

Informe de Política Monetaria

Abril de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Abril de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria
Abril de 2017**

ISSN 2525-071X
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril de 2017

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires
República Argentina
Tel. | (54 11) 4000-1205
Sitio Web | www.bcra.gob.ar

Contenidos y edición / Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial / Gerencia Principal de Comunicación

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisismacro@bcra.gob.ar

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 adoptó formalmente un régimen de Metas de Inflación efectivo a partir de enero de 2017. Como parte de este nuevo régimen, 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, 18 de abril de 2017.

Contenido

Pág. 5 | 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Pág. 8 | 2. Contexto internacional

Pág. 16 | Apartado 1 / Suba de tasas de interés en los EE.UU. y flujos de capitales: ¿qué impacto tendría en Latinoamérica?

Pág. 18 | 3. Actividad económica

Pág. 30 | 4. Precios

Pág. 43 | 5. Política monetaria

Pág. 55 | Apartado 2 / Las reservas internacionales del BCRA y su administración

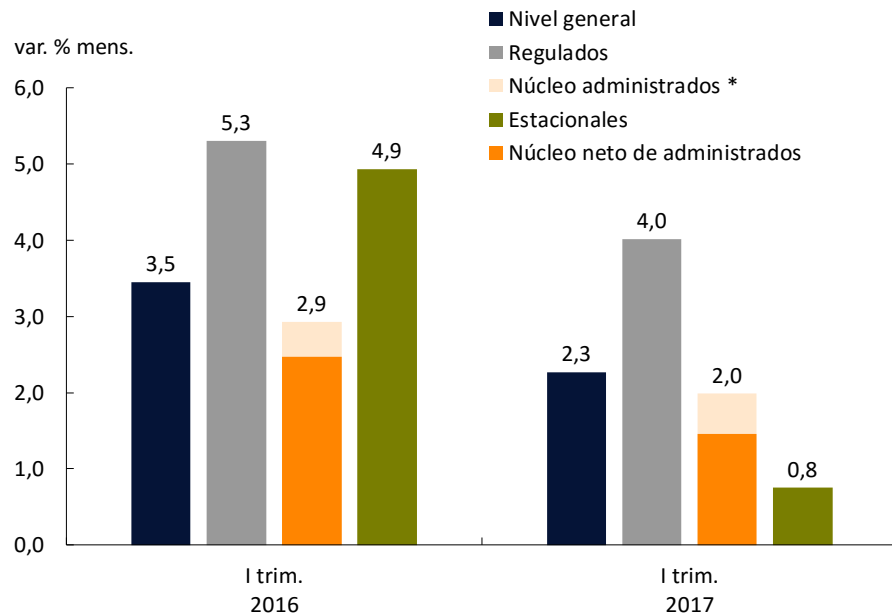
Pág. 58 | Apartado 3 / Fortalecimiento de la hoja de balance del banco central: la experiencia de otras economías emergentes

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) lanzó en septiembre de 2016 el régimen de metas de inflación. Las metas son de 12% a 17% para 2017, de 8% a 12% para 2018 y de 5% a partir de 2019. Este régimen implica que el Banco Central usará todos los instrumentos de política monetaria a su alcance para lograr sus objetivos.

La inflación del primer trimestre de 2017 resultó significativamente menor a la registrada en el mismo período de 2016, a tono con la marcada desinflación experimentada por la economía en la segunda mitad del año pasado. Esta disminución se verificó en todos los componentes del índice de precios.

Gráfico 1 Variación Promedio mensual por trimestre. IPC-NP

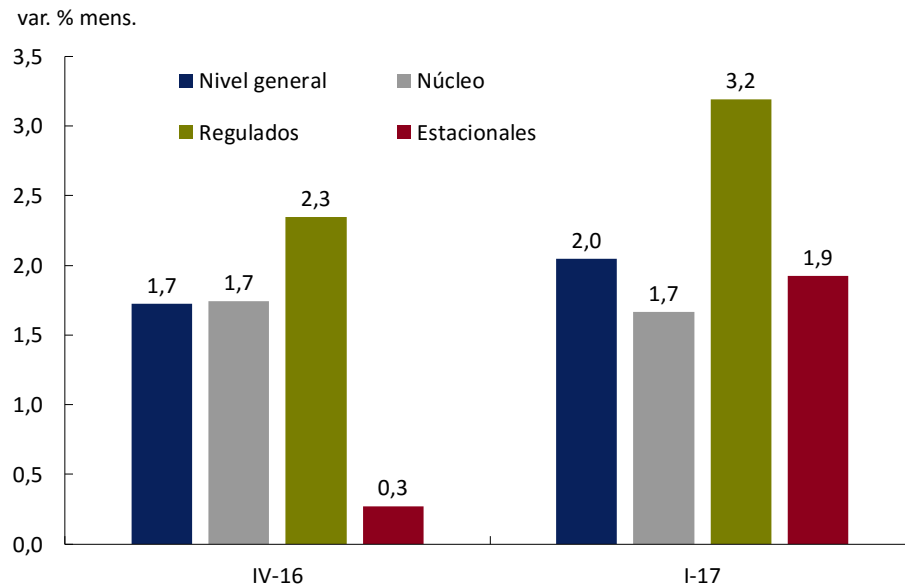


*Incluye las agrupaciones a nivel 3 de desagregación que contienen expensas, servicio doméstico, prepagas y servicios auxiliares y servicios educativos.

Fuente: BCRA, Direcciones provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

Esta inflación del primer trimestre de 2017 resultó sin embargo superior a la del último trimestre de 2016. La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) resultó de 2,1% promedio mensual, 0,4 puntos porcentuales (p.p.) más que en el trimestre anterior. La descomposición por rubros muestra que la inflación núcleo resultó igual en ambos períodos (1,7% mensual), siendo los rubros de regulados y estacionales los que aceleraron su tasa de variación y llevaron el nivel general a una tasa mayor.

Gráfico 2 | Variación promedio mensual por trimestre. IPC GBA



Fuente: INDEC

Si bien el comportamiento de los precios regulados era esperado, el resto de los rubros presentó variaciones mayores a las previstas por la autoridad monetaria.

Cuando el BCRA percibió que el proceso de desinflación comenzó a ubicarse ligeramente por encima del sendero previsto, empezó a intervenir vía operaciones de mercado abierto con distintas especies de LEBAC, para retirar la liquidez excedente y fortalecer la transmisión del sesgo antiinflacionario de su política al resto de las tasas de interés del mercado. Ante señales de que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria, y luego de nueve meses en los que la inflación núcleo del IPC-GBA fluctuó entre 1,3% y 1,9% mensual, el 11 de abril el Banco Central dispuso aumentar la tasa de política monetaria en 150 puntos básicos, a 26,25%. Así, el BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación de 12% a 17% en 2017.

La baja de la inflación mejora la distribución del ingreso y permite que la economía crezca a una velocidad mayor de manera sostenida. En el apartado "El impacto regresivo del impuesto inflacionario" del IPOM de octubre de 2016 se explicó que la inflación reduce el poder de compra del dinero que guardan las familias y reportó que este impacto es entre 2 y 4,7 veces más importante —en términos del ingreso— para los sectores más pobres. En otro apartado de ese mismo informe, "Inflación y crecimiento de largo plazo", se mostró que los países que lograron bajar la inflación pasaron a crecer a tasas más elevadas que en el período previo a la baja. Estos motivos, reducción de la desigualdad y crecimiento robusto, son los que hacen que este Banco Central esté plenamente comprometido con la baja de la inflación y el cumplimiento de sus metas.

La actividad económica creció levemente en el tercer trimestre de 2016 y se expandió a un ritmo mayor en el cuarto trimestre del mismo año, en línea con lo anticipado en el IPOM de enero 2017. La recuperación de la actividad se reflejó en una leve mejora de las condiciones del merca-

do laboral. El empleo formal en el sector privado mostró una paulatina recuperación desde mitad del año pasado. Entre mayo de 2016 y enero de 2017 se crearon 93,3 mil empleos privados. El crecimiento fue explicado por las exportaciones y la acumulación de inventarios agropecuarios, favorecidos por la cosecha récord de trigo. La inversión se sumó paulatinamente al proceso de reactivación desde principios de 2017 y se espera durante el resto del año una recuperación gradual del consumo privado.

A los sectores productivos que lideraron el ciclo a fines del año pasado —el sector agropecuario, la construcción, el transporte y la intermediación financiera— se fueron sumando otros sectores como el agro-industrial, el comercio y las actividades inmobiliarias. La difusión del crecimiento seguirá ampliándose a lo largo de 2017. El comportamiento previsto de la demanda sustenta la expectativa del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que prevé una expansión de la actividad económica de 2,8% en 2017.

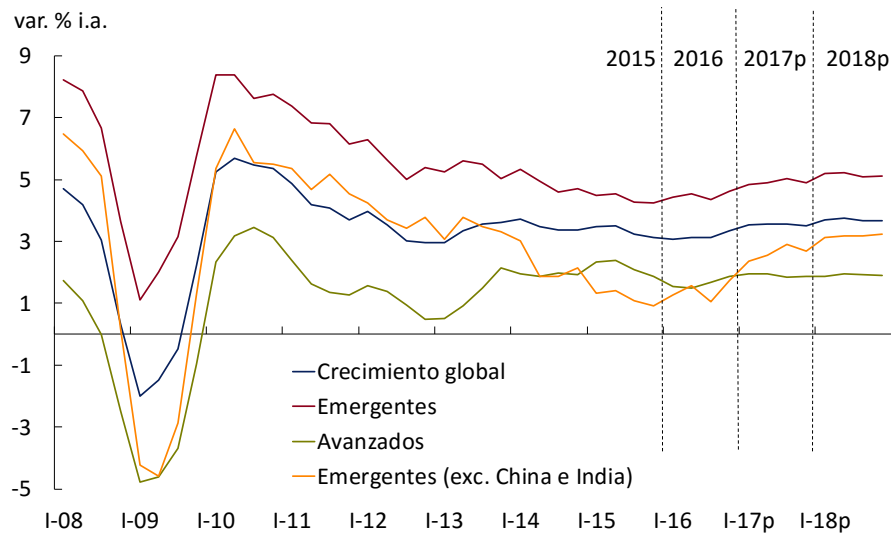
2. Contexto internacional

Los datos de actividad y comercio mundial mostraron mayor dinamismo en los últimos meses, tanto en los países avanzados como emergentes, en un contexto de menor volatilidad en los mercados financieros. Para este año, se espera una leve mejora en la actividad económica global, destacándose las mayores tasas de crecimiento de las economías emergentes excluyendo China e India (ver Gráfico 2.1).

En lo que se refiere a la inflación, se ha observado un incremento parcialmente impulsado por el aumento del precio del petróleo en 2016. De esta manera, las tasas de inflación en las economías avanzadas se encuentran en algunos casos en niveles cercanos a su meta. Se espera que este incremento en la inflación mundial continúe en 2017 impulsado por las economías avanzadas, a pesar de la menor inflación que se proyecta para los países emergentes.

Los principales riesgos que podrían alterar este escenario son: 1) un incremento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) más rápido a lo previsto por los mercados; 2) la implementación de políticas comerciales con un tono más proteccionista; 3) un incremento de la incertidumbre política en Brasil que empeore las perspectivas del nivel de actividad; 4) una escalada en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente que tenga impacto en los mercados; y 5) las tensiones en los mercados europeos por los interrogantes respecto de la cohesión del bloque.

Gráfico 2.1 | Crecimiento global. Avanzados y emergentes



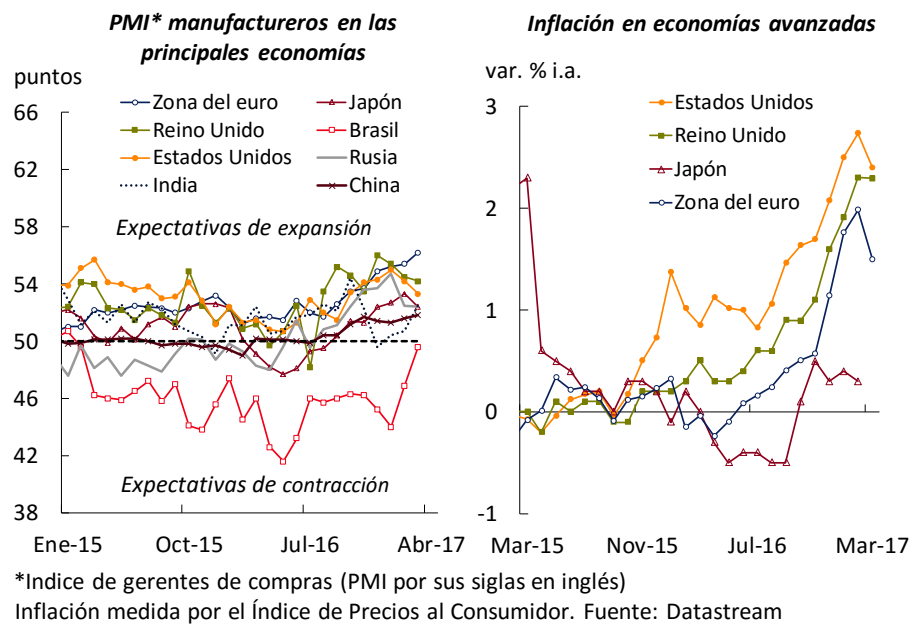
p: Proyectado

Fuente: FMI IFS (crecimiento PIB pre 2017), FMI WEO (participación PPP por región), FocusEconomics y Encuesta Focus del Banco Central de Brasil (proyecciones de crecimiento del PIB).

2.1 Se consolida la recuperación de la actividad económica mundial

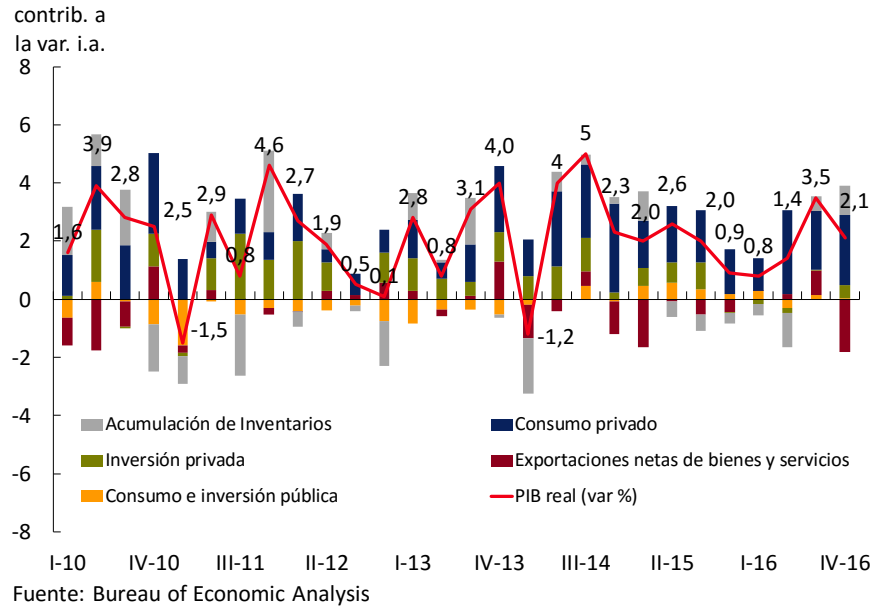
Durante los primeros meses de 2017, los indicadores adelantados muestran que efectivamente se habría consolidado y estaría acelerándose la recuperación del nivel de actividad global que empezó en 2016. Por su parte, *pari passu* con el incremento en el precio del petróleo que comenzó en la segunda mitad de 2016, continuó aumentando la tasa de inflación de las principales economías avanzadas e incluso en algunos casos, como los Estados Unidos y el Reino Unido, superaría la meta de inflación (a pesar de la reducción en el último dato disponible, ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores adelantados de la actividad manufacturera e inflación



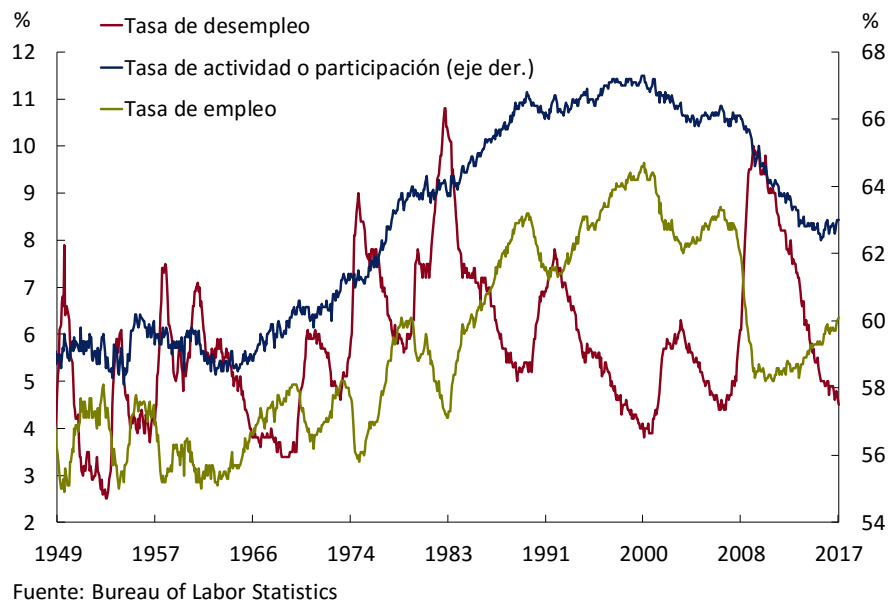
En el cuarto trimestre la economía de los Estados Unidos creció un 2,1% (anualizado), prácticamente en línea con las proyecciones de mercado. El crecimiento fue principalmente impulsado por el consumo privado con una contribución de 2,4 p.p., mientras que las exportaciones netas redujeron el crecimiento en 1,8 p.p. Con el dato del cuarto trimestre, la economía norteamericana alcanzó un crecimiento en 2016 de 1,6%, el menor en cinco años, producto, principalmente, del desempeño del primer semestre (ver Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 | Estados Unidos. Crecimiento del PIB



Por otro lado, con una economía norteamericana en niveles cercanos al pleno empleo (ver Gráfico 2.4) y con una tasa de inflación en torno a la meta¹, la Fed decidió, en su reunión de mediados de marzo, incrementar el objetivo de su tasa de interés de referencia, la de fondos federales (TFF), en 0,25 p.p. al rango 0,75-1%.

Gráfico 2.4 | Estados Unidos. Indicadores del mercado laboral

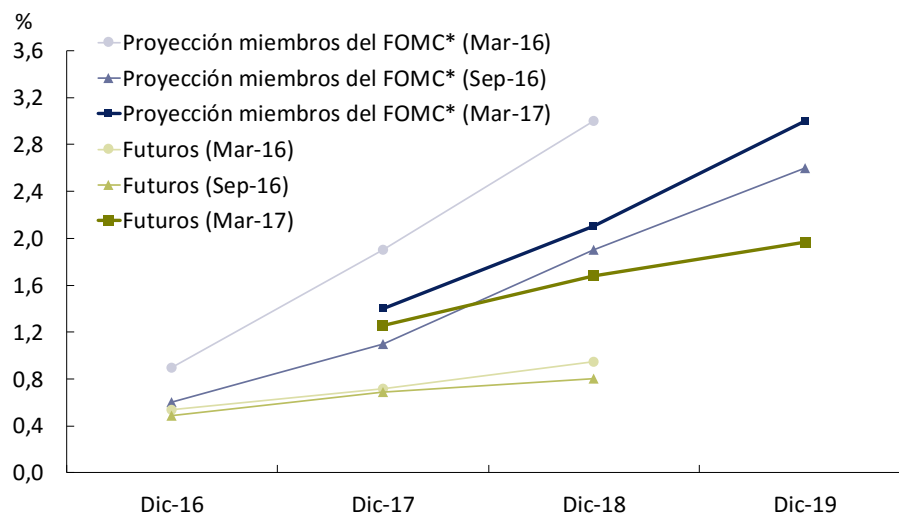


¹ La Fed no sigue un régimen de metas de inflación tradicional, tiene un mandato por el cual debe promover los objetivos de "máximo" nivel de empleo, tasas de interés de largo plazo moderadas y precios estables. Sobre esto último, en la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC), del 25 de enero de 2012 se fijó un objetivo de una variación anual de 2% para el deflactor del gasto de los hogares (PCE, por su sigla en inglés) en el largo plazo.

Según las últimas proyecciones disponibles del FMI², se espera que en 2017 la economía de los Estados Unidos tenga un crecimiento en torno al 2,3% (0,7 p.p. mayor al de 2016), con una inflación de 2,6% y una tasa de desempleo de 4,8%. No obstante, tomando en cuenta la dinámica que se observó en los primeros meses de la nueva administración norteamericana, probablemente se retrase la implementación de las medidas de estímulo fiscal anunciadas en la campaña electoral. Además, tal como mencionamos en el IPOM anterior, persiste un mayor riesgo para la economía global de que los Estados Unidos apliquen políticas comerciales más proteccionistas.

En este contexto, y tomando en cuenta los comunicados y proyecciones del FOMC³, se esperan para lo que resta de 2017 dos incrementos más del objetivo sobre la TFF (que finalizaría el año en el rango 1,25 – 1,5%; ver Gráfico 2.5)⁴. Incrementos adicionales e inesperados del objetivo de la TFF podrían impactar negativamente en la región a través de un aumento en el costo de fondeo y salidas de capitales, sobre todo en este último caso, si se dan en un escenario de estanflación. Por el contrario, un aumento en el objetivo de la TFF vinculado a mayores tasas de crecimiento en los Estados Unidos, como se mencionó en el IPOM pasado, tendría un impacto positivo en la actividad económica mundial, inclusive con un incremento en los flujos de capitales hacia la región, como muestra la evidencia⁵.

Gráfico 2.5 | Estados Unidos. Proyecciones del objetivo de la tasa de los fondos federales de los miembros del FOMC* y futuros de tasas de Fed Funds



*Mediana de pronósticos de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos

Fuente: Bloomberg

² *World Economic Outlook*, enero de 2017 y octubre de 2016.

³ Correspondientes a la última reunión de marzo de este año.

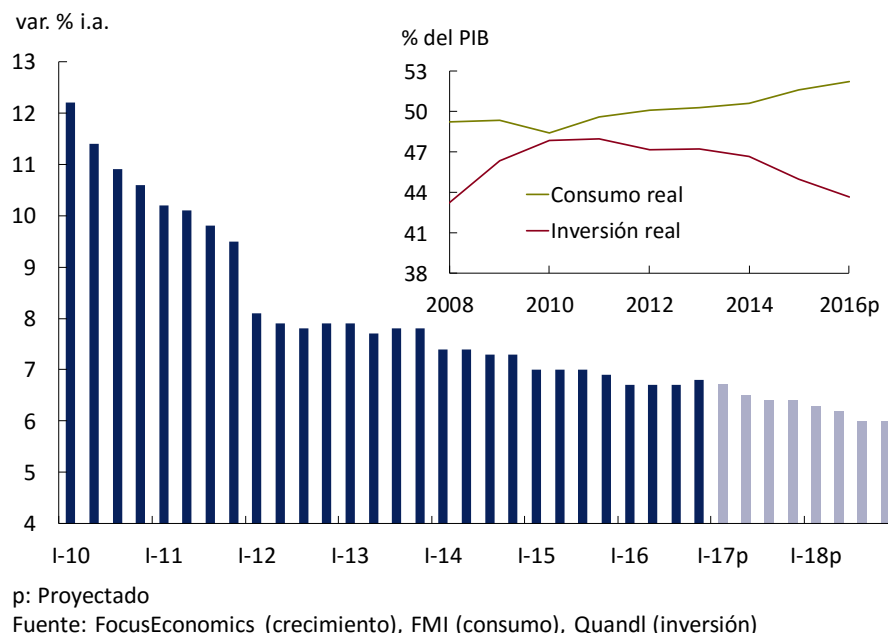
⁴ Según las minutas de la reunión de marzo del FOMC, la Fed podría empezar a reducir su balance hacia fines de 2017. Lo haría dejando de reinvertir total o parcialmente los ingresos que recibe en concepto de capital e intereses por los vencimientos de títulos del tesoro y *mortgage-backed securities*. No obstante, las inyecciones de liquidez de los principales bancos centrales seguirían siendo expansivas en el margen. Ver: Davies, G. (2017): "[The end of global QE is fast approaching](#)", Financial Times, 26 de marzo.

⁵ Ver: Felices, G. y B. Orskaug (2008): "Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: a maximum likelihood disequilibrium approach", Working Paper No. 354, Bank of England, noviembre; Forbes, K y F. Warnock (2011): Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flights and Retrenchment, Working Paper 17351, NBER, Agosto; De Vita, G. y K. Ky-aw, (2008): "Determinants of capital flows to developing countries: a structural VAR analysis", Journal of Economic Studies, Vol. 35 Iss 4 y Calvo, G., L. Leiderman, y C. Reinhart (1993): "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1.

Por su parte, el panorama respecto de la economía china mejoró en comparación con el IPOM anterior, si bien persisten riesgos asociados con los altos niveles de endeudamiento y elevados precios de los inmuebles, con sus potenciales efectos disruptivos sobre el sistema financiero. Sin embargo, los datos de actividad de finales de 2016 confirman que China logró cumplir su meta de crecimiento para ese año (6,5 – 7%), mientras que los indicadores de comienzos de 2017 muestran un sostenido nivel de crecimiento de la economía. En efecto, el PIB chino creció 6,7% en 2016, levemente por debajo del crecimiento de 2015 (6,9%). Para 2017 el FMI proyecta un crecimiento en torno al 6,5%.

Hasta el momento la economía china viene realizando con cierto grado de éxito (sin un freno abrupto de su economía)⁶ el proceso de rebalanceo desde un crecimiento basado en altos niveles de inversión, exportaciones y ahorro, hacia uno con una mayor tasa de consumo del sector privado⁷ (ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | China. Crecimiento y rebalanceo de la economía



Brasil, la principal economía de la región, continuó en recesión en 2016, aunque las perspectivas serían mejores para este año. La economía brasileña se contrajo 3,5% el año pasado (tras una reducción de 3,8% en 2015), con proyecciones de un leve crecimiento en 2017 (en torno al 0,2%) que comenzaría en la segunda mitad del año⁸ (ver Gráfico 2.7). Se espera que el Banco Central de Brasil (BCB) continúe con el proceso de reducción de su tasa de política monetaria, el objetivo sobre la tasa Selic, que en 2016 se redujo en 2 p.p. a 12,25%⁹, en un contexto de desinflación. Tal es así, que la tasa de inflación pasó de 10,7% a fines de 2015 a 6,3% a fines de 2016, volviendo a estar dentro de la meta de inflación del BCB (4,5% ± 2 p.p.). Además, según la última encuesta de expectativas de mercado la inflación terminaría 2017 en torno al 4,1%, mientras que el BCB reduciría el objetivo sobre la Selic hasta 8,5%. Junto a ello, se espera también que continúe el proceso de reducción del desequilibrio fiscal. Un eventual avance del proceso de destitución del presidente (que se está tramitando en el Tribunal Superior Electoral) sería un factor que podría alterar el escenario descrito.

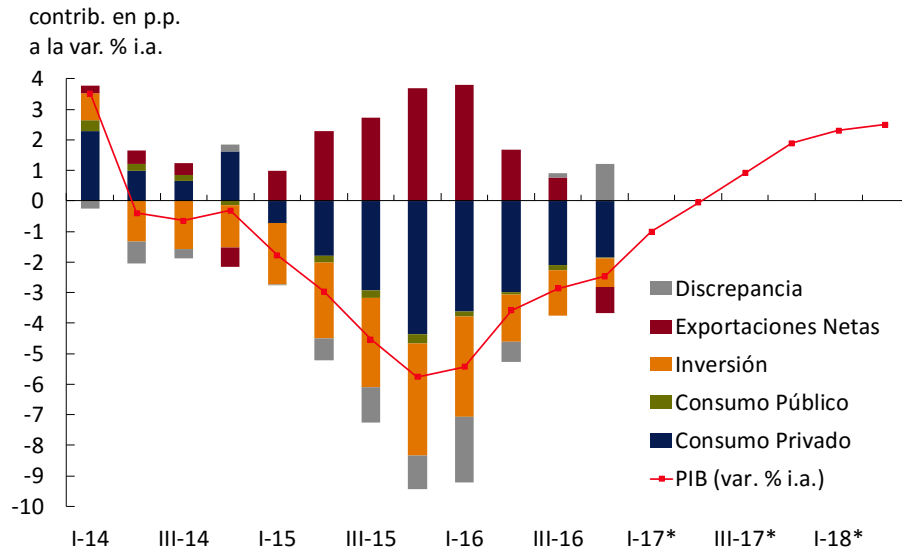
⁶ No obstante, se debe señalar que el crecimiento en 2016 estuvo en parte impulsado por una política monetaria con un sesgo marcadamente expansivo, y un aumento de la inversión pública bruta interna fija, ante las menores tasas de crecimiento de la inversión privada.

⁷ Sin embargo, algunos analistas sostienen que este proceso no sería sostenible. Ver Wolf, M. (2017): "[China faces a tough fight to escape its debt trap](#)", Financial Times, 11 de abril.

⁸ En el IPOM anterior se preveía que la recuperación del nivel de actividad comenzase en el primer trimestre de 2017.

⁹ El 12 de abril de 2017 el BCB redujo el objetivo sobre la tasa Selic a 11,25%.

Gráfico 2.7 | Brasil. Contribución al crecimiento del PIB



Proyección PIB: Encuesta Focus del Banco Central de Brasil
Fuente: LCA Consultores

En los últimos meses, ante las mejores perspectivas de crecimiento que se avizoran para Brasil, continuó la apreciación cambiaria en términos reales, tanto multilateral como bilateral (con Estados Unidos). En efecto, el real se apreció un 28,5% y 25,8% respectivamente, desde septiembre de 2015 (ver Gráfico 2.8).

Gráfico 2.8 | Brasil. Tipo de cambio real multilateral

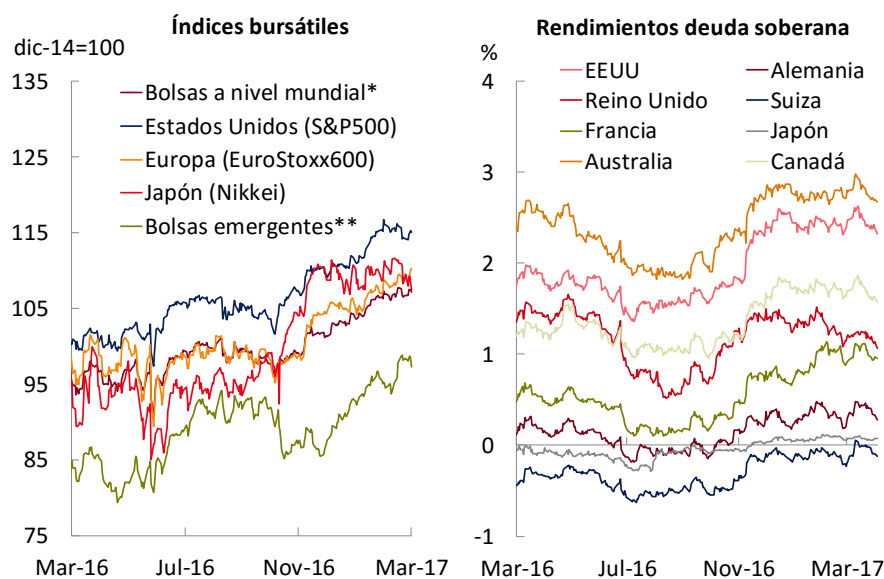


Fuente: Bank for International Settlements

2.2 Se verificó cierta mejora en los mercados financieros internacionales

El período de incertidumbre que se suscitó en los mercados financieros internacionales tras el resultado de las elecciones en los Estados Unidos, mutó hacia uno donde los inversores están expectantes respecto de: 1) cuáles de todas las medidas anunciadas en la campaña electoral de Estados Unidos¹⁰ podrán llevarse efectivamente a la práctica; 2) las decisiones de política monetaria de la Fed de los próximos meses; 3) los interrogantes respecto del futuro de la Unión Europea; y 4) los riesgos geopolíticos en Medio oriente. La mayoría de los índices bursátiles continuaron en un sendero alcista, mientras que se mantuvieron relativamente constantes los rendimientos de los títulos de deuda soberana (ver Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9 | Índices bursátiles y rendimiento de deuda soberana a 10 años

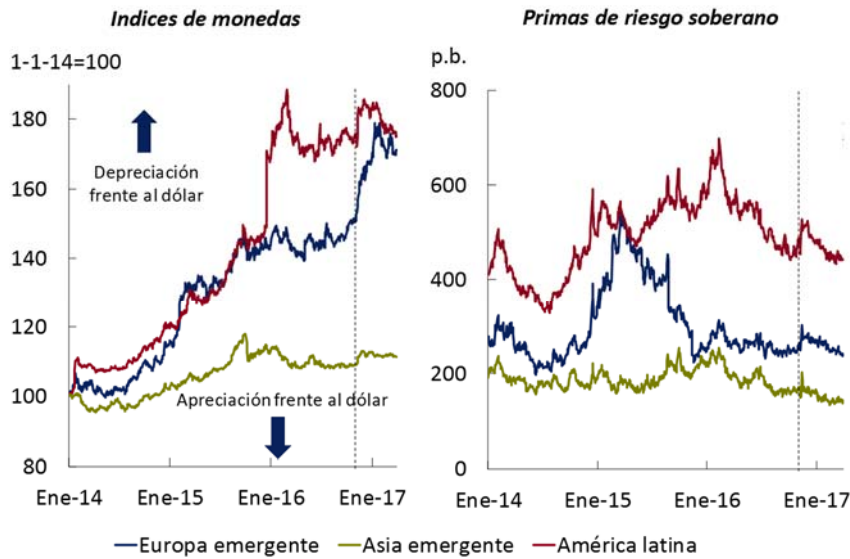


Fuente: Bloomberg *MSCI global; **MSCI emergentes

En este escenario, las monedas de Europa emergente y América latina, las que más se habían depreciado frente al dólar tras la elección en los Estados Unidos, se ubicaron en valores en torno a las cotizaciones previas a la elección, mientras que las monedas de Asia emergente continuaron relativamente estables. Un comportamiento similar se observó en las primas de riesgo soberano, aunque en todos los casos se redujeron respecto de los valores pre-elección (ver Gráfico 2.10).

¹⁰ Según los anuncios de campaña se preveían cambios en las políticas respecto de la globalización, específicamente las relacionadas a los flujos de comercio, las decisiones de localización de los flujos de inversión real, y la inmigración.

Gráfico 2.10 | Emergentes. Indicadores financieros

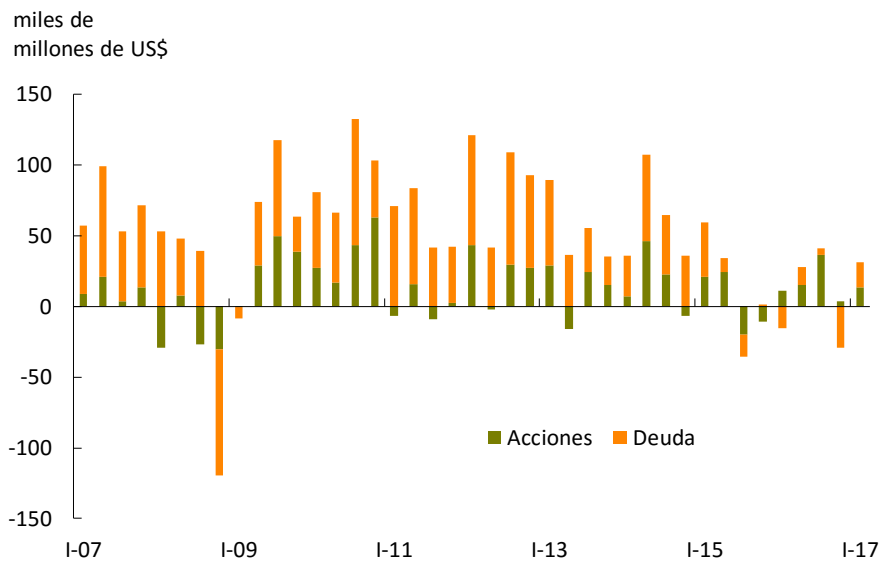


Fuente: Bloomberg

Estos cambios en el ánimo de los inversores se reflejaron, *pari passu* con la evolución del tipo de cambio, en los movimientos de capitales de corto plazo hacia países emergentes. Es así que en las economías emergentes se volvieron a verificar ingresos netos de capitales de corto plazo durante el primer trimestre de 2017 (ver Gráfico 2.11).

Resumiendo, las perspectivas para los próximos meses son de mayor crecimiento e inflación, en este último caso principalmente para los países avanzados. En este contexto, se espera un endurecimiento de la política monetaria de la Fed. De todas formas, el sesgo de la política monetaria a nivel global seguiría siendo expansivo y continuarían existiendo condiciones excepcionales de liquidez para los países emergentes.

Gráfico 2.11 | Flujos de capitales de corto plazo hacia economías emergentes



Fuente: Institute of International Finance

Apartado 1 / Suba de tasas de interés en los EE.UU. y flujos de capitales: ¿qué impacto tendría en Latinoamérica?

Con la economía de EE.UU. cerca del pleno empleo, y la inflación en torno de lo que considera su meta, la Reserva Federal reanudó el ciclo de suba de tasas de interés a fines de 2016 (sección 2.1). Ello se combinó con mejores perspectivas de crecimiento mundial (que apoyan la expectativa de que el Banco Central Europeo comience a retirar el estímulo monetario, por ejemplo), y distintos eventos políticos (votación por el Brexit, nuevo gobierno en EE.UU.) para incrementar el riesgo de reversión de los flujos de capitales hacia los países emergentes. Este apartado analiza los posibles impactos sobre los flujos de capitales hacia Latinoamérica.

Los factores externos a la región, tales como el crecimiento y las tasas de interés mundiales, son determinantes significativos de los flujos de capitales hacia Latinoamérica. Siguiendo a Calvo y otros (1993), se calcularon los componentes principales de las reservas internacionales, el saldo de la cuenta capital y financiera (como una aproximación a los flujos netos de capitales) y el tipo de cambio real para una muestra de países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay). El componente principal de un conjunto de series es una nueva serie que “resume” su variabilidad conjunta en una sola, permitiendo así representar su comportamiento. El primer componente principal de cada una de esas variables (reservas, saldo de cuenta capital, tipo de cambio real) se correlacionó con el producto interno bruto (PIB) de Estados Unidos, las tasas de rendimiento de bonos del Tesoro de EE.UU. a tres meses y diez años, y el índice de tipo de cambio multilateral de EE.UU., en el período 1994-2016. La elección de dos tasas de interés obedece a que una está más asociada a las decisiones de política monetaria (tres meses), y otra a las condiciones económicas de mediano plazo (diez años).

Los resultados (ver Cuadro 1) muestran una correlación alta y positiva de los componentes principales del saldo de la cuenta capital y de las reservas internacionales con el PIB de EE.UU., y una correlación alta y negativa de aquellos con las tasas de interés; la correlación de reservas y flujos de capitales con el dólar estadounidense es negativa, pero de menor magnitud. El tipo de cambio real, por su parte, muestra correlaciones esencialmente nulas. Así, el crecimiento en EE.UU. está asociado con flujos de capitales hacia Latinoamérica, y acumulación de reservas en países de esa región, mientras que subas de la tasa de interés —tanto de corto como de largo plazo— se asocian con salida de capitales y menores reservas internacionales, lo que también ocurre —en menor medida— con la apreciación del dólar.

Cuadro 1 | Correlación de componentes principales de reservas, flujos de capital y tipo de cambio real en Latinoamérica con variables seleccionadas

Primer componente principal (proporción acumulada entre paréntesis)	PIB EE.UU.	Índice amplio dólar EE.UU.	Rendimiento bono del Tesoro a 10 años - EE.UU.	Rendimiento bono del Tesoro a 3 años - EE.UU.
Reservas Internacionales (0.8319)	0,83	-0,29	-0,86	-0,76
Saldo cuenta capital y financiera (0.6378)	0,73	-0,35	-0,8	-0,72
Tipo de cambio real (0.3274)	-0,02	0,04	-0,05	0,03

Países incluidos en la muestra, 1994-2016: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay

Esto puede interpretarse como sigue.

- Las mayores tasas de interés, al hacer más atractivo el rendimiento de los bonos norteamericanos respecto de activos financieros latinoamericanos, se vincula a una salida de capitales desde la región. La contracara de ese atractivo es la apreciación de la moneda estadounidense.
- El crecimiento en EE.UU. implica no sólo mayor consumo en ese país, sino también mayor ahorro y la canalización del mismo hacia regiones como Latinoamérica.

Este ejercicio sugiere que las tasas de interés y el crecimiento externo actúan en direcciones opuestas, y el efecto final no está determinando de antemano. Si lo que prima es el crecimiento, ello iría de la mano con un influjo de capitales hacia la región; si lo hacen las mayores tasas de interés, cabría esperar salidas de capitales.

3. Actividad económica

La economía argentina inició una fase de expansión en el cuarto trimestre de 2016, en línea con lo anticipado en el IPOM de enero 2017. La recuperación de la actividad se reflejó en una leve mejora de las condiciones del mercado laboral. El empleo formal en el sector privado mostró una paulatina mejora desde mitad del año pasado. Entre mayo de 2016 y enero de 2017 se crearon 93,3 mil empleos privados, sin considerar al monotributo social.

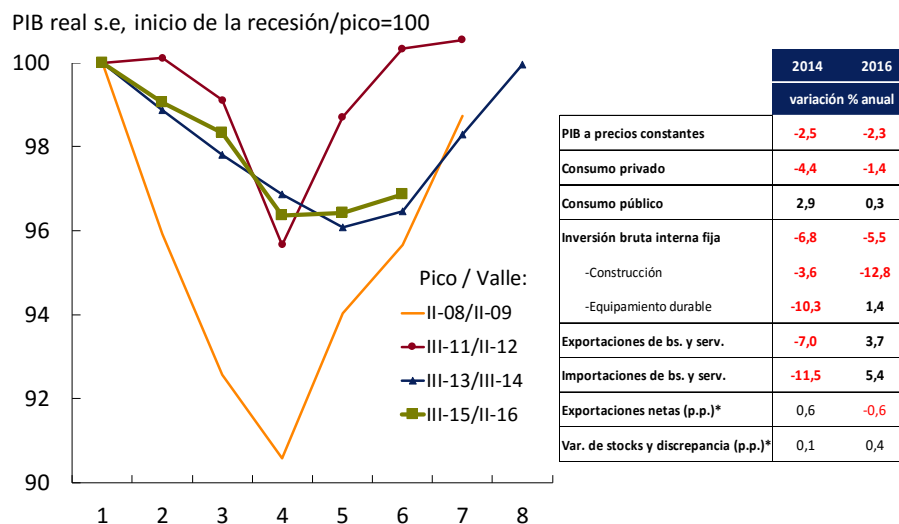
El crecimiento fue explicado por las exportaciones y la acumulación de inventarios agrícolas, favorecidos por la cosecha récord de trigo. La inversión se sumó paulatinamente al proceso de reactivación desde principios de 2017 y se espera durante el resto del año una suba gradual del consumo privado. La inversión seguirá impulsada por la ejecución de obras públicas de infraestructura y beneficiada por los incentivos introducidos a las importaciones de bienes de capital y los acuerdos estratégicos en algunos sectores como el energético, en el marco de mejores condiciones de financiamiento. El consumo privado se favorecerá por la mejora de los ingresos reales de las familias con la reducción de la inflación. A los sectores productivos que lideraron el ciclo a fines del año pasado —el sector agropecuario, la construcción, el transporte y la intermediación financiera— se fueron sumando otros sectores como el agro-industrial, el comercio y las actividades inmobiliarias. La difusión del crecimiento seguirá ampliándose a lo largo de 2017. El comportamiento previsto de la demanda sustenta la expectativa del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que prevé una expansión de la actividad económica de 2,8% en 2017.

3.1 Se afianza gradualmente la recuperación económica

3.1.1 El año 2016 se despidió dejando atrás la recesión

En el cuarto trimestre de 2016 la economía consolidó el inicio de su fase de recuperación. En este período el PIB registró un crecimiento anualizado de 1,9% (0,5% trimestral desestacionalizado), en línea con las expectativas de mercado y lo previsto en el IPOM anterior. Los datos oficiales confirmaron que la recesión de la economía finalizó en la segunda mitad de 2016, tal como anticipó el Índice Líder de la Actividad Económica del BCRA (ILA-BCRA). Entre el tercer trimestre de 2015 y el segundo trimestre de 2016, inicio y fin de la recesión, la caída acumulada del Producto alcanzó 3,6% (ver Gráfico 3.1). De esta manera quedó atrás la recesión que llevó a que durante el año 2016 la economía se contrajera 2,3%.

Gráfico 3.1 | Últimas recesiones comparadas. PIB desestacionalizado

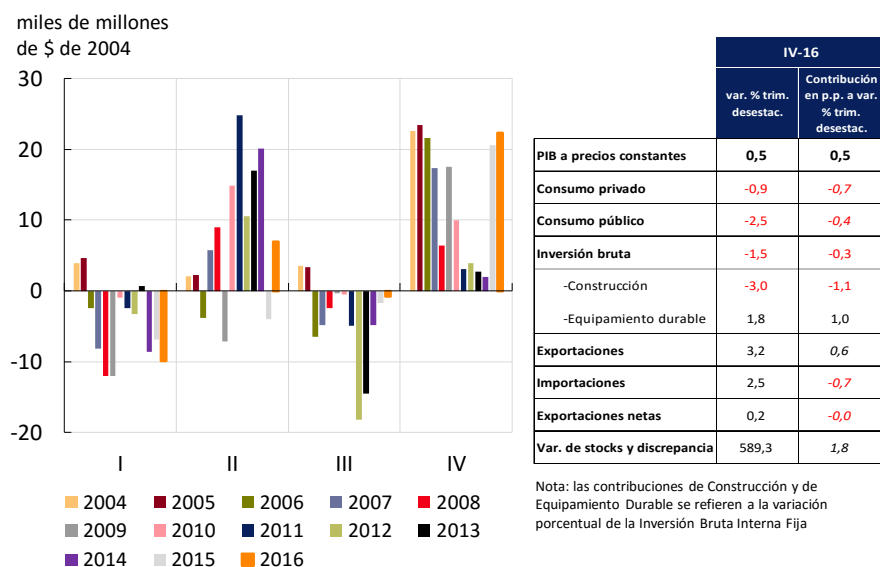


*Expresada en puntos porcentuales de contribución a la variación anual del PIB: variación porcentual del componente multiplicada por su participación en el PIB en el año anterior.

Fuente: INDEC

La reciente reactivación estuvo explicada por las exportaciones de bienes y servicios, a diferencia del ciclo 2013-2014. Durante el cuarto trimestre de 2016, las ventas externas repuntaron con fuerza (3,2% s.e.) asociadas esencialmente a los sectores agroindustrial y automotriz, este último influenciado por la mayor demanda de Brasil. La cosecha récord de trigo —62,7% superior a la de la campaña previa— impactó tanto en la evolución de las exportaciones que se benefició de la apertura de nuevos mercados, como en la mayor acumulación de inventarios agrícolas (ver Gráfico 3.2).

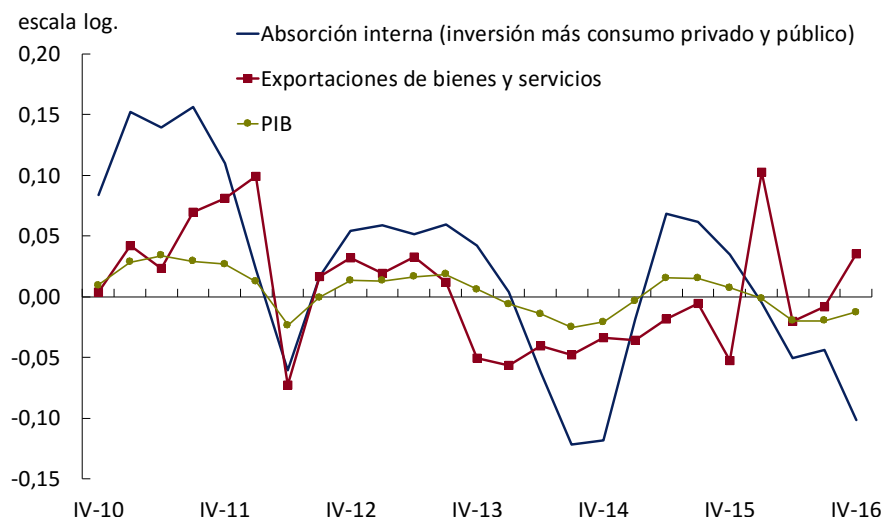
Gráfico 3.2 | Variación de stocks y contribuciones a la variación trimestral del PIB



Fuente: INDEC

La absorción doméstica se contrajo en el cuarto trimestre de 2016 (-1,2% s.e.; ver Gráfico 3.3) respecto al trimestre anterior. Este desempeño, peor a lo esperado por el BCRA, se explicó básicamente por la retracción del consumo privado (-0,9% s.e.) y en menor medida por la inversión (-1,5% s.e.). Dentro de esta última, se destacó la inversión en equipo durable de producción cuyo crecimiento trimestral de 1,8% s.e. fue impulsado por las compras de vehículos pesados (+16,9% s.e.).

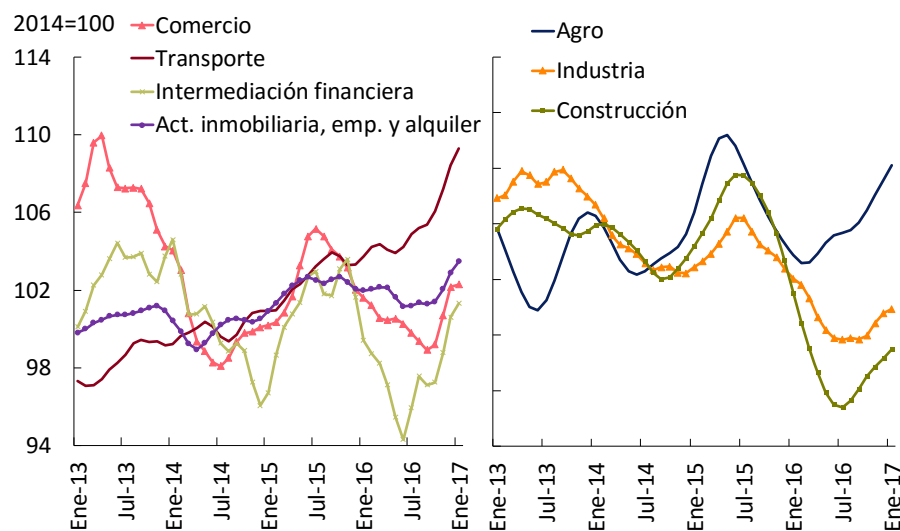
Gráfico 3.3 | Absorción interna, exportaciones y PIB. Desvíos respecto de su tendencia



Nota: la tendencia se obtiene aplicando el filtro de Hodrick-Prescott, desde I-04
Fuente: INDEC

La recuperación económica fue acompañada por una mayor difusión del crecimiento a través de los sectores productivos. A partir de la nueva apertura del EMAE publicada recientemente por el INDEC, se observa que el agro, la construcción y la intermediación financiera lideraron las subas y desde junio de 2016, la reactivación se fue ampliando hacia otras actividades (ver Gráfico 3.4). Desde entonces y hasta enero de 2017 (última información disponible), la actividad del sector agropecuario aumentó aproximadamente 7,7% s.e., la intermediación financiera 8,2% s.e. y la construcción se incrementó 10,7% s.e. desde el mínimo registrado en abril. La industria acumuló 2,9% de crecimiento respecto octubre, traccionada por los rubros vinculados al agro, con subas trimestrales en más del 70% de las ramas industriales. En el sector de servicios, el transporte aceleró su tendencia creciente desde septiembre de 2016 mientras que el comercio y la actividad inmobiliaria iniciaron una fase expansiva durante el cuarto trimestre de 2016.

Gráfico 3.4 | Principales sectores productivos. Tendencia-ciclo

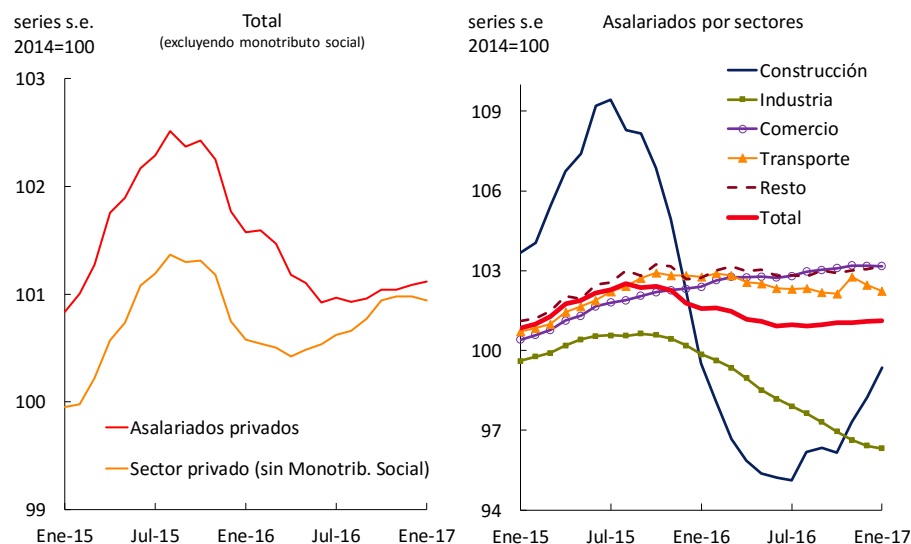


Nota: la tendencia-ciclo se obtiene removiendo los componentes estacionales e irregulares de cada serie (X-12 ARIMA), desde enero de 2013.

Fuente: INDEC

La recuperación de la actividad se reflejó en una mejora de las condiciones del mercado laboral. El empleo formal en el sector privado¹¹ mostró una paulatina suba desde mitad de año. Así, entre mayo de 2016 y enero de 2017 se crearon 93,3 mil empleos registrados, sin considerar el monotributo social (0,5% descontando los efectos estacionales). A nivel sectorial, el empleo privado registrado acompañó la reactivación económica, siendo impulsado por el agro, la construcción y los servicios, tales como las actividades comerciales, inmobiliarias y de transporte. La industria fue la única excepción, pero se espera que la consolidación de la reactivación comience a impactar en los niveles de empleo del sector en la segunda mitad del año (ver Gráfico 3.5).

¹¹ Según datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social que contabiliza cantidad de trabajadores y no puestos de trabajo.

Gráfico 3.5 | Trabajadores registrados en el sector privado

Nota: Sector privado incluye asalariados, monotributistas y autónomos
Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Según el INDEC, la tasa de desempleo disminuyó desde el 8,5% en el tercer trimestre de 2016 a 7,6% en el cuarto trimestre, aunque parte de la dinámica reflejó factores estacionales del período. Las perspectivas para el primer trimestre del año son alentadoras según el relevamiento de expectativas de creación de empleo para los próximos 3 meses de la EIL del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social¹².

3.1.2 En 2017 se suma el mercado interno a la reactivación impulsada por el sector externo

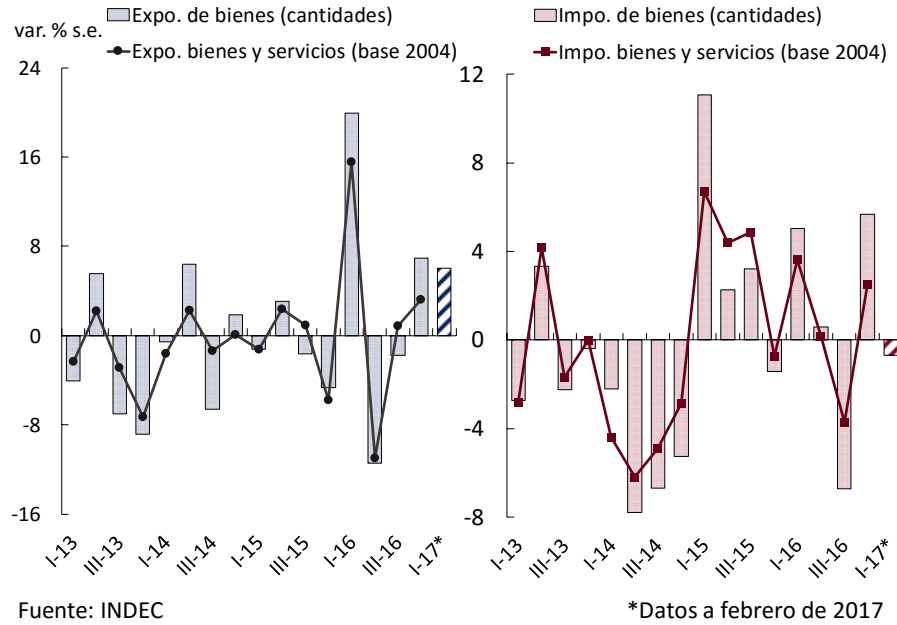
En el primer trimestre de 2017, las exportaciones de bienes continuaron impulsando la demanda, incrementándose en torno a 6% s.e. trimestral¹³ (ver Gráfico 3.6). Dicho desempeño se explicó, además de las ventas de trigo —cuyos stocks se acumularon en el cuarto trimestre de 2016¹⁴—, por las exportaciones de plásticos, biodiesel y metales comunes, entre otros. La caída en las cantidades importadas de bienes (-0,7% s.e. en el primer bimestre) asegurará que la demanda externa neta tenga una contribución positiva sobre el crecimiento de la actividad local durante el primer trimestre del año. Dentro de las compras externas, se destacó la suba de 7,7% s.e. de las importaciones de piezas y accesorios para bienes de capital y equipos de transporte respecto del trimestre anterior.

¹² EIL: Encuesta de Indicadores Laborales. Entre enero y febrero de 2017 la expectativa de creación de empleo neta (porcentaje de encuestados que espera aumentar la dotación menos porcentaje que espera disminuciones) fue de 6,8 p.p. frente a un promedio de 4,6 p.p. en el cuarto trimestre de 2016.

¹³ Estimado en base a los datos oficiales de exportaciones de bienes del primer bimestre de 2017 junto con la evolución de los embarques comercializados de marzo.

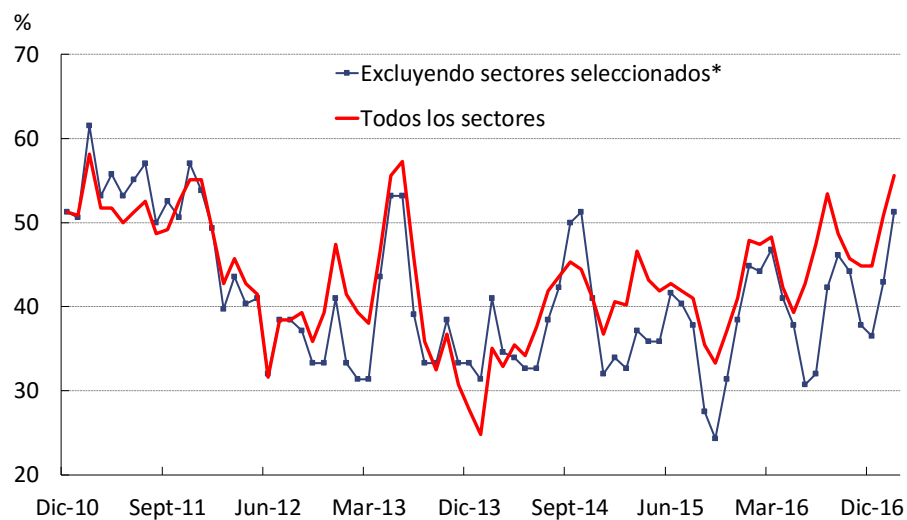
¹⁴ Un aumento de exportaciones con contrapartida en una caída de stocks no tendría un mayor efecto en la variación del Producto. Dado que el aumento de stocks de IV-16 se explicó fundamentalmente por la producción de trigo y que, excluyendo a los cereales, las cantidades exportadas aumentaron entre enero y febrero 0,6% en términos desestacionalizados respecto del trimestre anterior, se espera una incidencia positiva de las exportaciones sobre el crecimiento del I-17.

Gráfico 3.6 | Exportaciones e importaciones. Variaciones desestacionalizadas



La mejora en las exportaciones que se evidencia desde fines de 2016 fue generalizada. El índice de difusión de crecimiento interanual de las cantidades exportadas indicó que en febrero el 61,5% de los sectores exportadores incrementó sus ventas externas, máxima difusión del crecimiento desde mayo de 2013. Este resultado mejora si se excluyen del análisis a aquellos sectores que pueden responder a dinámicas particulares como las vinculadas a la dotación de factores (cereales, oleaginosas y metales preciosos) o a la demanda externa de un mercado en particular (material de transporte terrestre) a 65,4%. Este mejor desempeño de la mayoría de los sectores exportadores del país que se viene observando desde mediados del año pasado da cuenta del impacto positivo que tuvieron las medidas económicas implementadas desde fines de 2015 sobre la inserción externa de las firmas (ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7 | Índice de difusión de las cantidades exportadas. Prom. móvil 3 meses



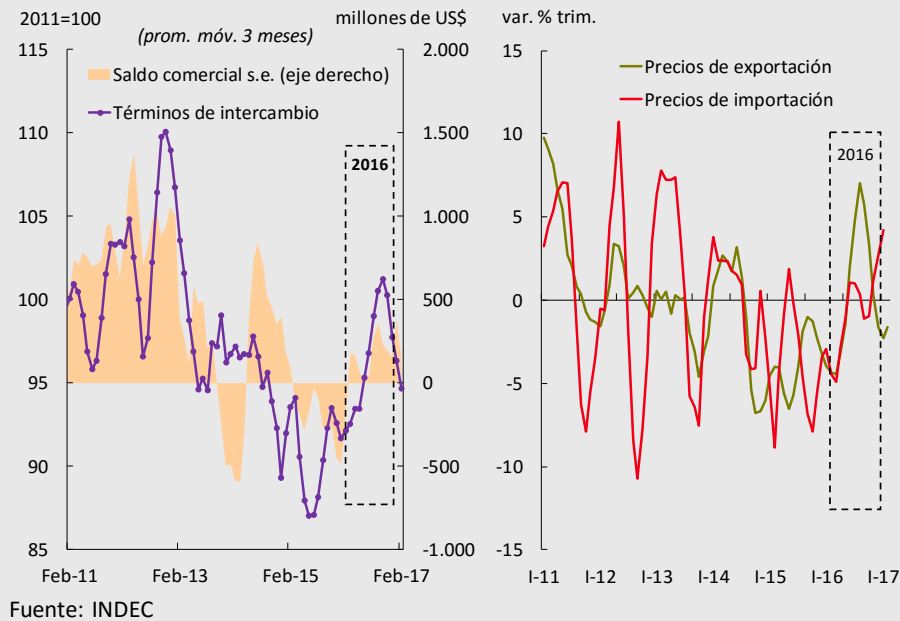
*Se excluye material de transporte terrestre, oro, piedras preciosas, combustibles, complejo sojero y cereales.

Fuente: INDEC

Recuadro. Saldo comercial y términos de intercambio

Durante el primer bimestre de 2017, el resultado comercial continuó siendo superavitario en términos desestacionalizados. Esta dinámica se explicó por el fuerte crecimiento de las cantidades exportadas y la leve caída de las importaciones en un contexto de menores términos de intercambio (ver Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8 | Comercio exterior de bienes



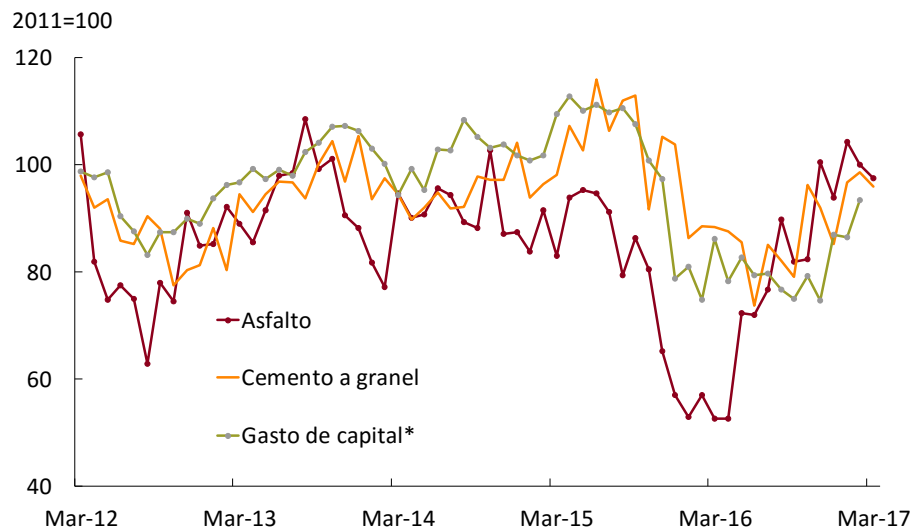
El deterioro de los términos de intercambio fue resultante de la suba en los precios de importación y la caída en los de exportación, en línea con lo esperado en el anterior IPOM. El aumento de los precios de importación responde al fenómeno global de recuperación de los precios de los productos manufactureros que se viene registrando desde mediados de 2016. Para el segundo trimestre, se espera un mejor desempeño de los precios de exportación dada la evolución de las cotizaciones de las principales materias primas que exporta Argentina, las que habitualmente impactan con cierto rezago sobre dichos precios. Según muestra el Índice de Precios de las Materias Primas que publica diariamente el BCRA, estos precios crecieron alrededor de 2% en el promedio enero-marzo, con subas básicamente en el precio del petróleo y en los metales.

Al dinamismo de las exportaciones se agregó en el primer trimestre de 2017 un empuje adicional de la inversión y una mejora marginal en el consumo privado. La suba de la inversión se explicó por una mayor demanda de equipamiento de transporte industrial y un fuerte impulso de las obras públicas. Los despachos de cemento a granel y asfalto —este último con elevados niveles de consumo para vialidad— continuaron subiendo con fuerza en el primer trimestre (3,1% y 9,1% trimestral desestacionalizado, respectivamente) impulsados por la ejecución de las obras licitadas en 2016 tanto en el ámbito nacional como provincial y municipal¹⁵. El gasto de

¹⁵ El monto de licitaciones de obras públicas durante el primer trimestre de 2017 fue cercano a los 58 mil millones de pesos, según datos de Construar <http://www.construar.com.ar/>. Estas licitaciones tienen un tiempo de maduración respecto al impacto en el que se verifican en los indicadores de la construcción.

capital del Sector Público Nacional no Financiero aumentó 12% s.e. en términos reales¹⁶ en el primer bimestre en relación al último trimestre de 2016 (ver Gráfico 3.9). Desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, durante el primer trimestre volvió a dinamizarse la colocación de deuda corporativa en los mercados internacionales, mientras que en el mercado doméstico se mantuvieron estables¹⁷.

Gráfico 3.9 | Indicadores de obra pública



*Inversión real directa más transferencias de capital del Sector Público Nacional no Financiero, deflactadas por Índice de Costo de la Construcción

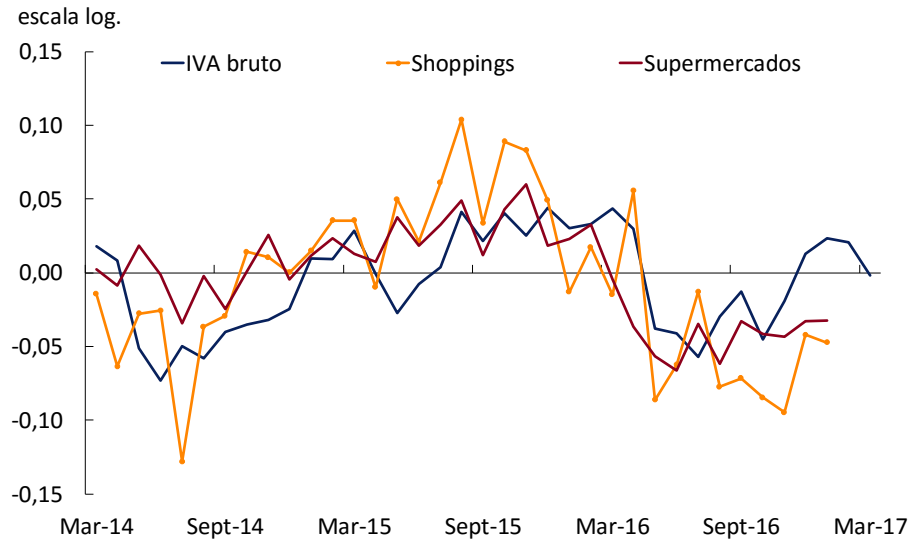
Fuente: INDEC, Secretaría de Hacienda, AFCP y Ministerio de Energía.

Los indicadores parciales de consumo permiten anticipar una recuperación moderada durante los primeros meses de 2017. La recaudación fiscal de IVA bruto en términos reales aumentó 0,8% s.e. en el primer trimestre, al igual que las ventas de electrodomésticos medidas en cantidades¹⁸. Las unidades vendidas de automóviles en el mercado interno subieron 5,8% s.e. en el primer trimestre, las cantidades importadas de bienes de consumo crecieron 0,3% s.e. en el promedio enero-febrero y las ventas en shoppings deflactadas acumularon tres alzas mensuales consecutivas y se ubicaron en enero 2,8% por encima del registro del cuarto trimestre de 2016, sin considerar el efecto estacional. En sentido contrario, las ventas reales en supermercados cayeron aunque muestran una leve mejora, descontada su tendencia de largo plazo (ver Gráfico 3.10).

¹⁶ Deflactado por el Índice de Costo de la Construcción.

¹⁷ Las financiaciones de empresas mediante colocaciones en los mercados de deuda voluntaria del exterior sumaron más de US\$2.400 millones en el primer trimestre del año, recuperándose respecto al cuarto trimestre de 2016 (US\$1.100 millones) cuando sobrevino la victoria de D. Trump en EEUU, y respecto al primer trimestre de 2016 (US\$1.360 millones) previo al acuerdo con *holdouts*. El 75% del monto conjunto de las colocaciones de comienzos de 2017 se concentró en sectores de energía y en bancos, pero los destinos de estas colocaciones estuvieron más diversificados en relación a lo sucedido en 2016 cuando en general fueron para mejorar perfiles de vencimientos de sus pasivos financieros.

¹⁸ Según el relevamiento de ventas en comercios minoristas de CAME, con desestacionalización propia.

Gráfico 3.10 | Indicadores de consumo privado. Desvío respecto a su tendencia

Nota: la tendencia se obtiene aplicando el filtro de Hodrick-Prescott, desde ene-1997.

Fuente: INDEC y Ministerio de Hacienda

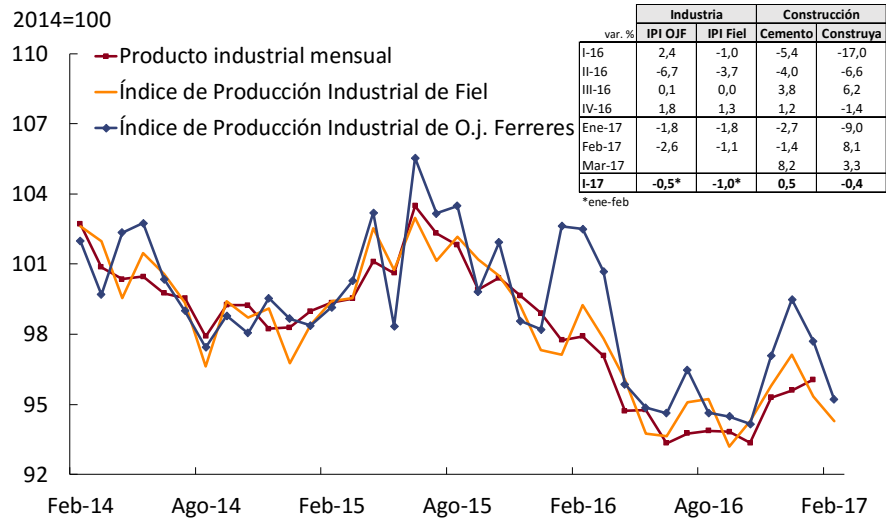
La expansión de los ingresos de las familias facilitará el crecimiento del consumo durante 2017. La mejora del salario real¹⁹ conjuntamente con el aumento previsto del empleo, resultará en un incremento de la masa salarial. La mayor demanda de crédito al consumo impulsará el gasto de las familias en tanto que la suba real del pago de jubilaciones, pensiones y transferencias de carácter social, estimularán el gasto de sectores con elevada propensión a consumir. En el primer trimestre, el flujo de créditos al consumo —personales y tarjetas de crédito bancarias— aumentó 5,8% s.e. real en relación al cuarto trimestre de 2016, mientras que el gasto social y previsional subió 3,8% s.e. entre enero y febrero.

Se espera que el gradual empuje de la demanda interna haya incidido positivamente en la actividad de los sectores productivos durante el primer trimestre del año. Si bien la industria arrojó señales desfavorables según indicadores privados, para la construcción prevalecen señales alentadoras (ver Gráfico 3.11). Los indicadores pecuarios mostraron aumentos en la actividad ganadera a partir del incremento de la faena y los avances de la cosecha apuntan a un buen trimestre agrícola. Por último, el sector inmobiliario y el segmento privado de la construcción fueron favorecidos por la creciente demanda de los préstamos hipotecarios ajustables por Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), por los que desde el lanzamiento de este instrumento y hasta febrero de este año se desembolsaron aproximadamente \$3.400 millones²⁰.

¹⁹ Ver Sección 4. Precios.

²⁰ A sólo 11 meses de su lanzamiento en abril de 2016, los préstamos ajustables por UVA ya representan un 43,8% del total de créditos hipotecarios otorgados durante el mes de febrero. Las operaciones de compra-venta de inmuebles con crédito hipotecario crecieron fuertemente en los últimos meses. En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, las hipotecas registraron subas anuales de 150% en diciembre 2016, de 159% en enero de 2017 y de 165,5% en febrero. En la Provincia de Buenos Aires, las operaciones con crédito hipotecario durante el primer bimestre crecieron 60,3%.

Gráfico 3.11 | Indicadores adelantados de industria y construcción. Series desestacionalizadas

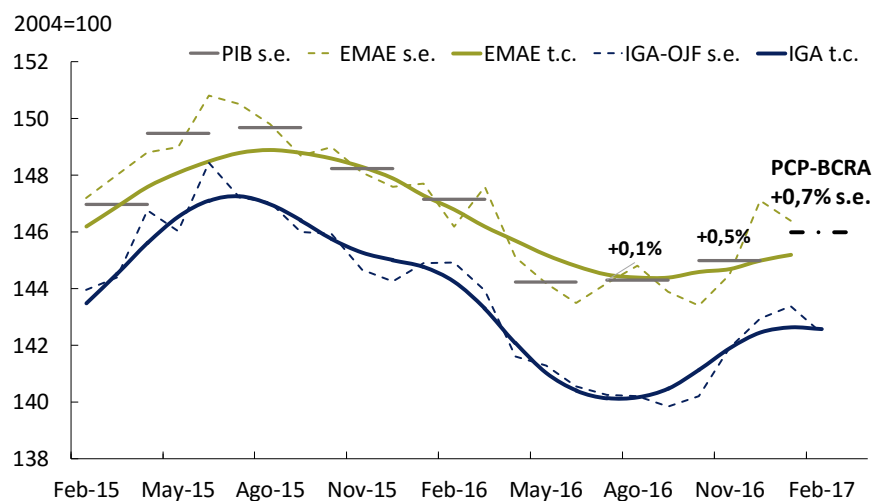


Nota: El Producto industrial es el valor agregado del sector, adelantado por el Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC (EMAE). La desestacionalización es propia (mediante X-11).
Fuente: INDEC, Fiel, O.J. Ferreres, Asoc. Fabricantes de Cemento Portland y Grupo Construya

3.2 Perspectivas

El primer trimestre de 2017 cerraría con una nueva expansión del PIB, en línea con lo que adelantan los indicadores de actividad públicos y privados. Según la última predicción contemporánea del BCRA (PCP-BCRA) al cierre de esta edición, el PIB mostraría un crecimiento de 0,7% sin estacionalidad durante el primer trimestre de 2017²¹ mientras que el indicador de actividad de O.J. Ferreres con información a febrero deja un arrastre estadístico de similar magnitud (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 | Actividad económica



Notas: EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica INDEC. IGA-OJF: Índice General de Actividad O.J. Ferreres. PCP-BCRA: Predicción Contemporánea del PIB del BCRA. s.e.: sin estacionalidad. t.c.: tendencia-ciclo.

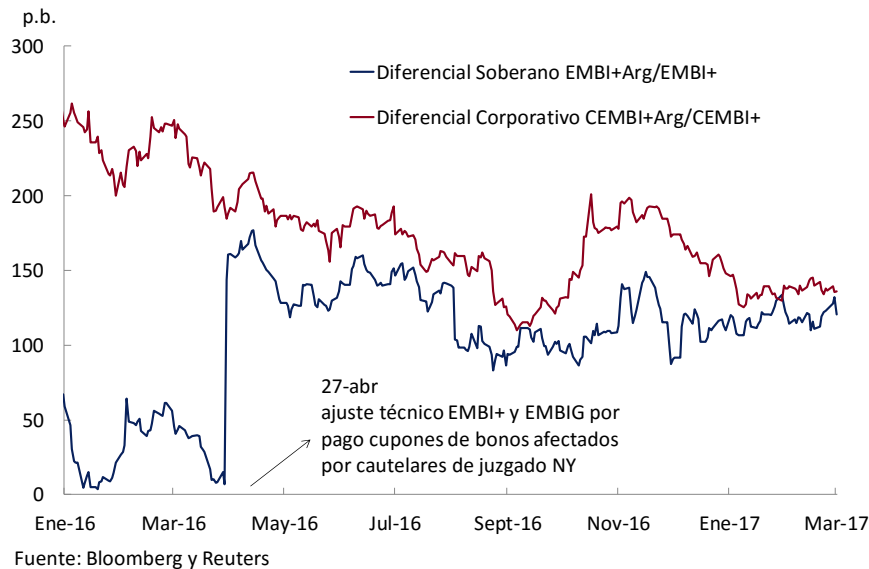
²¹ El promedio de los cinco pronósticos de crecimiento disponibles es de 0,77% s.e. para el primer trimestre de 2017.

Para el resto de 2017, las exportaciones continuarán impulsando el ciclo de crecimiento lideradas por la producción agropecuaria resultante de los mayores niveles de inversión del sector a partir de las medidas económicas adoptadas. También contribuirán aquellas actividades industriales orientadas al mercado externo, a partir de una mayor demanda de nuestros socios comerciales, en particular de Brasil (ver sección 2. Contexto internacional).

La inversión se sumará gradualmente como factor de tracción económica. En los próximos meses el fuerte empuje de la obra pública continuará. Los incentivos dispuestos a la compra de bienes de capital²² y el relanzamiento de los créditos ProCrear²³ para la construcción de viviendas, son algunos factores que fortalecerán la tasa de inversión privada. A nivel regulatorio, la aprobación de la Ley de Participación Público Privada²⁴, el acuerdo por productividad para la explotación de Vaca Muerta²⁵ y la adjudicación de proyectos de producción de energías alternativas en el marco de RenovAR²⁶, entre otros, favorecerán el desarrollo de proyectos de infraestructura, tecnología y energía.

El mayor acceso de las empresas al mercado voluntario de deuda, posible a partir del arreglo con los *holdouts*, facilita la recuperación de los flujos de inversión en el corto plazo. Desde entonces, interrumpido sólo por la incertidumbre del proceso electoral de Estados Unidos, el costo de financiamiento externo de las empresas argentinas respecto a otros países emergentes se contrajo. Se estima que Argentina aún dispone de espacio para seguir beneficiándose de las extraordinariamente bajas tasas de interés internacionales a medida que avanza su proceso de ordenamiento macroeconómico (ver Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 | Prima de riesgo para deuda argentina relativa a otros países emergentes



²²La quita de aranceles para importar productos asociados al sector de informática, junto con la implementación del régimen simplificado para la importación de bienes de capital del régimen de importación de bienes de capital usados, impulsarían la inversión en equipos durables.

²³ El lanzamiento del nuevo Plan ProCrear incluye líneas a 30 años de plazo tanto para la compra, como para la construcción de la primera vivienda. Los créditos se actualizarán por el índice UVA.

²⁴ Ley 27328. La Participación Público Privado constituye una alternativa a los sistemas clásicos de contratación de obra pública y apunta a desarrollar proyectos en los campos de infraestructura, vivienda, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada y/o innovación tecnológica. Según diferentes previsiones, permitirá viabilizar el financiamiento por un monto mayor a los US\$40.000 millones destinado a obras de infraestructura.

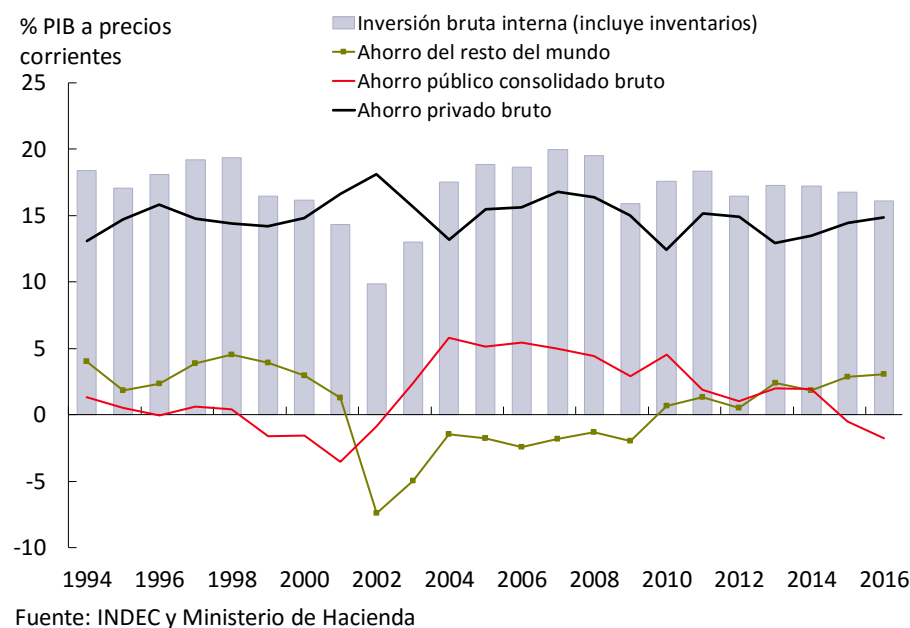
²⁵ Este acuerdo sectorial permite una mayor productividad y baja de costos, proyectándose solo en 2017 US\$5.000 millones en inversiones relacionadas con nuevas perforaciones e infraestructura asociada a los mismos.

²⁶ La Ley 27.191 declaró de interés nacional la generación de energía eléctrica a partir del uso de fuentes de energía renovables con destino a la prestación de servicio público como así también la investigación para el desarrollo tecnológico y la fabricación de equipos con esa finalidad. Si bien en la actualidad la República Argentina cuenta con una capacidad instalada cercana a los 800 megavatios para la generación de energía renovable, el objetivo es que la contribución de fuentes de energía renovable alcance hasta el ocho por ciento (8%) del consumo de energía eléctrica nacional para 2018 y el 20% para 2025. De esta manera, el país se propone como meta alcanzar los 10 mil megavatios renovables en 10 años. Entre las licitaciones Rondas 1 y 1.5 los privados invertirán US\$4.000 millones para instalar más de 2.400 MW de energía eólica y solar.

La disponibilidad de financiamiento del sector privado también se incrementó en el mercado local a partir del reciente ingreso de capitales como resultado del blanqueo²⁷ y de la ampliación de la capacidad prestable en moneda extranjera del sistema financiero local. Esto último fue posible luego de la normalización del mercado cambiario y a partir de un conjunto de medidas tendientes a flexibilizar y extender la aplicación de esa capacidad prestable a actividades productivas, sin descuidar el riesgo de descalce de moneda que asumen los deudores. En particular, mejoraron las condiciones de financiamiento para prefinanciar exportaciones y se incorporó la posibilidad de financiar a proveedores de exportadores (incluyendo a proveedores de servicios) y a proyectos de inversión vinculados a la ganadería bovina y al sector energético, entre otros²⁸.

En general, se afianzan gradualmente las condiciones para revertir la trayectoria descendente que exhibió la tasa de inversión en los últimos años (ver Gráfico 3.14). Primero, el ahorro interno se estimula por tasas de interés reales positivas y menores tasas de inflación esperadas. Ese mayor ahorro en activos domésticos impulsa el desarrollo de los mercados de capitales y financieros locales que permiten canalizar el ahorro interno hacia los diversos proyectos de inversión. Segundo, el gradual ordenamiento de las cuentas públicas permite una recomposición de los niveles de ahorro interno. Tercero, la liberalización de los flujos comerciales y financieros habilitan al sector corporativo local —que presenta bajos ratios de endeudamiento— al acceso a financiamiento externo en un contexto donde se mantienen altos niveles de liquidez internacional y un potencial incremento de la participación de la deuda argentina en los portafolios de inversores internacionales que actualmente tienen una baja asignación.

Gráfico 3.14 | Ahorro e inversión

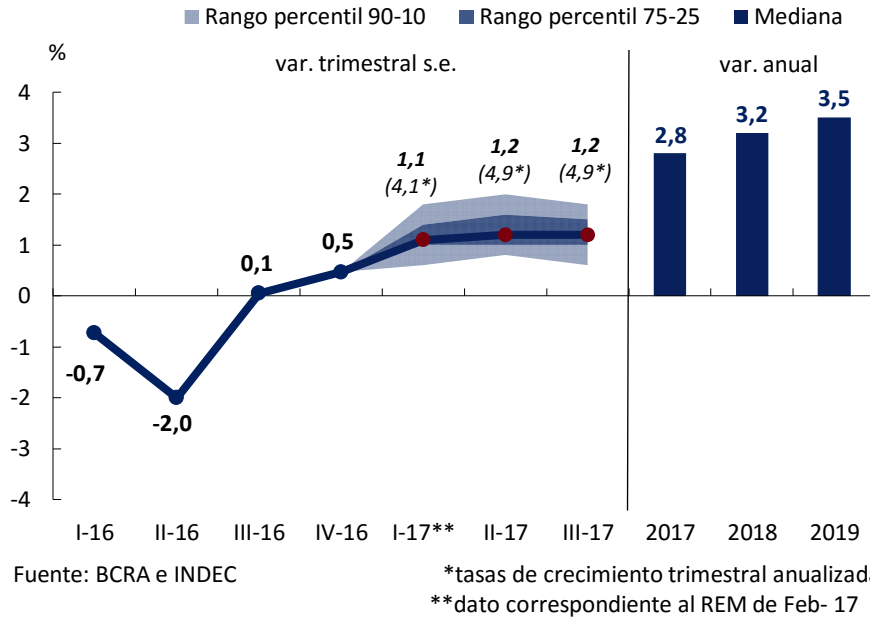


El consumo de los hogares, que representa cerca del 70% del PIB, seguirá impulsado por el crecimiento de los ingresos reales de las familias en un contexto de desinflación y recuperación moderada del empleo, complementado por el dinamismo que vienen registrando los préstamos al consumo y el gasto social y previsional.

²⁷ Con datos a fin de marzo de 2017, el Régimen de Sinceramiento Fiscal (Ley 27.260) acumuló activos declarados por US\$116.800 millones y aportó al fisco unos \$148.600 millones.

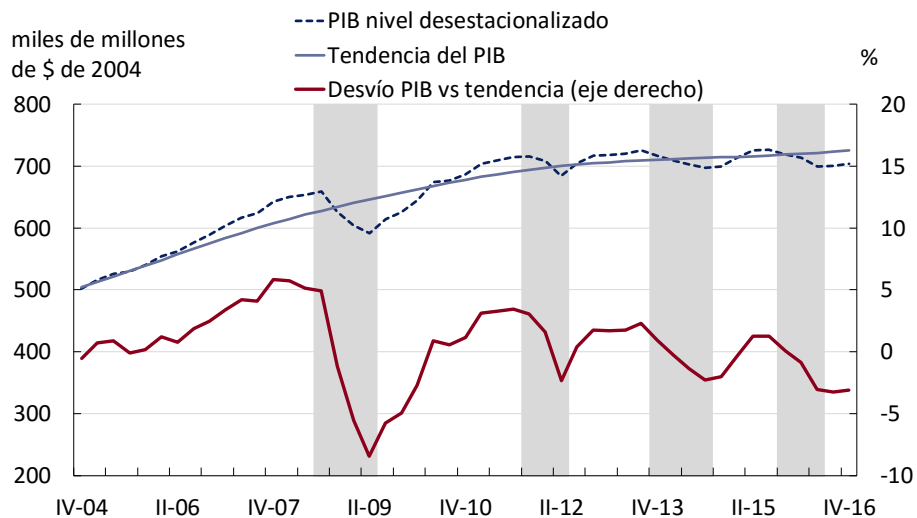
²⁸ Comunicaciones "A" [5908](#), [6031](#), [6105](#), y [6162](#).

Gráfico 3.15 | Expectativas de crecimiento del PIB



La consolidación del sector exportador, el fortalecimiento de la inversión y la recuperación del consumo darían sustento al crecimiento que espera el mercado según el REM (ver Gráfico 3.15). Un crecimiento de esta magnitud no presentaría desafíos en términos de presiones inflacionarias por el lado de la demanda dada la subutilización de capacidad productiva vigente. La mejora de la productividad prevista generaría una suba del PIB potencial (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 | Desvío del PIB respecto de su tendencia de largo plazo



Nota: La tendencia se estimó mediante el filtro de Hodrick-Prescott incluyéndose el pronóstico del PIB para 2017, 2018 y 2019 según la mediana del REM.

Fuente: INDEC

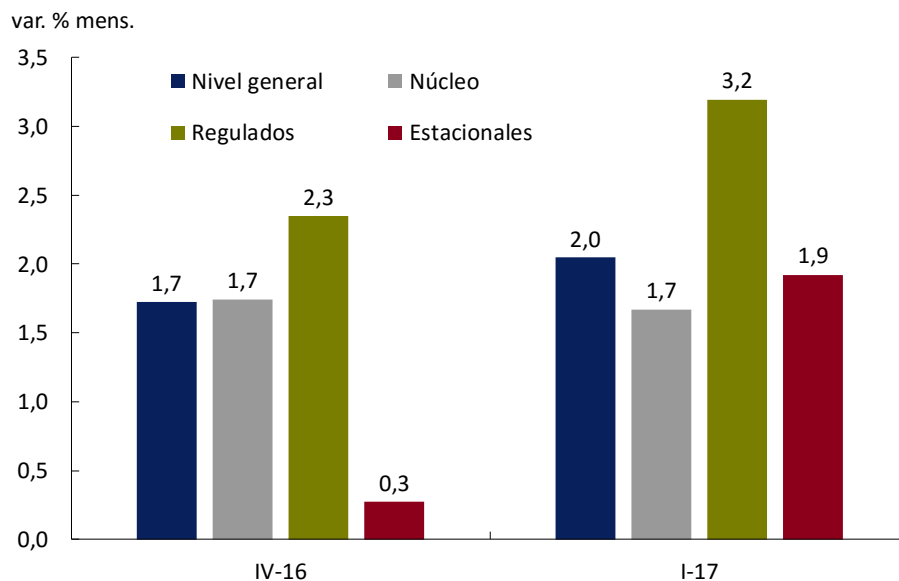
4. Precios

La inflación del primer trimestre del año en el GBA fue de 2,0% promedio mensual, 0,3 puntos porcentuales (p.p.) superior a la del trimestre anterior. Este comportamiento se explica por una inflación núcleo de 1,7%, de regulados de 3,2% y de estacionales de 1,9%. La inflación núcleo no se desaceleró durante en los primeros meses del año, en parte por el impacto indirecto de las nuevas actualizaciones de precios de servicios regulados. De esta manera, la inflación núcleo acumulada del primer trimestre se ubicó levemente por encima del sendero de desinflación presentado en el Informe de Política Monetaria previo. La reducción de la inflación en la comparación con el primer trimestre de 2016 hizo que la tasa interanual de inflación a nivel nacional se desacelerara hasta 32,0% en marzo de 2017, reduciéndose 4,6 p.p. respecto de diciembre de 2016 y 12,3 p.p. en relación al máximo alcanzado en junio de 2016. El IPC GBA acumuló 24,2% en los últimos 11 meses, equivalente a una inflación anual de 26,7%. Las expectativas de los analistas de mercado del REM se mantienen fuera de las bandas de inflación anual que el BCRA fijó como meta (12% y 17%).

4.1 La inflación del primer trimestre subió empujada por el impacto del alza de los precios regulados.

En el primer trimestre de 2017, el impacto de las actualizaciones de algunos precios regulados elevaron levemente la tasa de inflación del IPC GBA²⁹ a 2,0% promedio mensual (ver Gráfico 4.1). Éstos explicaron aproximadamente el 40% del alza en el nivel general de los precios en el período. Dentro de los regulados, el aumento de la tarifa eléctrica del orden de 90% tuvo la mayor incidencia (ver Gráfico 4.2). Con datos disponibles a marzo, el IPC GBA acumula en los últimos 11 meses un aumento de 24,2%, equivalente a una inflación anual de 26,7%.

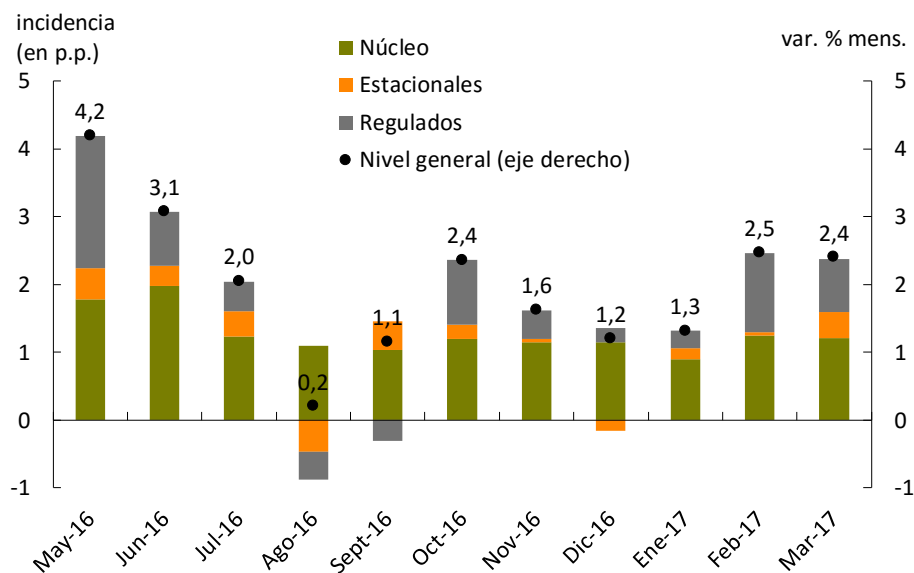
Gráfico 4.1 | Variación promedio mensual por trimestre. IPC GBA



Fuente: INDEC

²⁹ El índice de precios al consumidor de mayor cobertura geográfica elaborado por el INDEC, por lo cual es el que actualmente se toma como referencia para la política monetaria.

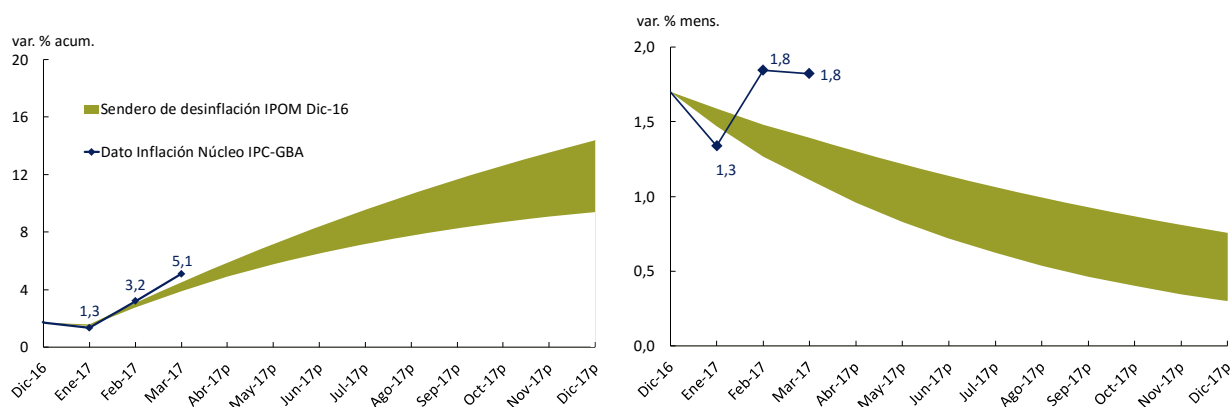
Gráfico 4.2 | Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires



Fuente: BCRA e INDEC

La inflación núcleo del IPC GBA³⁰ se mantuvo estable en el primer trimestre de 2017 respecto a los últimos meses de 2016 y acumuló una suba de 5,1%. La volatilidad, acentuada por la incidencia de algunos precios administrados sobre otros precios de la economía, ubicó a la inflación núcleo por encima del sendero de desinflación presentado en el IPOM anterior. Este sendero teórico supone una tasa de desaceleración constante a lo largo del tiempo, sin embargo, existen también otras trayectorias posibles de la inflación mensual núcleo en las que la tasa de desaceleración no es uniforme (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Sendero de desinflación. IPC Núcleo



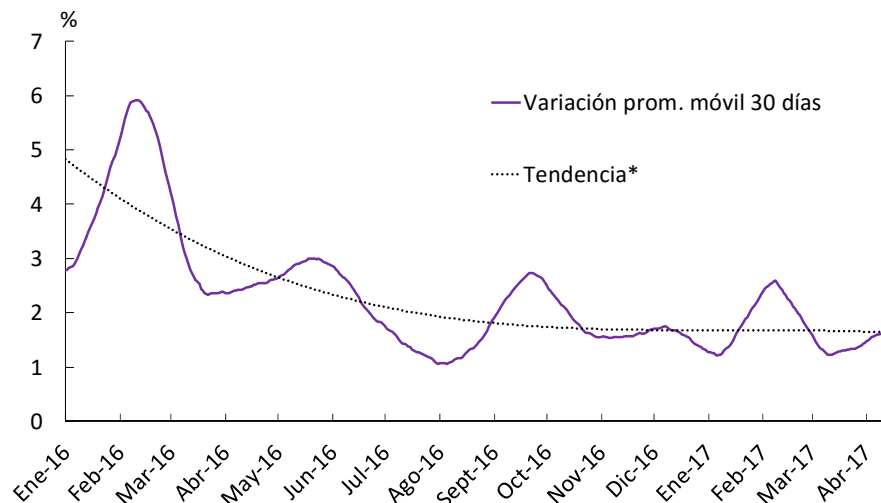
Nota: Los límites de las bandas del sendero de la inflación núcleo decaen exponencialmente a fin de ser consistentes con el cumplimiento de las metas de inflación de 12% y 17% en diciembre de 2017, considerando una incidencia de precios de servicios regulados de 2,6 p.p. (Ver Informe de Política Monetaria enero de 2017. Capítulo 4. Precios)

Fuente: BCRA en base a INDEC

³⁰ Los índices de precios al consumidor se pueden descomponer en tres categorías: 1) "estacionales" que capturan precios mayormente afectados por cuestiones estacionales (como los servicios asociados al turismo), 2) "regulados" que agrupan aquellos con un fuerte componente impositivo o regulatorio (como las tarifas de servicios públicos) y 3) "Núcleo" o "Resto" que identifica la inflación subyacente o núcleo, es decir, la evolución de precios más permanente.

El indicador de alta frecuencia de precios elaborado por PriceStats, que permite anticipar la evolución mensual de los precios minoristas, mostró que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria. Con información al 15 de abril, el crecimiento mensual promedio de los últimos 30 días se ubicó por debajo de 1,7% (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Indicador de precios de alta frecuencia



*Ajuste polinómico de grado 3

Datos al 15 de Abr-17

Fuente: State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

4.2 La inflación en otros distritos subnacionales subió por el alza de regulados y por la inflación núcleo

Durante el primer trimestre de 2017, la inflación mensual de otros distritos subnacionales también reflejó el aumento de los precios regulados. El IPC Nacional Ponderado (IPC-NP)³¹, que resume esta información, promedió una suba de 2,3% mensual entre enero y marzo, tasa superior a la de los últimos meses de 2016.

La inflación núcleo del IPC-NP³² se aceleró respecto a fines de 2016, impulsada por el impacto indirecto de la entrada en vigencia de nuevas tarifas eléctricas y algunos aumentos puntuales sujetos a algún tipo de regulación y/o decisión administrativa³³. Los gastos por expensas reflejaron el incremento de la electricidad y los acuerdos en el marco de la paritaria salarial de los encargados de edificios. Asimismo, se registraron ciertos aumentos que se concentran en los primeros meses del año, como es el caso de los servicios educativos. Por último, incidieron subas puntuales en prepagas y servicios para el hogar por una actualización salarial de los trabajadores de casas particulares. El conjunto del resto de los componentes del núcleo mostró igualmente un incremento de sus precios levemente por encima al del trimestre anterior. En esta misma

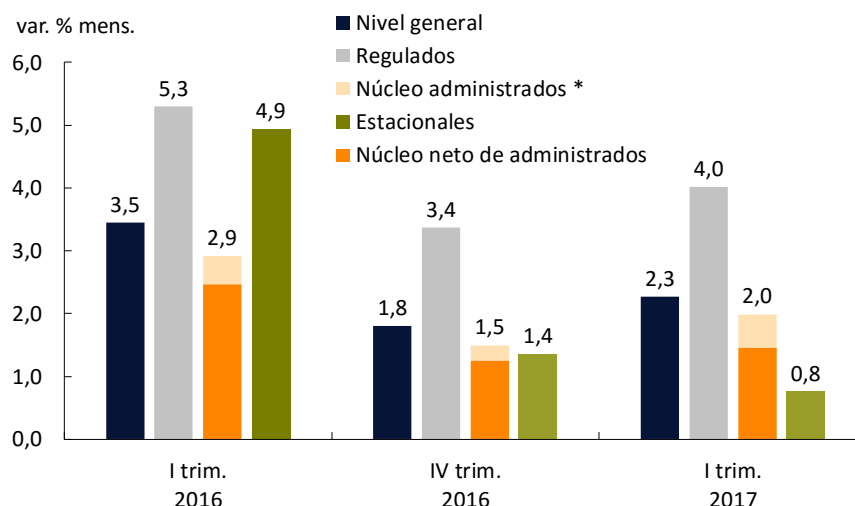
³¹ El BCRA calcula el IPC-NP a partir de los índices de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba ponderados de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares correspondiente al período 2004-2005 (ENGHo 2004/05). Tomando como referencia la distribución del gasto de consumo por región de dicha encuesta, para la construcción del IPC-NP el IPC CABA pondera 44% (utilizándose como representativo de la evolución de los precios del GBA), y el 56% restante se asigna al interior del país. En base a la participación de la Región Pampeana, el IPC de Córdoba pondera 34%, y el resto del interior del país queda representado por la evolución del IPC de San Luis (22% del IPC-NP).

³² A diferencia del componente núcleo del IPC GBA, este incluye Educación formal y Sistemas de Salud (según la clasificación de Estacionales, Regulados y Resto que utilizaba el IPC GBA base 1999=100). En el IPC GBA Dic-15=100 Educación formal y Sistemas de Salud se incluyen dentro del componente regulados.

³³ La discrepancia con la dinámica que exhibió la inflación núcleo del IPC GBA del INDEC durante el primer trimestre de 2017 se explica por las diferencias en los ítems incluidos en este agregado (ver Nota al pie n°34) y distintos criterios adoptados para la estimación de algunos servicios con elevada ponderación. Entre estos últimos se destaca el Gasto por Expensas, para cuya estimación el INDEC utiliza el criterio de devengado mientras que, por ejemplo, la Ciudad de Buenos Aires lo estima en base caja.

línea, las medidas alternativas de la inflación núcleo³⁴ que elabora el BCRA para intentar capturar el comportamiento tendencial de las series, muestran que la desinflación se interrumpió transitoriamente durante el primer trimestre de 2017, por el impacto indirecto del reacomodamiento de precios relativos sobre el resto de los precios de la economía (ver Gráfico 4.5 y Gráfico 4.6).

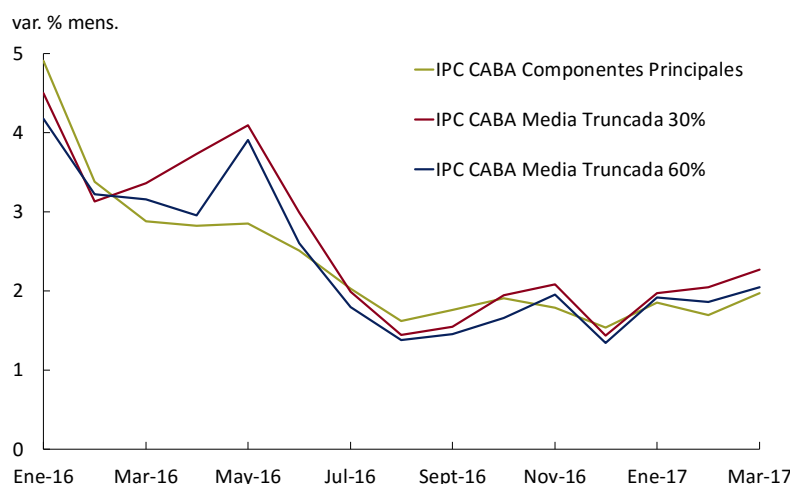
Gráfico 4.5 | Variación promedio mensual por trimestre. IPC-NP



*Incluye las agrupaciones a nivel 3 de desagregación que contienen expensas, servicio doméstico, prepagas y servicios auxiliares y servicios educativos.

Fuente: BCRA, Direcciones provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

Gráfico 4.6 | Medidas de Inflación Núcleo. IPC CABA



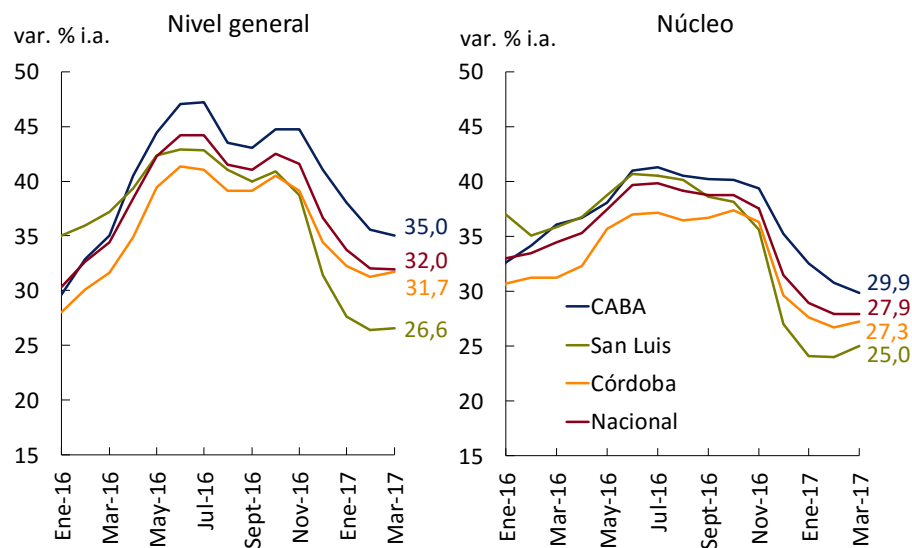
Nota: El cálculo de Componentes Principales extrae, utilizando un método estadístico multivariado, el componente común a las variaciones de los precios de los componentes del IPC. La Media Truncada Asimétrica excluye aquellos componentes que exhiben variaciones de precios muy altas o muy bajas, truncando un cierto porcentaje de la distribución de corte transversal de las variaciones de precios en forma asimétrica. El cálculo al 30% trunca 7% a la derecha y 23% a la izquierda, mientras que el cálculo al 60% trunca el 60% de la distribución de corte transversal de las variaciones de precios en forma asimétrica – 38% a la izquierda y 22% a la derecha.

Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos (Ministerio de Hacienda GCBA)

³⁴ El cálculo de la inflación núcleo tiene el objetivo de identificar el componente tendencial de la inflación, dejando de lado desvíos transitorios que puedan ocurrir respecto de esa tendencia. Es precisamente ese componente tendencial o permanente de la inflación el que interesa monitorear para las decisiones de política monetaria. Ver D'Amato, L.; Sanz, L. y Sotes Paladino, J.M. (Julio 2006). Evaluación de medidas alternativas de inflación subyacente para Argentina. *Estudios BCRA*, 1, 1-48

En los primeros meses de 2017, la variación interanual de los índices de precios minoristas de los distritos sub-nacionales mostró una desaceleración. El Nivel general del IPC-NP aumentó 32,0% i.a. en marzo de 2017, 4,6 p.p. menos que en diciembre de 2016 y 12,3 p.p. menos que en el máximo alcanzado en junio 2016. La inflación de los distritos se ubicó entre 26,6% i.a. y 35% i.a., reflejando en gran medida las diferentes magnitudes en las actualizaciones de las tarifas de los servicios públicos regulados y las distintas participaciones de estos ítems en las canastas de cada distrito. En marzo de 2017, la inflación núcleo del IPC-NP se desaceleró hasta 27,9% i.a., evidenciado caídas interanuales a nivel de distrito de entre 2 p.p. y 5,3 p.p. respecto a diciembre del año anterior y de entre 10 p.p. y 15 p.p. respecto a los máximos observados en julio de 2016 (ver Gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | Variación interanual de precios al consumidor

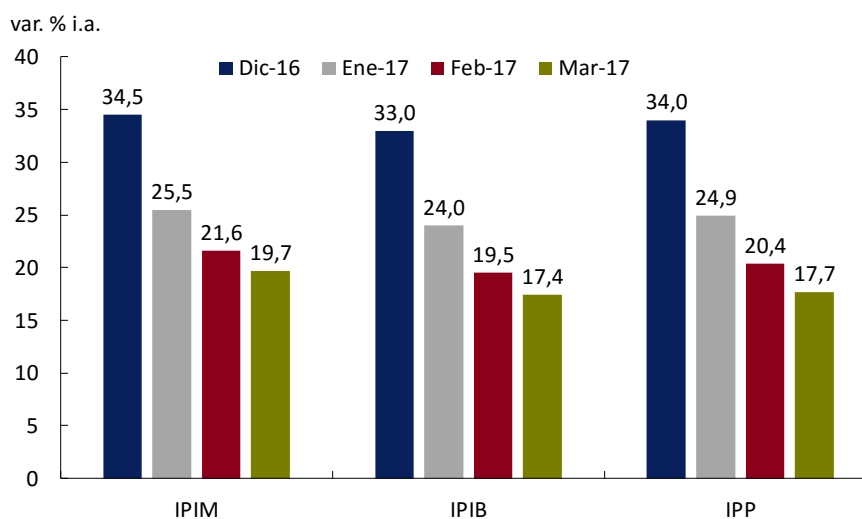


Fuente: BCRA y Direcciones de Estadísticas provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

4.3 Costos

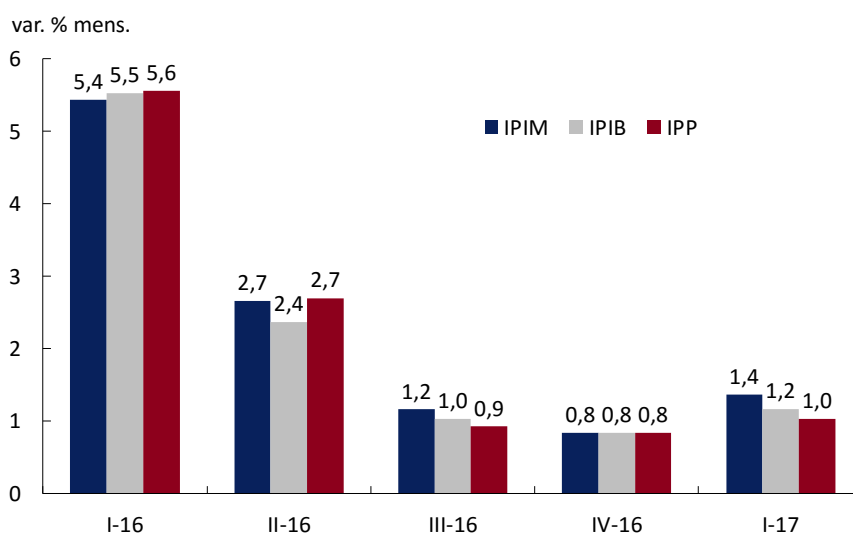
4.3.1 Los precios mayoristas presentan una dinámica inferior a la de los minoristas

Los precios mayoristas muestran variaciones interanuales notoriamente más bajas que los índices minoristas. Todos los indicadores redujeron su ritmo de aumento interanual en el primer trimestre de este año, hasta alcanzar subas inferiores a 20% en marzo de 2017 (ver Gráfico 4.8). En el Índice de Precios Internos al por Mayor, los productos nacionales se incrementaron 21% i.a., mientras que los productos importados 5,6% i.a. La dispersión en la magnitud de los aumentos de precios entre mayoristas y minoristas y entre importados y nacionales, permiten identificar que la economía atraviesa un proceso de desinflación con reacomodamiento de precios relativos

Gráfico 4.8 | Variación anual. Precios mayoristas

Fuente: INDEC. Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), Índice de Precios Básicos del Productor (IPP).

En el primer trimestre de 2017, los precios mayoristas promediaron subas mensuales entre 1,0% y 1,4% (por debajo de los índices minoristas). Al igual que lo sucedido con los minoristas, se observó una aceleración en la tasa de crecimiento, que respondió fundamentalmente a la dinámica de los precios regulados³⁵, y más puntualmente de la energía eléctrica. A esto se sumó un mayor dinamismo en los precios de los productos agropecuarios que, tras caer en el último trimestre de 2016, aumentaron en los primeros meses de este año impulsados por el comportamiento de la carne vacuna. Por el contrario, los precios domésticos de los productos importados continuaron desacelerándose, reduciendo el ritmo de sus aumentos en los primeros meses de 2017, al tiempo que las cotizaciones en dólares de los bienes importados aumentaron levemente³⁶ (ver Gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | Variación promedio mensual por trimestre. Precios mayoristas

Fuente: INDEC. Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), Índice de Precios Básicos del Productor (IPP).

³⁵ Entre los precios regulados se destacaron los aumentos de la energía eléctrica y de los productos refinados de petróleo, siendo un común denominador en todos estos índices. Mientras que en el IPIM también contribuyó significativamente el mayor aumento en el precio del tabaco.

³⁶ Según el Índice de Precios de Importación de Comercio Exterior, los precios de los bienes importados subieron 3,7% i.a. en el primer bimestre de 2017, tras haber caído en promedio 10,6% i.a. en 2016.

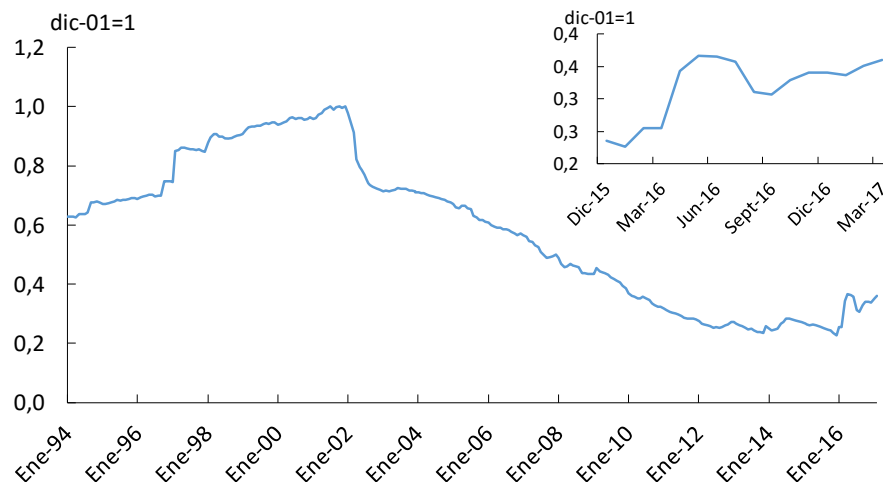
Durante el primer trimestre del año el costo de la construcción subió 1,8% promedio mensual, desacelerándose respecto de los últimos meses de 2016, según el ICC-INDEC. Esta evolución reflejó el componente mano de obra, que moderó su suba respecto a los últimos meses de 2016, por las particularidades de la paritaria salarial del sector. Los otros componentes tuvieron un mayor ritmo de aumento, destacándose los gastos generales sobre los cuales impactó el ajuste en la tarifa de electricidad. En términos interanuales, los costos de la construcción se elevaron 32,7% en marzo, ubicándose levemente por debajo de la variación de diciembre de 2016. Esta dinámica sintetiza dos comportamientos contrapuestos, con alzas en los materiales (21% i.a.), significativamente por debajo del aumento de los costos de mano de obra (38,1% i.a.). Una evolución similar mostraron otros indicadores del costo de la construcción como el de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y la Cámara de la Construcción.

4.4 Precios relativos

4.4.1 Las tarifas de los servicios públicos regulados aún se mantienen rezagados respecto al precio del resto de los bienes

A partir de febrero de 2016, el Gobierno inició un proceso de actualización de las tarifas de servicios públicos, cuyos precios mostraron un rezago creciente respecto del resto de los precios de la economía desde 2002³⁷. Si bien se espera que continúe la recuperación entre el cociente entre los precios de los servicios públicos y el resto de los precios del IPC, hay otros factores, tales como cambios tecnológicos y mejoras de productividad relativas, que impiden conocer hacia dónde convergerá dicho ratio³⁸ (ver Gráfico 4.10).

Gráfico 4.10 | Evolución relativa entre precios de servicios públicos y el resto de los precios minoristas



Nota: Para obtener el cociente entre los precios de los servicios públicos y el resto de los precios minoristas, se construyeron series a partir del IPC CABA empalmado históricamente con IPC San Luis y IPC GBA Base 1999 y 1988. La serie de servicios públicos incluye a combustible para la vivienda –gas–, electricidad, agua, transporte público, correo y teléfono.

Fuente: INDEC y Direcciones de Estadísticas de San Luis y Ciudad de Buenos Aires.

³⁷ Para realizar el análisis histórico se calculó la serie de servicios públicos a partir de la apertura publicada para cada indicador involucrado (IPC BA, IPC San Luis e IPC GBA base 1999 y 1988). Las series de servicios privados se obtuvieron excluyendo los servicios públicos de la serie de servicios publicada. Las series de interés calculadas para cada índice se empalmaron de la siguiente manera: IPC GBA (base 1988=100 y base 1999=100) desde 1994 hasta diciembre 2006, IPC de San Luis (base 2003=100) desde enero 2007 hasta julio 2012 y luego IPC BA (base jul-11-jul-12=100).

³⁸ La magnitud de la actualización de tarifas de servicios públicos necesaria difiere por región, siendo la región metropolitana de Buenos Aires la que presentaba a diciembre de 2015, el mayor atraso, particularmente en electricidad.

El retraso tarifario se dio tanto a nivel de los hogares como a nivel de las empresas. La actualización de tarifas de servicios públicos tiene un impacto directo en el IPC y un impacto indirecto a través de la suba de costos de producción de las firmas. El impacto sobre los costos depende del grado de intensidad de utilización de dichos servicios. La magnitud del impacto indirecto también estará determinada por un conjunto de factores tales como las condiciones de oferta y demanda internas y externas de los distintos productos, y su grado de transabilidad externa³⁹ (exposición a la competencia externa) y las expectativas de inflación.

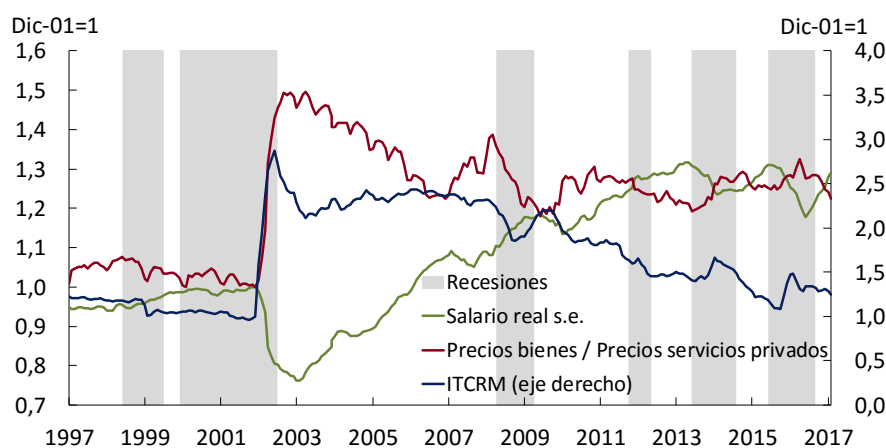
El rol de la política monetaria del BCRA es limitar los efectos de la suba de tarifas sobre el resto de los precios de la economía e influir sobre las expectativas, a fin de continuar con el proceso de desinflación.

4.4.2 Los precios de los servicios privados se recuperan desde el segundo semestre

El cociente entre los precios de los bienes y servicios privados es una aproximación de la evolución relativa de los precios de productos transables respecto de los no transables. En una perspectiva de más largo plazo, esta relación se mantuvo relativamente estable desde 2010, pese a la apreciación real multilateral del peso, en un periodo que estuvo dominado por los controles cambiarios y de los flujos comerciales.

A partir del segundo semestre de 2016, los precios de los servicios privados mostraron una recuperación relativa respecto a los de los bienes. Esta caída del indicador está inversamente relacionada con la mejora del salario real. El BCRA prevé que la tendencia decreciente de este coeficiente continúe gradualmente en línea con la mejora esperada en la productividad en un contexto de mayor apertura de la economía (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11 | Evolución del tipo de cambio real, los salarios reales del sector formal y los precios relativos entre bienes y servicios privados



Nota: Para obtener el cociente entre los precios de los bienes y el de los servicios privados, se construyeron estas series a partir del IPC CABA empalmado históricamente con IPC San Luis e IPC GBA Base 1999 y 1988. La serie de servicios privados no incluye a aquellos servicios cuyos precios están sujetos a regulación (combustible para la vivienda –gas–, electricidad, agua, transporte público, correo y teléfono). El salario real se calcula a partir de las remuneraciones de bolsillo según datos del Ministerio de Trabajo y AFIP, deflactados por el nivel general del IPC CABA empalmado con el IPC San Luis e IPC GBA. El ITCRM es una media geométrica ponderada por el comercio de manufacturas de los tipos de cambio bilaterales con los principales socios comerciales.
(Ver http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp)

³⁹ El término transable se refiere a la capacidad de un producto de ser comercializado en los mercados internacionales. Los bienes tienden a ser más transables que los servicios privados. El salario es un componente no transable de los costos con mayor incidencia en los precios de los servicios privados que en los bienes.

En términos interanuales, también se observó una mejora relativa de los precios de los servicios privados respecto al de los bienes. En marzo de 2017, la mayor parte de los rubros que se incrementaron por encima de la variación anual del nivel general de precios corresponden a servicios privados. Los bienes contribuyeron en mayor medida a la desaceleración de la inflación en el último año (ver Cuadro 4.1).

Cuadro 4.1 | Precios minoristas según Grupos y Clases (niveles 2 y 3) de la Ciudad de Buenos Aires

Marzo 2017	Var.% i.a		Var.% i.a
1- Bebidas alcohólicas	59,2	24- Servicio de telefonía móvil	29,2
2- Servicios financieros	58,1	25- Artículos para la recreación, jardines y animales	28,8
3- Otros servicios telefónicos	50,4	26- Joyería y relojes	28,7
4- Servicios de transporte automotor	49,8	27- Prendas de vestir y materiales	28,2
5- Gastos comunes por la vivienda y/o cochera y otros gastos	47,2	28- Restaurantes y comidas fuera del hogar	26,6
6- Libros	45,6	29- Calzado	26,3
7- Educación no formal	44,1	30- Alimentos	26,1
8- Seguros médicos	39,3	31- Otros aparatos, artículos y productos para la atención personal	25,0
9- Servicios para pacientes externos	38,4	32- Materiales de escritorio y de dibujo	23,0
10- Otros servicios	37,4	33- Bienes para el hogar no durables	22,1
11- Seguros	36,0	34- Muebles, accesorios, alfombras y otros materiales para pisos	20,5
12- Educación formal	35,4	35- Mantenimiento y reparación de la vivienda	18,3
13- NIVEL GENERAL	35,0	36- Vajilla, utensilios, loza y cristalería	17,4
14- Alquiler de la vivienda y otros servicios de alojamiento	34,1	37- Otros efectos personales	15,9
15- Hoteles	33,5	38- Artículos textiles para el hogar	15,7
16- Salones de peluquería y establecimientos de cuidados personal	32,8	39- Herramientas y equipos para el hogar y el jardín	15,0
17- Funcionamiento de equipos de transporte de uso del hogar	31,8	40- Vehículos	12,8
18- Servicios domésticos y para el hogar	31,8	41- Aterfactos para el hogar	11,6
19- Diarios y publicaciones periódicas	30,8	42- Paquetes turísticos y excursiones	9,1
20- Servicios recreativos y culturales	30,8	43- Aparatos eléctricos para el cuidado personal	8,9
21- Bebidas no alcohólicas	30,6	44- Equipos audio-visuales, fotográficos y de procesamiento de la información	7,2
22- RESTO	29,9	45- Equipos telefónicos	3,0
23- Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud	29,8	46- Servicios de transporte aéreo	1,4

Nota: No incluye servicios regulados

Fuente: Dirección de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires

4.4.3 Los salarios reales se recuperaron en los últimos meses

Los salarios comenzaron a recuperarse en términos reales a partir del segundo semestre del 2016 debido a la desaceleración de la inflación observada. El ritmo de recuperación se atenuó en el primer trimestre de 2017 como consecuencia de la suba de la inflación en el marco de nuevas actualizaciones de tarifas que tuvieron lugar en el período.

Los salarios del sector privado registrado aumentaron levemente en términos reales en el primer trimestre de 2017, recuperando en parte la caída observada en 2016. Según datos de AFIP, estas remuneraciones subieron en promedio 2,4% mensual entre enero y marzo en términos desestacionalizados⁴⁰, por encima de la inflación registrada en ese mismo período (2,3% promedio mensual, según el IPC-NP). Esta ligera mejora de los salarios reales se explica por la consolidación del proceso de desinflación en un contexto de establecimiento de acuerdos o tramos salariales en el segundo semestre y, particularmente, el último trimestre de 2016.

Los acuerdos paritarios⁴¹ cerrados durante 2017 fueron novedosos al utilizar en las negociaciones la inflación esperada en lugar de la pasada como ocurría en años anteriores. Ello muestra la relevancia de las metas de inflación adoptadas por el BCRA como herramienta para la coordinación de expectativas de los agentes económicos. Otra novedad fue que en algunos acuerdos se han establecido cláusulas de ajustes por potenciales desvíos de la inflación observada respecto de la inflación esperada implícita en el acuerdo (ver Reacuadro Inflación esperada y cláusula gatillo). Por último, en algunas regiones, los convenios han incorporado cláusulas de ajuste de salarios con índices elaborados por los institutos de estadísticas del respectivo distrito. Esta particularidad es relevante en períodos en que las inflaciones en cada región pueden diferir por la magnitud e incidencia de las actualizaciones de tarifas de servicios regulados pendientes⁴².

⁴⁰ La desestacionalización de los datos de AFIP es propia.

⁴¹ Tal es el caso de los gremios bancario, de comercio, portuario y de diversas administraciones públicas provinciales, se destacó el rol de las expectativas de inflación para 2017.

⁴² En la provincia de Córdoba, para la negociación salarial de los estatales la cláusula para revisar el acuerdo convenido utiliza como referencia el Índice de Precios de esa provincia.

Inflación esperada y cláusula gatillo

Los acuerdos de paritarias cerrados durante 2017 tuvieron la novedad de incorporar la inflación esperada en línea con las metas de desinflación del BCRA a diferencia de años anteriores en los que primaba la utilización de la inflación pasada⁴³.

Este cambio de paradigma refleja el rol que tienen las metas de inflación⁴⁴ como referencia para las negociaciones de contratos nominales. Otro elemento novedoso presente en los acuerdos paritarios cerrados en línea con las metas del BCRA para 2017 fue la inclusión de cláusulas de ajustes ante potenciales desvíos de la inflación observada respecto de la inflación esperada implícita en el acuerdo.

La cláusula gatillo es un insumo útil en las negociaciones salariales cuando existe un disenso entre las partes sobre la inflación futura. La cláusula actúa como seguro, reduciendo la incertidumbre por potenciales diferencias entre el poder adquisitivo esperado del contrato acordado y el efectivamente observado⁴⁵.

Desde la perspectiva del BCRA, la aparición de estas cláusulas tiene un rol importante, al transmitir de manera automática la desinflación prevista por la autoridad monetaria hacia los nuevos contratos que se irán renovando. Este elemento quiebra las expectativas inerciales de los agentes, basadas en creer que la inflación del año en curso repetirá la dinámica del año anterior.

La utilización de las metas de inflación del BCRA como referencia en los contratos nominales minimiza potenciales costos del proceso de desinflación al reducir las distorsiones no deseadas entre la evolución de precios y salarios. Este cambio en la negociación de los contratos refuerza el compromiso del BCRA en converger hacia las metas planteadas.

4.4.4 El tipo de cambio real de Argentina acopla su comportamiento al resto de la región Latinoamericana

Luego de la normalización del mercado cambiario, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM⁴⁶) de Argentina se mantuvo relativamente estable, incluso en episodios de incremento de la incertidumbre internacional, en línea con otros países de la región⁴⁷. Este desempeño del ITCRM contempló una trayectoria de apreciación real bilateral respecto de Estados Unidos, la zona del euro y de China, y una depreciación respecto de Brasil (ver Gráfico 4.12). El comportamiento diferencial de nuestro mayor socio comercial se debió a que durante este lapso el tipo de cambio multilateral real de Brasil se apreció fuertemente desde fines de 2015 (ver sección 2. Contexto internacional).

⁴³ El alto costo de negociar convenios colectivos de trabajo es un incentivo a la ampliación del horizonte temporal de los mismos, haciendo que las expectativas de inflación de las partes sean un aspecto central de estos acuerdos.

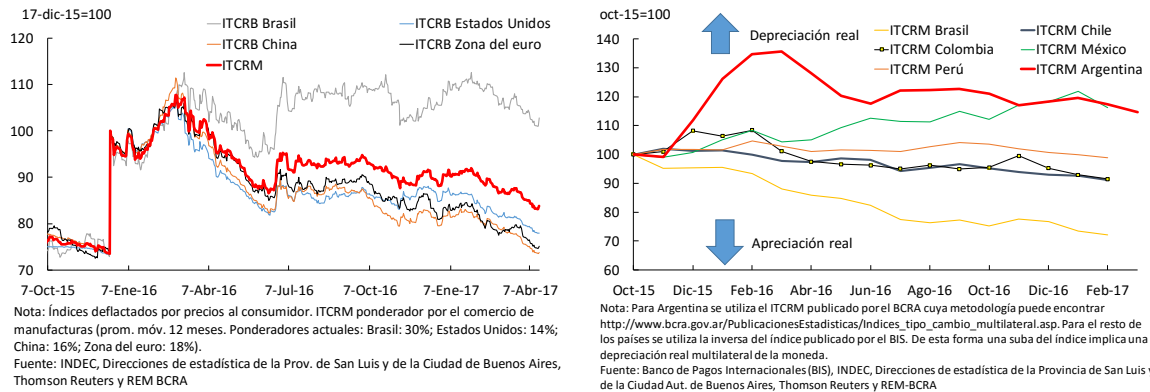
⁴⁴ EL BCRA adoptó el esquema de metas de inflación en septiembre de 2016.

⁴⁵ A mayor incertidumbre sobre la inflación, mayor el riesgo de acordar contratos salariales. El error potencial en la predicción de la inflación aumenta, lo que incrementa el desvío potencial de los salarios reales respecto de los esperados (Holland, 1984).

⁴⁶ Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) que calcula diariamente el BCRA. Los datos desde marzo de 2017 al cierre de esta edición son provisorios. Ver http://www.bkra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp.

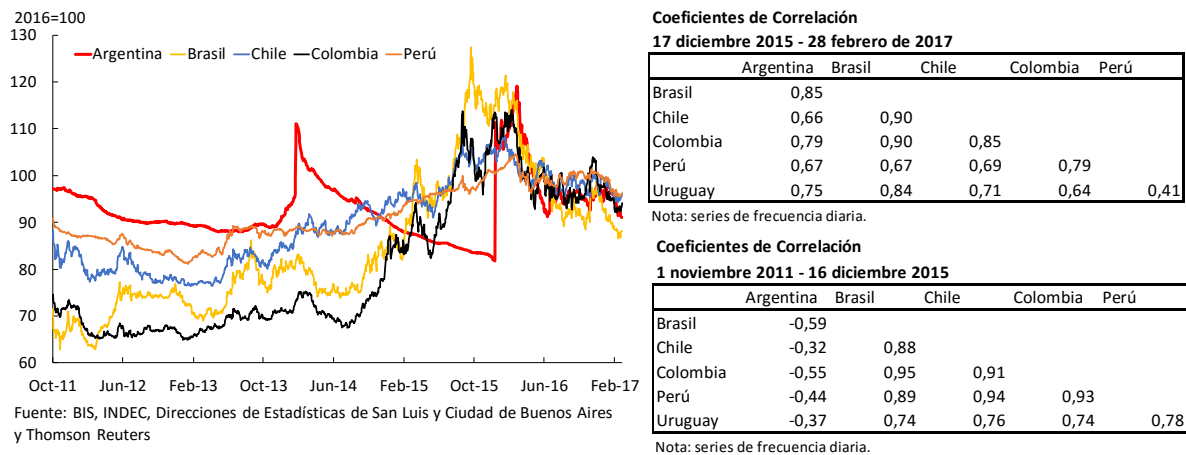
⁴⁷ Por ejemplo, distintos episodios del proceso de salida de Gran Bretaña de la Unión Europea o las elecciones en Estados Unidos.

Gráfico 4.12 | Tipos de cambio reales bilaterales de Argentina con sus principales socios comerciales y tipos de cambio reales multilaterales de Argentina y de otros países latinoamericanos



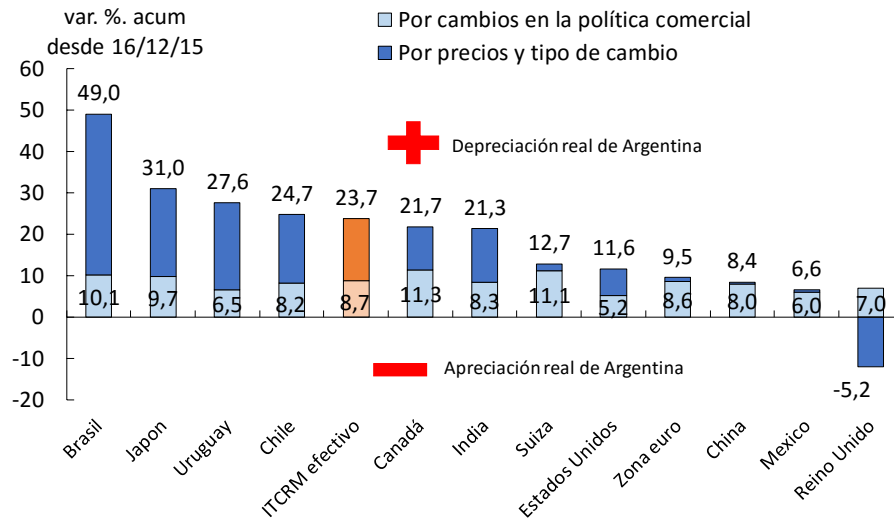
La adopción de un régimen de flotación cambiaria a fines de 2015 llevó a que la cotización real del peso argentino respecto al dólar se acoplara a las fluctuaciones registradas en otras monedas de la región, en especial con Brasil —el principal socio comercial— (ver Gráfico 4.13). Previamente, el régimen de administración cambiaria vigente en Argentina conducía a una correlación negativa y débil con las trayectorias reales bilaterales de otras monedas latinoamericanas respecto al dólar —las cuales mostraban fuertes movimientos entre ellas—.

Gráfico 4.13 | Índices de tipos de cambio reales bilaterales con Estados Unidos de países de la región



Desde la perspectiva de la competitividad del sector externo, al efecto de la variación de precios relativos y tipos de cambio nominales, debe adicionarse al menos el impulso que recibieron los exportadores mediante la quita y/o reducción de derechos a la exportación desde fines de 2015. El tipo de cambio real efectivo — que contempla los cambios impositivos mencionados— registró una suba acumulada de 24% desde el 16 de diciembre de 2015, de los cuales aprox. 9 p.p. obedecen al cambio en la política comercial (ver Gráfico 4.14).

Gráfico 4.14 | Tipos de cambio reales efectivos de las exportaciones
(multilateral y bilaterales)

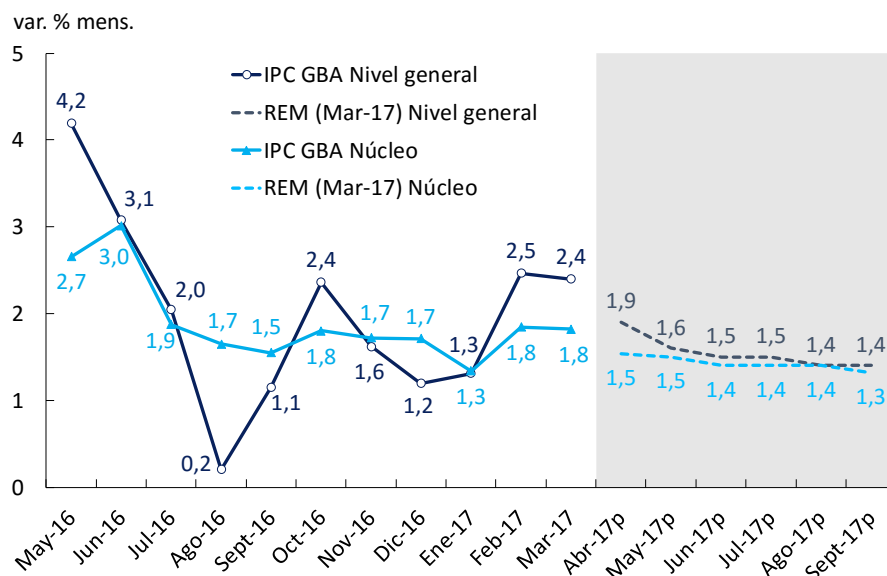


Nota: datos al 12/04/17. ITCRM ponderado según exportaciones totales. El impacto por cambios en la política comercial surge de considerar el aumento en el tipo de cambio nominal efectivo a partir de la eliminación/reducción de los derechos de exportación ponderada según la canasta de exportación a cada destino.
Fuente: INDEC, REM BCRA y Direcciones provinciales de estadísticas

4.5 Perspectivas

Para los próximos seis meses, los analistas que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA estiman que la inflación mensual se irá desacelerando. De acuerdo al relevamiento, la tasa de variación mensual promedio del IPC GBA se ubicaría en 1,7% en el segundo trimestre, para luego reducirse a 1,4% mensual durante el tercer trimestre. Esta dinámica prevé menores aumentos de tarifas de servicios públicos a partir de julio próximo. La mediana de los pronósticos para la inflación núcleo del IPC GBA se ubica en 1,5% para el segundo trimestre de 2017, y se desacelera levemente a 1,4% durante el tercer trimestre (ver Gráfico 4.15).

Gráfico 4.15 | Relevamiento de Expectativas de Mercado

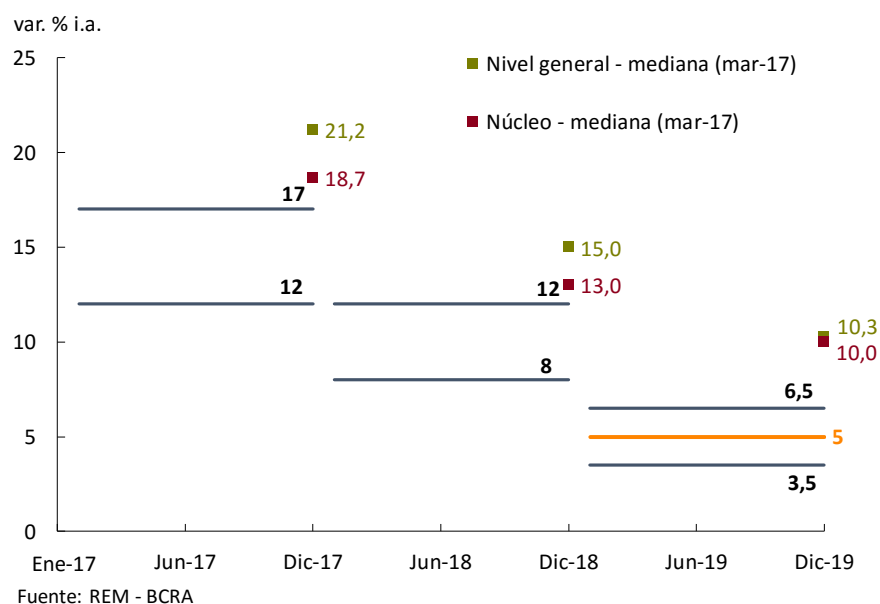


Fuente: INDEC y REM - BCRA

Las proyecciones privadas de la inflación del IPC GBA persisten por encima de las metas del Banco Central para 2017 y 2018, si bien permanecen ancladas en torno a 21,2% (+4,2 p.p.) y 15,0% (+3,0 p.p.), respectivamente (ver Gráfico 4.16). Para los próximos doce meses, las expectativas de inflación se ubican en 18,9%.

El BCRA seguirá manteniendo el sesgo antiinflacionario de su política monetaria para profundizar el proceso de desinflación consistente con el cumplimiento de las metas plurianuales 2017-2019 (ver sección 5. Política monetaria).

Gráfico 4.16 | Expectativas y metas de inflación



5. Política monetaria

A partir de enero de 2017 el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. También definió que el índice para evaluar el cumplimiento de la meta es el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC (inicialmente el Índice de Precios al Consumidor para el Gran Buenos Aires –IPC de GBA- que eventualmente se sustituirá por el de cobertura nacional).

Simultáneamente con el lanzamiento formal del régimen de metas de inflación, el BCRA implementó dos cambios en la manera en la cual conduce sus operaciones monetarias. (i) Cambió su instrumento de política, que pasó de ser la tasa de LEBAC a 35 días a ser la tasa del centro de su corredor de pasas a 7 días, facilidades con las que está dispuesto a proveer y retirar liquidez sin límite preestablecido. (ii) Pasó de licitar semanalmente las LEBAC a un esquema de licitaciones mensuales con el fin de darle mayor liquidez a estos instrumentos.

Este cambio operativo se dio en un período en el cual una serie de factores específicos elevaron transitoriamente las condiciones de liquidez y propiciaron que, a pesar de haber mantenido inalterada su tasa de interés de política, algunas tasas de interés de mercado registraran descensos. A principios de marzo, con el objeto de administrar el perfil de vencimientos de sus pasivos y fortalecer la transmisión del sesgo antiinflacionario de su política al resto de las tasas de interés del mercado, el BCRA comenzó a realizar operaciones de mercado abierto con distintas especies de LEBAC. Esto motivó una reducción en el saldo de sus pasas con las entidades financieras y el consecuente incremento en el *stock* de LEBAC.

Luego de nueve meses en los que la inflación núcleo del IPC de GBA fluctuó entre 1,3% y 1,9% mensual y ante señales de que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria, el 11 de abril el Banco Central dispuso aumentar la tasa de política monetaria en 150 puntos básicos, a 26,25%. El BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación de 12% a 17% en 2017.

5.1 La política del Banco Central durante el primer trimestre

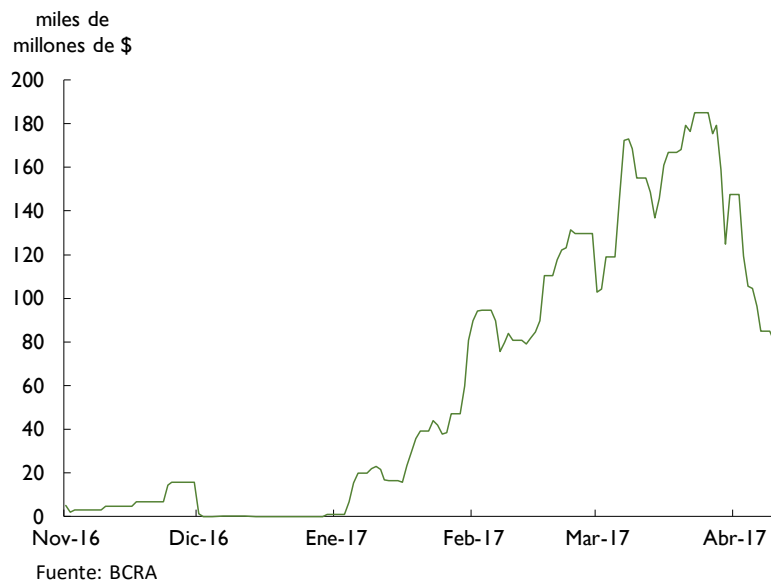
A partir de enero de 2017 el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. También definió que el índice para evaluar el cumplimiento de la meta es el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC (inicialmente el IPC de GBA, que eventualmente se sustituirá por el de cobertura nacional).

Simultáneamente con el lanzamiento formal del régimen de metas de inflación el BCRA cambió su instrumento de política, que pasó de ser la tasa de LEBAC a 35 días a ser la tasa del centro de su corredor de pasas a 7 días. Durante la mayor parte de 2016, la tasa de interés de política monetaria fue la LEBAC a 35 días de plazo que el BCRA licitaba semanalmente. A partir de enero de 2017, el BCRA pasó a utilizar como tasa de política monetaria el centro del corredor de sus pasas a 7 días de plazo. Las bandas del corredor de pasas constituyen las tasas de interés a las que el Banco Central está dispuesto a proveer o retirar liquidez de los bancos sin límite preestablecido. Así, la tasa de interés de los pasas pasivos funciona como un piso para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco resulta un mal negocio colocarle fondos a

un tercero que pague por ellos menos que el BCRA. De forma similar la tasa de interés de los pases activos constituye un techo para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco no tiene sentido pagar por los fondos más que los que el Banco Central cobra por ellos. Estas ventanillas son facilidades permanentes, y funcionan como reguladores automáticos de la liquidez. En situaciones de abundancia de liquidez los bancos pueden usar esta facilidad permanente para colocar en el BCRA los excesos de liquidez. Cuando la liquidez es escasa, los bancos disponen de una facilidad permanente en el BCRA para proveerse de liquidez.

En el primer trimestre de 2017 varios factores específicos inyectaron liquidez al sistema (ver sección 2. Contexto internacional), la cual fue automáticamente absorbida por la ventanilla de recepción de liquidez del BCRA. Entre enero y febrero el BCRA tomó \$98 mil millones de pesos⁴⁸ (a una tasa de 24% anual en el pase de 7 días y a una tasa de 22,75% anual a 1 día. A partir del 2 de marzo de 2017 la autoridad monetaria fue retirando liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Como resultado de estas operaciones de absorción de liquidez vía LEBAC, el rendimiento de las mismas fue subiendo y los bancos trasladaron el exceso de liquidez de los pases pasivos del BCRA a LEBAC. Así, luego de alcanzar a fines de marzo los \$185 mil millones, el stock de pases pasivos a 7 días del BCRA comenzó a registrar una trayectoria descendente (ver Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1 | Saldo de pases pasivos del BCRA a 7 días de plazo



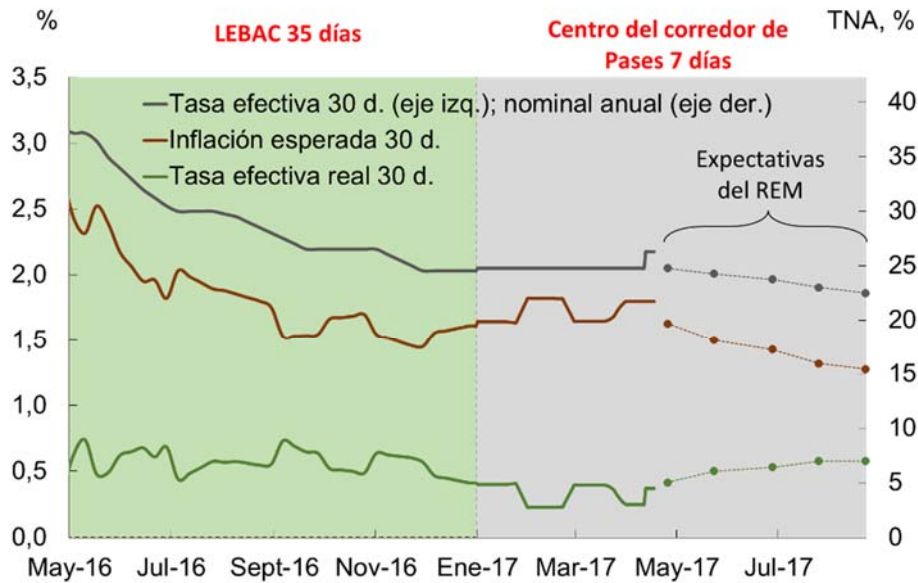
Bajo este nuevo esquema operacional, en cada reunión de política monetaria el Banco Central determina el nivel adecuado de su tasa de interés de referencia, que es el centro del corredor de pases. Para determinar el nivel adecuado, el Consejo de Política Monetaria evalúa la trayectoria de la inflación esperada y fija la tasa de política monetaria en un nivel que resulte en una tasa de interés real esperada lo suficientemente positiva para reducir la tasa de inflación de acuerdo a la trayectoria de las metas anunciadas.

Durante 2016, en un contexto de expectativas de inflación decrecientes, para mantener el carácter contractivo de su política monetaria el BCRA recortó gradualmente su tasa de interés nominal de política, hasta un nivel de 24,75% a partir de noviembre de 2016. A principios de 2017, el cambio en el instrumento no implicó un cambio en el nivel de la tasa de política, que el BCRA mantuvo invariante en 24,75% hasta el 11 de abril de 2017 (ver Gráfico 5.2).

⁴⁸ Diferencia entre el promedio mensual de saldos de pases pasivos de febrero de 2017 con el promedio mensual de los mismos en diciembre de 2016.

Finalmente, luego de nueve meses en los que la inflación núcleo del IPC-GBA fluctuó entre 1,3% y 1,9% mensual y ante señales de que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria (ver sección 4. Precios), el 11 de abril el Banco Central dispuso aumentar la tasa de política monetaria en 150 puntos básicos, a 26,25%. Así, el BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación de 12% a 17% en 2017.

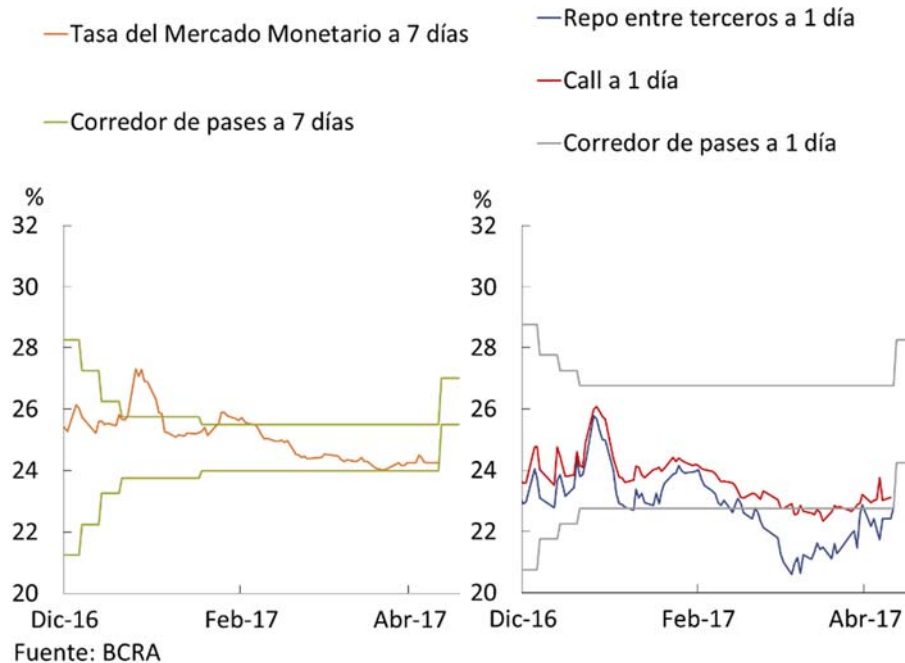
Gráfico 5.2 | Tasa de interés de política nominal y real



Fuente: BCRA. Nota: tasa real estimada con expectativas de inflación del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) y la tasa de interés de política vigente para el período.

5.2 Las condiciones de liquidez durante el primer trimestre

Durante el primer trimestre una serie de factores específicos elevaron transitoriamente las condiciones de liquidez y propiciaron que, a pesar de haber mantenido inalterada su tasa de interés de política, algunas tasas de interés del mercado registran descensos, lo que hizo que las condiciones monetarias se volvieran algo más laxas. Las tasas de interés del mercado monetario se ubicaron cerca del piso del corredor de pases, e incluso por motivos técnicos de mercado, debajo del corredor de pases del BCRA (ver Gráfico 5.3). La fuerte demanda en algunos títulos que se emplean como subyacente en estas operaciones motivó la realización de algunas operaciones a tasas de interés por debajo del piso del corredor, generando que estas no reflejen exactamente el costo del dinero.

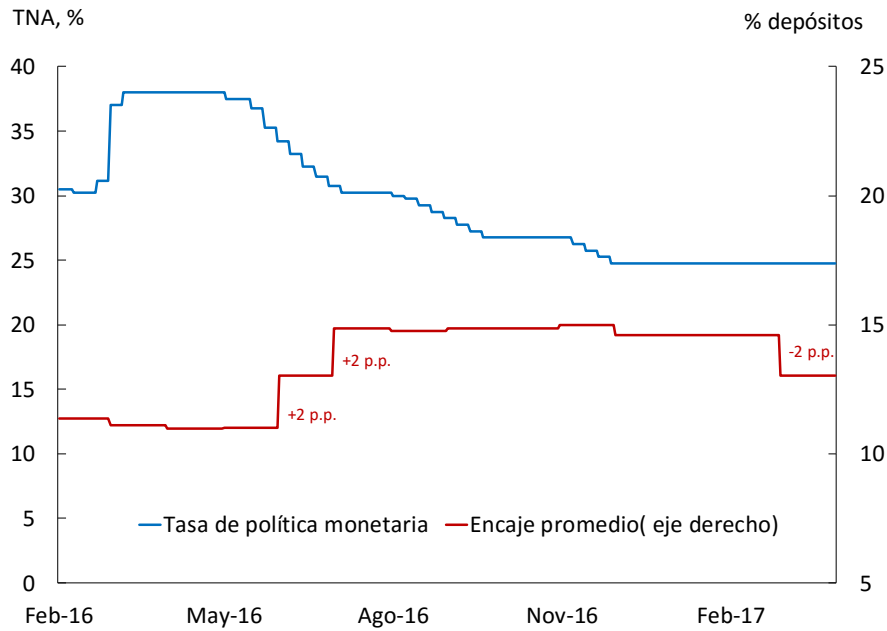
Gráfico 5.3 | Corredor de pases del BCRA y tasas del mercado monetario

Los factores que inyectaron liquidez en el primer trimestre fueron: 1) el manejo de los bancos de su posición trimestral de encajes, 2) la baja de coeficientes de encaje, 3) las compras de divisas por parte del BCRA, 4) el financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional, 5) los cambios en la gestión del efectivo de los bancos.

En primer lugar, la regulación de los encajes le brinda a los bancos mayor flexibilidad para su cumplimiento entre diciembre y febrero. Los bancos deben cumplir sus requisitos de encaje mediante el depósito en el Banco Central de una proporción de sus depósitos. Este requisito, que en general debe verificarse en términos del saldo promedio mensual, durante el período diciembre-febrero se computa en promedio trimestral. Esto les permitió a los bancos, que habían registrado saldos en exceso durante diciembre de 2016, reducir sus saldos en enero y febrero, lo que implicó una liberación de recursos por aproximadamente \$3 mil millones en los dos primeros meses de 2017.

En segundo lugar, el BCRA dispuso en marzo una baja de coeficientes de encaje de 2% de los depósitos, que revirtió parcialmente las dos subas que se habían dispuesto a mediados de 2016 de 2% en cada caso. El propósito de la suba era compartir con los bancos el esfuerzo de esterilización y de suba de tasas de interés que el banco central debía afrontar por su política antiinflacionaria. Análogamente, en la medida que la economía comenzó a transitar su proceso desinflacionario y se fueron reduciendo gradualmente las tasas nominales de interés, la reciente baja de coeficientes permitió reducir esta carga (ver Gráfico 5.4). La baja de encajes de marzo implicó una liberación de recursos por alrededor de \$30 mil millones en marzo.

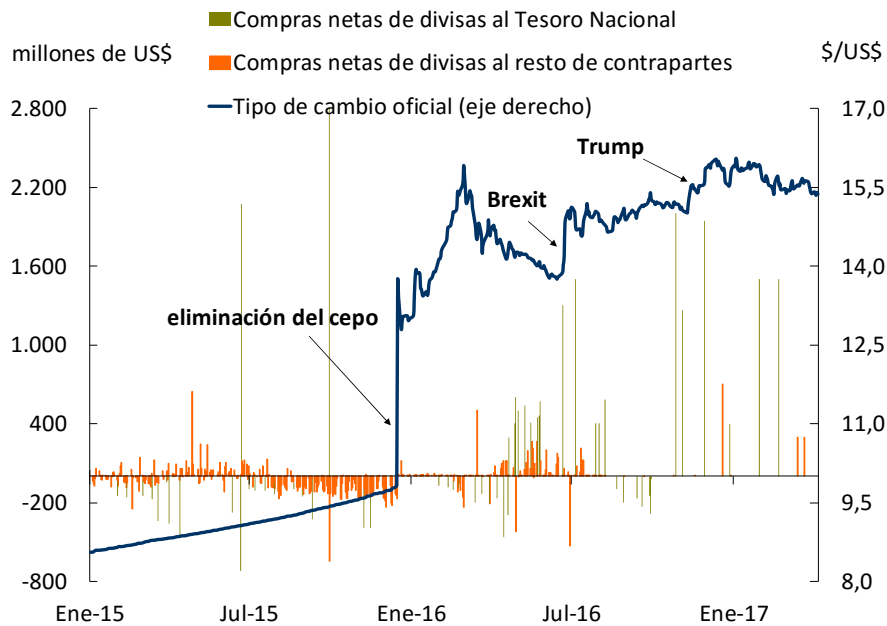
Gráfico 5.4 | Exigencia de encaje y tasa de interés de política monetaria



Fuente: BCRA

En tercer lugar, durante marzo el BCRA volvió a realizar compras de divisas en el mercado cambiario. Junto con la decisión de adoptar un régimen de metas de inflación, el BCRA migró desde diciembre del 2015 hacia un régimen de tipo de cambio flexible, lo que le permite a la economía asimilar más naturalmente los shocks externos. No obstante, el BCRA se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para fortalecer su hoja de balance. Para dichas intervenciones esporádicas, las operaciones se pactan al precio de mercado. Durante el primer trimestre se efectuaron compras por US\$3.600 millones (ver Gráfico 5.5), las que implicaron una inyección de liquidez en el mercado de \$63 mil millones adicionales.

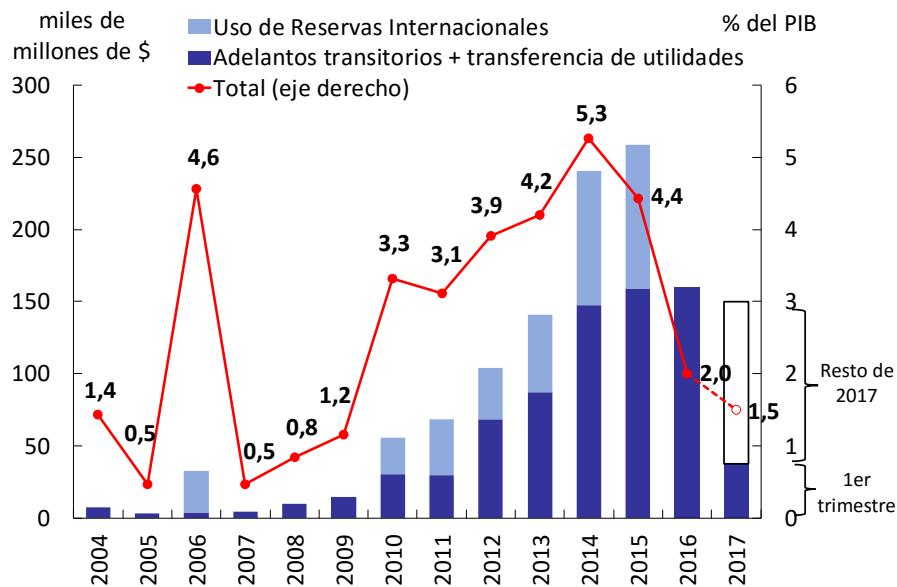
Gráfico 5.5 | Tipo de cambio y operaciones del BCRA en el mercado cambiario



Fuente: BCRA

En cuarto lugar, el Banco Central continuó realizando transferencias de recursos al Tesoro Nacional, dentro de los límites prestablecidos. Para eliminar la posibilidad de dominancia fiscal, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda habían acordado establecer un tope de \$150 mil millones a las transferencias de recursos al Tesoro Nacional para 2017. Los años previos, las transferencias anuales de recursos del BCRA al Tesoro (mediante el otorgamiento neto de adelantos transitorios, la transferencia de utilidades y el uso de reservas internacionales) habían mostrado una tendencia creciente, pasando de representar 0,5% del PIB en 2007 hasta un 4,4% del PIB en 2015 (casi \$260 mil millones). En cambio, la transferencia de recursos transferidos en 2016 resultó cerca de \$100 mil millones menor, 2,4 p.p. menos en términos del PIB. Para el año 2017 el límite acordado resulta \$10 mil millones menor en términos nominales, e implica una caída de 0,5 p.p. en términos del PIB (ver Gráfico 5.6). Durante el primer trimestre se llevan transferidos \$37,5 mil millones de los \$150 mil millones previstos.

Gráfico 5.6 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional y uso de reservas

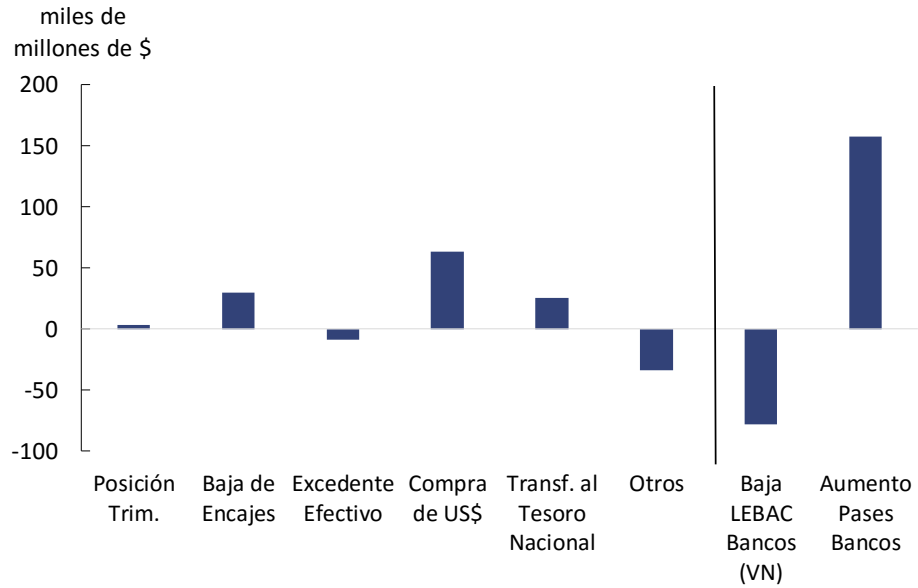


Fuente: BCRA en base a INDEC y Secretaría de Hacienda.

Por último, el BCRA modificó algunas cuestiones operativas relacionadas con el uso del efectivo, lo que generó que los bancos mantuvieran mayores saldos en efectivo que lo habitual. El cambio consistió en que el Banco Central temporarily dejó de tomarle los billetes en buen estado a los bancos, y desarrolló un mercado para fomentar el intercambio bilateral de efectivo entre los bancos. Al no poder descargar en el Banco Central sus tenencias excedentes de billetes, los bancos registraron un aumento excepcional del efectivo en sus tesoros. Posteriormente, el Banco Central comenzó a agilizar el proceso de destrucción de billetes, lo que permitió revertir parcialmente la acumulación de inventarios previa. Esto le insumió recursos líquidos a los bancos por aproximadamente \$9 mil millones en marzo.

Todos estos factores generaron en el trimestre un efecto monetario expansivo que, en un sistema de dinero endógeno, fue absorbido automáticamente. Dado que el Banco Central estaba poniendo en marcha su nuevo instrumento de política, permitió que dichos recursos se canalizaran principalmente hacia pasivos pasivos, para contribuir al desarrollo de su nuevo instrumento (ver Gráfico 5.7).

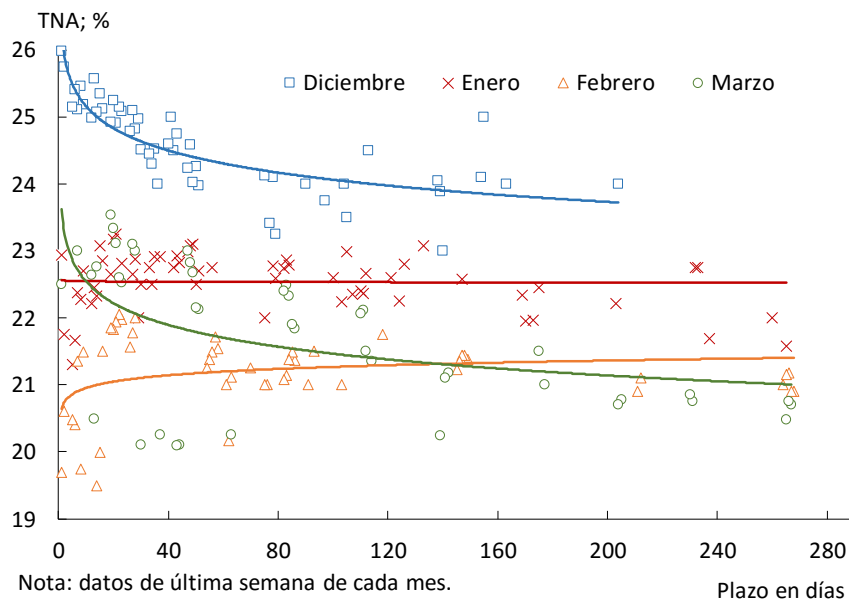
Gráfico 5.7 | Factores de liquidez del primer trimestre



Nota: Variación promedio de Marzo 17 vs. Diciembre 16. Signo positivo (negativo) efectos que incrementaron (redujeron) la liquidez.
Fuente: BCRA

A su vez, desde principios de 2017, al dejar de usar una tasa de LEBAC y adoptar como instrumento las tasas de interés de países, se dejó de realizar operaciones en el mercado secundario de LEBAC, lo que permitió que el mercado pueda expresar con mayor libertad la forma de la curva de rendimientos (ver Gráfico 5.8).

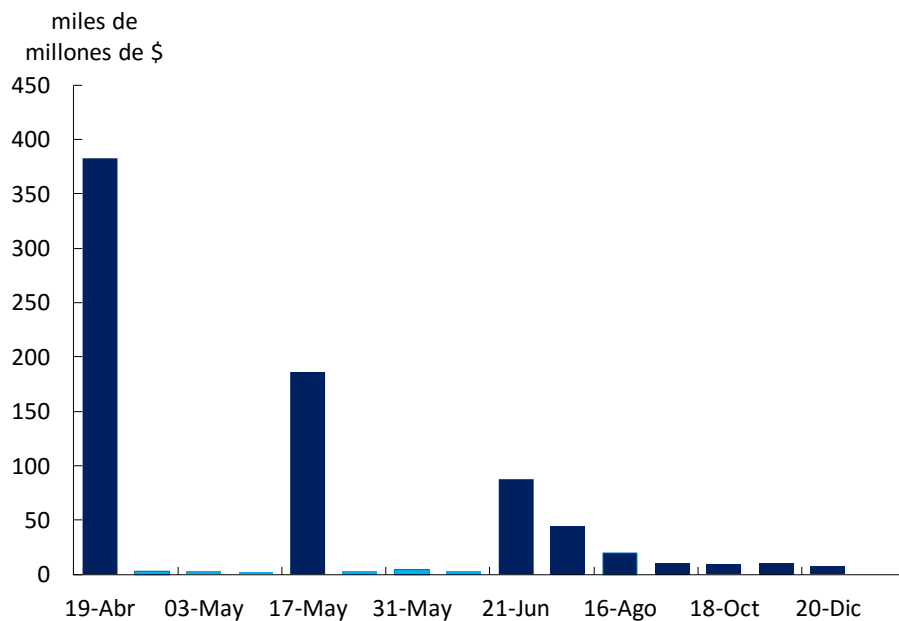
Gráfico 5.8 | Curvas de rendimientos de las LEBAC en el mercado secundario



Nota: datos de última semana de cada mes.
Fuente: BCRA

No obstante, siguió realizando licitaciones de LEBAC como parte de la administración de sus pasivos y de gestión de las condiciones de liquidez del mercado. Las licitaciones de LEBAC pasaron a tener una frecuencia mensual y las especies licitadas pasaron a tener un único vencimiento mensual, el tercer miércoles de cada mes (ver Gráfico 5.9). Esto contribuyó a brindarle mayor liquidez a cada una de estas especies, que pasarán de los 36 plazos distintos actualmente en circulación a tan sólo 9.

Gráfico 5.9 | Perfil de vencimientos de las LEBAC



Fuente: BCRA

5.3 El rol macro-prudencial de la hoja de balance del Banco Central

Las reservas internacionales del Banco Central cumplen un rol macro-prudencial ya que permiten asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del mercado de cambios en momentos turbulentos, y proveen un colchón de financiamiento para enfrentar posibles cierres en el acceso al mercado internacional de capitales. Es por ello que el acervo de reservas del Banco Central es un elemento importante en la evaluación del riesgo crediticio de los países.

Durante el año 2016 el BCRA acumuló una importante cantidad de reservas internacionales, las cuales al 31/12/2016 ascendieron a US\$ 38.772 millones. El escaso nivel de reservas internacionales en diciembre de 2015 y los cuantiosos ingresos de capitales que siguieron la salida del default del gobierno argentino en abril de 2016 proveyeron un contexto apropiado para lograr este objetivo.

El Cuadro 5.1 muestra los flujos de capitales durante 2016. El BCRA durante este período absorbió US\$ 13.725 millones de dólares estadounidenses de los US\$ 29.131 millones netos que entraron al país, mientras que US\$ 15.024 millones se destinaron a financiar el déficit de cuenta corriente. El cuadro revela que la principal fuente de ingresos de capitales fue el endeudamiento neto del sector público no financiero (tanto a nivel nacional como subnacional). En menor medida, contribuyeron en igual sentido, los flujos de inversión extranjera directa y la venta a no residentes de instrumentos financieros locales, en un contexto de mayores colocaciones de deuda privada en los mercados internacionales.

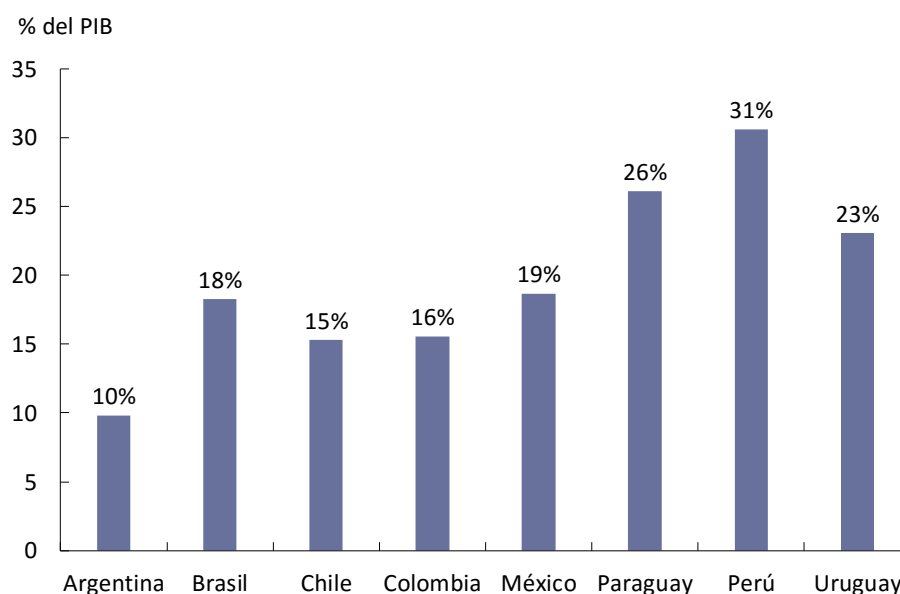
Cuadro 5.1 | Principales resultados de la balanza de pagos

Rubros	2015	2016	Var. 2016 / 2015
Cuenta Corriente	-16.806	-15.024	1.782
Cuenta Capital y Financiera	13.203	29.131	15.929
Cta. cap. fin., acum. trim. (% del PIB)	2	5	3
Cuenta Capital y Financiera	51	237	186
Cuenta Financiera	13.152	28.894	15.743
Sector Bancario	9.025	-4.153	-13.177
BCRA	7.580	-607	-8.187
Otras entidades financieras	1.445	-3.546	-4.991
Sector Público no Financiero	-2.855	28.320	31.175
Sector Privado no Financiero	6.981	4.727	-2.255
Errores y Omisiones	-1.330	-382	948
Variación de Reservas Internacionales	-4.933	13.725	18.658

Fuente: INDEC

A pesar que las reservas internacionales del BCRA están en un nivel record para el país, son relativamente bajas en comparación con otros países de la región (ver Gráfico 5.10), por lo que se considera que aún hay espacio para seguir acumulando.

Gráfico 5.10 | Reservas internacionales

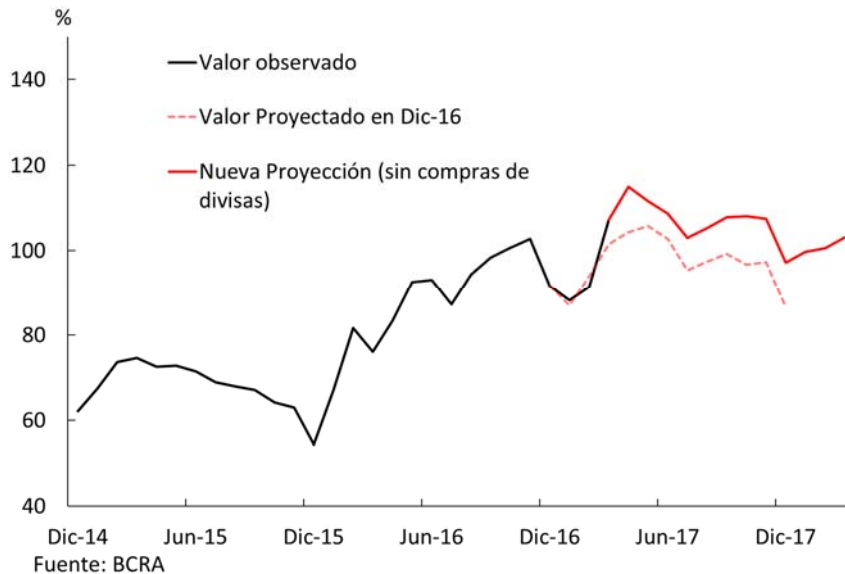


*Reservas internacionales a fines de 2016.

Fuente: IMF Special Data Dissemination Standard e institutos estadísticos nacionales.

Dado que el aumento proyectado de la demanda de dinero para 2017 excede los \$150 mil millones que la autoridad monetaria acordó en transferirle al tesoro nacional durante 2017 en concepto de adelantos transitorios y de utilidades, hay un margen adicional para abastecer este aumento de la demanda de dinero mediante la compra de divisas, lo que permitirá seguir acumulando reservas internacionales. Las compras de divisas que excedan el aumento de la demanda de dinero será automáticamente absorbida por aumentos en los pasivos no monetarios del BCRA (ver Gráfico 5.11).

Gráfico 5.11 | LEBAC y pasivos pasivos del BCRA sobre base monetaria



Durante 2016 se habían realizado compras de divisas por el equivalente a \$230 mil millones. Si se deducen del saldo de LEBAC y pasivos de fin de aquel año dicho monto, el saldo de pasivos monetarios hubiera pasado de representar 6,3% del PIB en 2015 a 5,9% del PIB en 2016, lo cual ilustra la mejora en la calidad de su balance (ver Cuadro 5.2).

Cuadro 5.2 | Pasivos no monetarios del BCRA y compras de divisas

	En millones de \$	En % del PIB
LEBAC y pasivos netos a fin de 2016 (1)	705.442	8,8%
Reservas compradas (2)	228.362	2,8%
LEBAC y pasivos netos de las reservas adquiridas 2016 (1-2)	477.080	5,9%
LEBAC y pasivos netos a fin de 2015 (3)	371.501	6,3%

Fuente: BCRA

Muchos países con regímenes de metas de inflación aprovechan períodos de abundancia de capitales para acumular reservas internacionales (ver Apartado 3 / Fortalecimiento de la hoja de balance del banco central: la experiencia de otras economías emergentes). Estas operaciones proveen un seguro ya que en períodos de tensiones financieras, la moneda local típicamente se deprecia en relación a la moneda de reserva generando una ganancia de capital para la autoridad monetaria. Esto le permite tener más capacidad para asegurar el buen funcionamiento de los mercados en momentos turbulentos. El costo de este “seguro” es la diferencia entre la tasa de interés que paga el BCRA por los pasivos no monetarios que emite para comprar

reservas y el retorno en pesos de las mismas. En promedio esto debería ser cero ya que el arbitraje entre monedas lleva a la tasa de interés en pesos que paga el banco central a equipararse con el retorno esperado de las reservas.

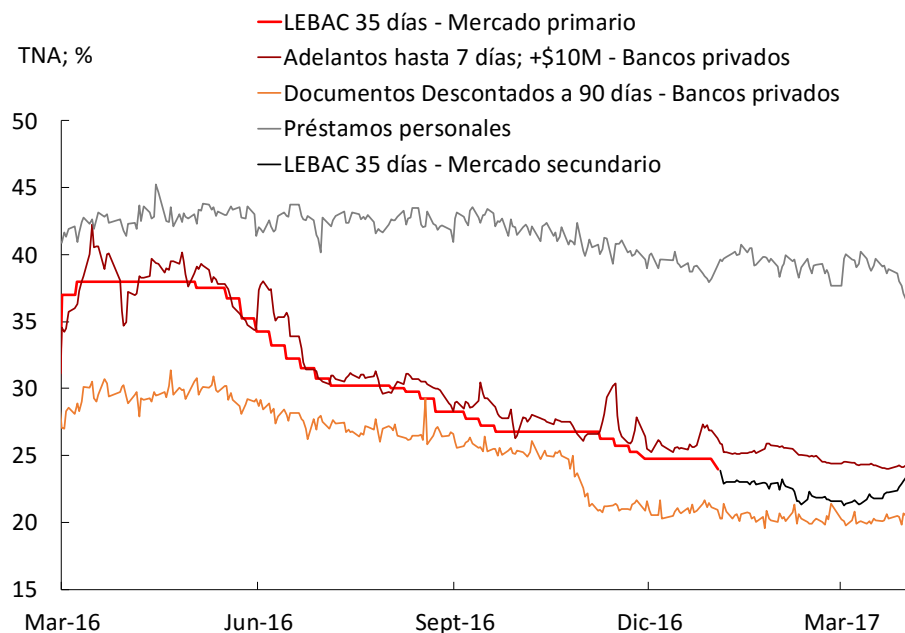
Es importante que cuando la autoridad monetaria adquiere reservas, en un régimen de metas de inflación, lo haga al tipo de cambio de mercado. Si no lo hiciera, podría incurrir en un déficit cuasi fiscal significativo o no cumplir con su meta inflacionaria. Esto se deriva del hecho que el tipo de cambio real no está bajo control de la autoridad monetaria, y que si el retorno esperado entre inversiones en pesos y en moneda extranjera no se igualara, los inversores aprovecharían las oportunidades de arbitraje que se presentaran. Bajo un esquema de metas de inflación la autoridad monetaria elige la tasa de interés con el objetivo de cumplir con esta meta. La meta de inflación implica una trayectoria del nivel de precios, e implícitamente define una trayectoria para el tipo de cambio nominal, que depende del valor que tomen otras variables, como los términos del intercambio, la productividad, o el gasto público. Con el tipo de cambio futuro dado por el tipo de cambio real y por el nivel de precios determinado por la meta de inflación, y con la tasa de interés fijada por la autoridad monetaria, si el banco central comprara reservas tratando de depreciar la moneda, pagando por las divisas un precio superior al de mercado, incurriría en una pérdida por la operación de esterilización. Y si se quisiera evitar esta pérdida, sería necesaria una depreciación de la moneda inconsistente con la meta de inflación.

5.4 La transmisión al resto de las tasas de interés del mercado

Al fijar su tasa de interés de política, el BCRA busca influir sobre las tasas de interés de los otros plazos y en las de todos los instrumentos financieros del mercado. Las condiciones de liquidez del primer trimestre hicieron que la tasa de pasés entre terceros se ubicara cerca del piso del corredor de pasés del BCRA y que las tasas de las LEBAC en el mercado secundario registraran descensos.

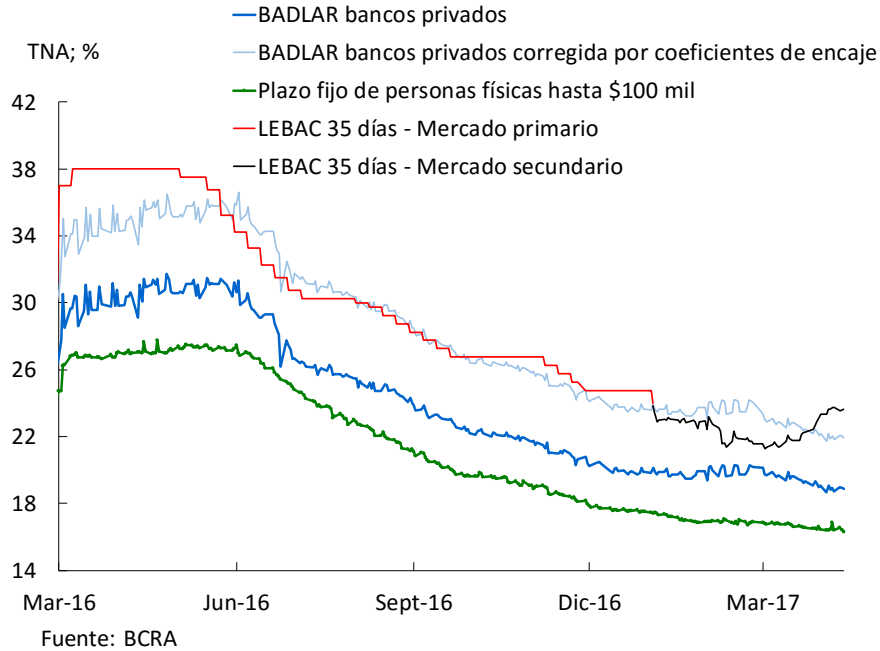
Durante el primer trimestre de 2017, las tasas de interés de los depósitos registraron bajas de 0,3 p.p. en el caso de la BADLAR de bancos privados y de 0,5 p.p. en caso de las colocaciones minoristas (ver Gráfico 5.12). En el caso de las tasas activas, el traslado fue más heterogéneo, con una baja en el trimestre de apenas 0,2 p.p. en el caso de los documentos descontados, y de 1,7 p.p. en el caso de los préstamos personales minoristas (ver Gráfico 5.13).

Gráfico 5.12 | Tasa de LEBAC y tasas activas de los bancos



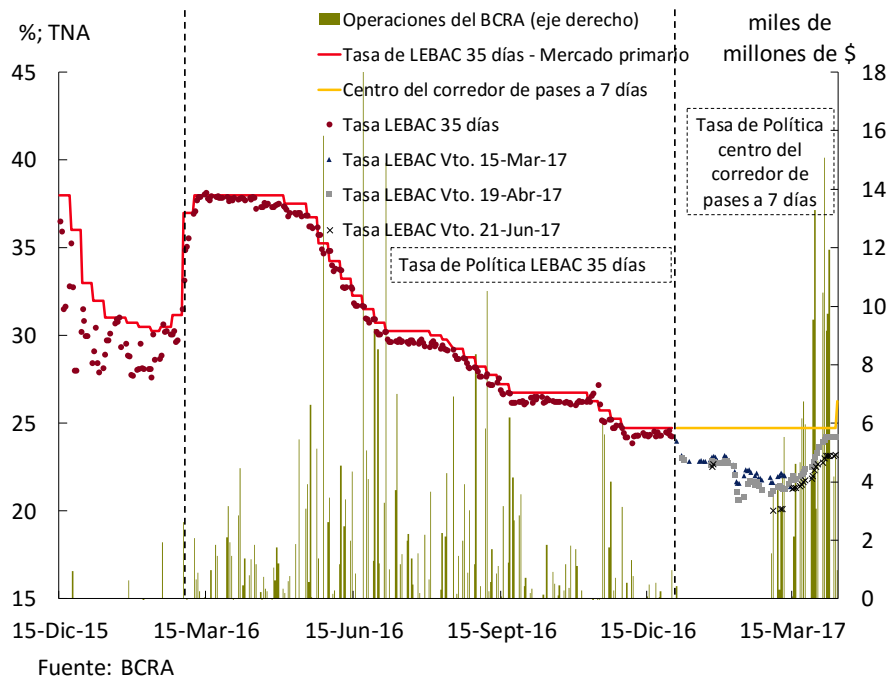
Fuente: BCRA

Gráfico 5.13 | Tasa de LEBAC y tasas pasivas de los bancos



Considerando la caída en algunas tasas de interés, cuando a principios de marzo el BCRA percibió que el proceso de desinflación comenzó a ubicarse ligeramente por encima del sendero previsto, empezó a intervenir en el mercado secundario de LEBAC para retirar la liquidez excedente que se había volcado hacia operaciones de pases pasivos con el BCRA y fortalecer la transmisión de su tasas de interés de política al resto de las tasas de interés del mercado, de modo de asegurar que el proceso de desinflación converja hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017. De este modo, las tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario recuperaron 2 p.p. (ver Gráfico 5.14).

Gráfico 5.14 | Operaciones del BCRA en el Mercado Secundario de LEBAC



Apartado 2 / Las reservas internacionales del BCRA y su administración

Objetivos en la administración de las reservas internacionales por parte de los bancos centrales

Las reservas internacionales representan el seguro de liquidez internacional que tiene cada economía para absorber o suavizar los shocks en su balanza de pagos, respaldando así la confianza en la política monetaria y cambiaria, y dando certeza que el país puede hacer frente a sus obligaciones externas, reduciendo así la probabilidad de una crisis⁴⁹.

Los bancos centrales administran sus reservas en función de los objetivos por los cuales mantienen las mismas. La seguridad, la liquidez, y el rendimiento de las inversiones realizadas son los tres pilares fundamentales que definen los lineamientos de inversión de todo banco central. Éstos se interrelacionan de la siguiente manera: siendo fondos públicos, los bancos centrales se aseguran, en primer lugar, que las inversiones que hacen de sus reservas internacionales sean prudentes y seguras. En segundo lugar, como la necesidad de reservas puede surgir de manera repentina, la liquidez de las inversiones realizadas resulta muy importante. Por último, dado el tamaño de las carteras administradas, su rendimiento no puede ser descuidado⁵⁰. En efecto, el rendimiento de la cartera administrada es uno de los factores determinantes de la tasa de crecimiento a largo plazo de los recursos que va a tener disponible cada economía. Del mismo modo, también es importante la correlación que puede tener la cartera administrada con los escenarios en los cuales es más probable que sean utilizados estos recursos para absorber o suavizar los shocks en la balanza de pagos.

En base a estos lineamientos, todos los bancos centrales administran sus reservas internacionales procurando encontrar el balance óptimo entre seguridad, liquidez y rendimiento de su cartera.

Las reservas internacionales del BCRA

El BCRA puede mantener una parte de sus activos externos en depósitos u otras operaciones a interés, en instituciones bancarias del exterior o en papeles de reconocida solvencia y liquidez pagaderos en oro o en moneda extranjera (Carta Orgánica, artículo 33). Estas previsiones se complementan con la prohibición de colocar sus disponibilidades en moneda nacional o extranjera en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez (Carta Orgánica, artículo 19 inciso h) y la prohibición de comprar acciones, salvo aquellas emitidas por organismos internacionales (Carta Orgánica, artículo 19 inciso f). En forma concordante con lo anterior, el artículo 6 de la Ley N° 23928 contempla que las reservas pueden invertirse en depósitos u otras operaciones a interés, o en títulos públicos pagaderos en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses u otras divisas de similar solvencia, computándose a valores de mercado.

En base al marco normativo vigente y las pautas internacionales que establecen los requisitos que deben cumplir los “activos de reserva”⁵¹, el Directorio del BCRA establece y revisa periódicamente los principales lineamientos para la inversión de las reservas internacionales.

Las reservas internacionales del BCRA pueden invertirse actualmente en los países miembros del GAFI (Grupo de Acción Financiera Internacional) que cuentan con la calidad de crédito más alta. Del mismo modo, pueden invertirse en activos que sean pagaderos en oro, en Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, y/o en 14 divisas, entre las cuales se encuentran las que componen la canasta del DEG (dólares esta-

⁴⁹ Las principales referencias se pueden encontrar en Nugée, J. (2000) “Central Bank Reserves Management”, en “Sovereign Assets and Liabilities Management”, Capítulo 9; Borio C., J. Ebbesen, G. Galati, and A. Heath (2008) “FX Reserve Management: Elements of a Framework”, BIS Papers, N°38; y Fondo Monetario Internacional (2004) “Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”.

⁵⁰ Nugée, J. (2000) “Central Bank Reserves Management”, en “Sovereign Assets and Liabilities Management”, Capítulo 9.

⁵¹ Fondo Monetario Internacional (2009) “Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional”, Sexta Edición (MBP6), Capítulo 6F *Reservas*.

dounidenses, euros, libras esterlinas, yenes, y renminbis) y otras 9 monedas que figuran entre las más representativas a nivel mundial en términos de su volumen transado diariamente y su participación en los pagos internacionales (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 Divisas elegibles para las reservas del BCRA

	Divisa	Cód. Moneda
1	 Dólar estadounidense	USD
2	 Euro	EUR
3	 Renminbi	CNY
4	 Yen japonés	JPY
5	 Libra esterlina	GBP
6	 Franco suizo	CHF
7	 Dólar canadiense	CAD
8	 Dólar australiano	AUD
9	 Dólar neozelandés	NZD
10	 Dólar de Hong Kong	HKD
11	 Dólar de Singapur	SGD
12	 Won coreano	KRW
13	 Corona noruega	NOK
14	 Corona sueca	SEK

El dólar estadounidense representa la principal exposición en las reservas internacionales del BCRA y, si bien se permite la exposición en monedas diferentes al dólar, se limita el descalce que puede tener el BCRA entre sus activos y pasivos en moneda extranjera.

El BCRA puede invertir sus reservas internacionales en los mismos tipos de activo que generalmente utilizan los demás bancos centrales⁵², los cuales se focalizan principalmente en instrumentos de renta fija, como los títulos emitidos por los gobiernos, las agencias, las entidades supranacionales, los bancos, etc. También puede utilizar instrumentos derivados para administrar el riesgo en moneda y el riesgo de tasa de interés de cada portafolio.

Los cambios más recientes

A partir de los cambios producidos en el escenario de riesgos para este Banco Central a fines de abril de 2016⁵³, el BCRA inició una gradual normalización en la inversión de sus reservas internacionales, la cual tuvo entre sus primeros objetivos la ampliación de la cantidad de contrapartes a los fines de mejorar la competencia entre entidades y los precios de las inversiones realizadas.

Para ello, el BCRA seleccionó a aquellos bancos pertenecientes a países elegibles para la inversión de sus reservas que no solamente cuentan con la calidad de crédito más alta, sino que además han sido designados como “sistémicamente importantes” y que, por ende, cuentan con exigencias adicionales de capital.

La calidad de crédito de cada banco es controlada mediante tres indicadores diferentes, donde la calificación internacional de crédito se complementa con la cotización de mercado del riesgo de crédito y, adicionalmente, con la calificación que surge de un modelo estructural basado en los ratios financieros y en la hoja de balance

⁵² Carver (2016) “HSBC Reserve Management Trends 2016”, Central Banking Publications, pp.27.

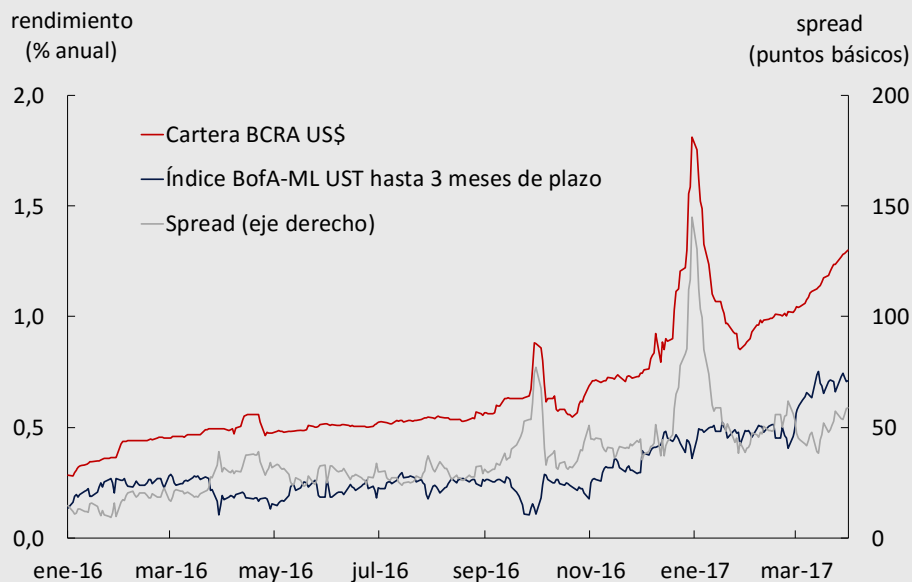
⁵³ El 28 de abril de 2016 la Corte Suprema de Estados Unidos certificó el desistimiento voluntario planteado por las partes, quedando firme el fallo del año 2015, en el cual la Cámara de Apelaciones había dictaminado que el BCRA no era el “alter ego” de la República y, por ende, no era responsable por las deudas de la misma. De este modo, el BCRA puso fin a casi once años de litigar ante tribunales de diversas instancias en los Estados Unidos.

de cada banco. De este modo, el BCRA cuenta con un seguimiento más cercano del riesgo de crédito de cada banco, sin depender exclusivamente de un solo criterio en particular, como tradicionalmente se dependía en el pasado de las calificaciones de las agencias de crédito internacional.

El BCRA puede operar actualmente con más de 30 contrapartes para la inversión de sus reservas, a comparación de un número muy limitado de contrapartes que tenía previamente y que se limitaban a entidades de carácter oficial y/o supranacional.

El BCRA comenzó a actuar más activamente en la implementación de las distintas estrategias disponibles para la optimización de la inversión de su cartera, sobre todo recomponiendo el nivel de sus reservas internacionales, que crecieron hasta alcanzar los US\$52 mil millones hacia fines del 1er. trimestre de 2017, llegando así a niveles similares a los máximos que habían registrado a mediados del año 2011, previo al inicio de las fuertes regulaciones en el mercado de cambios.

Gráfico 1 | Rendimiento de la Cartera del BCRA vs. curva de bonos del Tesoro de los Estados Unidos hasta 3 meses de plazo



Fuente: BCRA y Bloomberg

El proceso iniciado por el BCRA no solamente permitió mejorar la competencia y la eficiencia de las operaciones realizadas, sino que permitió obtener también una creciente mejora en el rendimiento de su cartera. El rendimiento de la cartera de liquidez en dólares estadounidenses, la moneda más importante dentro de la cartera del BCRA, creció de un 0,3% anual a inicios de 2016, a un 1,3% a fines del primer trimestre de 2017, multiplicando cuatro veces su rendimiento anterior. Si bien una parte de este incremento se explica por el aumento de las tasas en dólares estadounidenses, la mejora observada en la cartera del BCRA se puede observar a partir del diferencial de rendimiento con respecto a otros índices de mercado de plazo similar. A inicios de 2016 la cartera en dólares a corto plazo del BCRA rendía +15 puntos básicos por encima de la curva de bonos del Tesoro de Estados Unidos hasta 3 meses de plazo, mientras que a fines del primer trimestre del corriente año su diferencial de rendimiento con respecto a este índice había crecido hasta los +60 puntos básicos.

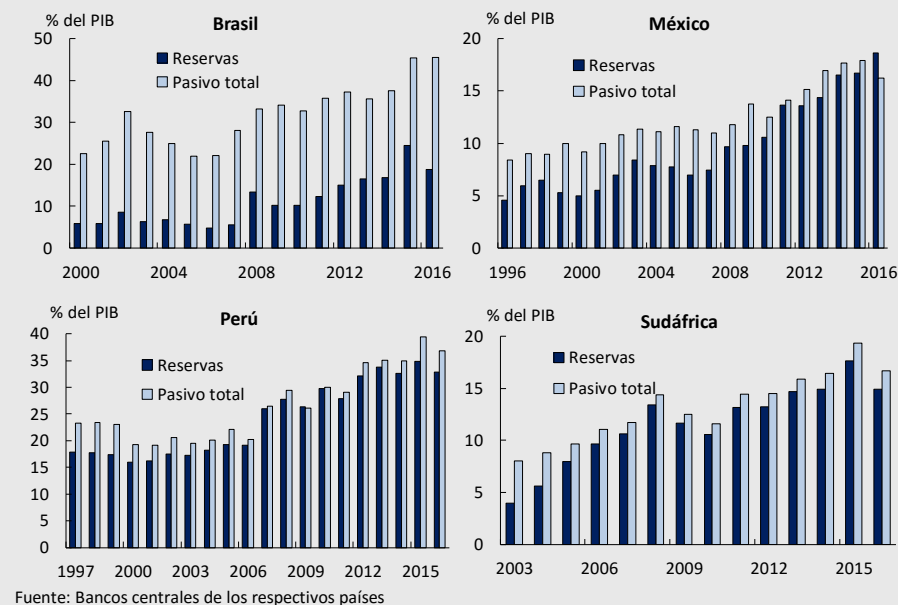
El BCRA continuará en los próximos meses avanzando con la normalización de sus procesos de inversión y los cambios que se requieran para optimizar la inversión de sus reservas internacionales.

Apartado 3 / Fortalecimiento de la hoja de balance del banco central: la experiencia de otras economías emergentes

A lo largo de la última década, los bancos centrales de varios países emergentes con regímenes de metas de inflación han aprovechado el contexto de abundantes ingresos de capitales para acumular reservas internacionales, y así fortalecer el activo de sus hojas de balance. El incremento de este stock de activos externos acota la vulnerabilidad de la economía doméstica ante eventuales vaivenes en los mercados internacionales, ya que actúa como una suerte de seguro de liquidez frente a posibles turbulencias y garantiza el funcionamiento estable del mercado local de cambios.

El elevado nivel de liquidez global vigente durante los últimos años y el intenso flujo de capitales hacia las economías emergentes, propició un contexto favorable para que varios bancos centrales de estos países decidieran aumentar sus reservas internacionales, financiando dichas operaciones con moneda local. Los bancos centrales de Brasil, México, Perú y Sudáfrica constituyen algunos ejemplos de entidades que adoptaron esta conducta con propósitos macro-prudenciales (ver Gráfico 1). México y Perú duplicaron sus reservas internacionales (medidas en términos de su PIB) durante los últimos diez años, mientras que Brasil y Sudáfrica triplicaron su stock en el mismo lapso.

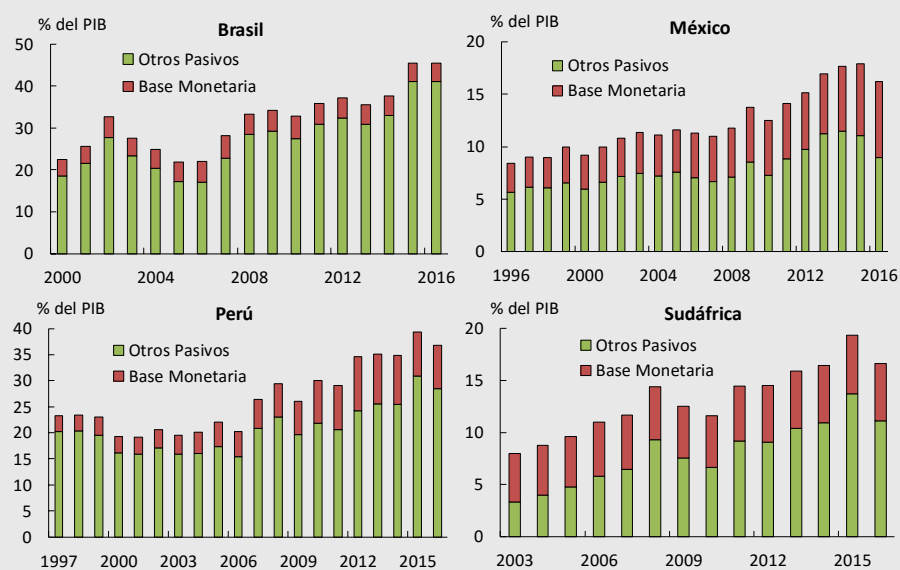
Gráfico 1 | Stock de reservas internacionales y pasivos totales de bancos centrales



Esta estrategia dio origen a un notorio crecimiento en el tamaño de las hojas de balance de estas instituciones, ya que la evolución de sus activos tuvo un correlato en la de sus respectivos pasivos. Dado que todos los casos mencionados se rigen por esquemas de metas de inflación, y utilizan la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria, el dinero emitido para la compra de reservas que no se vio acompañado por un aumento correspondiente en la demanda de dinero por parte del público fue absorbido por los bancos centrales mediante la emisión de pasivos no monetarios (los cuales, estableciendo una comparación con el caso argentino, serían títulos semejantes a los pases con entidades financieras y las LEBAC). Así, este mecanismo explicó el aumento en similar cuantía tanto de los activos como de los pasivos que se evidenció a partir del estudio de las hojas de balance de las autoridades monetarias citadas.

Al analizar su composición, la mayor parte del incremento en los pasivos resultante de la compra de reservas se explicó por el aumento en los pasivos no monetarios, mientras que la demanda de dinero del público creció a menor velocidad o se mantuvo relativamente estable a lo largo del tiempo en términos del PIB (ver Gráfico 2). Cabe destacar que este comportamiento de la demanda de dinero es esperable en contextos de cierta estabilidad en la tasa de inflación, como fue el caso en dichas economías⁵⁴.

Gráfico 2 | Base monetaria y otros pasivos de bancos centrales



Fuente: Bancos centrales de los respectivos países

⁵⁴ Esto constituye una diferencia potencial con el caso argentino, ya que en un marco de desinflación sería esperable que crezca la demanda de moneda local.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Bontes: Bonos en pesos nominales

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

CEMBI+AR: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus Argentina*

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CNV: Comisión Nacional de Valores

CONADU: Federación Nacional de Docentes Universitarios

Contrib.: Contribución

CSJN: Corte Suprema de Justicia de la Nación

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

DPEs: Direcciones de estadísticas provinciales

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMBI+AR: *Emerging Markets Bond Index Plus Argentina*

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

FAECyS: Federación Argentina de Empleados de Comercio y Servicios

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FEB: Federación de Educadores Bonaerenses

FEDCAM: Federación Nacional de Trabajadores Camioneros, Obreros y Empleados del Transporte Automotor de Cargas, logística y Servicios

FESTIQyPRA: Federación de Sindicatos de Trabajadores de Industrias Químicas y Petroquímicas de la República Argentina

FGB: Federación Gráfica Bonaerense

FGPICD: Federación Gremial del Personal de la Industria de la Carne y sus Derivados

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

FOB: *Free on Board* (operaciones de compraventa que se realiza por barco)

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

FTCIODyARA: Federación de Obreros Aceiteros y Desmotadores de la República Argentina

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice de Confianza del Consumidor elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

IGA-OJF: Índice General de Actividad de Orlando J. Ferreres

ILA: Índice Líder de la Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional

IPCBA: Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

IPC Córdoba: Índice de Precios al Consumidor de la Provincia de Córdoba

IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

IPC San Luis: Índice de Precios al Consumidor de la Provincia de San Luis

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo	SOESGYPE: Sindicato Obreros de Estaciones de Servicio, GNC, Garages, Playas de Estacionamiento y Lavaderos de Autos de Capital Federal y Provincia de Buenos Aires
LAC: Latin American Consensus Forecasts	SOIVA: Sindicato Obrero de la Industria del Vestido y Afines
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	STIA: Sindicato Trabajadores de Industrias de la Alimentación
LFPIF: Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera	SUTERH: Sindicato Único de Trabajadores de Edificios de Renta y Horizontal
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	tn.: Tonelada
MATBA: Mercado a Término de Buenos Aires	TN: Tesoro Nacional
Mens.: mensual	TNA: Tasa Nominal Anual
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	Trim.: Trimestral / Trimestre
mill.: Millones	UATRE: Unión Argentina de Trabajadores Rurales y Estibadores
Min.: Ministerio	UCI: Utilización de la capacidad instalada
MIP: Matriz insumo-producto	UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	UOM: Unión Obrera Metalúrgica
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	UOYEP: Unión Obreros y Empleados Plásticos
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	UPCN: Unión Personal civil de la Nación
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	USS: Dólares Americanos
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	UTA: Unión Tranviarios Automotores
NG: Nivel general	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	UTHGRA: Unión de Trabajadores del Turismo, Hoteleros y Gastronómicos de la República Argentina
OIT: Organización internacional del trabajo	UTICRA: Unión de Trabajadores de la Industria del Calzado de la República Argentina
OPEP: Países Exportadores de Petróleo	UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
p.b.: Puntos básicos	VA: Valor Agregado
p.p.: Puntos porcentuales	Var.: Variación
p: Proyectado	VAR: Modelo de Vectores Autorregresivos
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados	VBP: valor bruto de producción
PCP-BCRA: Predicción contemporánea del BCRA	Vol.: Volumen
PEA: Población Económicamente Activa	FMI WEO: <i>World Economic Outlook</i>
PIB: Producto Interno Bruto	YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima
PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>	
PP: Productos primarios	
Prom. móv.: Promedio móvil	
Prom.: Promedio	
PTF: productividad total de los factores	
R\$: <i>Real</i>	
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado	
REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Compra)	
ROE: Registros de Operaciones de Exportación	
Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado	
S.A: Sociedad Anónima	
s.e.: Serie sin estacionalidad	
Seg.: Seguridad	
SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino	
SMATA: Sindicato de Mecánicos y Afines del Transporte Automotor de la República Argentina	