaron estos precios en los primeros meses del año. En tanto los precios de las verduras retrocedieron 17% en el bimestre abril-mayo, contribuyendo a quitar presión sobre los precios agrícolas. Dentro de los productos manufacturados, los precios de los productos cárnicos se mantuvieron estables entre abril y mayo, luego de un alza acumulada de 19% en el primer trimestre. Los productos lácteos promediaron subas mensuales de 7,3% entre abril y mayo, 1,7 p.p. por sobre la tasa media del primer trimestre. La dinámica de los precios de los lácteos contrarrestó parcialmente la desaceleración de las carnes, postergando hasta mayo la desaceleración en los precios de los Alimentos y bebidas a nivel mayorista.

Entre abril y mayo, los precios mayoristas, tanto primarios como manufacturados, mostraron tasas de aumento que se ubicaron por encima de las de los precios minoristas, a diferencia de lo sucedido durante el primer trimestre del año. En este contexto se estabilizó la evolución de los márgenes de comercialización minorista<sup>35</sup>, que venían recuperándose desde el último trimestre del año previo tras haberse comprimido después de la depreciación cambiaria de agosto y septiembre 2018 (ver Gráfico 4.9).

<sup>35</sup> La evolución de los márgenes minoristas puede ser aproximada a partir de la evolución del cociente entre los precios minoristas y los mayoristas

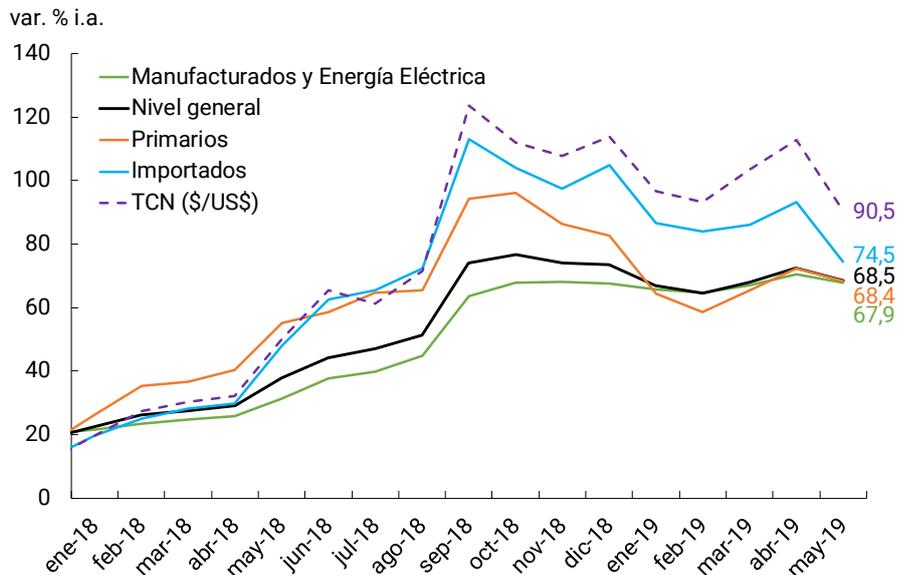
**Gráfico 4.9 | Ratio entre IPC Bienes e IPIM Manufacturados**



Nota: Bienes: serie excluyendo frutas y verduras. IPC Nacional desde ene-17 empalmado con IPC GBA (may-16 y dic-16) y IPCBA (dic-15 y abr-16). Manufacturados: serie del IPIM de INDEC desde dic-15.  
Fuente: BCRA en base a INDEC y Dirección de Estadística de Ciudad de Buenos Aires.

En términos interanuales, los precios mayoristas se aceleraron en marzo y abril para luego recortar sus tasas de aumento en mayo, mostrando una trayectoria similar a la del tipo de cambio nominal. El IPIM marcó un aumento promedio de 70,5% en abril y mayo, ubicándose 4 p.p. por encima de la tasa de variación interanual del primer trimestre del año. La apreciación del Tipo de cambio nominal en junio anticipa una desaceleración en los precios mayoristas, dada su elevada sensibilidad a la cotización del dólar por su elevado componente de “transables” (ver Gráfico 4.10)

**Gráfico 4.10 | IPIM. Tasas de variación interanual**

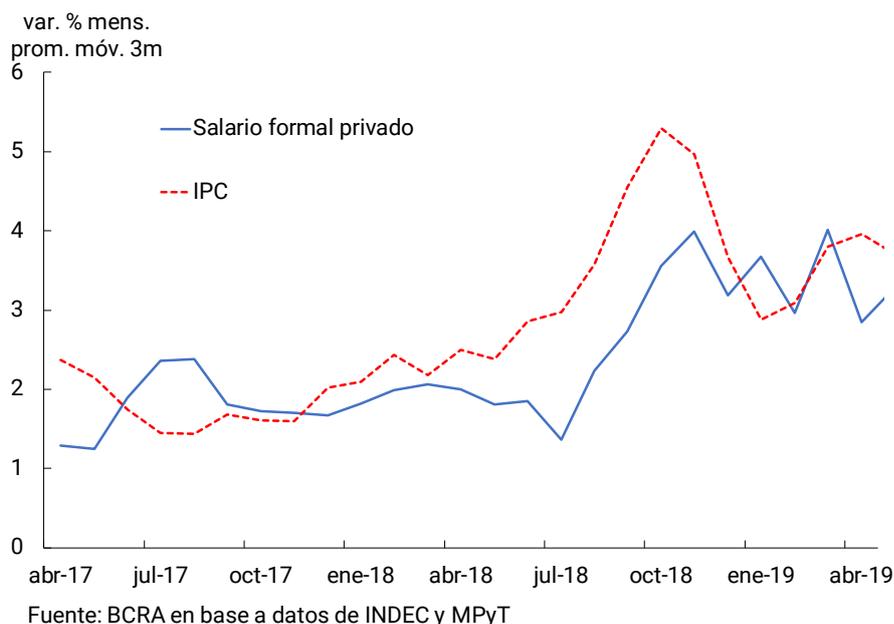


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A 3500"

## 4.2 La distribución temporal de los aumentos salariales resultó más uniforme que en años anteriores

En el segundo trimestre del año, según datos del Ministerio de Producción y Trabajo (MPyT), los salarios nominales del sector privado formal continuaron acelerándose en términos interanuales. Las remuneraciones en términos reales se estabilizaron en la primera parte del año y comenzarían a mostrar una recomposición a partir de mayo (ver Gráfico 4.11).

**Gráfico 4.11 | Evolución del salario nominal y precios minoristas**



En 2019 las negociaciones paritarias mostraron una mayor diversidad en comparación a otros años. Los convenios contemplaron una mayor cantidad de tramos, ajustes por inflación y eventuales instancias de revisión de los contratos. La mayor parte de los sindicatos negociaron una pauta anual en torno a 30%, a ser integrados en varias cuotas (entre 2 y 6 tramos). Otros acuerdos fueron estructurados en base a ajustes trimestrales, condicionales a la evolución del IPC<sup>36</sup>. Esta diversidad en la manera en que fueron negociados los salarios dio lugar a una distribución relativamente más heterogénea (entre gremios) de los tramos de aumento salarial. A este comportamiento también contribuyó el pago, en algunos casos, de sumas compensatorias correspondientes a 2018. Como consecuencia de esta heterogeneidad, la distribución temporal de los aumentos salariales a nivel agregado resultó más uniforme que en años anteriores en los que había mucha concentración de aumentos en pocos meses.

Considerando la estructura de aumentos acordada en las paritarias y de cumplirse las expectativas del mercado de una moderación de la inflación, el salario real mejoraría a lo largo del segundo semestre.

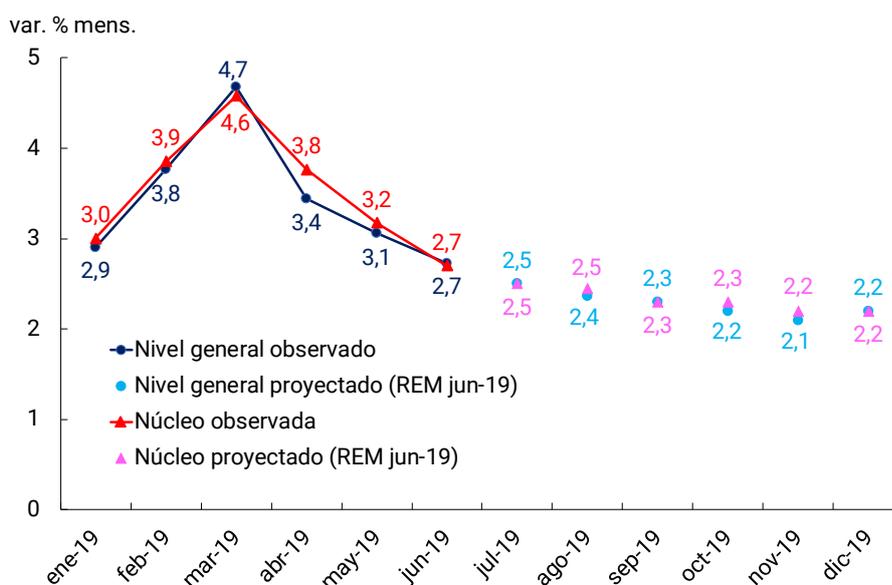
36 Entre los que se destacan: Construcción, Sanidad y Docentes de la Provincia de Buenos Aires.

**Perspectivas: el mercado continúa anticipando una desaceleración en las tasas mensuales de inflación para los próximos meses.**

A raíz de la aceleración inflacionaria del primer trimestre, y con el objetivo de evitar que retroalimente expectativas inflacionarias a futuro, el COPOM decidió reforzar el sesgo de su política monetaria a partir de abril (ver Capítulo 5. Política Monetaria). Las medidas adoptadas por el BCRA resultaron efectivas para reducir la volatilidad cambiaria. Esto, sumado a que la mayor parte de la corrección de las tarifas de los servicios públicos ya tuvo lugar, hacer prever que la inflación continuaría bajando en los próximos meses.

El REM de junio anticipa que la inflación, tanto nivel general como núcleo, registraría una moderación en el segundo semestre del año al ubicarse por debajo del promedio del segundo trimestre. El REM espera para el período comprendido entre junio y diciembre una variación media mensual de 2,3% para el Nivel general y de 2,5% para la inflación Núcleo (ver Gráfico 4.12).

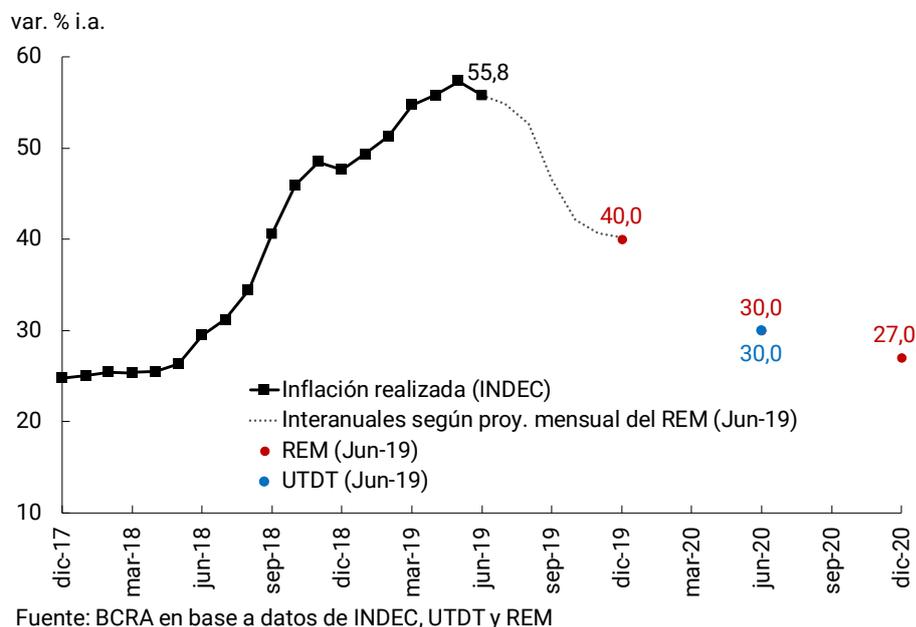
**Gráfico 4.12 | Expectativas de inflación mensual del REM para el segundo semestre de 2019**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM

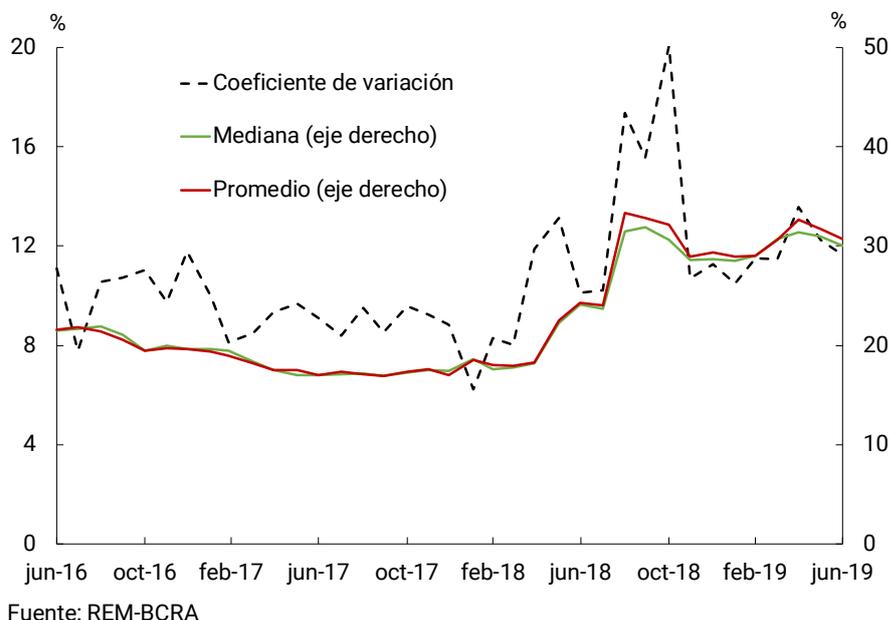
Dada la inflación observada en los primeros seis meses del año, los analistas de mercado proyectan una tasa de aumento de los precios de 40% i.a. a diciembre de 2019. De cumplirse este escenario, la inflación de este año se ubicaría casi 7 p.p. por debajo del año pasado. Los analistas del REM prevén un crecimiento interanual de los precios de 30% para julio 2020 y de 27% para diciembre del mismo año. Así, de acuerdo al REM, el proceso de desinflación continuaría tanto a lo largo del año en curso como del próximo. En esta misma línea, la mediana de la encuesta de Expectativas de Inflación de la UTDT, que refleja las expectativas de inflación de los hogares a doce meses vista, se redujo 10 p.p. en mayo y se sostuvo en junio en 30% i.a. En tanto, el valor promedio de la inflación doce meses vista pasó de 40,8% a 34,5% (ver Gráfico 4.13).

**Gráfico 4.13 | Expectativas de inflación interanuales**



Por otro lado, la dispersión de los pronósticos de inflación del REM se mantuvo en torno a los valores de los últimos meses, aunque continúa siendo más alta que la registrada durante períodos de menor inflación. Puntualmente, el coeficiente de variación de las respuestas para la inflación nivel general de los próximos doce meses se estabilizó en valores cercanos a 12%, casi 8 p.p. por debajo del máximo de octubre y aproximadamente 4 p.p. por sobre la media de 2017 (ver Gráfico 4.14).

**Gráfico 4.14 | IPC Nivel general Próximos 12 meses. Coeficiente de variación, mediana y promedio**



## 5. Política monetaria

Ante la reaparición de la inestabilidad cambiaria en marzo y su efecto disruptivo en el proceso de desinflación en marcha, el Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció en abril modificaciones a su esquema de intervención cambiaria: fijó en cero el crecimiento de los límites de la zona de referencia cambiaria (antes llamada zona de no intervención) hasta fin de año y dispuso la posibilidad de vender divisas aun cuando el tipo de cambio se encuentre por encima del límite inferior de la zona de referencia cambiaria. En el mismo sentido, el COPOM restableció el piso de la tasa de interés de referencia (tasa de LELIQ). En el actual esquema monetario, la tasa de referencia es endógena, es decir, es la que asegura que la demanda por LELIQ sea consistente con el objetivo de base monetaria. Pero garantizando un piso, el COPOM da mayor previsibilidad a su evolución. Finalmente, con el lanzamiento de la operatoria de plazos fijos para no clientes, el BCRA estimuló la competencia entre entidades financieras y mejoró el mecanismo de transmisión de la tasa de interés de referencia al resto de las tasas de interés de la economía.

Las medidas adoptadas y el mantenimiento de una política monetaria restrictiva, en un contexto de mejores condiciones internacionales, permitieron una disminución de la inflación a partir de abril y estabilizaron las expectativas de inflación y el mercado cambiario. En un ambiente de menor volatilidad nominal y expectativas de inflación en baja, la tasa de interés nominal de las LELIQ mostró una tendencia descendente desde principios de mayo, con la tasa de interés real manteniéndose en niveles elevados en términos históricos.

El proceso electoral suele conllevar mayor incertidumbre financiera. Con estas herramientas, el BCRA estará mejor equipado para morigerar su impacto en las variables nominales y dar, así, mayor previsibilidad a los formadores de precios.

### 5.1 La política monetaria en el segundo trimestre del año

#### 5.1.1 *El Banco Central tomó nuevas medidas para reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria*

Los elevados niveles de inflación en febrero y marzo y el aumento de la volatilidad cambiaria a partir de febrero habían llevado al Comité de Política Monetaria (COPOM) a tomar, a mediados de marzo, medidas para reforzar el esquema monetario (ver el Apartado 3 para una descripción del funcionamiento del esquema en sus primeros nueve meses). Así, extendió el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta fin de año, eliminando el ajuste por estacionalidad previsto para junio (manteniendo el ajuste de 6,3% de diciembre), y fijó la meta en el nivel alcanzado durante febrero (\$ 1.343,2 mil millones), haciendo permanente el sobrecumplimiento de la meta alcanzado en ese mes.<sup>42</sup>

Ante la persistencia de la volatilidad cambiaria, el COPOM tomó medidas adicionales en abril para reforzar el sesgo restrictivo de la política monetaria y evitar nuevos traslados del movimiento del tipo de cambio a la tasa de inflación.

---

<sup>42</sup> Para mayores detalles ver las [Decisiones del Comité de Política Monetaria del 14 de marzo de 2019](#).

De esta manera, el COPOM decidió dejar constantes los límites de la zona de no intervención (ZNI) en \$39,755 y \$51,448 para el resto del año (ver Gráfico 5.4).<sup>43</sup> Asimismo, estableció que no se realizarían compras de divisas en el caso en que el tipo de cambio se ubicara por debajo del límite inferior de la ZNI hasta el 30 de junio, lo que garantizaba que la meta de base monetaria no aumentaría por este motivo (luego, esto se extendió hasta el 31 de julio). En el caso de que el tipo de cambio se encontrara por encima del límite superior de la ZNI, el Banco Central mantendría su mecanismo de intervención de vender mediante subastas hasta US\$150 millones diarios y la meta de base monetaria se reduciría con dichas ventas.

Luego, el COPOM decidió que el Banco Central pueda realizar ventas de divisas aun cuando el tipo de cambio se encontrara dentro de la ZNI, que pasó a llamarse zona de referencia cambiaria (ZRC). El monto y frecuencia de estas intervenciones pasaron a depender de la dinámica del mercado.<sup>44</sup> También definió que la venta diaria de divisas se incremente de US\$150 a US\$250 millones si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$51,448, aunque también podrán realizarse ventas adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad. En todos los casos, el monto de pesos resultante de estas ventas será descontado de la meta de base monetaria, reforzando el sesgo contractivo de la política monetaria en esos escenarios.

Adicionalmente, con el objetivo de mantener una política monetaria restrictiva y mostrando cautela ante posibles episodios de incertidumbre, el COPOM anunció un piso de 62,5% anual para la tasa de interés de referencia, que estuvo vigente durante el trimestre abril-junio y que se redujo a 58% anual en julio.

Para promover la competencia entre las entidades financieras y mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de referencia hacia las tasas pasivas de las entidades financieras, el Banco Central permitió que los clientes bancarios realicen depósitos a plazo fijo en pesos de manera *online* en cualquier entidad financiera sin necesidad de ser clientes o realizar trámites adicionales (ver el Apartado 5).<sup>45</sup>

Finalmente, a mediados de abril el Ministerio de Hacienda comenzó a realizar subastas diarias por US\$ 60 millones para cubrir necesidades en pesos. Estas licitaciones se llevarán a cabo hasta alcanzar un monto acumulado de US\$9.600 millones en noviembre de este año.<sup>46</sup>

### **5.1.2 El Banco Central cumplió las metas monetarias**

En el segundo trimestre del año el Banco Central cumplió su meta de crecimiento cero de la base monetaria (BM), acumulando nueve meses consecutivos de cumplimiento (ver Gráfico 5.1).<sup>47</sup> La meta a lo largo del trimestre se mantuvo en \$ 1.343,2 mil millones, debido a que no hubo intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario.<sup>48</sup>

En abril, el Banco Central sobrecumplió la meta en \$18 mil millones (1,4%), mientras que en mayo y junio el cumplimiento fue más ajustado, \$591 millones (0,04%) y \$1.300 millones (0,1%), respectivamente. Durante

43 Para mayores detalles ver las [Decisiones del Comité de Política Monetaria del 16 de abril de 2019](#).

44 Para mayores detalles ver las [Decisiones del Comité de Política Monetaria del 29 de abril de 2019](#).

45 Para mayores detalles ver la [Comunicación "A" 6667](#) del 5 de abril de 2019.

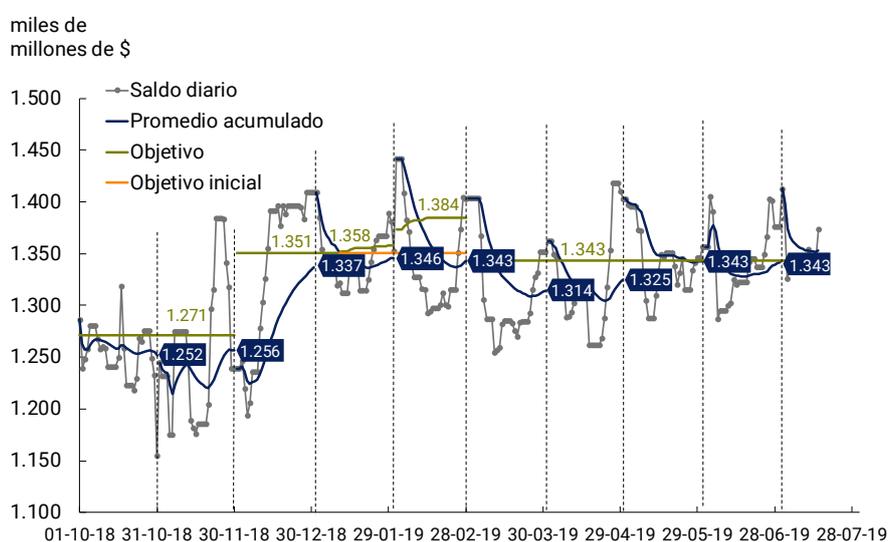
46 Para mayores detalles ver el [comunicado de prensa del 15 de abril de 2019](#).

47 La base monetaria está compuesta por el circulante en poder del público más las reservas bancarias, las cuales representan la suma del circulante en las entidades financieras más los depósitos en cuenta corriente de las entidades financieras en el Banco Central.

48 Los días 21 y 24 de junio el Banco Central compró US\$ 400 millones al Tesoro Nacional, el cual se encontraba con un exceso de dólares respecto a los pesos que necesitaba para cancelar el pago de vencimientos de bonos, pero esta operación no modificó la meta del mes.

mayo, el aumento de la BM estuvo explicado principalmente por los mayores encajes generados por el incremento de los depósitos del sector público. Para moderar su impacto monetario, parte de estos depósitos fueron transferidos por el Tesoro Nacional al Banco Central. Sobre el final del mayo se realizó una transferencia de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional por \$77.245 millones, monto equivalente al pago de intereses que éste deberá realizar a la autoridad monetaria por sus tenencias de títulos públicos durante el resto del año. Esta operación no tuvo efecto monetario, ni siquiera transitoriamente, dado que estos fondos quedan depositados en la cuenta del Tesoro en el Banco Central hasta que sean utilizados para realizar el pago.<sup>49</sup> En junio, el cumplimiento de la meta fue particularmente exigente debido al comportamiento estacional de la demanda de BM, que se incrementa por el pago del medio aguinaldo y los mayores gastos del receso invernal (ver el Apartado 4).

**Gráfico 5.1 | Seguimiento de las metas de base monetaria**

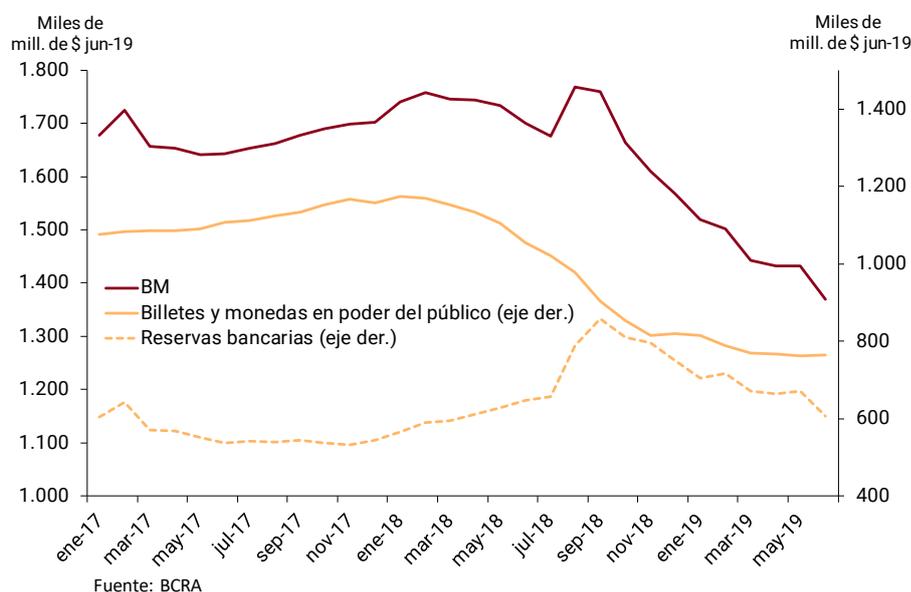


Fuente: BCRA

Dada la dinámica de la inflación en el segundo trimestre del año, el cumplimiento de la meta monetaria continuó implicando una reducción significativa de la cantidad de dinero en términos reales, lo que refleja el sesgo contractivo de la política monetaria. La BM cayó 5,0% en términos reales sin estacionalidad entre marzo y junio de este año y acumuló una caída real sin estacionalidad de 22,2% desde el inicio del esquema monetario en octubre del año pasado (ver Gráfico 5.2). El circulante en poder del público se contrajo 0,8% en el trimestre (en términos reales sin estacionalidad), moderando su ritmo de contracción respecto a lo observado en los trimestres previos, en tanto las reservas bancarias mostraron una mayor retracción (-9,9% en el trimestre en términos reales sin estacionalidad).

49 Para más detalles ver <http://www.bcra.gob.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?id=871>.

**Gráfico 5.2 | Base monetaria y sus componentes (en términos reales sin estacionalidad)**



En el mes de julio, la meta de base monetaria se mantuvo en \$1.343,2 mil millones.<sup>50</sup> Durante este mes continúa la elevada estacionalidad de la demanda de circulante. Para permitir una mejor administración de las condiciones de liquidez en este período y contribuir a fortalecer la transmisión de la tasa de interés de las LELIQ a la tasa que reciben los ahorristas, el BCRA decidió reducir en 3 p.p. la exigencia de efectivo mínimo sobre depósitos a plazo fijo. Esto representa una reducción de la demanda de base monetaria por encajes de aproximadamente \$45 mil millones que compensa la suba estacional de la demanda de circulante. Con el fin de mantener el sesgo contractivo de la política monetaria, superado este fenómeno estacional, la meta de la base monetaria será reducida a partir de agosto hasta llegar a \$1.298,2 mil millones en octubre; ello compensará totalmente el efecto de la baja de encajes.<sup>51</sup>

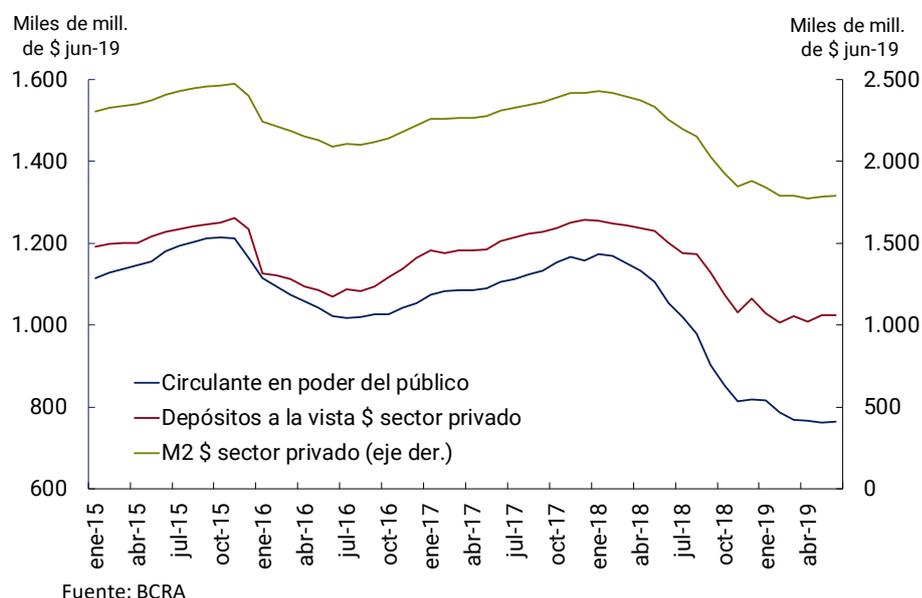
El agregado monetario M2 privado en pesos se mostró estable durante el segundo trimestre en términos reales desestacionalizados (reducción de 0,1% mensual promedio), luego de la tendencia contractiva registrada durante la mayor parte del año pasado (ver Gráfico 5.3).<sup>52</sup> Este comportamiento fue consecuencia principalmente de la estabilidad de los depósitos a la vista en pesos del sector privado (cuenta corriente y cajas de ahorro), que no variaron en el periodo en términos reales desestacionalizados.

50 El 1 y el 3 de julio, el Banco Central compró US\$800 millones y US\$200 millones, respectivamente, al Tesoro Nacional, el cual se encontraba con un exceso de dólares respecto a los pesos que necesitaba para cancelar el pago de vencimientos de bonos. Esta operación no modificó la meta del mes.

51 Ver las [decisiones del Comité de Política Monetaria \(COPOM\) del 1º de julio de 2019](#).

52 El agregado M2 privado en pesos está compuesto por el circulante en poder del público y los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro en pesos del sector privado.

**Gráfico 5.3. M2 en pesos del sector privado (en términos reales sin estacionalidad)**



### 5.1.3 Se redujo la volatilidad cambiaria, se estabilizaron las expectativas de inflación y la tasa de interés comenzó a bajar

Las medidas adoptadas y el sostenimiento de una política monetaria restrictiva, en un contexto de mejores condiciones internacionales, contribuyeron a la estabilización de la dinámica cambiaria. Luego de aumentar 19% entre principios de febrero y fines de abril, la divisa norteamericana cayó 4% hasta los mediados de julio, en tanto la volatilidad semanal de las variaciones diarias del tipo de cambio se redujo fuertemente desde el pico que había registrado a fines de abril (ver Gráfico 5.4). Al mismo tiempo, la inflación comenzó a mostrar una trayectoria descendente desde abril y las expectativas de inflación se estabilizaron en los relevamientos de mayo y junio (ver el Capítulo 4).<sup>53</sup>

<sup>53</sup> Las expectativas de inflación provienen del REM, que es el Relevamiento de Expectativas de Mercado, una encuesta de expectativas sobre las principales variables económicas que el BCRA realiza a las principales consultoras y centros de investigación locales, entidades financieras de Argentina y analistas extranjeros.

**Gráfico 5.4 | Evolución reciente de tipo de cambio y su volatilidad**



Fuente: BCRA

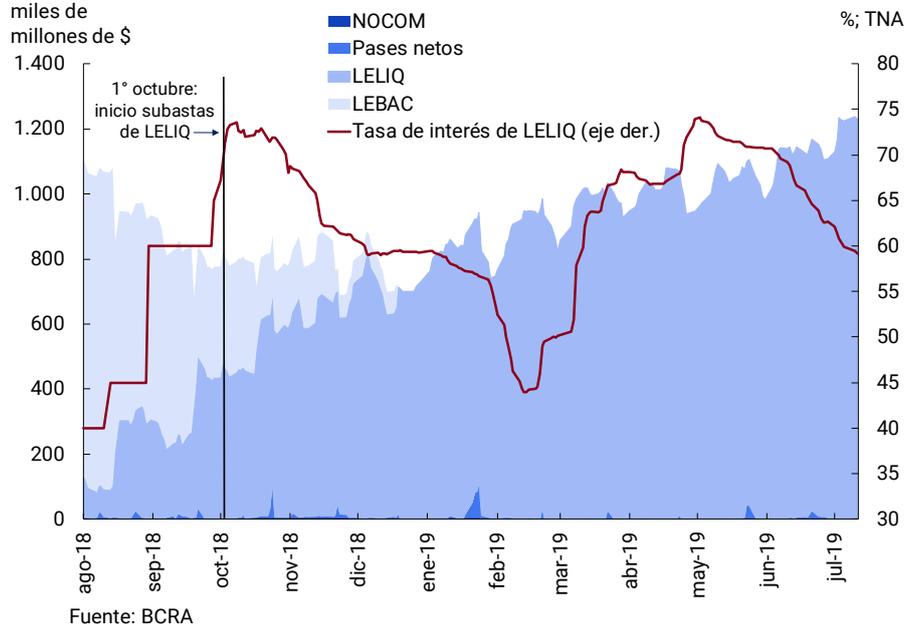
Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia se determina por la demanda de liquidez en las subastas diarias de LELIQ. Si hay aumentos en las expectativas de inflación o una mayor percepción de riesgo, las entidades financieras demandan una mayor tasa de interés para mantener sus posiciones en pesos, lo que se ve reflejado rápidamente en la tasa de interés que surge de las licitaciones de LELIQ. Esta reacción de la tasa de interés de referencia ayuda a reducir la volatilidad cambiaria y a aumentar el sesgo contractivo frente a sorpresas inflacionarias.

Así, frente a la mayor volatilidad cambiaria de abril, la tasa de interés de referencia se incrementó 7,2 p.p. hasta alcanzar 74,1% anual el 2 de mayo (ver Gráfico 5.5). Esta dinámica de la tasa nominal de referencia implicó que la tasa de interés real haya alcanzado un nivel elevado en términos históricos, lo que refuerza el sesgo contractivo de la política monetaria (ver Gráfico 5.6).<sup>54</sup> Luego, en un contexto de menor volatilidad nominal y expectativas de inflación en baja, la tasa de interés nominal de las LELIQ mostró una tendencia descendente hasta tocar en los últimos días de junio el mínimo de 62,5% anual fijado por el COPOM para ese mes. Para julio, el COPOM decidió reducir la tasa mínima de las subastas de LELIQ a 58% anual, en línea con la baja de la inflación observada y de la esperada por el REM para este mes.<sup>55</sup> La tasa de interés de las LELIQ continuó reduciéndose gradualmente hasta alcanzar 58,8% anual el día 15.

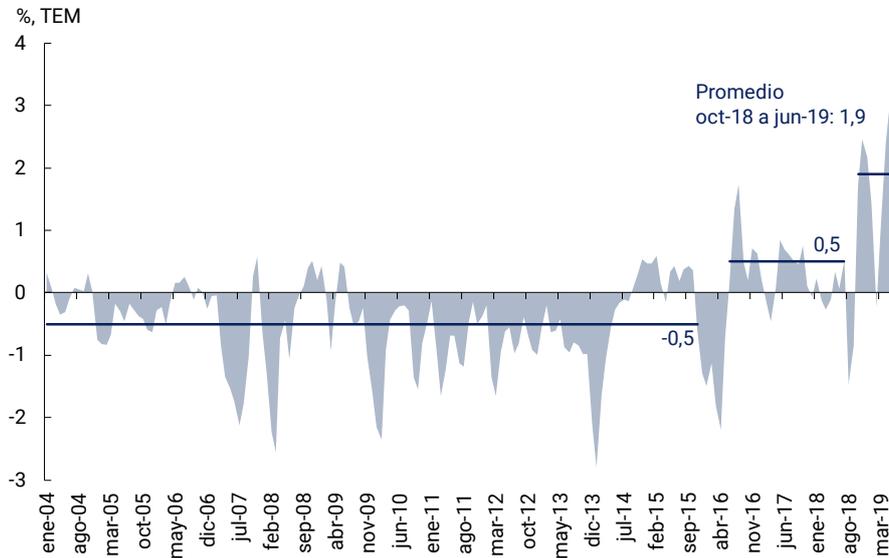
<sup>54</sup> La tasa de interés real se calculó con el promedio mensual de la tasa de referencia, deflactada por el promedio de la inflación del mismo mes y del mes siguiente (medida por el IPC Nacional del INDEC). Para la inflación de junio y julio de 2019 se utilizó como fuente el REM.

<sup>55</sup> Ver las [decisiones del Comité de Política Monetaria \(COPOM\) del 1° de julio de 2019](#).

**Gráfico 5.5 | Tasa de interés de LELIQ y stock de pasivos remunerados en pesos (LEBAC, LELIQ, NOCOM y pases netos)**



**Gráfico 5.6 | Tasa de interés real de referencia (tasas efectiva mensual - ex post)\***

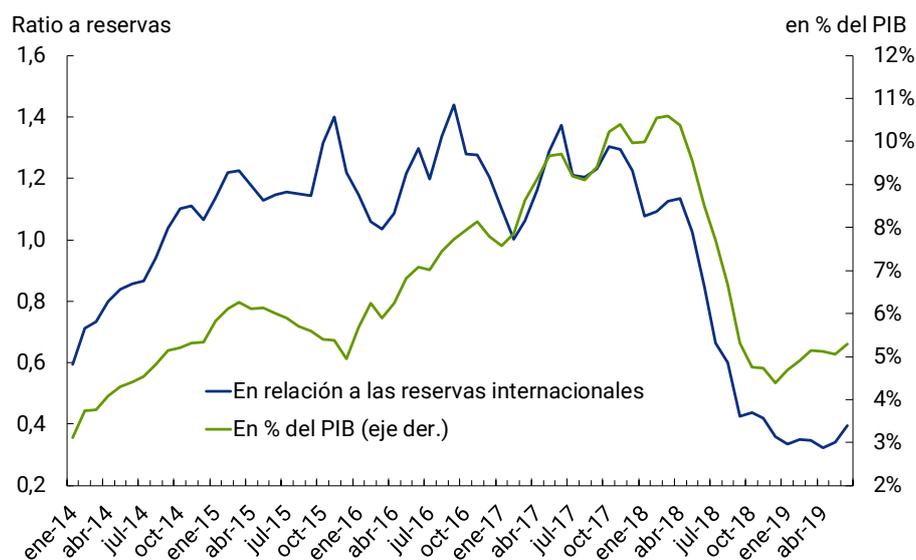


\* La tasa nominal corresponde al promedio mensual y se deflacta con el promedio de la inflación del período y la del período siguiente (en el caso de junio y julio de 2019 se utilizó el REM). Fuente: BCRA e INDEC

Los pasivos remunerados en pesos del Banco Central (LELIQ, NOCOM y pases netos) mostraron una trayectoria creciente en términos nominales en el segundo trimestre, pasando de \$955,3 mil millones a fines de marzo a \$1.232,3 mil millones a principios de julio (ver Gráfico 5.5). Este incremento estuvo asociado principalmente con el devengamiento de intereses y, en menor medida, a algunas operaciones de compra de divisas al Tesoro

Nacional a fines de junio y principios de julio.<sup>56</sup> No obstante, el stock de pasivos remunerados se ubicó 16% por debajo del máximo de \$1.459,0 mil millones alcanzado el 20 de marzo del año pasado (cuando incluían las LEBAC). Al mismo tiempo, en términos del PIB estos pasivos representaron 5,3% en junio, frente a 10,6% en marzo del año pasado, y como ratio de las reservas internacionales alcanzaron 0,40 en junio, frente a 1,12 en marzo de 2018 (ver Gráfico 5.7).

**Gráfico 5.7 | Pasivos remunerados en pesos del Banco Central (LEBAC, LELIQ, pases netos y NOCOM) (en términos del PIB y de las reservas internacionales)**



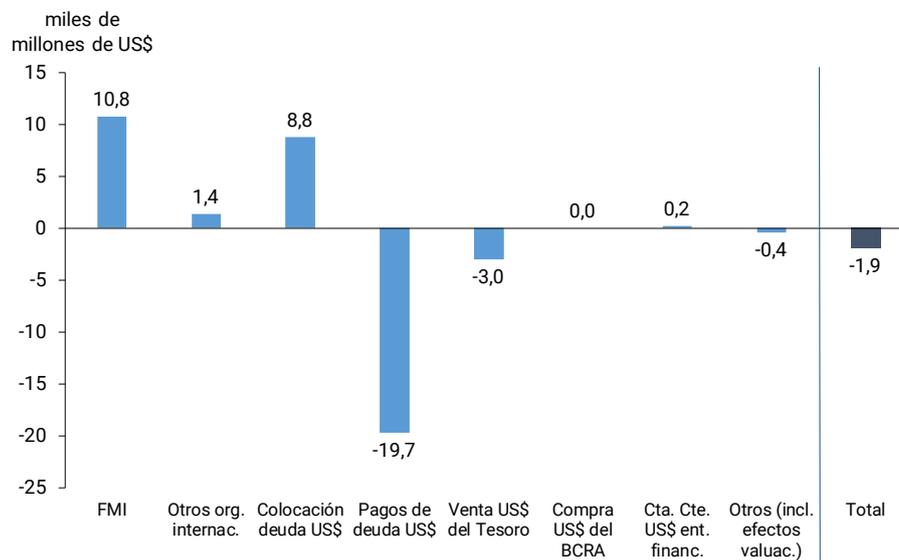
Fuente: BCRA

La evolución de las reservas internacionales en el segundo trimestre se explicó principalmente por las operaciones de deuda del Tesoro Nacional y no estuvo relacionada con la política cambiaria del Banco Central, dado que no realizó intervenciones en el mercado de cambios (ver Gráfico 5.8). Estas operaciones del Tesoro incluyeron ingresos de divisas por US\$21.997 millones como contrapartida de las operaciones de endeudamiento en moneda extranjera (US\$10.830 millones por el ingreso del cuarto tramo del acuerdo Stand-by con el FMI, US\$1.383 millones por desembolsos de otros organismos internacionales -principalmente BID y Banco Mundial- y US\$8.785 millones por otras colocaciones de deuda), frente a salidas de divisas por pagos de vencimientos de deuda en moneda extranjera de US\$19.710 millones y licitaciones diarias de divisas en el mercado por US\$3.000 millones.<sup>57</sup> En términos netos estas operaciones explicaron US\$1.713 millones de los US\$ 1.909 millones que cayeron las reservas en el trimestre, las cuales alcanzaron US\$64.278 millones a fines de junio. De esta forma, el ratio de base monetaria más pasivos remunerados en pesos sobre reservas internacionales valuadas en pesos se mantuvo en niveles mínimos de los últimos años, en un promedio de 0,87 en junio frente a 1,94 de marzo de 2018 (ver Gráfico 5.9).

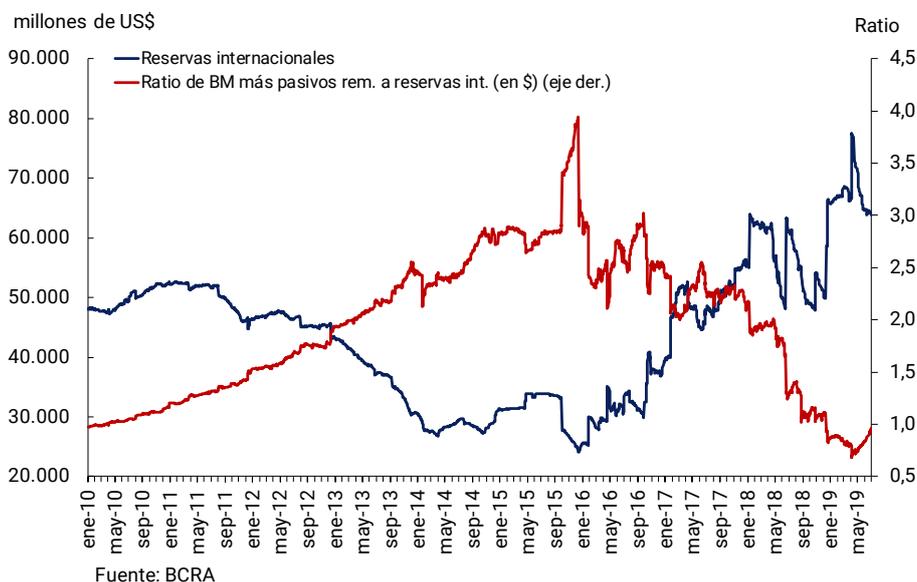
<sup>56</sup> Las operaciones de compra de divisas al Tesoro sumaron US\$1.400 millones hasta el 3 de julio, equivalentes a \$59.725 millones.

<sup>57</sup> El Tesoro comenzó a vender divisas a partir del 15 de abril de este año en licitaciones diarias de US\$ 60 millones. Estas licitaciones se realizarán hasta acumular un total de US\$9.600 millones.

**Gráfico 5.8 | Factores explicativos de la variación de las reservas internacionales en el segundo trimestre de 2019**



**Gráfico 5.9 | Reservas internacionales del Banco Central**



### 5.1.4 Perspectivas

El sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019 con el propósito fundamental de consolidar la trayectoria descendente evidenciada por la tasa de inflación en los últimos meses. Al mismo tiempo, esta postura de política monetaria permite al Banco Central estar preparado para afrontar posibles focos de incertidumbre. Se espera que el proceso de desinflación sea no lineal y gradual, debido a la inercia

inflacionaria. En este contexto, se prevé que la tasa de interés de referencia baje gradualmente, sólo en la medida en que disminuya la inflación esperada y no surjan nuevos eventos de volatilidad.

Si bien este escenario de normalización de la economía podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados principalmente con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual de los procesos electorales en Argentina, el Banco Central se encuentra en una mejor situación para moderar el impacto de dichos riesgos en la economía.

Por un lado, el balance de la autoridad monetaria es más sólido. El stock de pasivos remunerados en pesos del Banco Central se encuentra en niveles acotados tanto en términos del PIB como de las reservas internacionales, luego del programa de cancelación de LEBAC del segundo semestre del año pasado (ver Gráfico 5.7). En un contexto en el que el sector público está ajustando sus cuentas, se ha suprimido uno de los principales factores de creación de base monetaria que operaba en el pasado, como las transferencias al Tesoro, lo que reduce las necesidades de esterilización por parte de la autoridad monetaria. Aun asumiendo un escenario en el que la tasa de interés de las LELIQ se mantuviera en niveles de 60% anual, el peso de los pasivos remunerados en el PIB alcanzaría a 6,0% en diciembre de 2019, lo que resultaría 4,6 p.p. menor que el máximo registrado en marzo del año pasado (ver Gráfico 5.10).

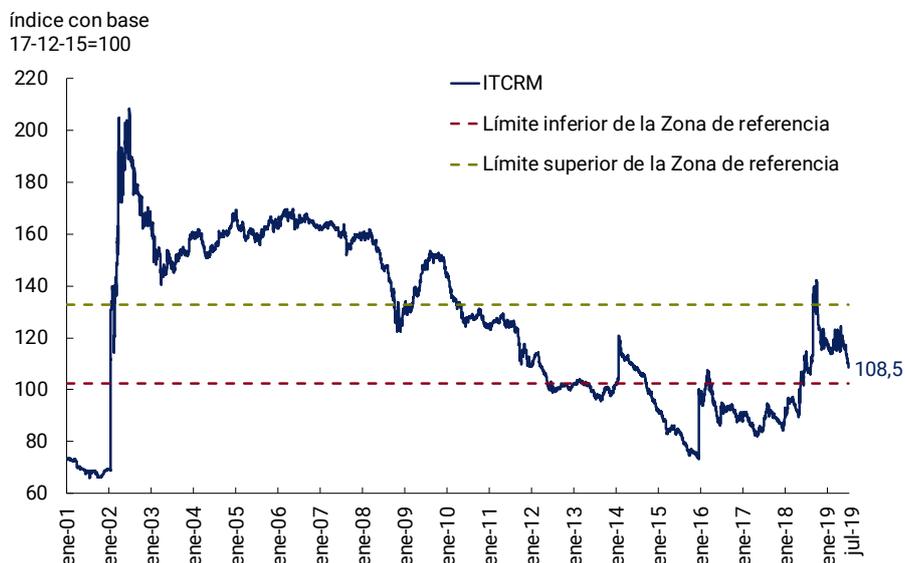
**Gráfico 5.10 | Pasivos remunerados en pesos del Banco Central ante un escenario de tasa de interés constante (en términos del PIB)**



Fuente: BCRA

Por otra parte, el tipo de cambio real se encuentra alrededor de un 50% por encima del nivel que tenía antes de la unificación del mercado cambiario en diciembre de 2015 y se mantiene en niveles similares a los de fines de 2011, momento en el que la economía registraba una balanza de cuenta corriente cercana al equilibrio (ver Gráfico 5.11). Este nivel del tipo de cambio real está contribuyendo al ajuste de las cuentas externas. En efecto, el déficit de cuenta corriente del primer trimestre 2019 (desestacionalizado y anualizado) fue de 2,2% del PIB, frente a uno de 6,5% en el segundo trimestre de 2018, lo que implica un ajuste de 4,3 p.p. en sólo tres trimestres.

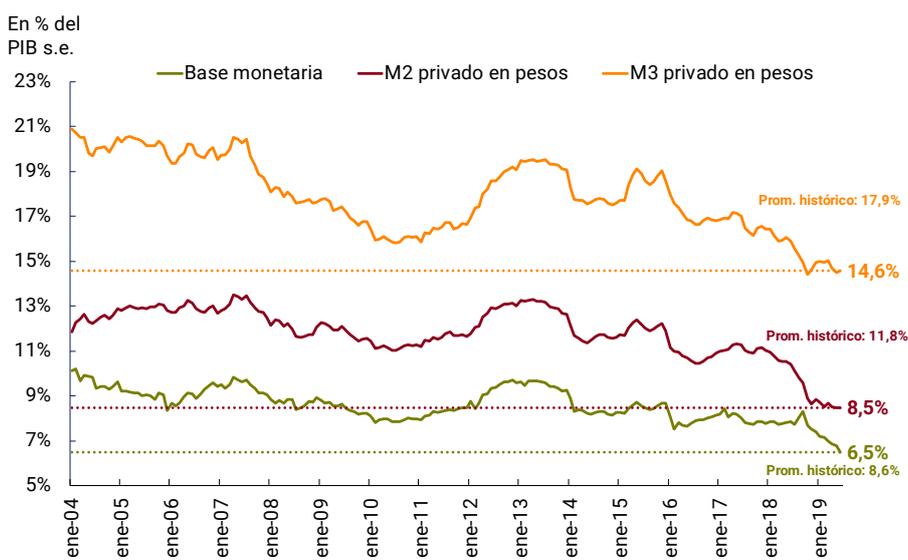
**Gráfico 5.11. Tipo de cambio real multilateral**



Fuente: BCRA

Finalmente, los agregados monetarios en pesos del sector privado se encuentran en niveles mínimos de los últimos quince años lo que mitiga la magnitud de un eventual episodio de dolarización (ver Gráfico 5.12). Además, la autoridad monetaria cuenta con mayores grados de libertad para intervenir en el mercado de cambios ante episodios de volatilidad disruptiva del tipo de cambio junto con un stock adecuado de reservas internacionales (ver Gráfico 5.9).

**Gráfico 5.12 | Agregados monetarios del sector privado en pesos (en % del PIB)**



Fuente: BCRA e INDEC

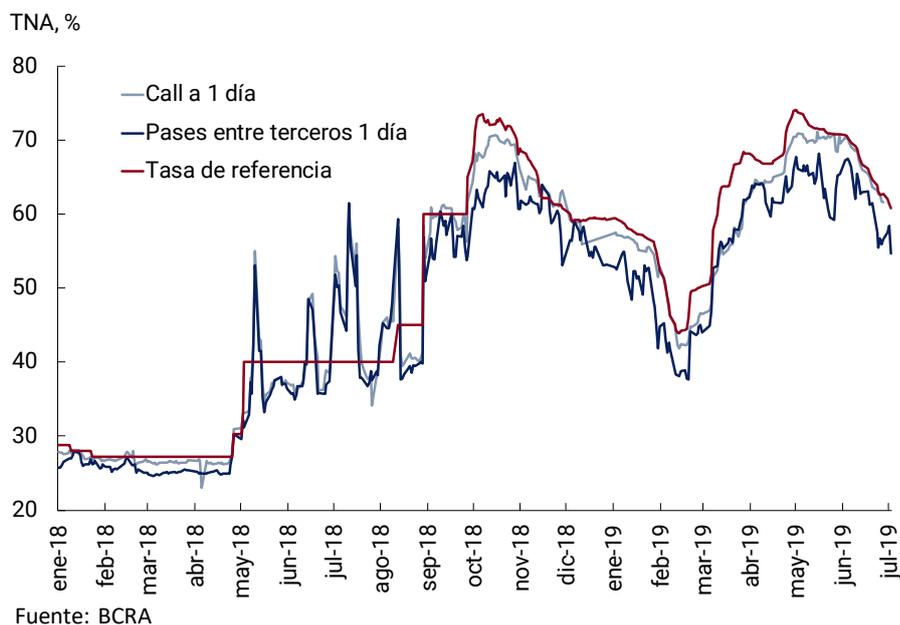
## 5.2 El sistema financiero en el segundo trimestre del año

Las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero siguieron los movimientos de la tasa de interés de referencia (tasa de LELIQ), mostrando una tendencia descendente desde principios de mayo. Los spreads se comprimieron en el marco de las medidas adoptadas por el BCRA para promover la competencia en el sistema financiero (ver el Apartado 5). El crédito al sector privado continuó contrayéndose, aunque a un menor ritmo que el trimestre anterior, en tanto los depósitos mostraron fortaleza frente a la mayor volatilidad cambiaria registrada en abril.

### 5.2.1 Las tasas interbancarias acompañaron los movimientos de la tasa de interés de referencia

Durante el segundo trimestre del año las tasas de interés del mercado monetario acompañaron la suba de la tasa de referencia en abril, así como su posterior descenso durante los meses de mayo y junio (Ver Gráfico 5.13). La tasa de pases entre terceros a 1 día mostró una caída de 5,2 p.p. entre fines de marzo y junio, hasta alcanzar 56,6% anual, y mantuvo su spread con la tasa de LELIQ. Mientras que la tasa de call a 1 día bajó 0,2 p.p. en el mismo lapso, hasta alcanzar 61,6% anual, y redujo gradualmente su spread con la tasa de referencia, acercándose notoriamente a la misma desde mediados de mayo.

**Gráfico 5.13. Tasas de interés de referencia y del mercado interbancario**

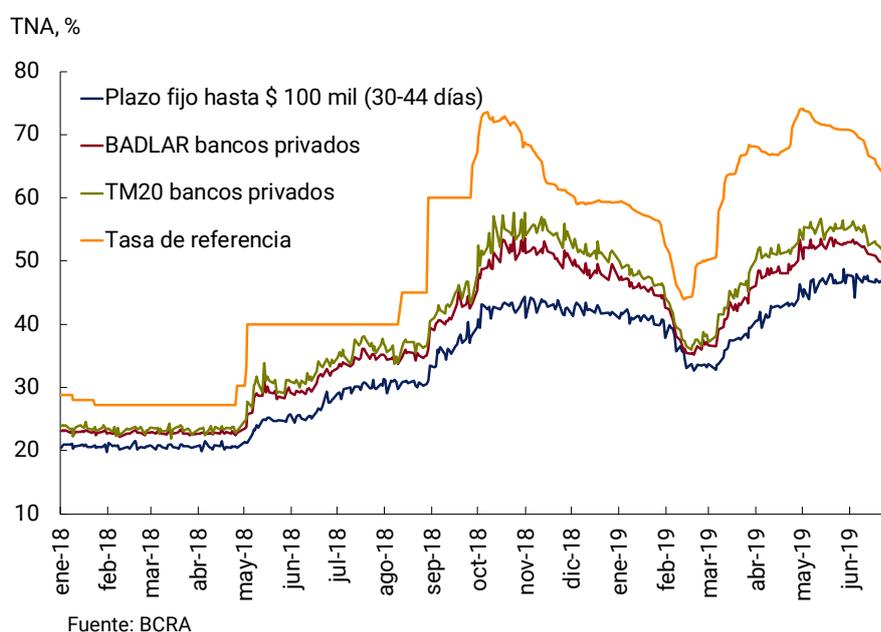


### 5.2.2 Los depósitos en pesos del sector privado se mantuvieron estables durante el trimestre con spreads de tasas más acotados

Las principales tasas de interés pasivas acompañaron la suba de la tasa de referencia durante el mes de abril y luego cayeron más moderadamente que la tasa de LELIQ en los meses de mayo y junio, lo que provocó una reducción de los spreads de las tasas pasivas con relación a la tasa de referencia en ese lapso.

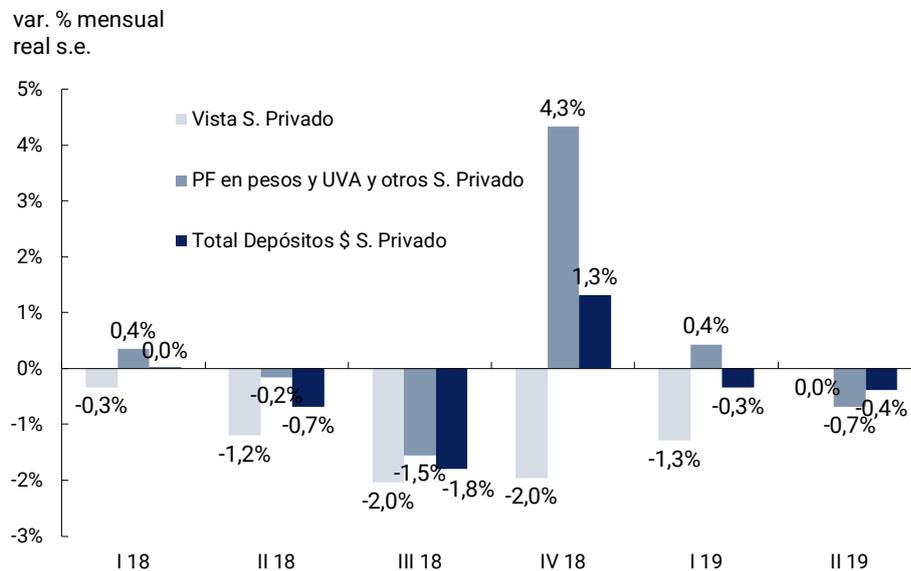
Durante el trimestre se destacó la trayectoria diferencial de la tasa de interés minorista con respecto a las mayoristas. Mientras que la tasa de plazos fijos hasta \$100.000 se mantuvo estable durante los meses de mayo y junio en alrededor de 46,7% anual, la BADLAR y la TM20 de bancos privados cayeron 5,9 p.p. y 6,4 p.p. en el mismo lapso alcanzando niveles de 47,5% y 48,6% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.14). Este acercamiento entre la tasa minorista y las mayoristas TM20 y BADLAR se dio en el contexto de la medida tomada por el Banco Central en la que se estableció la posibilidad de realizar depósitos a plazo fijo en pesos de manera *online* sin necesidad de ser cliente (ver el Apartado 5).

**Gráfico 5.14. Principales tasas de interés pasivas del sistema financiero**



Los depósitos del sector privado en moneda nacional se incrementaron a un ritmo promedio de 2,8% mensual en términos nominales sin estacionalidad durante el segundo trimestre del año, liderados por el aumento de los depósitos a la vista (+3,2% mensual promedio), mientras que las imposiciones a plazo fijo mostraron una suba de 2,5% mensual. En términos reales, esto implicó una contracción de los depósitos totales de 0,4% mensual promedio sin estacionalidad durante el trimestre (ver Gráfico 5.15).

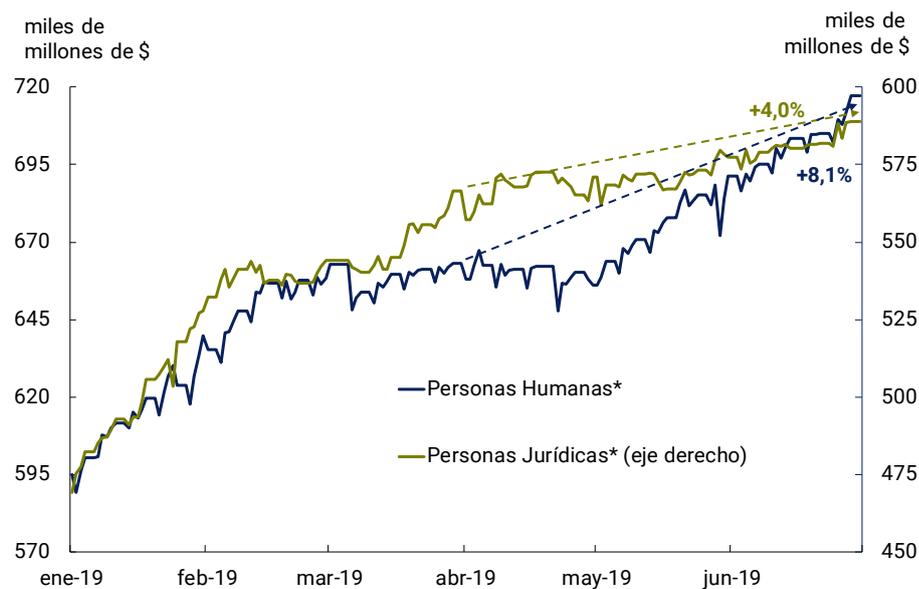
**Gráfico 5.15. Depósitos del sector privado en pesos (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad)**



Fuente: BCRA

En el margen, los depósitos a plazo exhibieron un mejor desempeño en relación a los depósitos a la vista, creciendo un 4,2% mensual en junio contra un 2,7% de estos últimos, revirtiendo así el comportamiento observado en los meses previos. Este aumento estuvo impulsado principalmente por los depósitos de las personas humanas, cuyo ritmo de crecimiento duplicó al de las personas jurídicas en el trimestre (ver Gráfico 5.16).

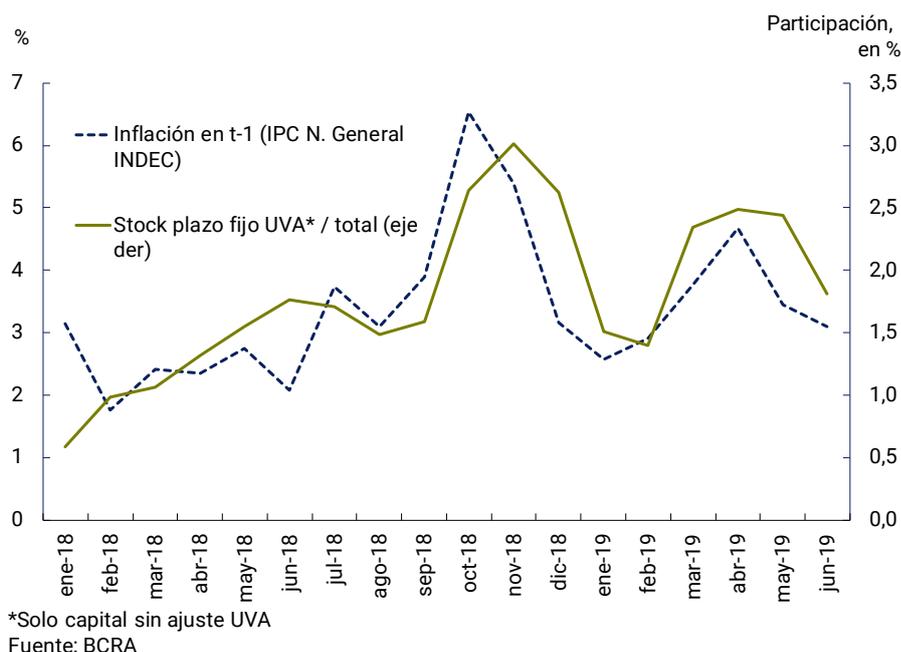
**Gráfico 5.16. Saldo de depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado por titular**



\*Estimado  
Fuente: BCRA

La participación de los depósitos a plazo fijo ajustables por UVA en el total depósitos a plazo fijo del sector privado se redujo en junio a 1,8%, desde el 2,5% que representaba en el mes de abril. La caída en la demanda de estos instrumentos respondió a la combinación de una reducción de la inflación mensual, menores tasas de estas imposiciones (que cayeron 1,7 p.p. en el trimestre hasta 4,35% anual promedio en el mes de junio) y mayores tasas de interés nominales de depósitos a plazos fijos no ajustables (ver Gráfico 5.17).

**Gráfico 5.17. Depósitos a plazo fijo del sector privado ajustables por UVA (promedio mensual)**



Por su parte, los depósitos en moneda extranjera del sector privado sostuvieron su trayectoria creciente durante el segundo trimestre, aumentando 0,9% promedio mensual en moneda de origen y ubicándose así en un nuevo máximo de US\$ 30.703 millones en promedio en el mes de junio.

### 5.2.3 El crédito bancario al sector privado moderó su tendencia contractiva

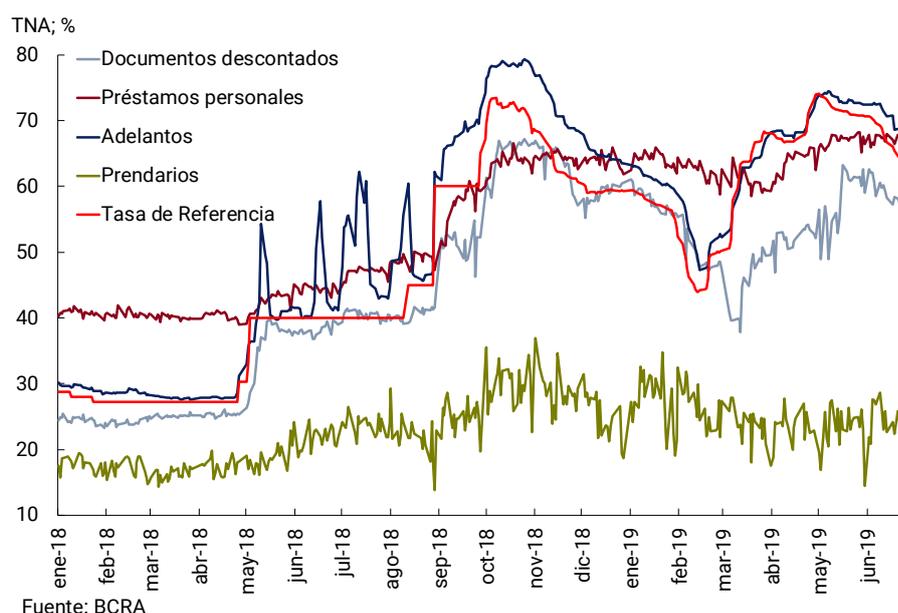
Impulsadas por el incremento de la tasa de interés de referencia en abril, las tasas de los préstamos en pesos otorgados por el sistema financiero también registraron subas, las cuales se revirtieron parcialmente a partir de mediados de mayo en línea con el movimiento de la tasa de referencia (ver Gráfico 5.18).

En el trimestre, las tasas de interés de los documentos a sola firma y de descuento de documentos crecieron 2,5 p.p. y 5,6 p.p., hasta alcanzar niveles de 58,8% anual y 55,1% anual en junio, respectivamente, mientras que la tasa de adelantos en cuenta corriente, que exhibe una mayor correlación con la tasa de referencia, cayó 1,4 p.p. hasta 65,8% anual (ver Gráfico 5.18).

La tasa de descuento de documentos, cuya dinámica fue afectada durante el periodo que va desde marzo hasta mediados de mayo de este año por la línea de financiamiento con tasas preferenciales para PyMEs lanzada por el Ministerio de Producción de la Nación, mostró un fuerte incremento a partir de esa fecha de la mano del agotamiento del cupo, reduciendo de esta manera su spread con la tasa de referencia.

La tasa de interés de los préstamos personales se incrementó en abril y principios de mayo, impulsada por la suba de la tasa de referencia, hasta niveles de alrededor del 66% anual, manteniéndose estable en el periodo posterior a pesar de la reducción de la tasa de LELIQ. Por su parte, la tasa de interés de los préstamos prendarios en pesos se mantuvo prácticamente inalterada durante el periodo, alcanzando en junio un nivel promedio de 22,9% anual.

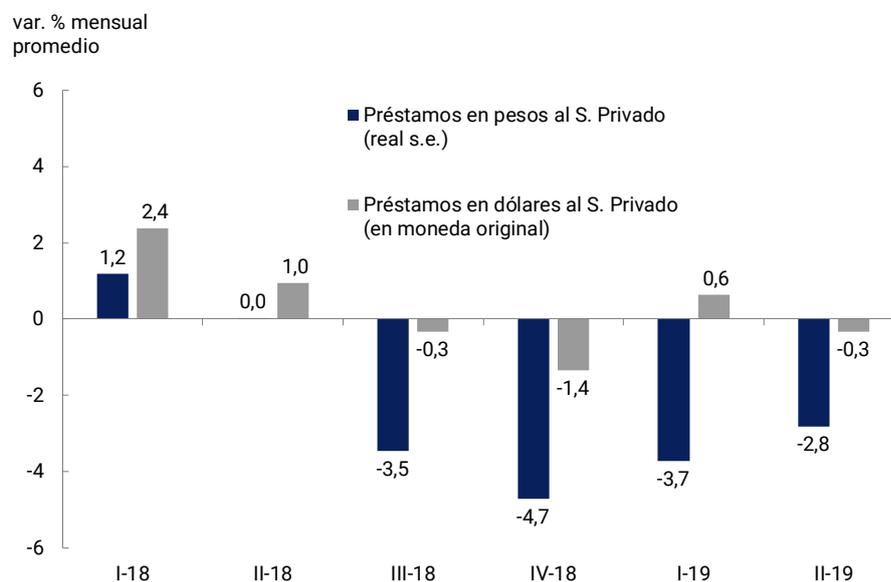
**Gráfico 5.18. Principales tasas de interés activas del sistema financiero**



Las tasas de interés de los préstamos denominados en UVA se mostraron relativamente estables en el trimestre. La de préstamos hipotecarios mostró una suba de 0,2 p.p. frente al promedio del primer trimestre, alcanzando 6,1% anual en promedio durante el segundo trimestre, mientras que las de prendarios y personales cayeron 0,3 y 0,1 p.p. hasta niveles de 14,9% y 18,7% anual, respectivamente.

Los préstamos en pesos al sector privado moderaron nuevamente su ritmo de caída respecto al trimestre previo, con una contracción de 2,8% mensual promedio real sin estacionalidad (ver Gráfico 5.19), frente a la reducción de 3,7% mensual del primer trimestre. A diferencia de lo observado en trimestres previos, los préstamos asociados a empresas exhibieron caídas más moderadas y en línea con las ocurridas en las financiaciones al consumo de los hogares.

**Gráfico 5.19. Préstamos al sector privado en pesos y en dólares (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad y en moneda original)**



Fuente: BCRA

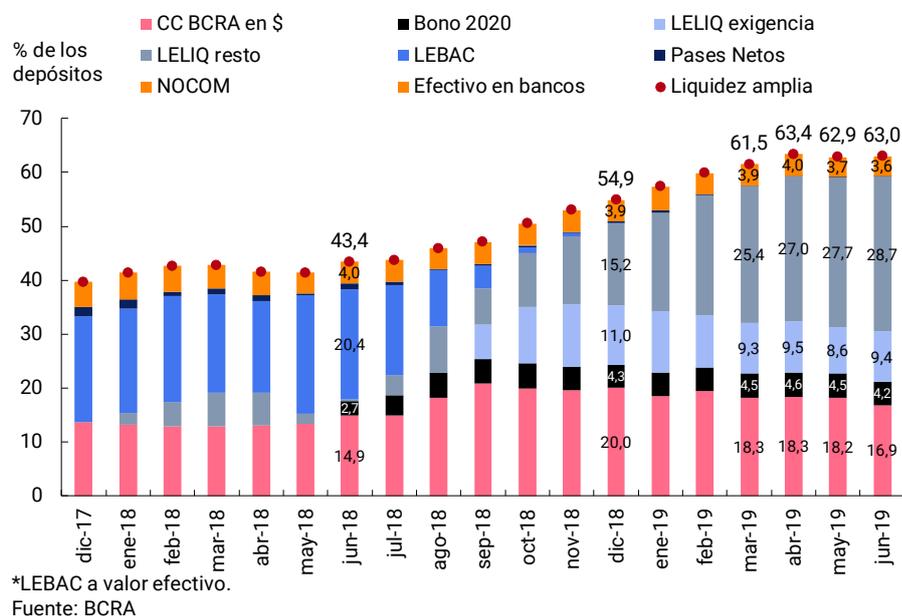
Los créditos en moneda extranjera se mantuvieron relativamente estables durante el segundo trimestre, cayendo un 0,3% mensual promedio en moneda original.

#### **5.2.4 La liquidez de las entidades financieras se mantuvo estable durante el trimestre**

Como consecuencia del mejor desempeño relativo de los depósitos frente a los préstamos bancarios en pesos, la liquidez amplia de las entidades financieras (cuenta corriente en el BCRA, efectivo, LELIQ, NOCOM, pases netos y Bono 2020) aumentó levemente en el mes abril y se mantuvo relativamente estable durante los meses de mayo y junio (Ver Gráfico 5.20). En consecuencia, a fines de junio alcanzó un 63% de los depósitos, 1,5 p.p. mayores a la registrada en marzo. Este aumento estuvo explicado por la mayor tenencia de LELIQ (+3,3 p.p.), parcialmente compensada por la caída de saldos de cuenta corriente en el BCRA (-1,4 p.p.).<sup>58</sup>

<sup>58</sup> Durante mayo y junio se implementaron modificaciones a la normativa de efectivo mínimo. Se modificó el cálculo de las franquicias por créditos otorgados a MiPyMes, y la exigencia por los pasivos de las entidades financieras con los comercios por compras con tarjeta de crédito, por los depósitos judiciales y por las imposiciones a plazo fijo captadas a distancia (online). Para mayores detalles ver las Comunicaciones "A" 6703 y "A" 6706.

**Gráfico 5.20. Liquidez en pesos de las entidades financieras (en % de los depósitos en pesos)**



A partir de julio se dispuso que el cálculo de la exigencia de efectivo mínimo en pesos pase a determinarse sobre el promedio de los saldos diarios del periodo anterior al de su integración (en lugar de los saldos del mismo periodo, como era hasta ese momento), tal como sucede en la mayor parte de los países del mundo, con el objetivo de otorgar mayor previsibilidad al sistema financiero para el manejo de la liquidez.<sup>59</sup> Asimismo, se resolvió que el cómputo de las posiciones de efectivo mínimo se unifique en los bimestres julio-agosto y diciembre-enero y se estableció una reducción de 3 p.p. en el cálculo de la exigencia de efectivo mínimo a partir del mes de julio.<sup>60</sup>

59 Para mayores detalles ver la [Comunicación "A" 6719](#).

60 Para mayores detalles ver la [Comunicación "A" 6728](#).

## Apartado 3 / Nueve meses de funcionamiento del esquema de agregados monetarios

Con el objetivo de recuperar el ancla nominal tras los episodios de volatilidad financiera de 2018, en octubre de dicho año el Banco Central adoptó un esquema de política monetaria caracterizado por el estricto control de los agregados monetarios.<sup>61</sup> El mismo consiste en una meta de crecimiento cero para la base monetaria.<sup>62</sup> Se trata de un compromiso concreto, más directamente ligado a las herramientas bajo control del BCRA y fácilmente verificable por el público.

Inicialmente, el crecimiento cero de base monetaria se estableció hasta junio de 2019 y se tomó como referencia el saldo promedio de la base monetaria de septiembre de 2018, de \$1.271 mil millones, con ajustes estacionales en diciembre de 2018, junio y diciembre de 2019.<sup>63</sup> Asimismo, se previeron ajustes por las intervenciones que el BCRA pudiera realizar en el mercado de cambios, que se pusieron en práctica con las compras de dólares en enero y febrero de 2019.<sup>64</sup>

La inflación comenzó a bajar luego del pico de 6,5% mensual de septiembre del año pasado, sin embargo, en febrero de este año revirtió al alza. A la inercia inflacionaria luego de la depreciación de 2018, se sumaron la recomposición de precios regulados y los shocks específicos al sector cárnico. En este contexto, y para evitar que estas correcciones retroalimenten las expectativas de inflación, el COPOM decidió reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria. De esta manera, el 14 de marzo de 2019 decidió extender el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta fin de 2019, eliminar el ajuste estacional de junio, y fijar como nueva referencia el saldo de la base monetaria de febrero de 2019, de \$1.343 mil millones, haciendo permanente el sobrecumplimiento de la meta observado en ese mes (ver Gráfico 1).<sup>65</sup> A partir de julio, atento a la elevada estacionalidad de la demanda de circulante producto del cobro de aguinaldos y gastos asociados al receso invernal, se decidió reducir 3 p.p. la exigencia de efectivo mínimo sobre los depósitos a plazo fijo en pesos. Y con el fin de no relajar la política monetaria pasado este fenómeno estacional, se dispuso una reducción en la meta de la base monetaria desde agosto hasta llegar a \$ 1.298,2 mil millones en octubre, cuando se terminaría de compensar totalmente este efecto monetario.<sup>66</sup>

Para mantener el crecimiento de la base monetaria bajo control, el BCRA realiza diariamente subastas de Letras de Liquidez (LELIQ) a 7 días de plazo que sólo pueden suscribir los bancos. En este esquema, el Banco Central ya no fija una tasa de interés de política, sino que la misma se determina de forma endógena. Es aquella que garantiza que la demanda por LELIQ sea consistente con el objetivo de base monetaria. Esto permite que la tasa de interés responda rápidamente a los cambios sorpresivos en la inflación, en las expectativas de inflación o en las expectativas sobre el tipo de cambio.

---

61 Existe amplia evidencia a lo largo de la historia de una fuerte relación entre dinero y precios. Este vínculo se vuelve más sólido en el caso de economías con altos niveles de inflación y bajo desarrollo financiero, motivo por el cual muchos planes de estabilización se han basado en el control de la cantidad de dinero. Ver: McCandless y Weber (1995), Basco, D'Amato y Garegnani (2006), y Teles y Uhlig (2013).

62 La base monetaria está compuesta por la circulación monetaria y las cuentas corrientes en pesos de los bancos en el Banco Central.

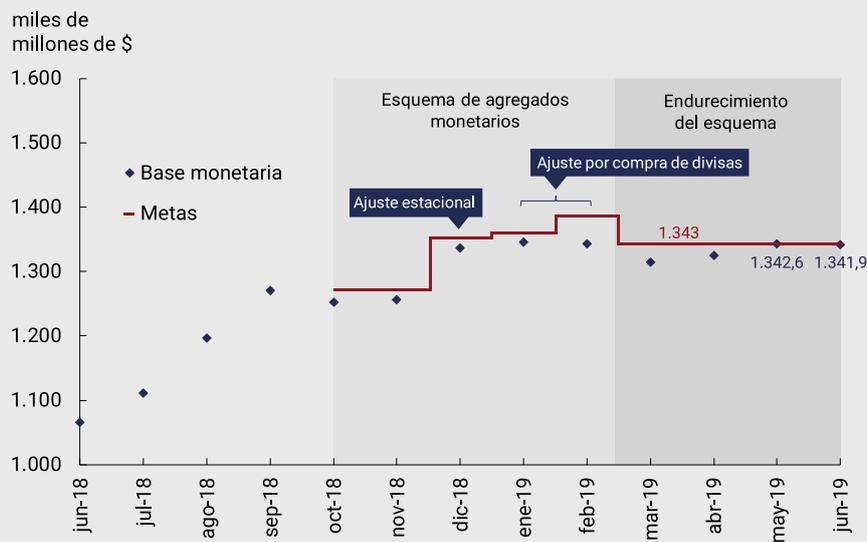
63 Ver <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/BCRA-implementa-nuevo-politica-monetaria.asp> y <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/BCRA-implementa-nuevo-politica-monetaria.asp>.

64 Las intervenciones cambiarias del Banco Central impactan sobre la meta de base monetaria dependiendo del monto en pesos de la intervención y la cantidad de días que restan hasta fin del mes. Las compras de divisas expanden la meta, mientras que las ventas la contraen.

65 Ver <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/Comunicado-140319.asp>.

66 Para mitigar el comportamiento estacional también se establecieron posiciones conjuntas de encaje en julio-agosto y en diciembre-enero.

**Gráfico 1 | Meta de base monetaria**



Fuente: BCRA

No obstante, para evitar que las tasas de interés presenten una volatilidad excesiva, el BCRA tiene la flexibilidad de administrar las condiciones de liquidez, adecuándolas a la estacionalidad intramensual de los componentes de la base monetaria y a las situaciones transitorias que pudieran ocurrir en el mercado monetario. Es decir, el crecimiento cero de la base monetaria permite que unos días la base monetaria crezca y otros días caiga, mientras que la variación del promedio de los saldos diarios en el mes sea nula.

Dado que la meta de crecimiento cero de la base monetaria no es un objetivo puntual sino un techo, el Banco Central también tiene la facultad de sobrecumplirla, tal como ocurrió en los primeros meses de puesta en marcha del esquema. Este sobrecumplimiento evita que las condiciones monetarias se relajen (y que baje la tasa de interés) en situaciones en las que el crecimiento cero pudiera resultar excesivo, como ocurre, por ejemplo, en aquellos meses que la demanda de dinero presenta baja estacionalidad o ante shocks transitorios de la demanda de dinero. En este sentido, para asegurar que la política monetaria mantenga su carácter desinflacionario, se estableció una tasa de interés mínima, actualmente en 58% anual.<sup>67</sup> Es decir, el BCRA se compromete a absorber la liquidez necesaria para que la tasa de interés no baje de dicho nivel, sobrecumpliendo, de ser necesario, la meta de crecimiento cero de la base monetaria.

El esquema monetario se complementa con la definición de una zona de referencia cambiaria, cuyo objetivo consiste en moderar episodios de excesiva volatilidad del tipo de cambio que pudieran interferir en el proceso desinflacionario, conservando al mismo tiempo los beneficios de la flexibilidad cambiaria. Los límites de la zona de referencia cambiaria no constituyen paridades con las que se compromete el Banco Central, sino que deben interpretarse como guías sobre qué puede esperarse del comportamiento del BCRA en cada zona. Si el tipo de cambio se ubicara por encima de dicha zona de referencia cambiaria, el BCRA realizará subastas diarias de venta de dólares. Estas ventas no se esterilizan, lo que implica una retracción directa de la cantidad de dinero que contribuye a estabilizar el mercado monetario. Análogamente, si el tipo de cambio se ubicara por debajo de la zona de referencia cambiaria, el BCRA realizará subastas diarias de compra de dólares.

<sup>67</sup> Hasta junio dicha tasa de interés mínima se ubicó en 62,5% anual. El 1 de julio la misma se redujo a 58% anual.

Inicialmente, los límites inferior y superior de la zona de referencia cambiaria (que se llamó en ese momento zona de no intervención) se establecieron en \$34 por dólar y \$44 por dólar, y se ajustaron diariamente a un ritmo de 3% mensual hasta diciembre de 2018, 2% mensual durante los tres primeros meses de 2019, y 1,75% durante los primeros quince días de abril de 2019. Ante la persistencia de la volatilidad cambiaria, para reforzar el sesgo restrictivo de la política monetaria y evitar nuevos traslados del movimiento del tipo de cambio a la tasa de inflación se decidió mantener constantes estos límites hasta fin de año en \$39,755 y \$51,448 (ver Gráfico 2).<sup>68</sup> También se estableció que, ante situaciones de volatilidad excesiva, el BCRA podrá intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario, incluso si el tipo de cambio se ubicara dentro de la zona de referencia.<sup>69</sup> Asimismo, se resolvió no realizar subastas de compras de divisas hasta julio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo del límite inferior.

**Gráfico 2 | Tipo de cambio y zona de referencia**



En síntesis, el régimen monetario combina un ancla nominal fuerte, basada en el control de la cantidad de dinero, el cual tiene un vínculo relevante con la inflación en el mediano y largo plazo, junto con la posibilidad de intervenir en el mercado de cambios para evitar que situaciones de elevada volatilidad afecten el proceso de desinflación en el corto plazo. Asimismo, el BCRA fue introduciendo modificaciones al esquema cuando el contexto así lo requirió, para robustecerlo frente a la aparición de nuevas fuentes de volatilidad nominal. Los últimos cambios introducidos en marzo y abril permitieron retomar una trayectoria descendente de la inflación. No obstante, las desinflaciones suelen demorar tiempo y no son lineales por lo cual la perseverancia del BCRA en su política de estricto control de la cantidad de dinero resulta clave para lograr una reducción perdurable de la inflación.

68 Ver <http://www.bcr.gov.ar/Noticias/Comunicado-010419.asp>.

69 Ver <http://www.bcr.gov.ar/Noticias/Comunicado-290419.asp>.

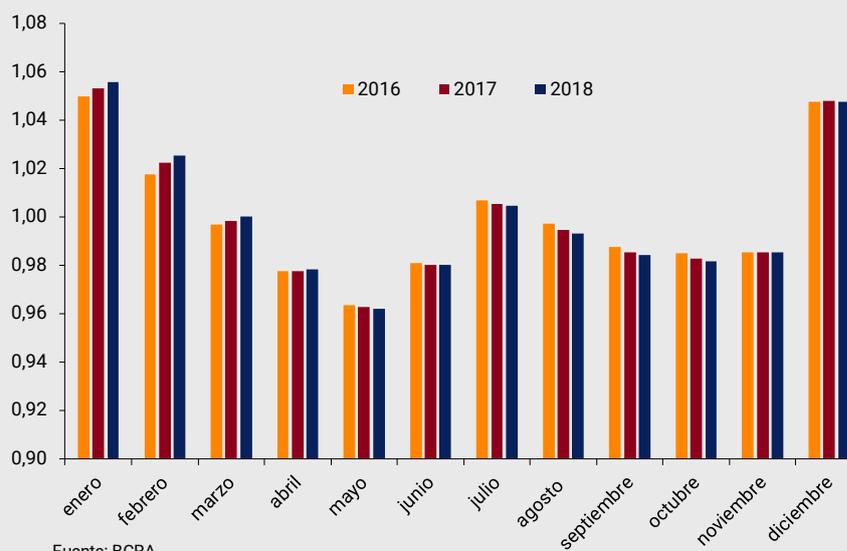
## Apartado 4 / La meta de crecimiento cero de base monetaria y el comportamiento estacional de la demanda

Desde octubre de 2018 el BCRA implementó un nuevo régimen monetario con metas de crecimiento cero para la base monetaria (BM). Dado que la demanda de base monetaria presenta una marcada estacionalidad, puede resultar conveniente realizar ajustes a las metas y/o tomar medidas para compatibilizar el crecimiento cero de la base monetaria con las oscilaciones estacionales (positivas y negativas) que tiene este agregado.<sup>70</sup>

Para acercarse al concepto de estacionalidad resulta útil pensar que las series económicas que observamos (Y) están conformadas por tres componentes que no observamos de manera directa: i) un componente de tendencia-ciclo que refleja la evolución de mediano/largo plazo de la serie (TC), ii) un componente irregular o de shocks transitorios (I) y, finalmente, iii) el componente estacional (S). En el caso de los agregados monetarios suele suponerse que estos componentes se combinan de manera multiplicativa ( $Y = TC * I * S$ ), lo que implica que las oscilaciones estacionales cambian proporcionalmente con la evolución de la tendencia de la serie. Si la tendencia aumenta también lo hacen los efectos estacionales y viceversa.<sup>71</sup>

El componente estacional (S) comprende los eventos sistemáticos ocurridos dentro del año asociados a factores climáticos (ej. cosecha), institucionales (ej. pago de aguinaldo) y/o de calendario (feriados, fiestas religiosas, vacaciones, etc.). Como las estaciones del año, estos eventos se reiteran año tras año con una periodicidad regular que genera fluctuaciones previsibles y sistemáticas en las variables de interés. Estas fluctuaciones, relativamente constantes, son lo que se denomina estacionalidad y una serie a la que se le extraen estas fluctuaciones sistemáticas se conoce como serie desestacionalizada o sin estacionalidad.

Gráfico 1 | Factores estacionales de la base monetaria 2016-2018



Fuente: BCRA.

70 Para mayor detalles sobre el ajuste estacional de la base monetaria ver la Nota Técnica N°2 | 2018 del BCRA en <http://www.bkra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/NotasTecnicas/Nota-tecnica-2-2018.pdf>.

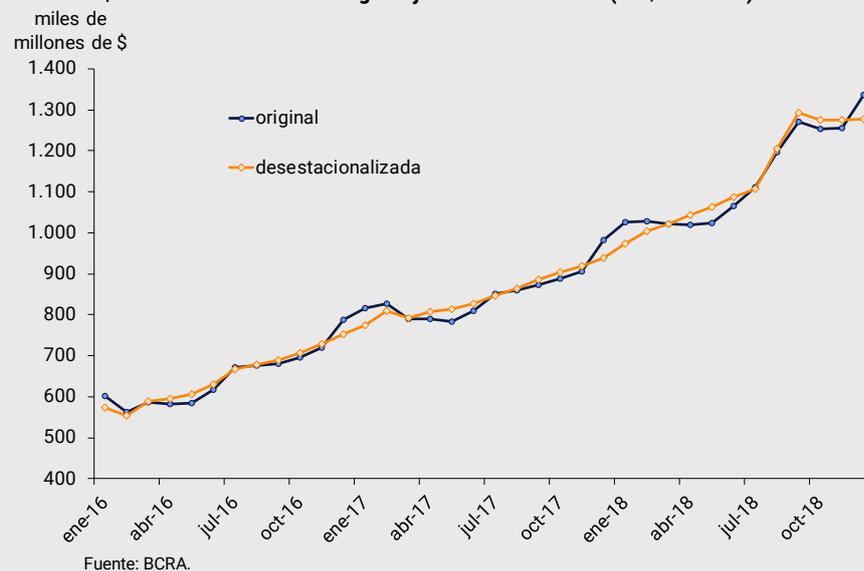
71 Además del ajuste multiplicativo, otro tipo de ajuste que suele usarse para algunas series económicas es el aditivo ( $Y = TC + I + S$ ), el cual supone que los efectos estacionales se mantienen aproximadamente constantes independientemente de la dirección de la tendencia.

El carácter no observable de los tres componentes mencionados requiere de algún procedimiento estadístico que permita estimarlos a partir de los datos observados. Para ello, el BCRA utiliza el programa X-13ARIMA-SEATS, que básicamente utiliza un proceso de filtrado por medias móviles sobre los datos observados y sus transformaciones sucesivas, que devuelve como producto final una estimación de cada uno de los componentes señalados.<sup>72</sup>

La estimación del patrón estacional permite obtener los factores estacionales de la BM, los cuales indican la dirección en la que opera la estacionalidad en un mes particular: un factor de 1 es indicativo de un mes “neutral” en materia de estacionalidad, en tanto los factores por encima (debajo) de 1 indican que habrá mayor (menor) demanda de BM con respecto a un mes “neutral”. El Gráfico 1 muestra los factores de estacionalidad de la BM para el período 2016-2018.<sup>73</sup>

La estimación de los factores estacionales permite también obtener la serie de BM sin estacionalidad. Para ello, a los datos originales de BM de cada mes se los divide por el factor correspondiente (**S**) para obtener la serie desestacionalizada ( $BM / S = BM_{SE} = TC * I$ ).<sup>74</sup> Cuando se trata de un mes con factor estacional por encima de 1 (ej. diciembre) la serie desestacionalizada resulta menor que la serie sin desestacionalizar, y viceversa (ver el Gráfico 2). Una serie sin estacionalidad, entonces, capta los movimientos de la tendencia-ciclo (**TC**) y el impacto de los shocks transitorios (**I**).

**Gráfico 2 | Base monetaria: serie original y sin estacionalidad (en \$ millones)**



Adicionalmente, a partir de los factores estacionales, pueden calcularse las contribuciones mensuales del comportamiento estacional a la variación de la base monetaria. El Gráfico 3 muestra los cambios mensuales de los factores estacionales para todos los meses de los años 2016 a 2018. Los meses que contribuyen en promedio

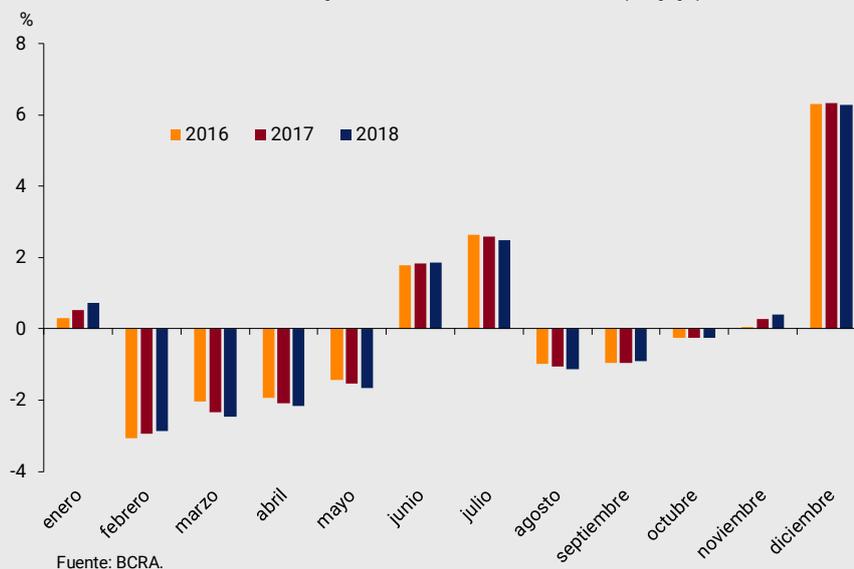
72 Para mayores detalles sobre esta metodología de desestacionalización, ver <https://www.census.gov/ts/x13as/docX13AS.pdf>.

73 El ajuste estacional de la base monetaria fue realizado utilizando datos del período enero 2007- diciembre 2018, pero para facilitar la visualización se presentan los últimos tres años.

74 En el caso del ajuste aditivo la serie desestacionalizada se obtiene mediante:  $BM - S = BM_{SE}$ .

con un crecimiento estacional positivo son enero, junio, julio y diciembre. En estos meses, la demanda de BM se incrementa en promedio 0,5%, 1,8%, 2,6% y 6,3%, respectivamente, por factores estacionales, explicados por el pago del aguinaldo, las fiestas de fin de año y las vacaciones de invierno y verano.

**Gráfico 3 | Contribución mensual por estacionalidad 2016-2018 (en p.p.).**



En el contexto del actual esquema de crecimiento cero de la base monetaria, el cumplimiento de la meta se vuelve más exigente en los meses de estacionalidad elevada y menos restrictivo en los meses de estacionalidad baja. Por ello, la meta de diciembre, mes que presenta la contribución estacional más alta del año, prevé un ajuste estacional de 6,3%. En el caso de los meses con estacionalidad baja, el Banco Central tiene la facultad de sobrecumplir la meta, como ocurrió en febrero de este año.

El BCRA también dispuso posiciones bimestrales de efectivo mínimo para los meses de julio-agosto y diciembre-enero, para compatibilizar los meses de estacionalidad alta con la meta de base monetaria. Asimismo, decidió reducir en 3 p.p. los encajes de los depósitos a plazo fijo a partir de julio, para compensar la suba estacional de la demanda de circulante. Con el fin de mantener el sesgo contractivo de la política monetaria, superado este fenómeno estacional, la meta de la base monetaria se reducirá a partir de agosto.<sup>75</sup>

<sup>75</sup> Ver la Comunicación "A" 6719 y las decisiones del Comité de Política Monetaria del 1° de julio de 2019 en <http://www.bkra.gov.ar/Noticias/Decisiones-del-Comite-de-Pol%C3%ADtica-Monetaria-010719.asp>.

## Apartado 5 / Efectos de la nueva operatoria de plazos fijos *online* para no clientes

A partir del 30 de abril de este año, el Banco Central estableció que los usuarios bancarios pueden realizar depósitos a plazo fijo en pesos de manera *online* en una entidad financiera sin necesidad de ser clientes de la misma o realizar trámites adicionales.<sup>76</sup> Estos plazos fijos son intransferibles y, una vez finalizado el plazo estipulado para la colocación, el capital y los intereses vuelven a la cuenta de origen. Esta operatoria no implica costos adicionales para los depositantes.

Para generar mayor transparencia y para que el usuario pueda elegir de una manera simple, el Banco Central puso a disposición en su sitio *web*, una tabla comparativa con las tasas de interés ofrecidas a clientes y a no clientes. Esta tabla está conformada por los diez bancos con mayor volumen de depósitos, de los cuales cuatro publican tasas de interés para no clientes, y por otras diecinueve entidades que también habilitaron esta operatoria y comenzaron a informar la tasa de interés para no clientes.<sup>77</sup> De esta forma, los usuarios pueden comparar las tasas de interés ofrecidas por distintos bancos y elegir aquella opción que les resulte más conveniente.

En los primeros dos meses de esta operatoria se realizaron unas 88.500 operaciones de plazos fijos *online* por un monto aproximado de \$17.400 millones. En mayo se registraron unas 37.900 operaciones por un monto de \$7.000 millones, mientras que en junio se realizaron unas 50.600 operaciones por \$10.400 millones, lo que implicó un crecimiento mensual de 33,5% de las cantidades y 50,4% del monto colocado.<sup>78</sup> El monto promedio de las colocaciones fue cercano a los \$200.000, lo que evidencia que se concentró en el segmento de depositantes minoristas. En este sentido, esta nueva operatoria contribuyó al crecimiento observado en los plazos fijos de las familias a partir de mayo (ver Gráfico 5.16). Las tasas de interés pactadas en mayo y junio se ubicaron entre 46% y 57% anual, con un promedio ponderado por monto de 55% anual, nivel sensiblemente superior al promedio de las tasas de interés de las operaciones minoristas en ese lapso (en torno a 47% anual).

Se trata de una operatoria novedosa y su efecto pleno se conocerá con el tiempo a medida que siga ganando participación entre los ahorristas. Sin embargo, a dos meses de su implementación los plazos fijos para no clientes ya tuvieron un impacto apreciable en la competencia sobre el segmento minorista. El diferencial entre la tasa de interés de plazos fijos mayoristas y minoristas cayó de manera significativa entre principios de abril y mediados de julio (ver Gráfico 1). Los spread entre la tasa BADLAR y la TM20 de bancos privados con respecto a la tasa de plazos fijos de menos de \$ 100.000 bajaron 4 p.p. y 6 p.p., respectivamente.<sup>79</sup> También se redujo el spread entre la tasa de referencia (LELIQ) y la tasa minorista, en unos 9 p.p. en el mismo lapso. La reducción del spread minorista explica que la tasa de interés para depósitos pequeños se haya mantenido estable a partir

---

76 La medida fue anunciada el 5 de abril de 2019 y se dio tiempo a las entidades financieras hasta el 30 de abril para comenzar a implementarla. Para mayores detalles ver la Comunicación "A" 6667.

77 La tabla comparativa de tasas de interés para no clientes se encuentra en: [http://www.bcra.gov.ar/BCRAyVos/Plazos\\_fijos\\_online.asp](http://www.bcra.gov.ar/BCRAyVos/Plazos_fijos_online.asp).

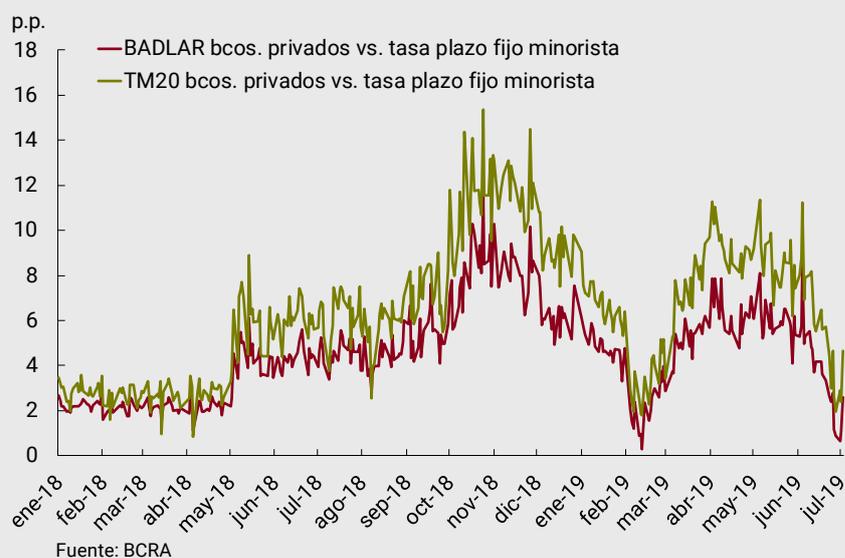
78 Los datos de cantidad de operaciones y de montos operados corresponden a las operaciones de DEBIN, conformadas casi en su totalidad por las operaciones de depósitos a plazos fijos online. En este sentido, el promedio de las operaciones de DEBIN del período enero-abril de 2019 (antes del inicio de la operatoria de depósitos de plazo fijo online) con relación a las realizadas en mayo y junio fue de 1% para la cantidad de operaciones y de menos de 0,1% para los montos.

79 La tasa BADLAR corresponde a depósitos superiores a \$1 millón concertados a 30-35 días de plazo, mientras que la TM20 corresponde a depósitos de más de \$ 20 millones de 30-35 días de plazo.

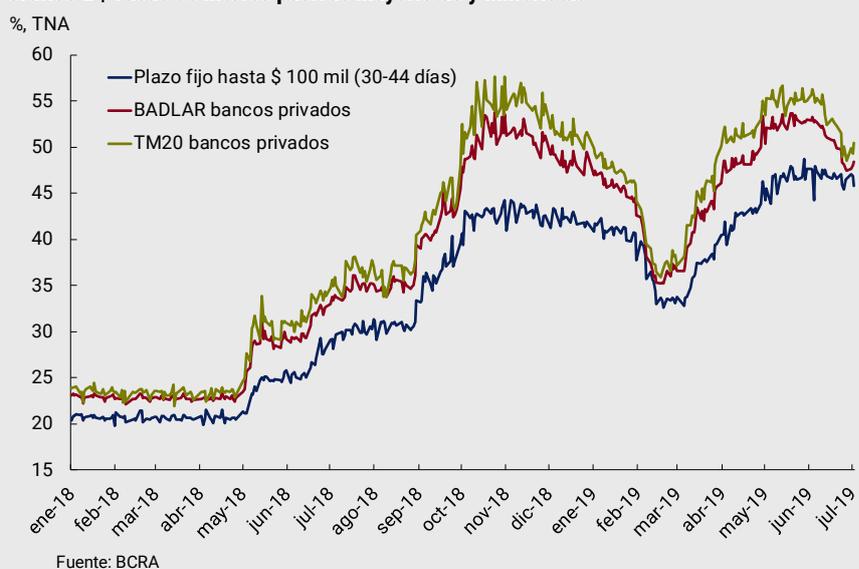
de junio, mientras que las tasas mayoristas, BADLAR y TM20, bajaran 5 p.p. siguiendo la evolución de la tasa de LELIQ (ver Gráfico 2).

Esta nueva operatoria estimula la competencia entre entidades financieras por los depositantes minoristas y fortalece el mecanismo de transmisión de la tasa de interés de las LELIQ hacia el resto de las tasas de interés de la economía. Esto redundará en mayores rendimientos para el ahorrista y colabora con el objetivo de generar tasas de interés reales positivas, que son necesarias para incentivar el ahorro en pesos y lograr una expansión sostenida del crédito bancario.

**Gráfico 1 | Spread de tasas de interés mayoristas vs. minoristas (en p.p.)**



**Gráfico 2 | Tasas de interés pasivas mayoristas y minoristas**



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



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA