

Informe de Política Monetaria

Enero de 2018



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Enero de 2018



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria
Enero de 2018**

ISSN 2525-071X
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero de 2018

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 que entró en vigencia 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, 22 de enero de 2018.

Contenido

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

Pág. 7 | 2. Contexto internacional

Pág. 16 | 3. Actividad económica

Pág. 32 | Apartado 1 / Impacto de las reformas estructurales en los sectores productivos

Pág. 34 | Apartado 2 / La brecha de producto: Un modelo multivariado pequeño

Pág. 37 | 4. Precios

Pág. 47 | Apartado 3 / ¿Cuánto aumenta el transporte público?

Pág. 48 | Apartado 4 / Traspaso de tipo de cambio a precios: evidencia internacional

Pág. 52 | 5. Política monetaria

Pág. 66 | Apartado 5 / La sostenibilidad de las LEBAC

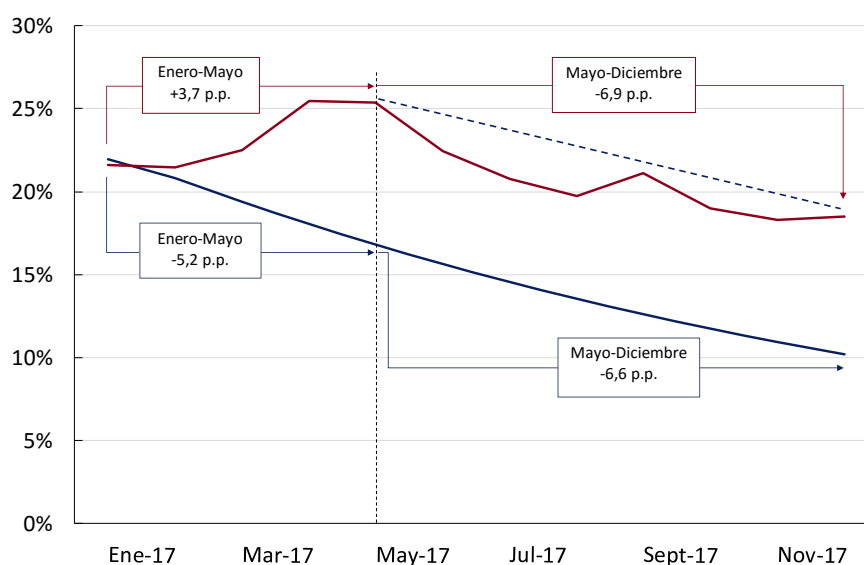
Pág. 69 | Glosario de abreviaturas y siglas

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

En 2017 la inflación bajó al tiempo que la economía consolidó su crecimiento. La inflación interanual cayó cerca de doce puntos porcentuales, mientras se actualizaron tarifas de servicios públicos y el tipo de cambio real se mantuvo estable. El crecimiento del producto interno bruto (PIB) apunta a una expansión del orden de 3% en 2017, con cinco trimestres creciendo a un ritmo de 4% anual y sin que se presenten indicios de desaceleración. La inversión lidera el ciclo, apoyada por el consumo, que se estima crece a un ritmo levemente superior al del PIB. El tipo de cambio real multilateral se mantuvo estable durante el año, ubicándose 23,4% por encima del valor final del “cepo” cambiario. Al mismo tiempo, el crédito siguió creciendo con fuerza. El crédito total en términos reales aumentó a una tasa de 24,6% interanual en diciembre de 2017, con el crédito hipotecario expandiéndose, también en términos reales, al 7,5% mensual en los últimos dos meses del año, y acumulando un crecimiento de 70,9% en 2017.

La desinflación no fue tan rápida como la deseada por el BCRA. El primer factor que explica el desvío con respecto a la meta es una política monetaria que fue relajada entre octubre de 2016 y marzo de 2017, como respuesta a la menor inflación observada en la segunda mitad de 2016. Esta política resultó, expost, ser menos contractiva de lo requerido. El segundo factor fue un aumento de precios regulados por encima de lo estimado por el BCRA, con una incidencia directa de más de dos puntos porcentuales en la inflación anual. Finalmente, si bien los contratos nominales de mediano plazo en 2017 tuvieron en cuenta en mayor medida la expectativa de inflación futura, hubo cierta persistencia de la inflación pasada, por ejemplo, en los contratos laborales.

Gráfico 1.1 | Velocidad de la desinflación
(inflación núcleo; prom. mov. 3 meses anualizado)



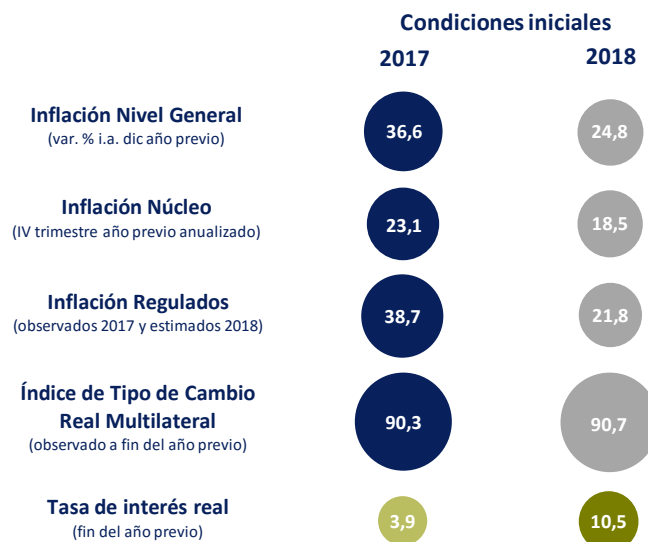
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La política monetaria incrementó significativamente su sesgo contractivo a partir del segundo trimestre, a través tanto de subas de la tasa de política monetaria como de la operatoria en el mercado secundario de LEBAC. Así, a partir de mayo de 2017 la economía ha vuelto al ritmo de reducción de la inflación núcleo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero de 2017, quebrando en la segunda mitad del año la persistencia que traía desde 2016. Sin embargo, al haberse partido de un nivel de inflación

más alto que el esperado por el desvío acumulado en la primera parte del año, la tasa de inflación quedó por encima de la meta de inflación intermedia fijada para 2017. En estas condiciones, el diferimiento de la meta de 5% hasta 2020, en lugar de 2019, con metas de inflación intermedias de 15% en 2018 y 10% en 2019, implica un sendero consistente con el ritmo de desinflación registrado en el segundo semestre de 2017.

La continuación del ritmo de desinflación de cara al 2018 se ve beneficiada por condiciones iniciales más favorables que las de 2017. El sesgo contractivo de la política monetaria es mayor con una tasa de interés real muy superior a la de inicios de 2017. Se espera un incremento de precios regulados de 21,8%, mientras que en 2017 estos precios aumentaron 38,7%. Asimismo, la distancia entre la inflación, tanto núcleo como nivel general, de fin de 2017 y la meta de inflación es mucho menor que a fines de 2016, reduciendo el desafío presentado por la inercia inflacionaria.

Gráfico 1.2 | Condiciones iniciales: 2017 versus 2018



Fuente: BCRA

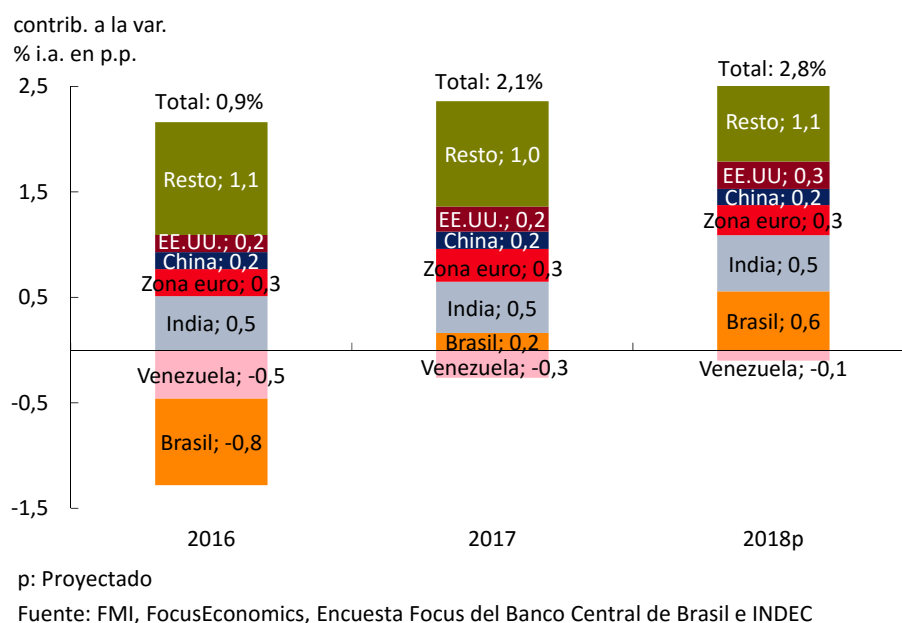
Considerando el ritmo de la desinflación y el conjunto de condiciones iniciales, el BCRA irá adecuando cautelosamente el sesgo contractivo de su política monetaria para alcanzar sus metas intermedias del 15% de inflación en 2018, del 10% en 2019 y su objetivo del 5% en 2020. De esta manera promoverá la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

2. Contexto internacional

El contexto internacional impacta en la Argentina principalmente a través de tres canales. En primer lugar, el nivel de actividad global repercute directamente en nuestro comercio exterior y en los flujos de inversión externa. En segundo lugar, las condiciones de los mercados de crédito internacional influyen sobre el costo del endeudamiento soberano y del financiamiento de proyectos privados. Finalmente, los términos de intercambio impactan sobre nuestro comercio exterior, afectando la riqueza y los incentivos a producir, consumir e invertir.

La actividad económica mundial continuó mejorando en los últimos meses, tanto en los países avanzados como emergentes, junto con un desempeño favorable de los mercados financieros internacionales. Las proyecciones para 2018 muestran que se mantendría este dinamismo (ver Gráfico 2.1). En el caso de los principales socios comerciales de Argentina el crecimiento se aceleró en más de 1 punto porcentual (p.p.) en 2017 respecto del año previo; y para 2018 se proyecta una aceleración de 0,7 p.p., previéndose un crecimiento de 2,8%. Además, continúan siendo favorables las condiciones crediticias para Argentina, tanto para el sector público como para las empresas, esperándose que esto se mantenga durante 2018. Por otro lado, los precios de las principales materias primas de exportación de Argentina se mantuvieron relativamente estables en el año, mientras que el tipo de cambio real multilateral se depreció 0,5% en 2017 (entre puntas).

Gráfico 2.1 | Crecimiento de los principales socios comerciales

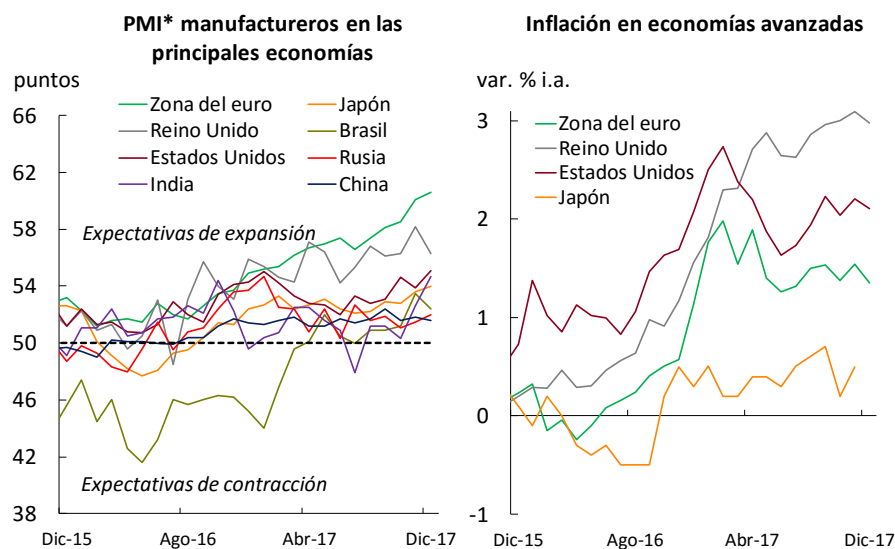


Las perspectivas de una suba gradual de la tasa de política monetaria de Estados Unidos no han afectado hasta el momento este escenario favorable. Posibles medidas proteccionistas representan un riesgo para la economía real internacional. En tanto, la mayor fuente de volatilidad potencial en los mercados financieros parece encontrarse en eventuales tensiones geopolíticas o en la incertidumbre asociada a procesos electorales en Europa y América Latina.

2.1 Se espera un mayor nivel de actividad en 2018, tanto a nivel global como para la mayoría de nuestros socios comerciales

Los indicadores adelantados de actividad disponibles para las principales economías muestran, en todos los casos, una expansión, con valores mayormente superiores a los observados en el IPOM anterior. Por otro lado, según los datos más recientes, la inflación de 2017 terminaría por debajo de los máximos alcanzados en el año, aunque con incrementos en el margen. Es así como la inflación de los Estados Unidos se encuentra en torno de la meta, la del Reino Unido se ubica 1 p.p. por encima, mientras que en la zona del euro y Japón se encuentra por debajo (en este último caso, considerablemente por debajo; ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores adelantados de la actividad manufacturera e inflación



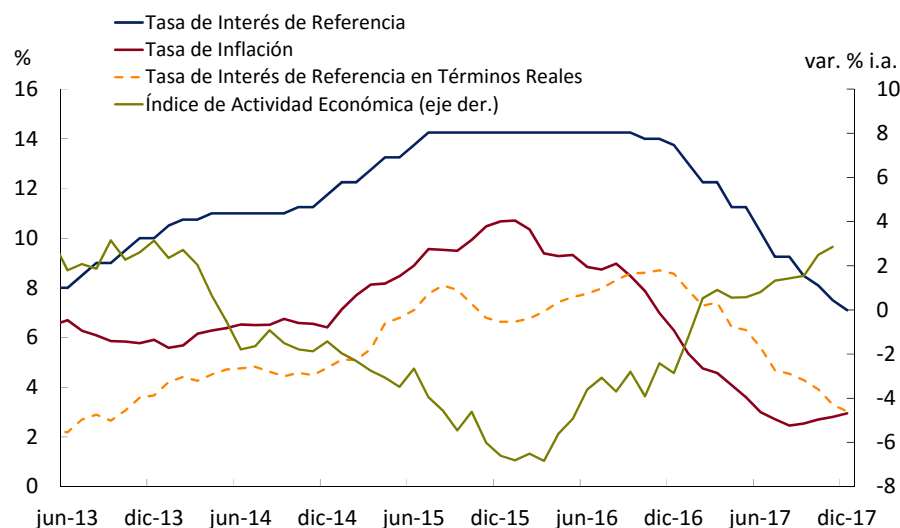
*Índice de gerentes de compras (PMI por sus siglas en inglés).

Inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor. Fuente: Datastream

Brasil, el principal socio comercial argentino y determinante del desempeño económico de la región, continúa creciendo. El PIB creció por tercer trimestre consecutivo, teniendo en el período julio – septiembre un aumento de 0,2% respecto del trimestre anterior (sin estacionalidad), una tasa menor que la de los dos trimestres previos (0,7% y 1,3%). Por su parte, el Índice de Actividad Económica elaborado por el Banco Central de Brasil (BCB) aumentó en noviembre 0,5% respecto del mes previo (sin estacionalidad) y 2,8% interanual (ver Gráfico 2.3). Además, el Índice de Producción Industrial aumentó —también en noviembre— 0,2% respecto del mes previo (sin estacionalidad) y 4,6% interanual. Por último, respecto del nivel de actividad, las últimas proyecciones de la encuesta Focus —que realiza el BCB entre analistas de mercado— prevén un incremento del PIB para 2018 de 2,7%, levemente por encima del 2,5% que se proyectaba al momento de publicarse el IPOM anterior. La concreción de estos pronósticos implicaría un impacto favorable en el comercio bilateral puesto que el mayor crecimiento del PIB brasileño previsto para 2018 aportaría sólo por el canal comercial 0,24 p.p. de crecimiento al PIB argentino en 2018.¹

¹ Ver [Brasil y su Efecto en la Actividad Argentina: una Mirada al Canal Comercial](#), en Ideas de Peso. Como allí se indica, esta estimación se encuentra entre las más cautelosas, existiendo otras que prevén un mayor impacto.

Gráfico 2.3 | Brasil. Indicadores macroeconómicos



Fuente: Sistema Gerenciador de Séries Temporais y encuesta Focus, Banco Central de Brasil.

En un contexto de desinflación el BCB continuó reduciendo la tasa de interés de política monetaria (el objetivo sobre la tasa Selic). Esta decisión está vinculada a que la tasa de inflación finalizó 2017 en 2,95%, por debajo de la meta de $4,5\% \pm 1,5\%$. La tasa Selic se encuentra en 7%, 125 puntos básicos menos que su valor de octubre de 2017. Esto se tradujo en una caída de la tasa de política monetaria en términos reales. Según la encuesta Focus, prácticamente no se esperan cambios respecto del objetivo de la tasa Selic durante 2018.

La zona del euro, segundo destino de las exportaciones argentinas continúa consolidando su recuperación económica, según los datos de crecimiento del tercer trimestre, los indicadores adelantados (ver Gráfico 2.2) y las proyecciones para 2018. El PIB desestacionalizado creció en el tercer trimestre un 0,6% respecto del trimestre previo y 2,6% en términos interanuales. Las últimas proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) indican un crecimiento de 2,3% y 1,9% para 2018 y 2019, (0,5 p.p. y 0,2 p.p. más que en la proyección anterior, respectivamente).

Con la inflación de noviembre por debajo de la meta de 1,5%, el BCE no modificó su tasa de interés de política monetaria que se mantuvo en el mínimo histórico de 0%. El BCE proyecta una tasa de inflación del 1,4% para 2018, levemente por debajo de la inflación proyectada para 2017 (1,5%). A pesar de esto, el BCE —en su reunión de política monetaria de octubre— redujo el monto de su programa de compra de activos y prorrogó su funcionamiento hasta septiembre de 2018. De esta manera, el BCE adquirirá desde enero de 2018 activos financieros por 30.000 millones de euros mensuales (la mitad que lo que venía comprando hasta ese momento).

La economía de los Estados Unidos, tercer destino de las exportaciones argentinas, creció 3,2% (anualizado) en el tercer trimestre, por encima de las proyecciones de mercado. La tasa de desempleo (4,1% en diciembre) se encuentra en su menor valor desde fines de 2000, y por debajo de los niveles que se estima no aceleran la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés). Esto sucedió a pesar de que la creación de empleo se redujo en los últimos meses, dado que también lo hizo la tasa de participación. En cuanto a las proyecciones de crecimiento, la Reserva Federal (Fed) incrementó sus estimaciones tanto para 2018 como para 2019, a 2,5%² y 2,1% respectivamente (0,4 p.p. y 0,1 p.p. más que en la proyección vigente en el IPOM anterior).

² El crecimiento de los Estados Unidos durante 2018 podría verse potenciado por el estímulo fiscal producto de la reforma tributaria recientemente aprobada.

El Comité de Política Monetaria de la Fed anunció en su reunión de diciembre un nuevo incremento de la tasa de interés de referencia al rango 1,25-1,5%, tal como se esperaba. Además, la misma Fed proyecta nuevos incrementos de, como mínimo, 0,75 p.p. durante 2018. Finalmente, desde octubre está operativo el programa de normalización del balance³ de la Fed, lo que en la práctica implica un sesgo menos expansivo de la política monetaria, al absorber liquidez en el mercado contra la venta de títulos en poder del banco central.

El principal destino de las exportaciones argentinas de productos primarios, China, finalizaría 2017 con un crecimiento interanual del PIB de 6,8%, impulsado principalmente por el consumo privado y la inversión. Se destaca que continuó el dinamismo de las importaciones durante los últimos meses, ya que a octubre tenían un crecimiento interanual del 18,7%, en parte impulsadas por una apreciación del yuan respecto del dólar americano de 6,3% en 2017. Por último, para 2018 se espera un menor crecimiento del PIB, en torno a 6,6%, principalmente debido al menor crecimiento de las exportaciones.

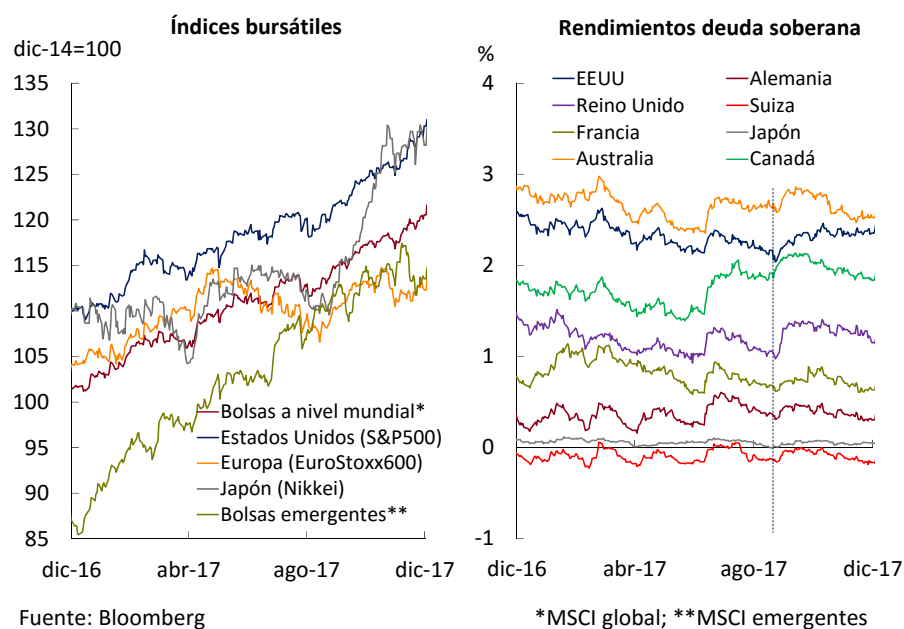
2.2 Continuarían en 2018 las condiciones crediticias favorables para Argentina

Desde el último IPOM, tres bancos centrales que en los últimos años habían llevado a cabo una política monetaria fuertemente expansiva tomaron medidas tendientes a reducir este estímulo. La Fed y el BCE empezaron a reducir los estímulos monetarios no convencionales, aunque el primero está más avanzado en el proceso. Junto a ellos, el Banco de Inglaterra (BoE por sus siglas en inglés) tomó medidas con sesgo monetario contractivo por primera vez en más de diez años. Por su parte, el Banco de Japón (BoJ por sus siglas en inglés) continúa con su programa de expansión cuantitativa, aunque podría empezar a reducir este programa en 2018. A pesar de las medidas recientes de la Fed, el BCE y el BoE, la gran expansión monetaria de la última década permite esperar que las condiciones globales de liquidez continúen siendo holgadas para los países emergentes. Ello permitiría a la Argentina continuar financiándose en condiciones favorables.

Los mercados financieros internacionales continuaron —en general— con un sesgo alcista y con menor volatilidad, para los activos tanto de renta variable como fija (ver Gráfico 2.4). Los índices bursátiles mantuvieron su tendencia alcista a lo largo de todo 2017, alcanzando en algunos casos máximos históricos, como lo hecho por el S&P500, o el máximo de los últimos 25 años, como en el caso del Nikkei. Los rendimientos de los títulos de deuda pública de la mayoría de los países desarrollados tuvieron a lo largo de 2017 una tendencia declinante que se empezó a revertir en septiembre, tras el anuncio de la Fed del comienzo de su política de normalización de la hoja de balance. No obstante, terminaron 2017 con un rendimiento menor que un año atrás (promedio de diciembre de 2017 respecto de diciembre de 2016).

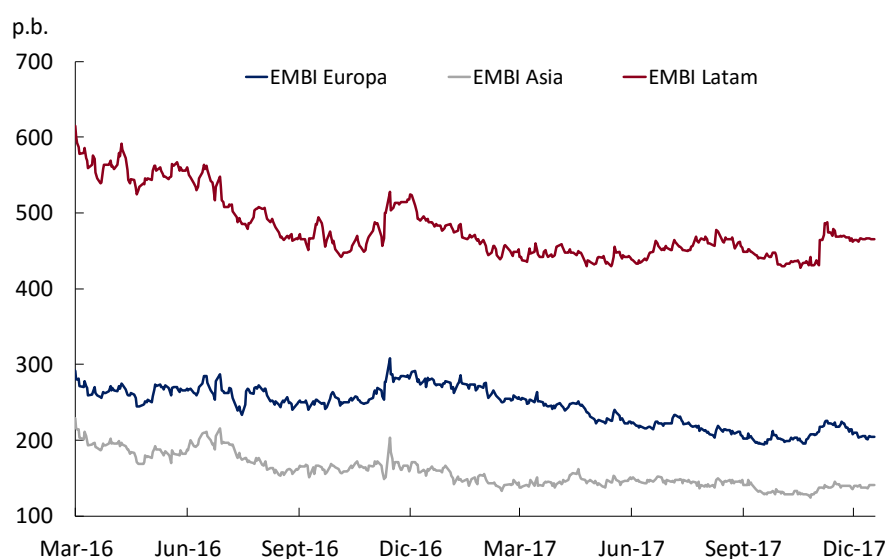
³ Para mayor detalle, ver el correspondiente [documento de la Fed publicado en su sitio web](#).

Gráfico 2.4 | Índices bursátiles y rendimiento de deuda soberana a 10 años



Durante el año, las primas de riesgo soberano de los países emergentes también se redujeron. Desde el anuncio de la Fed de septiembre tendieron a subir, particularmente en el caso de América Latina (ver Gráfico 2.5).

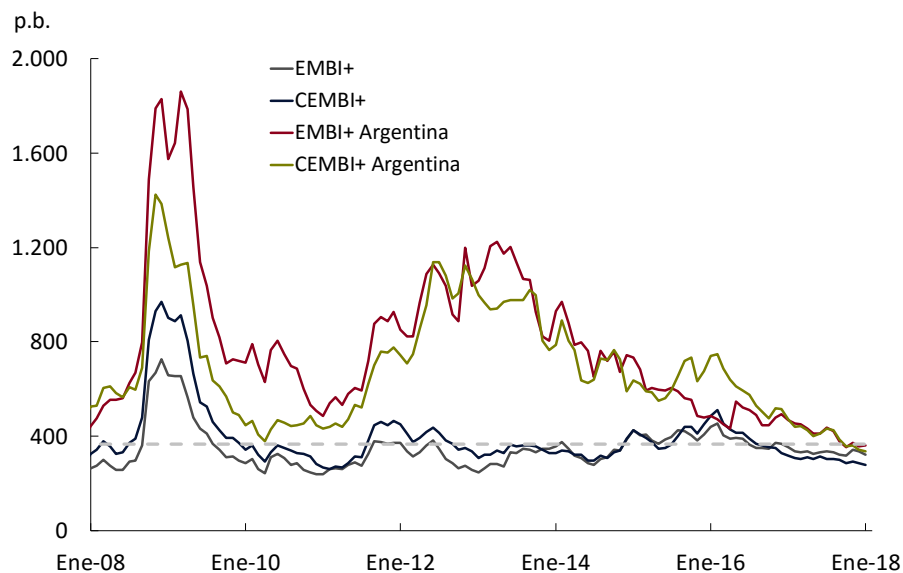
Gráfico 2.5 | Emergentes. Primas de riesgo soberano



El monto total de emisiones de deuda de países emergentes en los mercados internacionales (deuda soberana y corporativa), medido en términos brutos, se incrementó 38% i.a. en 2017, con un aumento de la participación del sector corporativo. En el caso de la Argentina, el monto bruto de colocaciones en los mercados internacionales aumentó 7%; fue de 6% en el caso del sector público no financiero nacional (SPNF, excluyendo del cálculo las emisiones de 2016 vinculadas a la reestructuración de deuda en default) y 11% en el corporativo. A comienzos de 2018 el SPNF colocó deuda por aproximadamente US\$ 9.000 millones.

Para Argentina, las condiciones crediticias mejoraron aún en mayor medida que para el resto de los emergentes, ubicando el riesgo país argentino en torno a los 360 p.b para el índice EMBI+ Argentina (casi sin cambios respecto del IPOM anterior), y en 356 p.b. para el CEMBI+ Argentina, levemente por debajo de octubre, siendo ambos valores los mínimos de los últimos diez años (ver Gráfico 2.6). De esta manera, el sector público y las empresas argentinas se están financiando a tasas de interés menores en los mercados internacionales.

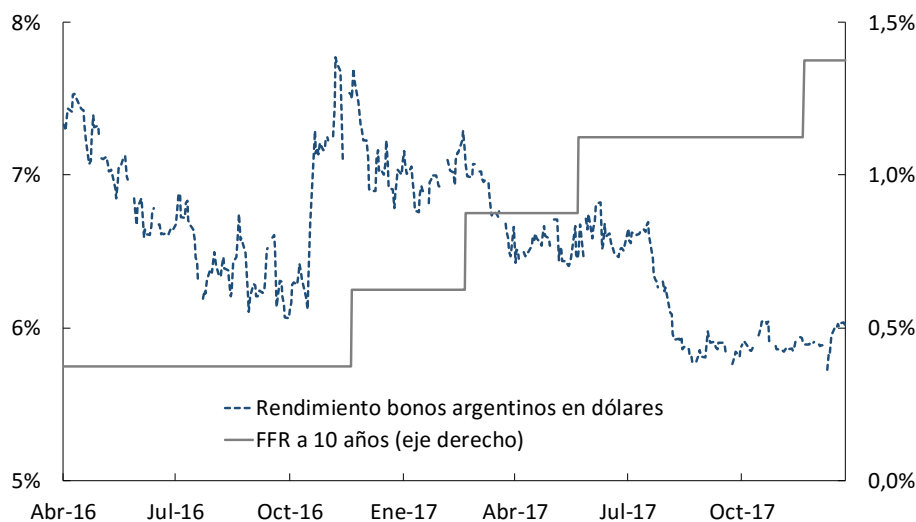
Gráfico 2.6 | Indicadores de riesgo de la deuda soberana y corporativa



Fuente: Bloomberg

En este punto vale aclarar que los aumentos esperados de la tasa de Fondos Federales para 2018 impactarían negativamente en las condiciones de financiamiento externo enfrentadas por la Argentina; pero tal efecto puede ser contrarrestado si las primas de riesgos de los títulos argentinos continúan bajando, como lo hacen desde 2016 (Ver Gráfico 2.7). De hecho, si se compara el índice EMBI para Argentina con aquellos de países como Brasil, Colombia o México, por ejemplo, se observa que el costo del financiamiento externo aún puede reducirse significativamente.

Gráfico 2.7 | Costo del endeudamiento externo y tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal

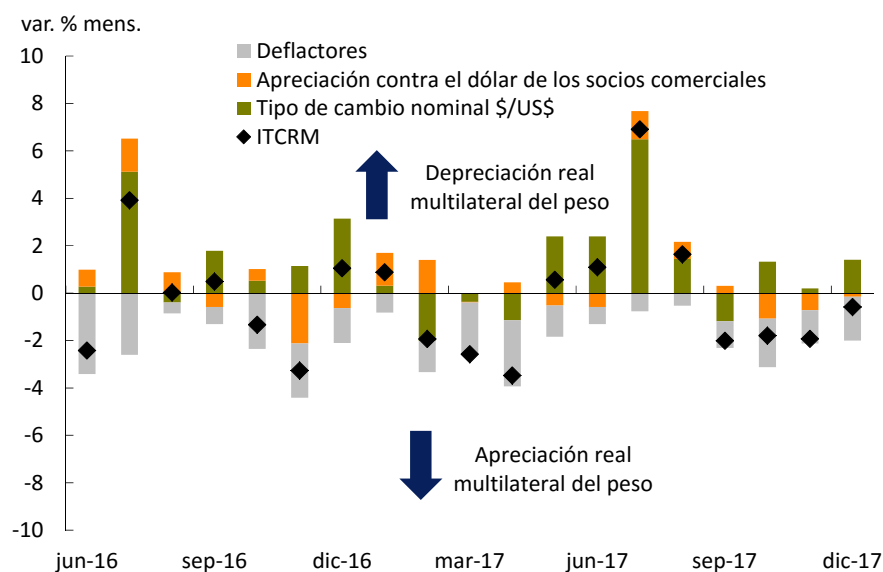


Nota: Interpolación lineal en base a bonos en dólares bajo legislación internacional disponibles en cada jornada.

Fuente: BCRA y Reserva Federal de Saint Louis.

El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se apreció 4,1% en el trimestre, impulsado tanto por la depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales respecto del dólar por 1,0%, como también por la mayor inflación relativa de Argentina; ello fue en parte compensado por la depreciación nominal del peso respecto al dólar (1,6%; ver Gráfico 2.8).

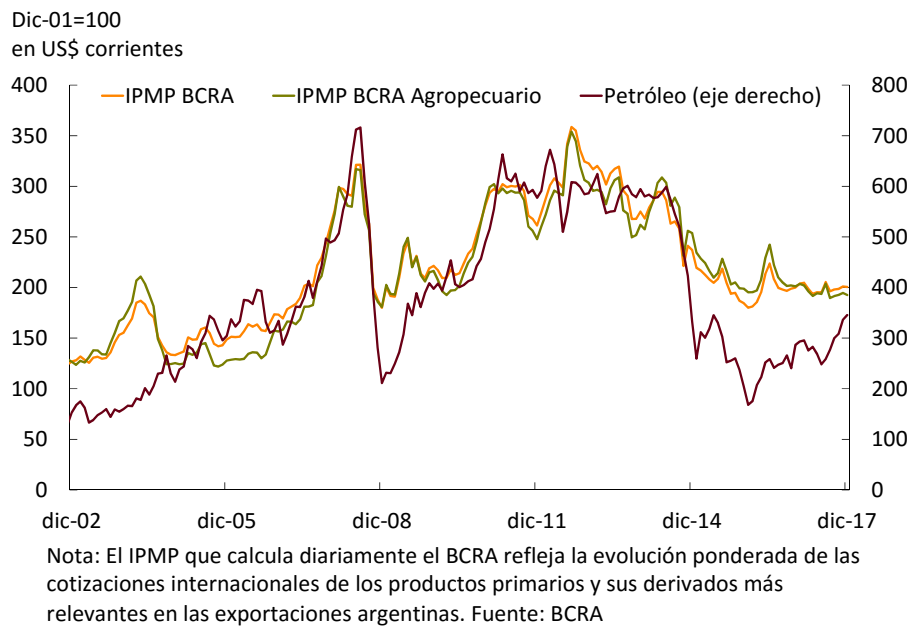
Gráfico 2.8 | Variación del ITCRM por componentes



Fuente: BCRA

Los precios de los bienes primarios continúan con su evolución dispar entre los relacionados con el petróleo y el resto. Se mantuvo la tendencia alcista del precio del petróleo que comenzó a mediados del año pasado, con un aumento acumulado de 44%. En tanto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP BCRA) — que refleja la evolución de las principales materias primas de exportación de Argentina, con marcada influencia sobre el ciclo económico local— se mantuvo relativamente estable en los últimos meses (0,3% de variación interanual en diciembre). El IPMP BCRA agropecuario moderó la tendencia decreciente de los últimos meses (-21% en diciembre respecto de junio de 2016) (ver Gráfico 2.9), en parte gracias a un incremento del precio de la soja en los últimos meses del año.

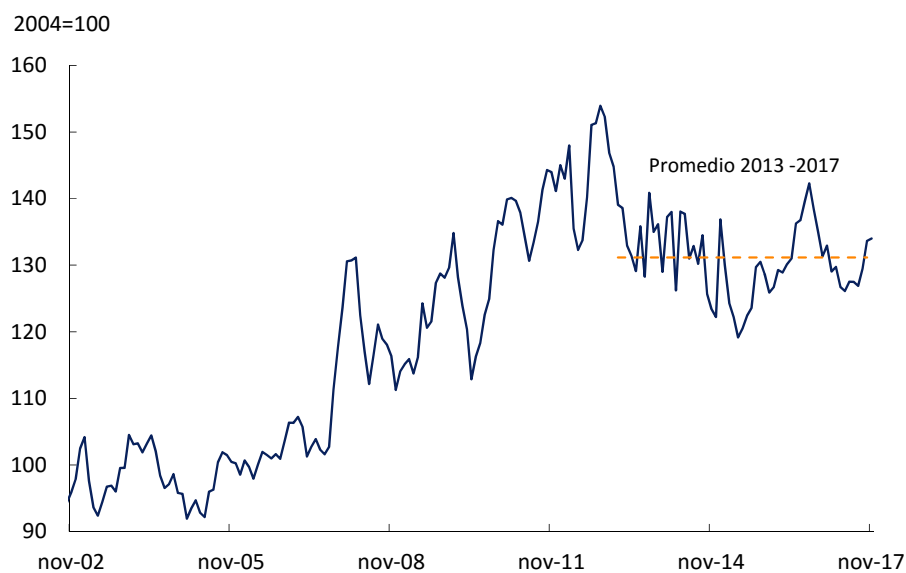
Gráfico 2.9 | Precios internacionales de las materias primas



Por último, los términos del intercambio (cociente entre los precios de las exportaciones y de las importaciones argentinas)⁴ estuvieron gran parte de 2017 por debajo del promedio 2013 – 2017. En el último trimestre del año parecerían estar recuperándose (con datos hasta noviembre; ver Gráfico 2.10).

⁴ Una caída en los términos de intercambio tiene un impacto desfavorable en la balanza comercial argentina, y un aumento tiene un impacto favorable.

Gráfico 2.10 | Índice de términos de intercambio



Fuente: INDEC

Resumiendo, se espera para los próximos meses una mejora en la actividad económica mundial, especialmente en el caso de nuestros socios comerciales. Esto tendría un impacto favorable en la demanda de las exportaciones argentinas. Además, en 2018 continuarían las condiciones de abundante liquidez para los países emergentes, a pesar del endurecimiento de la política monetaria de algunos bancos centrales de países avanzados. Por lo tanto, es de esperar que las condiciones crediticias para Argentina sigan siendo favorables.

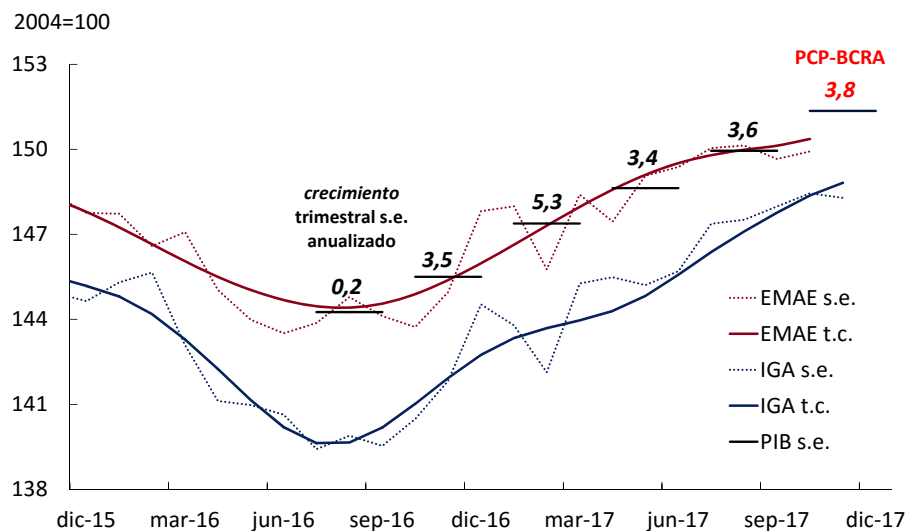
3. Actividad económica

La economía alcanzó un año y medio de crecimiento ininterrumpido, constituyendo la fase de expansión de mayor duración desde el período 2009-2011. Las políticas tendientes a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y las reformas estructurales han permitido crecer durante 2017 a un ritmo sostenido de 4% anualizado con baja volatilidad. La inversión continúa mostrando un rol protagónico, el consumo privado se encuentra levemente por encima de su tendencia y el consumo público se desacelera. A nivel sectorial, la expansión resulta difundida y acompañada con incrementos en la productividad en la mayoría de los sectores. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real se ha mantenido estable bajo un régimen de flotación cambiaria y el salario real ha crecido. El BCRA prevé que continúe el crecimiento sostenido con menor volatilidad del ciclo, dejando atrás la etapa de estancamiento del producto. Esta visión es compartida por los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), quienes proyectaron que la economía continuará expandiéndose anualmente en torno al 3% en 2018 y 2019.

3.1 La economía completó un año y medio de crecimiento ininterrumpido

Durante el cuarto trimestre de 2017, la economía completó seis trimestres de crecimiento ininterrumpido con una reducción en su volatilidad. La última Predicción Contemporánea del PIB del BCRA (PCP-BCRA) indica un alza trimestral de 0,94% sin estacionalidad (s.e.), en tanto que el pronóstico de los analistas del REM es de 1% s.e.⁵ De esta manera, el PIB se habría expandido a un ritmo promedio trimestral anualizado cercano al 4% durante 2017 (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Evolución de la actividad económica

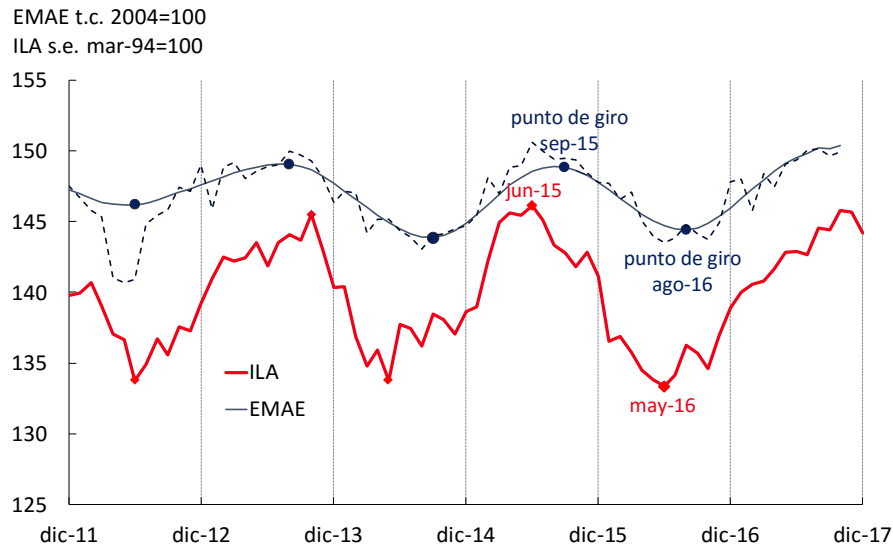


Notas: s.e.: sin estacionalidad. t.c.: tendencia-ciclo. EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica INDEC. IGA-OJF: Índice General de Actividad O.J. Ferreres. PCP-BCRA: Predicción Contemporánea del PIB elaborado por el BCRA

⁵ REM de noviembre de 2017.

Si bien el Indicador Líder de la Actividad (ILA) elaborado por el BCRA mostró una caída en diciembre, este indicador sigue anticipando que el ciclo expansivo continuará en los próximos meses⁶ (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2 | Indicador Líder de la Actividad



Nota: t.c.: tendencia-ciclo. Fuente: INDEC, Cámaras Sectoriales, Bloomberg y UTDT

3.1.1 La demanda interna se expande por encima del PIB, a tasas superiores al 5% anual

En el tercer trimestre la demanda interna —inversión y consumo total— creció a una tasa interanual de 5,7% destacándose la suba de la inversión (13,9% i.a.), con una elevada participación del componente importado (ver Tabla 3.1).

Tabla 3.1 | Crecimiento del PIB y contribuciones de sus componentes

	IV-16	I-17	II-17	III-17	IV-16	I-17	II-17	III-17	var. interanual III-17	
	var. % trimestral desestacionalizada (s.e.)				contribuciones a la var. % trimestral s.e. del PIB en p.p.*				%	contribuciones a la var. del PIB en p.p.*
PIB a precios constantes	0,9	1,3	0,8	0,9	0,9	1,3	0,8	0,9	4,2	4,2
Demanda interna	-0,3	2,4	3,9	-1,0	-0,3	2,5	4,1	-1,1	5,7	6,1
Consumo privado	-0,5	1,9	4,0	-2,2	-0,4	1,4	2,9	-1,7	4,2	3,1
Consumo público	-2,6	2,4	1,1	0,5	-0,4	0,3	0,1	0,1	1,8	0,3
Inversión bruta	2,3	4,0	5,1	2,5	0,4	0,8	1,0	0,5	13,9	2,8
Exportaciones netas					-0,4	-0,5	-2,7	-0,9		-4,8
Exportaciones	3,4	3,0	-6,2	2,4	0,7	0,6	-1,3	0,5	2,1	0,5
Importaciones	3,9	4,0	5,1	4,6	-1,0	-1,1	-1,4	-1,3	18,7	-5,2
Var. de stocks y discrep. estadística					1,5	-0,7	-0,5	2,8		2,9

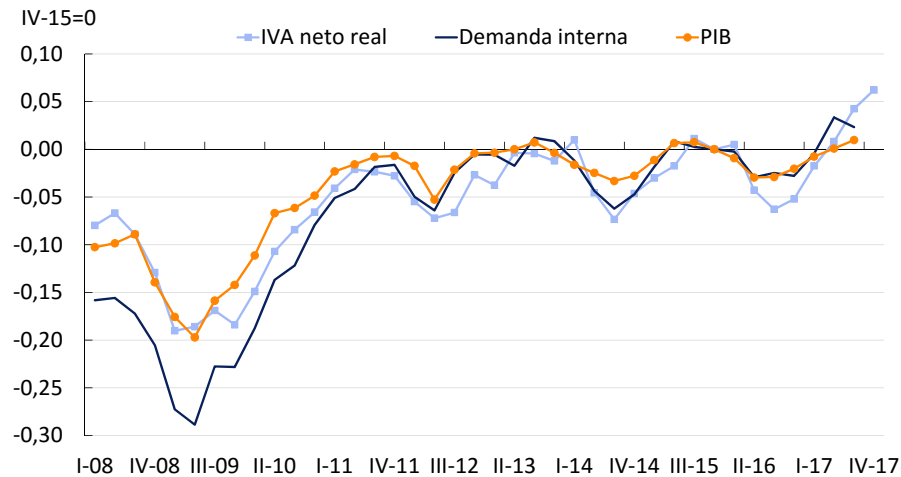
*Contribución de cada componente a la variación anual del PIB. Se calcula como la variación porcentual del componente multiplicada por su participación en el PIB en el período anterior.

Fuente: INDEC

⁶ Esta disminución del ILA en diciembre es insuficiente para indicar un cambio de fase de la actividad económica dado que sólo se cumplió una de las tres señales requeridas para emitir una alerta de punto de giro. Nótese que en otros meses correspondientes a períodos de expansión, como por ejemplo septiembre/octubre de 2016, se han evidenciado caídas similares en el ILA sin haberse verificado un cambio de fase en el ciclo económico. Para mayores detalles ver Apartado 3/ Índice Líder de Actividad Económica del BCRA, IPOM Enero de 2017.

Distintos indicadores parciales sugieren que la demanda interna continuó en aumento en el último trimestre del año pasado. La recaudación de IVA bruto deflactada por IPC nacional (neta de devoluciones a los productores de granos) subió 2,0% trimestral s.e. (ver Gráfico 3.3). Las cantidades importadas vinculadas directamente al consumo y la inversión se incrementaron 1,1% s.e. en el bimestre octubre-noviembre en relación con el trimestre anterior. Los préstamos personales y con tarjetas de crédito crecieron en conjunto 2,2% s.e. trimestral en términos reales.

Gráfico 3.3 | Recaudación real de IVA, Demanda interna, y PIB

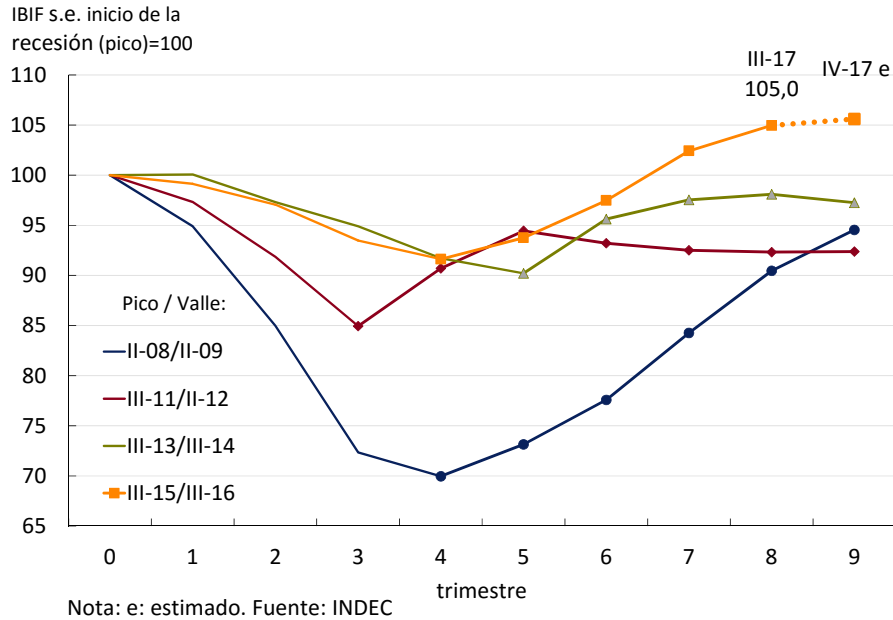


Notas: Se utilizaron los logaritmos naturales de las series desestacionalizadas. El IVA es neto de devoluciones a productores de granos y se deflactó por una serie empalmada de IPC (IPC nacional, IPC GBA, IPC CABA e IPC San Luis). Demanda interna= Consumo público y privado + Inversión. Fuente: INDEC, Ministerio de Hacienda y Direcciones Provinciales de Estadística.

3.1.2 La inversión consolida su rol protagónico en el crecimiento

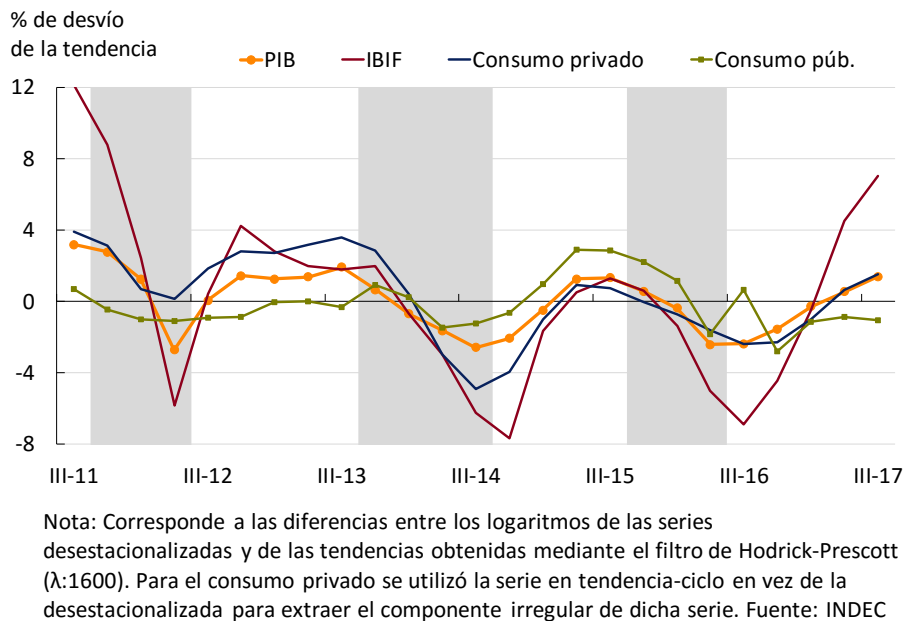
En línea con lo anticipado en el IPOM anterior, la inversión bruta interna fija (IBIF) aumentó por cuarta vez consecutiva en el tercer trimestre de 2017, y lo hizo a una tasa promedio anualizada de 14,6%. Los indicadores adelantados —volumen de ventas de equipamiento de producción nacional e importado y evolución de la actividad de la construcción— permiten anticipar una nueva suba en el cuarto trimestre del año, sosteniéndose claramente por encima de los niveles correspondientes a otras recuperaciones económicas de la historia reciente (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Comportamiento de la inversión en las últimas recuperaciones



La inversión es ahora el componente del gasto agregado con mayor tracción sobre el ciclo del producto, a diferencia de las recuperaciones cíclicas anteriores donde el principal impulsor fue el consumo público o privado (ver Gráfico 3.5).

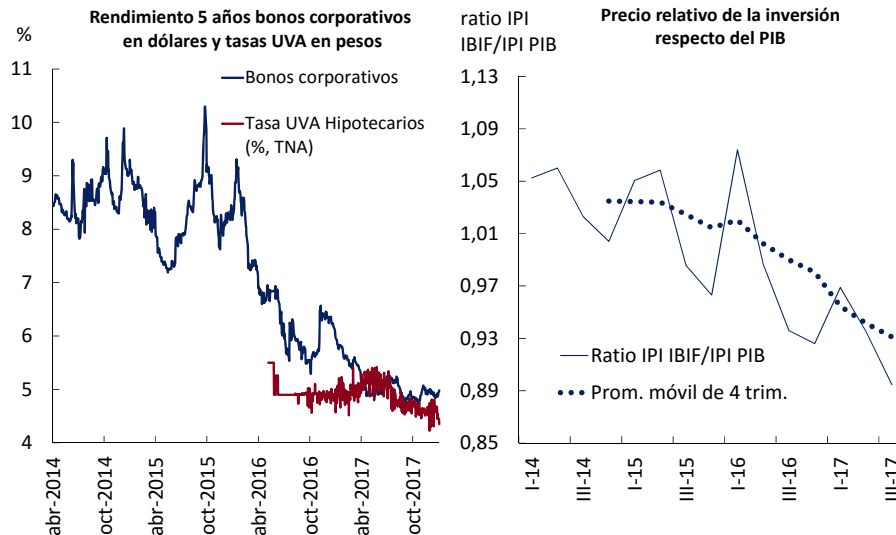
Gráfico 3.5 | Comportamiento cíclico de PIB, inversión y consumo



A partir de 2016, la IBIF respondió positivamente a la eliminación de distorsiones y corrección de desequilibrios macroeconómicos. La baja en los costos de invertir junto con la expectativa de incrementos en la productividad impulsó el ciclo expansivo de la inversión (ver Gráfico 3.6). La primera se relaciona con una caída

del precio relativo del capital y con la reducción en las tasas de interés que enfrentan los sectores público y privado en los mercados internacionales. Así, la inversión dejó atrás cuatro años de estancamiento.

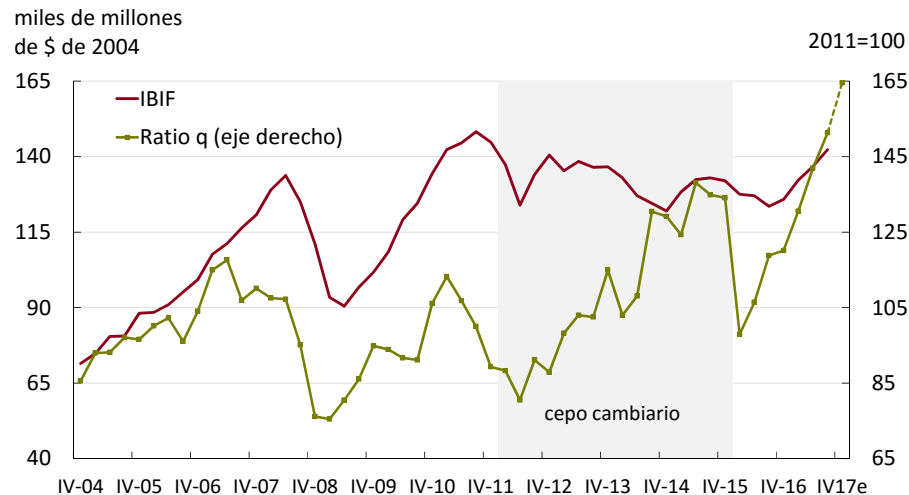
Gráfico 3.6 | Rendimiento, tasas y precio relativo de la inversión



Nota: Promedio de rendimientos interpolados linealmente a 5 años de YPF y Banco Macro para el periodo abril de 2014 agosto de 2016. Desde allí se incluyen bonos de Cablevisión y Pan American a plazos de maduración de entre 4 a 6 años. Fuente: INDEC y BCRA

Esta mejora en la inversión puede anticiparse mediante el ratio Q de Tobin, que relaciona el valor de mercado de los activos invertidos con el costo de reposición de los mismos. Durante el periodo 2004-2017 se verifica que cuando el ratio Q sube, la inversión responde positivamente y viceversa, con excepción del periodo 2013-2015 que es atípico, al registrarse una suba en el valor de mercado de los activos respecto del costo de reposición sin una respuesta positiva de la inversión. Ello podría ser interpretado como evidencia de los impactos de las restricciones cambiarias (cepo) y de la expectativa de reformas económicas que mejorarían el clima de negocios. Este optimismo del mercado no se plasmó en un incremento de la inversión hasta que el reordenamiento macroeconómico se concretó. El fuerte incremento del ratio Q durante 2017 permite prever que la inversión continuará mostrando una dinámica positiva en los próximos meses (ver Gráfico 3.7).

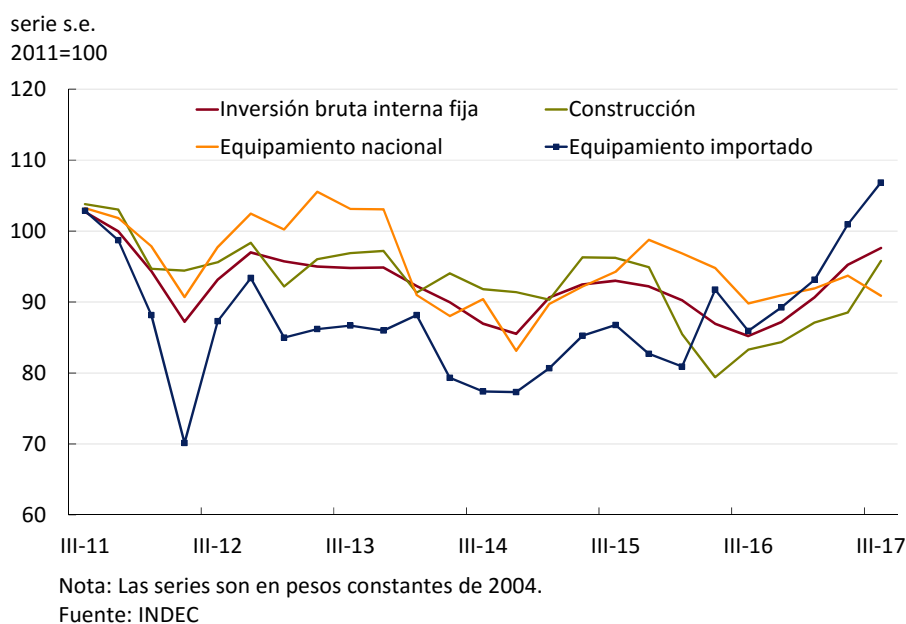
Gráfico 3.7 | Inversión y ratio entre el valor de mercado y el costo de los activos



Notas: Se denomina q al ratio entre el precio de los activos y su costo de reposición. Se considera a los precios de los departamentos en alquiler en CABA, como representativo del valor de mercado de los inmuebles y al índice Merval, del resto de los activos. Como costo de reposición se toman los deflatores de la construcción y del equipamiento durable de producción de las cuentas nacionales, respectivamente. e: estimado Fuente: INDEC, UADE, Dirección de Estadísticas de CABA y Merval

El crecimiento de la inversión en el tercer trimestre de 2017 respondió a la suba combinada de la construcción (14,7% i.a. en el tercer trimestre) y del equipamiento durable (15% i.a.)⁷, con una fuerte incidencia del gasto en maquinarias y equipos de origen importado (30,3% i.a.) que, medido a precios de 2004, alcanzó un máximo de 35,4% de participación en la IBIF (ver Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8 | Evolución de los componentes de la inversión

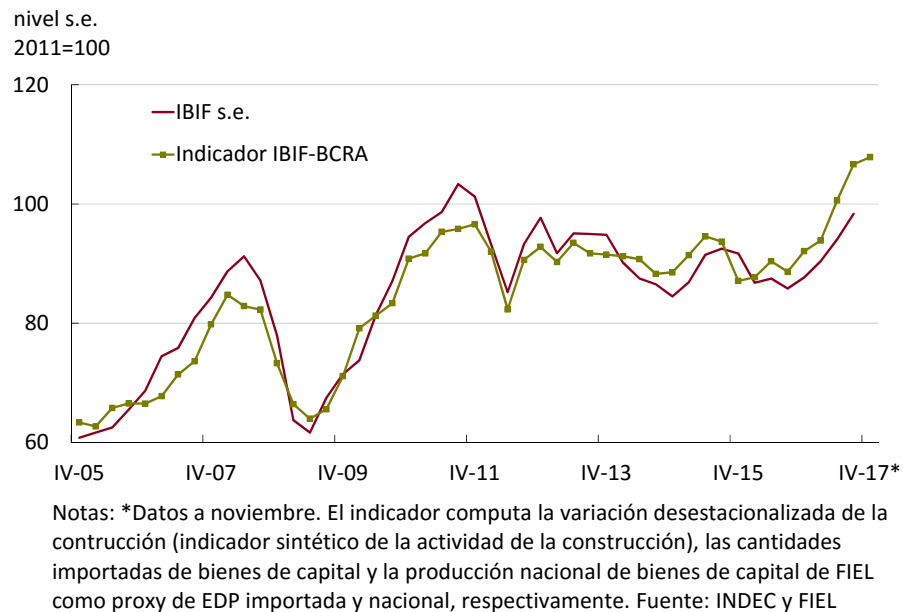


En el último trimestre de 2017 los indicadores adelantados señalan que la trayectoria ascendente de la inversión habría continuado. El indicador IBIF-BCRA⁸, cuya variación es un promedio ponderado de las variaciones de los indicadores adelantados, se incrementó 1,1% trimestral s.e. (17,1% i.a.). En el mismo sentido, el Índice Coincidente de Inversión elaborado por el Ministerio de Hacienda registró una suba de 16,4% i.a. De esta forma, el crecimiento de la inversión en 2017 habría sido el más alto de los últimos seis años (ver Gráfico 3.9).

⁷ Otras construcciones y otros activos fijos crecieron 0,8% i.a. y 3,7% i.a. respectivamente.

⁸ Las variaciones trimestrales del indicador IBIF-BCRA son un promedio ponderado de las variaciones trimestrales desestacionalizadas del ISAC (INDEC), de las importaciones de bienes de capital (INDEC) y de la producción nacional de bienes de capital (FIEL). Los ponderadores se corresponden con el peso de la construcción, la inversión en equipo durable de producción (EDP) importado y EDP nacional en la IBIF del trimestre anterior. No se consideran en el indicador los agrupamientos "Otras construcciones" y "Otros activos fijos" que forman parte de la IBIF debido a la falta de indicadores adelantados para estos conceptos. Con datos a noviembre, el ISAC subió 3,7% s.e. trimestral, las importaciones de bienes de capital cayeron 1,3% s.e. mientras que la producción nacional de bienes de capital subió 0,6% s.e.

Gráfico 3.9 | Evolución de la inversión



Recuadro. Inversiones extranjeras en Argentina

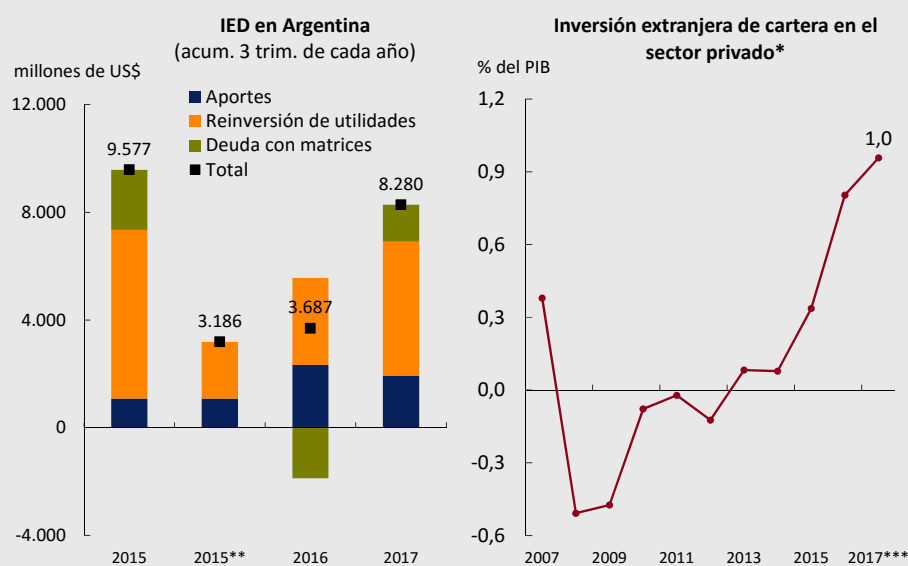
Los flujos entrantes de inversión extranjera directa (IED) hacia Argentina se ubicaron en torno a los US\$ 8.300 millones en los primeros tres trimestres de 2017, US\$4.593 millones superior a los registrados en igual período de 2016. Sin embargo, a lo largo de 2016 las firmas normalizaron su relación con las matrices, lo que implicó una reducción del stock de deuda comercial, así como mayor remisión de utilidades retenidas durante el período 2012-2015 (ver Gráfico 3.10).

El nivel de IED de 2017 es inferior al registrado en 2015 porque en ese entonces las decisiones de inversión de las firmas se encontraban condicionadas por la vigencia de restricciones cambiarias. Si en 2015 las firmas hubiesen podido girar a las casas matrices un porcentaje de las utilidades devengadas similar a las del período 2004/2011 y no se hubiesen visto forzadas a incrementar su deuda comercial, el flujo de IED de 2015 se hubiese encontrado en torno a los US\$3.200 millones, nivel sustancialmente inferior al observado en 2017.

Desde el levantamiento del cepo los aportes de capital se mantuvieron en niveles superiores a los del período previo: de unos US\$1.100 millones en los primeros tres trimestres de 2015 pasaron a unos US\$2.300 millones y US\$2.000 millones en igual período de 2016 y 2017, respectivamente.

Las nuevas reglas de juego vigentes desde diciembre de 2015 —que les permitieron a las firmas acceder nuevamente a los mercados internacionales de crédito— también tuvieron su impacto en los flujos de inversión de cartera en el sector privado (emisión neta de pasivos externos por participación de capital y títulos de deuda). En los últimos 2 años ingresaron más inversiones externas por esta vía que en el acumulado de los 10 años anteriores.

Gráfico 3.10 | Inversiones extranjeras en Argentina



Notas: *emisión neta de pasivos externos del sector privado (participación de capital y títulos de deuda); **sin efecto del cepo; ****3 trimestres anualizado. Fuente: INDEC

3.1.3 La tendencia del consumo privado continúa en aumento

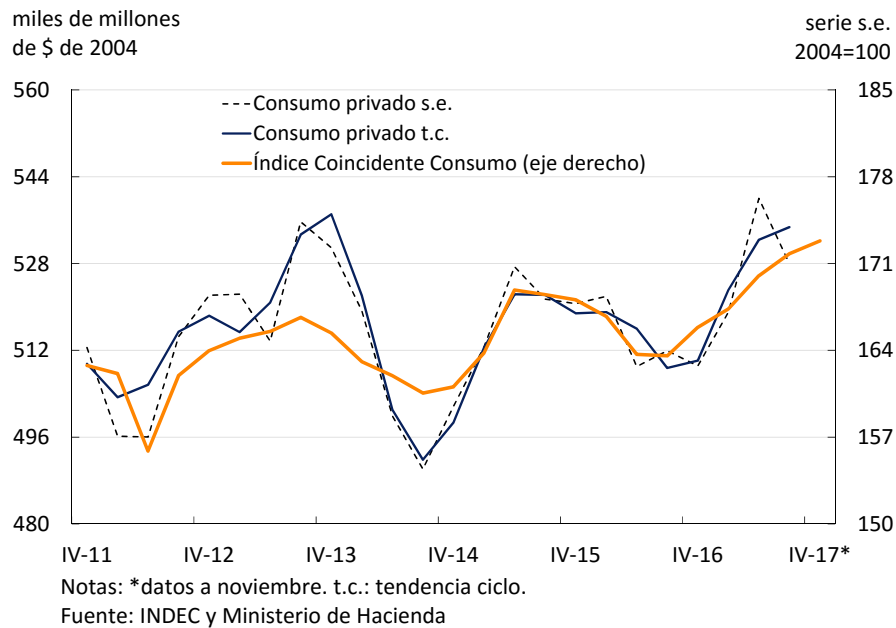
El consumo privado aumentó 4,2% i.a. en el tercer trimestre de 2017 y cayó 2,2% respecto del trimestre anterior en términos desestacionalizados tras una extraordinaria suba de 4% durante el segundo trimestre. Dada la elevada volatilidad que presenta la serie iniciada en 2004, resulta apropiado analizar la tendencia-ciclo del consumo, la cual continuó creciendo durante el tercer trimestre (+0,4% s.e.)⁹.

Indicadores alternativos del consumo privado señalan que el mismo creció ininterrumpidamente desde el tercer trimestre de 2016, en línea con la tendencia-ciclo de la serie oficial. El Indicador Líder del Consumo privado del BCRA —índice mensual que incluye indicadores tradicionales del consumo de bienes y servicios, importaciones, expectativas de los consumidores y formas indirectas de computar los cambios estructurales en el consumo¹⁰— mostró un punto de giro en octubre de 2016 iniciando una fase expansiva desde entonces. El Índice Coincidente de Consumo del Ministerio de Hacienda, subió 0,6% s.e. en el cuarto trimestre luego de crecer 1% s.e. en el trimestre anterior (ver Gráfico 3.11).

⁹ La estimación de la tendencia-ciclo de una serie es muy sensible al último dato utilizado, es por eso que puede inferirse que el crecimiento de la tendencia del consumo privado para el tercer trimestre de 2017 habría sido más alto de confirmarse la mejora de la serie original en el cuarto trimestre.

¹⁰ Para mayores detalles ver Apartado 1/ El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real, IPOM Julio 2017.

Gráfico 3.11 | Evolución del consumo privado



3.1.4 La cuenta corriente negativa evidencia la expansión de la demanda interna

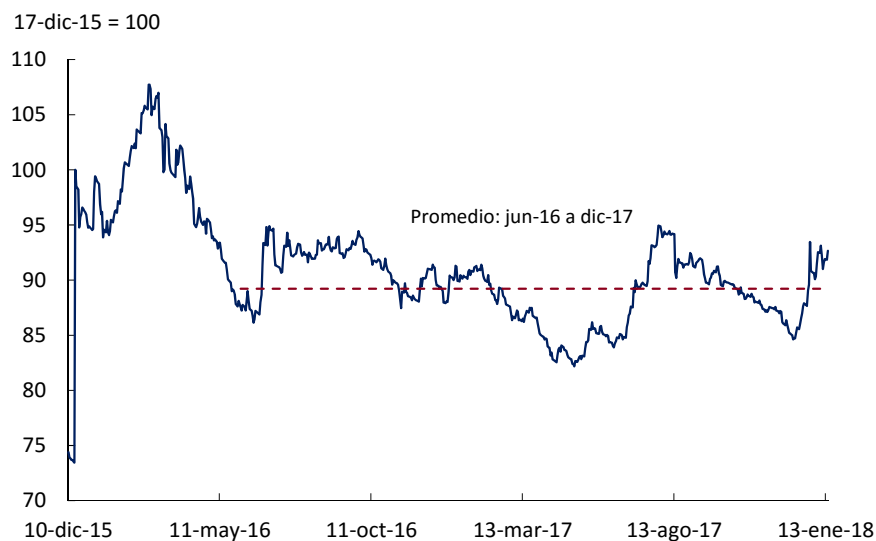
El incremento observado del déficit de cuenta corriente en 2017 reflejó el mayor dinamismo de la demanda local en relación al producto. Esta evolución de las cuentas externas es esperable después de la reconfiguración macroeconómica iniciada a fines de 2015 y de las nuevas perspectivas de crecimiento. Estas, junto con la reducción en el costo de uso del capital han estimulado la inversión. En la medida en que los agentes perciban una mejora en su ingreso permanente y que tengan acceso al crédito también es de esperar que crezca el consumo. De esta manera, el mayor dinamismo de la inversión vis a vis el consumo lleva a un aumento del déficit de la cuenta corriente.

El mayor acceso al ahorro externo se da desde una posición de *stocks* muy favorable para nuestro país, tanto a nivel agregado como por sectores. Argentina cuenta con una posición de inversión internacional de aproximadamente 5% del PIB, lo que la convierte en acreedora neta del resto del mundo. Los niveles de endeudamiento de los hogares y de las firmas son muy bajos, mientras que el ratio de deuda pública sobre el PIB es inferior al promedio de los países de la región¹¹.

Cabe destacar que el aumento del déficit de cuenta corriente se da en un contexto de relativa estabilidad del tipo de cambio real multilateral (ver Gráfico 3.12). En efecto, al 31 de diciembre de 2017 el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se encontraba 0,5% por encima del valor registrado exactamente un año atrás y 1,6% arriba del promedio desde junio de 2016 (ver Gráfico 3.12). En términos multilaterales el peso finalizó el año un 23,4% más competitivo que antes de la unificación cambiaria de diciembre de 2015, producto de una depreciación más marcada con el real brasileño (41,8%) que con el dólar (13,6%).

¹¹ Para más detalles ver el [Informe de Estabilidad Financiera del segundo Semestre de 2017](#).

Gráfico 3.12 | Tipo de cambio real multilateral



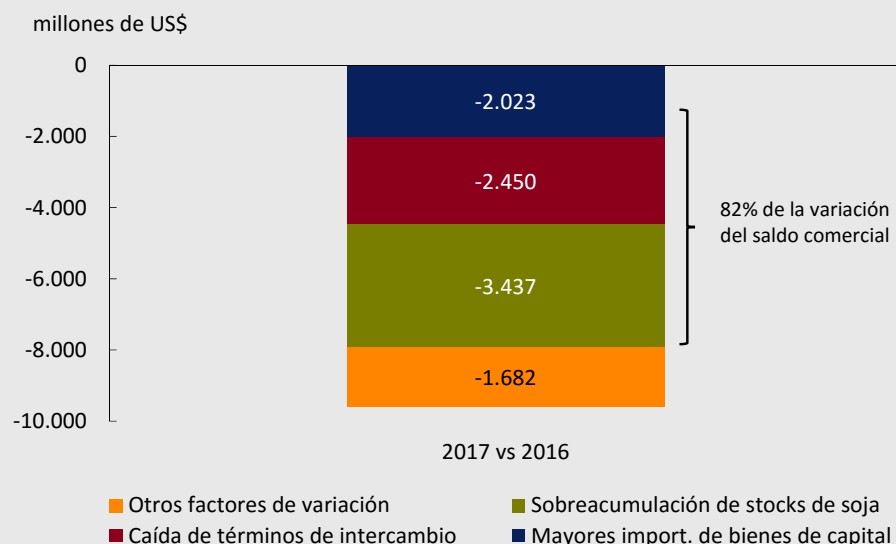
Fuente: BCRA

El mayor déficit en cuenta corriente durante 2017 se explicó en gran medida por el fuerte dinamismo de las importaciones de bienes en un contexto en que las exportaciones se mantuvieron prácticamente estables. Con datos a noviembre de 2017, los valores exportados acumularon un incremento de 1,2% i.a. (con un alza de 1,1% de los precios y un estancamiento de las cantidades), muy por debajo del aumento de 19,9% i.a. de las importaciones, por aumento en las cantidades —13,2% i.a.— y en los precios —6,0% i.a.—. El saldo comercial se revirtió, pasando de un superávit de US\$ 1.935 millones entre enero y noviembre de 2016 a un déficit de US\$ 7.656 millones un año después.

Recuadro. Factores detrás del aumento del déficit comercial

Más de dos tercios de la caída del saldo comercial en 2017 se explicó por el fuerte dinamismo de las compras externas vinculadas con el proceso inversor luego de años de estancamiento, el deterioro de los términos de intercambio y la acumulación transitoria de stocks de protos de soja.

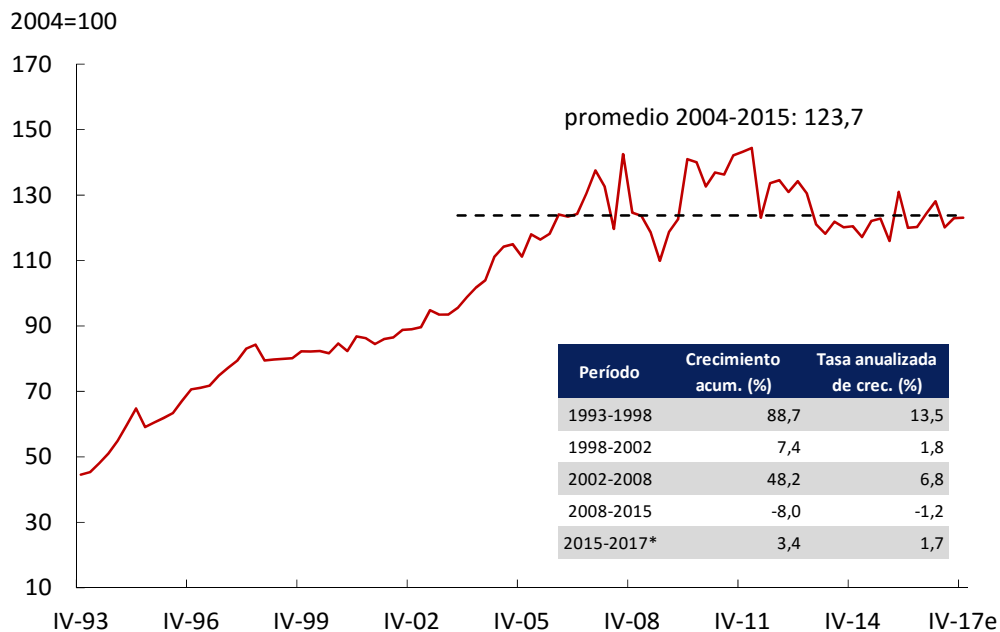
Gráfico 3.13 | Factores de variación del saldo comercial de bienes*



Notas: *11 meses de 2017 vs 11 meses de 2016. Fuente: INDEC

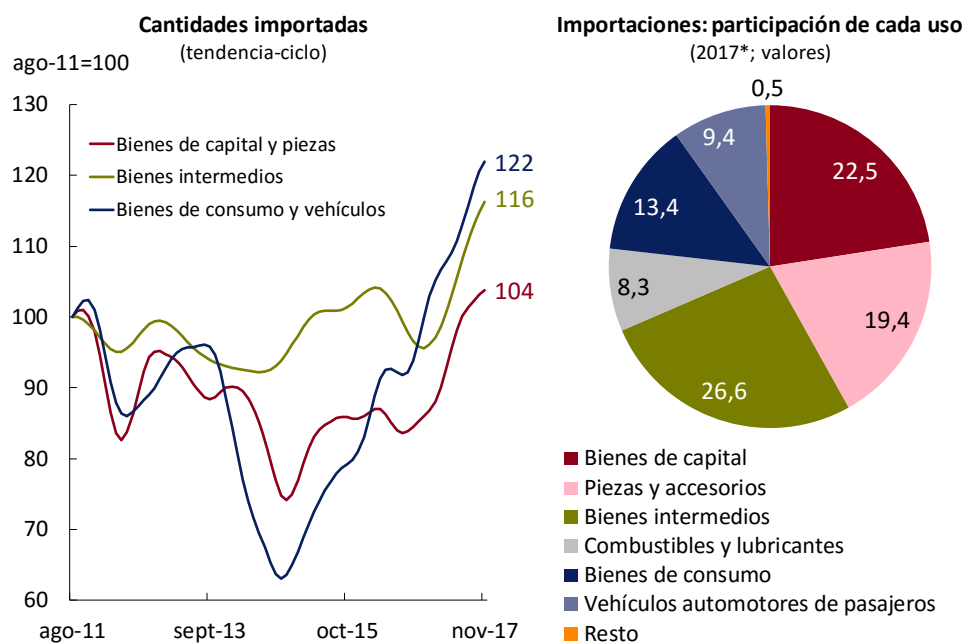
Las cantidades exportadas han crecido en los últimos dos años, ubicándose en niveles similares a los registrados en 2006-2007, pero aún no quebró la tendencia al estancamiento de 2004-2015 (ver Gráfico 3.14). Durante los primeros once meses de 2017, el crecimiento de las ventas externas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI; 10% i.a.), fue compensado por las caídas de las exportaciones de productos primarios (PP; 6,2% i.a.) y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA; 2,3% i.a.). Ante una cosecha agrícola récord, la caída de las exportaciones de productos primarios se explicó en mayor medida por la retención de *stocks* de porotos de soja por parte de los productores. En las exportaciones de MOA, el comportamiento fue heterogéneo con subas en carnes (22% i.a.) y caídas en lácteos (27% i.a.) y de subproductos de la soja (3% i.a.).

Gráfico 3.14 | Cantidades exportadas de bienes y servicios



Las cantidades importadas de bienes continuaron creciendo, ubicándose en niveles récord en relación al nivel de actividad económica. Se destacó el dinamismo de las compras externas de bienes de capital y sus piezas asociado al fuerte proceso de inversión que caracteriza a la actual fase de expansión. También contribuyeron las importaciones de bienes de consumo y de automóviles, favorecidas por la eliminación de distorsiones al comercio exterior de dichos productos, pero con un peso menor en el conjunto de importaciones del país (ver Gráfico 3.15.)

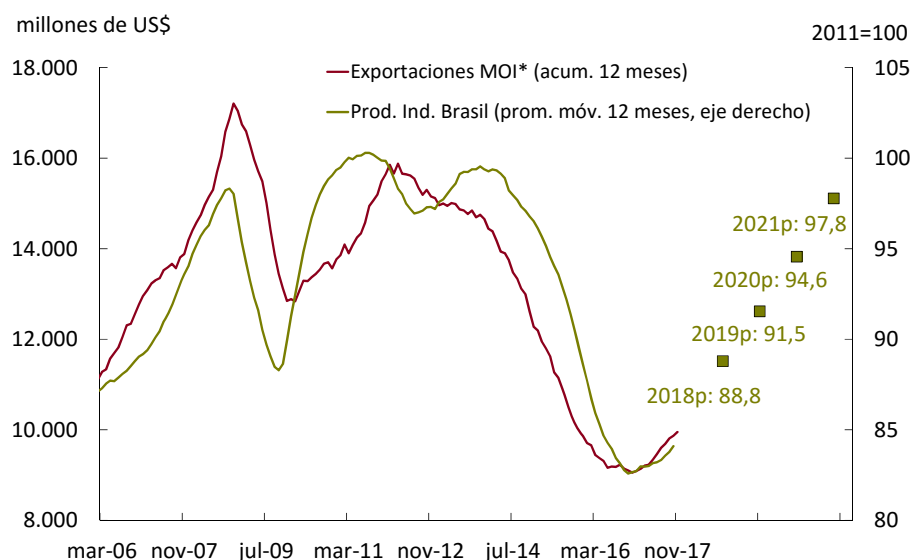
Gráfico 3.15 | Evolución y composición de las importaciones de bienes



Nota: *participación porcentual en el acumulado últimos 12 meses. Fuente: INDEC

A mediano plazo se espera que las cuentas externas continúen reflejando el fuerte dinamismo de la demanda interna. Las importaciones continuarán creciendo en todos sus usos, con énfasis en las asociadas al proceso de inversión y producción. Los rubros de exportación que tienen perspectivas más favorables en la actual coyuntura son los que se podrían ver beneficiados por el mayor crecimiento proyectado de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales. En particular, las manufacturas de origen industrial se verán favorecidas por la recuperación de la actividad industrial del principal socio comercial de Argentina, Brasil (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 | Exportaciones de manufacturas industriales seleccionadas y producción industrial de Brasil



Nota: *excluye vehículos, oro y biodiesel.

Fuente: Thomson Reuters, INDEC y Focus Economics

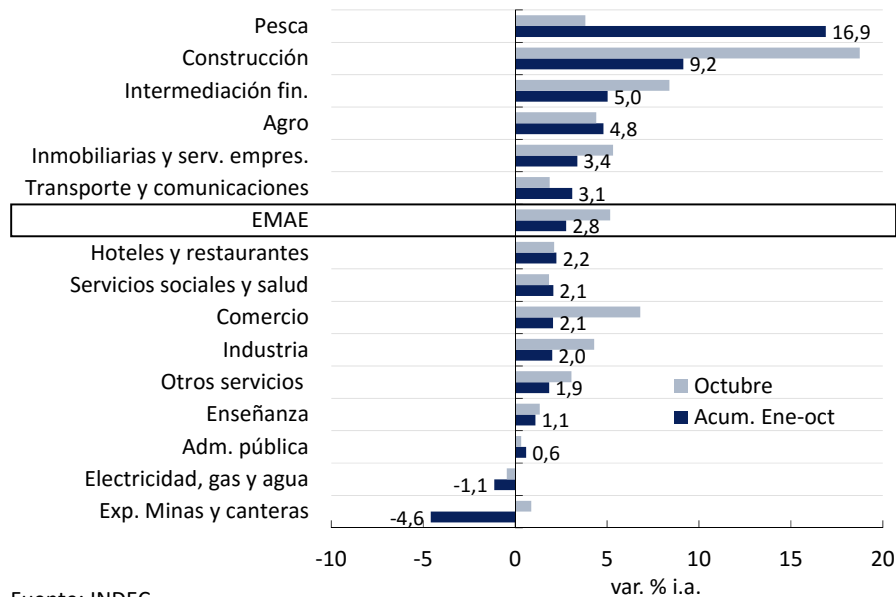
3.1.5 La productividad aumenta y se difunde entre los sectores

El crecimiento económico fue generalizado entre los sectores productivos en el transcurso de 2017. El promedio del índice de difusión, que contabiliza el porcentaje de rubros que crecieron mes a mes, se ubicó en torno al 59% entre enero y octubre.

Entre las actividades de mayor dinamismo en el último año se ubican pesca, construcción, intermediación financiera, sector agropecuario y los servicios inmobiliarios. La construcción continúa impulsada por la obra privada y pública. La intermediación financiera fue impulsada por la baja de la inflación esperada que permite extender el horizonte de crédito, la implementación de medidas tendientes a facilitar el funcionamiento del sistema bancario¹² y la fuerte demanda de crédito en UVAs, que crece a un ritmo superior al 90% anual. La producción agrícola continúa respondiendo positivamente a la eliminación/reducción de los derechos de exportación y la normalización comercial y cambiaría más allá de la retención elevada de *stocks* que impacta en la exportación de granos.

Los únicos sectores que se contrajeron en el promedio enero-octubre de 2017 con respecto a igual período del año anterior, fueron electricidad, gas y agua (EGA), y explotación de minas y canteras. En el primer caso el sector se vio afectado por la caída en la demanda residencial debido a las mayores temperaturas respecto al año anterior y a la reducción de subsidios. En el segundo, los precios internacionales del petróleo vigentes en el período no resultaron rentables para quebrar la tendencia declinante de la producción que se evidencia desde 1998, mientras que la actividad minera cae como consecuencia de la reducción de las tareas de exploración en los años anteriores (ver Gráfico 3.17).

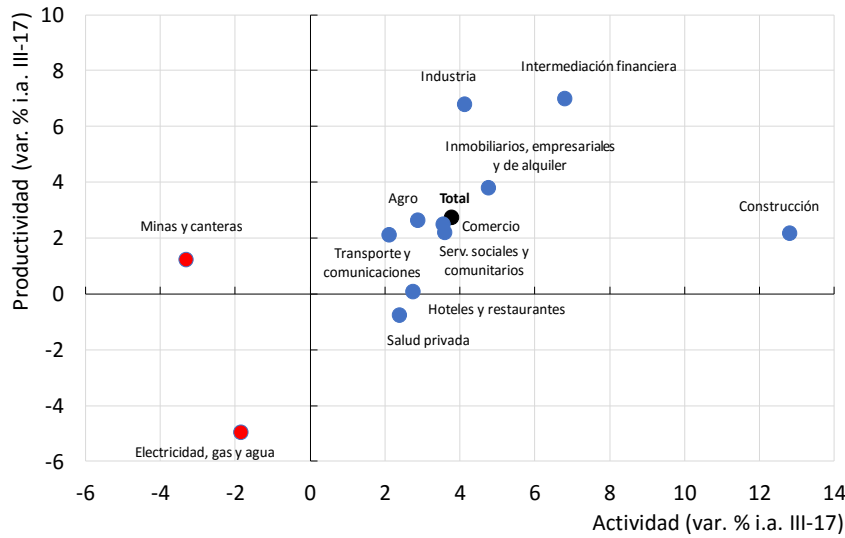
Gráfico 3.17 | Crecimiento económico por sector productivo



El crecimiento se sustentó en una mejora de la productividad por obrero registrado (2,7% i.a.), consistente con el mayor protagonismo de la inversión. Los aumentos de la productividad fueron difundidos a nivel sectorial (ver Gráfico 3.18).

¹² Se liberaron las tasas activas y pasivas que fijan las entidades financieras. Se ampliaron los usos posibles de la capacidad prestable disponible en moneda extranjera, evitando descalces de moneda en los balances.

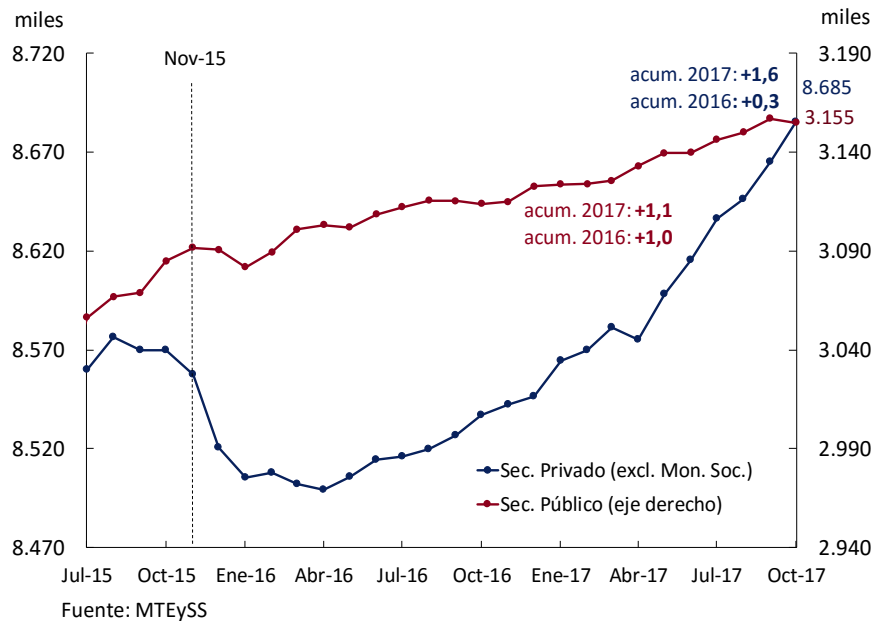
Gráfico 3.18 | PIB y productividad (PIB sectorial/empleo registrado en el sector)



Nota: Se excluye del cálculo a aquellos sectores cuya medición de la producción se realiza por gastos (administración pública y salud y enseñanza pública) o cuya estimación de la serie a precios constantes se realiza por una extrapolación de una estructura fija (enseñanza privada). Fuente: MTEySS e INDEC.

En el año, el empleo sectorial continuó liderado por la construcción (8,5% i.a.), electricidad, gas y agua (2,7% i.a.) y pesca (1,6% i.a.), mientras que, entre los servicios los sectores más dinámicos fueron hoteles y restaurantes (2% i.a.) y servicios comunitarios, sociales y personales (1,5% i.a.). Le siguen con un crecimiento moderado los servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler (1,1% i.a.), y comercio y reparaciones (1,0% i.a.). Desde abril de 2017, la creación de empleo se aceleró impulsada por el mayor dinamismo en el sector privado, que explicó el 81% de la creación de nuevos puestos de trabajo registrados (ver Gráfico 3.19)¹³.

Gráfico 3.19 | Trabajadores registrados en el sector público y en el privado



Fuente: MTEySS

¹³ A octubre de 2017 el 73,4% del empleo registrado está ocupado en el sector privado de la economía, 0,2 p.p. por encima de diciembre de 2016.

Las tasas de desempleo y subempleo no registraron variaciones significativas entre los terceros trimestres de 2016 y 2017, ya que la oferta laboral y la tasa de empleo se incrementaron en forma similar (0,3 p.p.).

Al término del tercer trimestre de 2017 se observó una leve mejora en la distribución del ingreso per cápita¹⁴, impulsada por la desaceleración de la inflación y las medidas tendientes a mejorar el ingreso disponible de los sectores más vulnerables como por ejemplo la devolución del IVA a jubilados y pensionados y beneficiarios de AUH. Esta mejora se dio en el marco de una recuperación del salario real. En particular, las remuneraciones de los asalariados privados registrados subieron en términos reales 5,3% i.a. en el promedio julio-septiembre de 2017¹⁵.

3.2 Se consolidan las perspectivas de crecimiento para los próximos dos años

La economía completó un año de crecimiento ininterrumpido a un ritmo de 4% anualizado durante 2017. El BCRA prevé que continúe el crecimiento sostenido, a la vez que se hace menos volátil, dejando atrás la etapa de estancamiento tendencial del producto. Esta visión se encuentra en línea con las estimaciones incluidas en la Ley de Presupuesto Nacional 2018, que contempla un crecimiento de 3,5% para 2018-2019 y es compartida por los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) quienes proyectaron que la economía continuará expandiéndose anualmente 3,2%, 3,3% y 3,2% en 2018, 2019 y 2020 respectivamente. Los incrementos en el PIB esperados por los analistas para los próximos años implican un quiebre en la tendencia de crecimiento de largo plazo de la economía (ver Gráfico 3.20).

A fines de 2015 se adoptaron una serie de medidas tendientes a corregir los desequilibrios macroeconómicos que permitieron recuperar la senda de crecimiento, con subas en el empleo, la productividad y un rol protagónico de la inversión. La ley de reforma tributaria sancionada recientemente y los acuerdos con las provincias, tienen como objetivo reducir aquellos impuestos que afectan la competitividad de la economía, en particular los distorsivos, e incrementar la tasa de rendimiento del capital¹⁶. Estas reformas estructurales son importantes para impulsar el potencial económico de Argentina de manera sostenida (ver Apartado 1 / Impacto de las reformas estructurales en los sectores productivos).

El Gobierno anunció metas fiscales que implican una disminución del déficit primario del sector público nacional no financiero desde 3,9% del PIB (que resultó 0,3 puntos porcentuales inferior a la meta prevista para 2017) a 3,2% en 2018, 2,2% del PIB en 2019 y 1,2% del PIB en 2020. Se prevé una reducción gradual de la presión impositiva a partir de la sanción reciente de la ley de reforma tributaria y de las reducciones graduales previstas para los derechos de exportación sobre el complejo sojero. El gasto primario nacional se reducirá en torno a 1 punto porcentual del PIB en 2018, mientras que se espera que continúe la reducción gradual de los subsidios, principalmente en energía y transporte. Por su parte, el gasto en asistencia social se incrementará en términos reales durante 2018. La inversión en infraestructura continuará aumentando, apoyada por las iniciativas en el marco de la participación público-privada que impulsa el Gobierno.

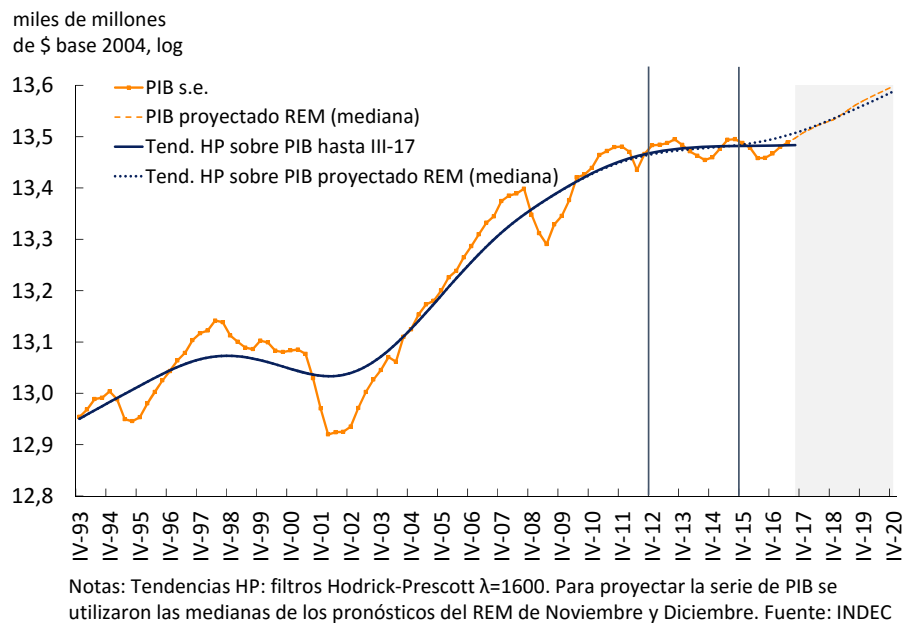
¹⁴ Según el INDEC, el coeficiente de Gini del ingreso per cápita familiar de las personas, en los aglomerados urbanos, bajó desde 0,451 a 0,427 entre el tercer trimestre de 2016 y el tercer trimestre de 2017.

¹⁵ Según datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social correspondientes al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), deflactados por IPC Nacional.

¹⁶ El sistema tributario argentino se caracteriza la existencia de impuestos fuertemente distorsivos tales como el Impuesto sobre los Débitos y Créditos Bancarios, los Ingresos Brutos y los derechos de exportación.

La utilización de los factores productivos se encuentra por debajo del nivel que ocasionaría presiones inflacionarias, dinámica que seguirá siendo monitoreada por el BCRA. Se estima que en 2017 la brecha del PIB se redujo a -1,6%, desde un valor de -2,8% en 2016 (ver Apartado 2 / La brecha de producto: Un modelo multivariado pequeño). Esta baja es el resultado de un crecimiento en torno a 1,6% del PIB potencial, definido como aquel que prevalece en ausencia de presiones tanto inflacionarias como deflacionarias, que fue inferior al que se estima habría experimentado el PIB en 2017. Se percibe, en consecuencia, una tendencia al cierre de la brecha del PIB, aunque sin señales de presiones inflacionarias.

Gráfico 3.20 | Tendencia del PIB en base a proyecciones del REM



Apartado 1 / Impacto de las reformas estructurales en los sectores productivos

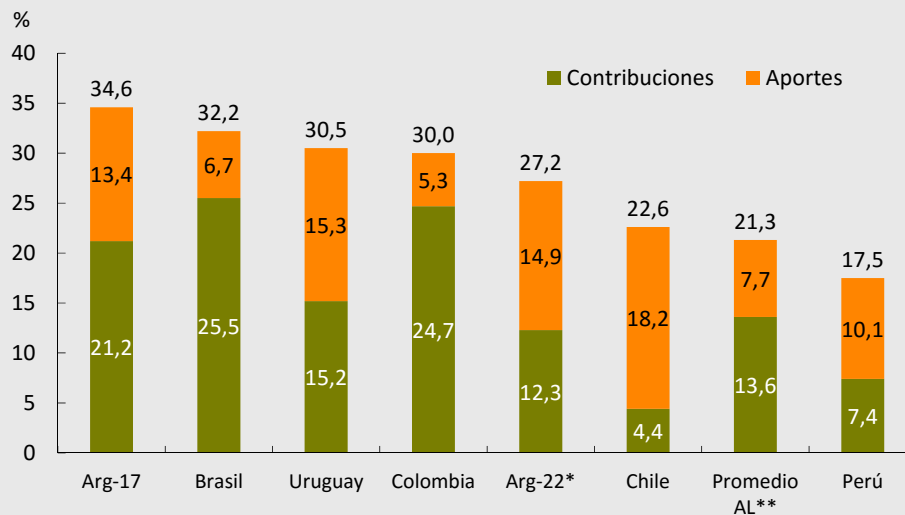
Durante el período 2011-2015 las restricciones de oferta de la economía argentina se hicieron evidentes con un PIB que mostró elevada volatilidad en torno a una tendencia estancada mientras que la productividad laboral tuvo un marcado descenso.

Desde fines de 2015 el Gobierno adoptó importantes medidas que podrían clasificarse en dos ejes: La corrección de desequilibrios macroeconómicos, y el inicio de un proceso de reformas estructurales orientadas a que el crecimiento se sostenga en los próximos años.

La literatura económica muestra que las reformas estructurales pueden tener un impacto significativo en el crecimiento de la productividad y del PIB a largo plazo a través de diferentes canales que operan sobre la oferta (Blanchard y Giavazzi, 2001; Alesina y otros, 2005).

Los primeros resultados de las correcciones macroeconómicas son la expansión de la economía a un ritmo promedio de 4% anual desde mitad de 2016 con subas en el empleo y una contribución creciente de la inversión. Con el objetivo de consolidar y sostener el proceso de crecimiento económico, en diciembre de 2017, el Gobierno envió al Congreso una serie de reformas tributarias tendientes a mejorar la competitividad favoreciendo la creación de empleo registrado, la inversión y las exportaciones. A la ley de reforma tributaria se suman los acuerdos fiscales con las provincias que tienen como objetivo reducir impuestos distorsivos¹⁷.

Gráfico 1 | Cuña Fiscal Total en América Latina



*Estimado; ** Promedio no ponderado (20 países)

Nota: Individuo soltero sin hijos, con salario promedio. Excluye impuesto a las ganancias.

La cuña fiscal total es un porcentaje del costo salarial total excluyendo al salario neto.

Fuente: MTEySS y CEPAL (2017)

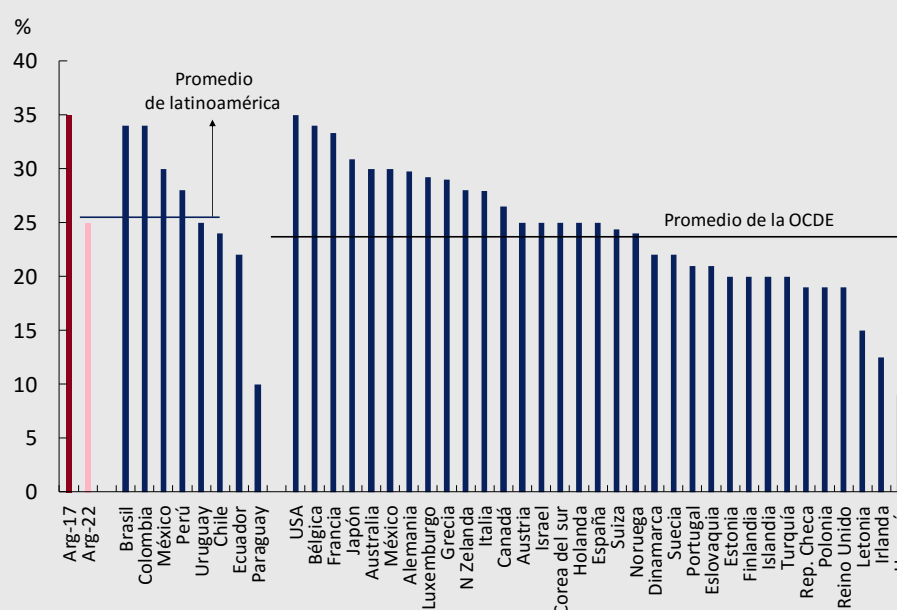
Entre los puntos más importantes de la reforma tributaria, se destaca el establecimiento de un mínimo no imponible creciente para las contribuciones patronales que reduce los costos laborales no salariales en 7,4 p.p. para 2022 (ver Gráfico 1). Esta medida implica prácticamente la eliminación del tributo para los salarios de los deciles inferiores, favoreciendo la reducción de la informalidad.

¹⁷ El sistema tributario argentino se caracteriza por la existencia de impuestos fuertemente distorsivos tales como el Impuesto sobre los Débitos y Créditos Bancarios, los Ingresos Brutos y los derechos de exportación.

Otros puntos relevantes de la reforma tributaria son la disminución de la alícuota del Impuesto a las Ganancias corporativas para la reinversión de utilidades (ver Gráfico 2), la reducción del plazo para la devolución del IVA y el pago a cuenta de ganancias del impuesto al cheque. La baja del impuesto a las personas jurídicas permitiría mejorar la posición de la Argentina en el ranking de países que ostentan las menores alícuotas para empresas, favoreciendo la atracción de inversiones en el país.

Por último, del acuerdo entre Nación y Provincias¹⁸, se desprende el compromiso de reducción gradual de la carga del Impuesto sobre los Ingresos Brutos, altamente distorsivo en el proceso productivo¹⁹. Además, las provincias se comprometieron a eliminar en forma inmediata tratamientos diferenciales basados en el lugar de radicación, la ubicación del establecimiento del contribuyente o el lugar de producción del bien.

Gráfico 2 | Cuña Fiscal Corporativa América Latina y OCDE



Fuente: KPGM y OCDE

La adopción de reformas estructurales y su impacto en la economía son procesos de mediano y largo plazo que resultan indispensables para alcanzar tasas de crecimiento del PIB per cápita de manera sostenida²⁰.

¹⁸ El gobierno nacional y los gobiernos provinciales firmaron el denominado Consenso Fiscal. Ley 27.429.

¹⁹ El impuesto a los Ingresos Brutos es un impuesto provincial que se aplica como porcentaje sobre la facturación de las firmas. Cada jurisdicción utiliza sus propias alícuotas y parámetros individuales para decidir si un tipo de empresa debe pagar o no. Se lo considera un impuesto altamente distorsivo ya que se aplica una alícuota sobre la facturación independientemente de sus ganancias. A diferencia del IVA, un bien que atraviesa diferentes etapas de producción puede verse afectado por el impuesto a los ingresos brutos en cada una de ellas acumulando dicha carga, lo cual profundiza su carácter de distorsivo.

²⁰ Australia es un ejemplo de economía que evidenció un crecimiento del ingreso per cápita sostenido y que ha logrado pasar a ser considerado un país avanzado. En su caso, el proceso de reforma estructural duró al menos tres décadas entre los '70s y '90s (Banks, 2005: Structural Reform Australian-style: Lessons for Others?)

Apartado 2 / La brecha de producto: Un modelo multivariado pequeño

El producto potencial y la brecha de producto son variables de especial interés para los bancos centrales. En particular, la brecha del producto es informativa acerca de las condiciones cíclicas de la economía y de la posible presencia de presiones tanto inflacionarias como deflacionarias.

Se trata en ambos casos de variables no observables que pueden estimarse usando diversas metodologías, desde métodos basados en la estimación de una función de producción hasta distintos filtros estadísticos. Al mismo tiempo es posible diferenciar dos nociones de producto potencial. Una de ellas refiere a la capacidad productiva de la economía en ausencia de *shocks* transitorios y plena utilización de los recursos. Albagli y Naudon (2015) llaman a esta medida producto tendencial. Asociado con este concepto, el Banco Central actualmente utiliza el método de la función de producción. En un horizonte de plazo más corto, el producto potencial sería aquel consistente una inflación estable²¹. En este caso, suele estimarse el producto potencial utilizando filtros univariados como el de Hodrick-Prescott (HP), así como los filtros de frecuencia en las versiones de Baxter-King y Christiano-Fitzgerald. Recientemente se ha difundido el uso de filtros o modelos multivariados, con diverso grado de complejidad y estructura. En lo que sigue se describe y estima un filtro multivariado para Argentina —con periodicidad anual en el intervalo 1993-2017— utilizando la metodología desarrollada por Benes et al. (2010), que ha sido adoptada con algunas variaciones por varios bancos centrales y diversos organismos internacionales²².

El modelo es estimado con métodos bayesianos (que combinan *supuestos a priori* y el análisis de datos) y empleando el filtro de Kalman²³. Así, un vector de datos de variables observables (que incluyen PIB, desempleo e inflación²⁴) se descompone en sus componentes (inobservables): tendencia y ciclo. Se obtienen como resultado el producto potencial, la brecha de producto, el crecimiento potencial, la tasa de desempleo consistente con una inflación estable (o NAIRU²⁵, por sus siglas en inglés) y la brecha de desempleo (entendida como la diferencia entre la NAIRU y la tasa de desempleo efectivo).

La estructura del modelo comprende tres grupos de ecuaciones. Las primeras describen el comportamiento del producto, la determinación de la brecha y el producto potencial. En segundo lugar, se incorpora la curva de Phillips, que describe la dinámica de la inflación, que depende de la brecha de producto y las expectativas sobre la inflación futura y también se incorpora un componente *backward-looking*. Finalmente, un tercer conjunto de ecuaciones describe al mercado de trabajo: la brecha de desempleo y su relación con la brecha de producto.

PIB y crecimiento:

$$\begin{aligned} y_t &= Y_t - \bar{Y}_t \\ \bar{Y}_t &= \bar{Y}_{t-1} + G_t + \varepsilon_t^{\bar{Y}} \\ G_t &= 0,15G^{SS} + 0,85G_{t-1} + \varepsilon_t^G \\ y_t &= 0,41y_{t-1} + \varepsilon_t^y \end{aligned}$$

²¹ Existen, no obstante, otros puntos de vista sobre el producto potencial. En los modelos neo-keynesianos, se lo suele definir como aquel nivel asociado a precios y salarios puramente flexibles, es decir, sin rigideces nominales. Por otra parte, aun en un entorno de inflación baja y estable, el producto podría ubicarse en un sendero no sostenible, debido a la presencia de desbalances financieros. Por este motivo, y sobre todo a partir de la crisis internacional de 2008, instituciones de países con importante profundidad financiera han desarrollado cálculos de producto potencial “financieramente neutrales” que incluyen índices de condiciones financieras (Borio et al., 2013; Melolinna y Tóth, 2016).

²² Entre los países cuyos bancos centrales utilizan o emplearon esta técnica se encuentran Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Reino Unido, Nueva Zelanda y Perú. Además, el Banco Central Europeo y organismos internacionales como el FMI y el BIS realizan estimaciones bajo esta metodología.

²³ En particular, se utilizó el método de máxima verosimilitud regularizada. Para más información, ver Ljung, L. (1999).

²⁴ Adicionalmente, el modelo incorpora las condiciones de estado estacionario en cuanto a crecimiento económico y desempleo, supuestos que fueron completados a partir del promedio histórico de las series desde 2004.

²⁵ Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment.

Curva de Phillips:

$$\pi_t = 0,5\pi_{t-1} + 0,5\pi_{t+1} + 0,32y_t + \varepsilon_t^\pi$$

Mercado de trabajo:

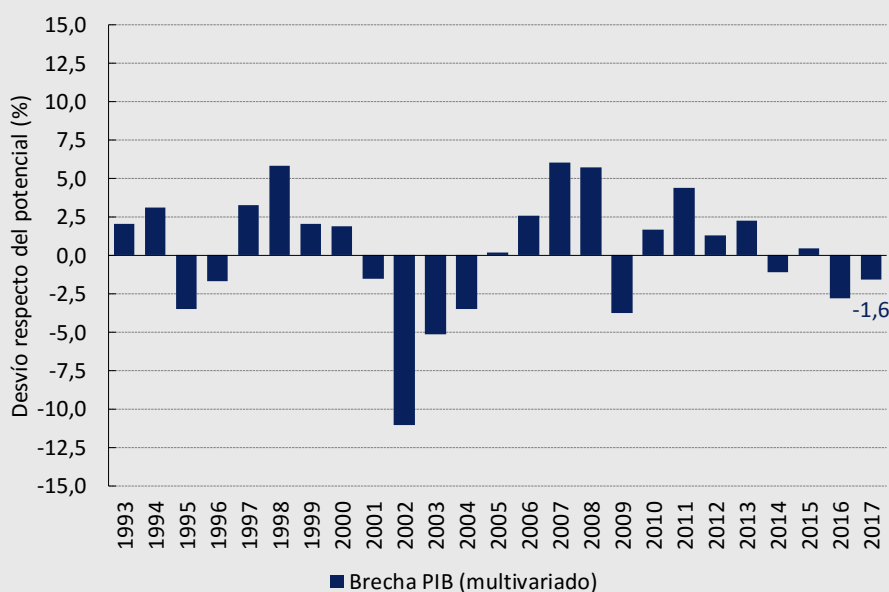
$$u_t = \bar{U}_t - U_t$$

$$\bar{U}_t = (0,10\bar{U}^{SS} + 0,90\bar{U}_{t-1}) + \bar{U}_t^G + \varepsilon_t^{\bar{U}}$$

$$\bar{U}_t^G = 0,92\bar{U}_{t-1}^G + \varepsilon_t^{\bar{U}^G}$$

$$u_t = 0,23u_{t-1} + 0,48y_t + \varepsilon_t^u$$

Donde y_t es la brecha de producto, Y_t el nivel del PIB (en logaritmos), \bar{Y}_t el nivel de producto potencial (en logaritmos), G_t la tasa de crecimiento potencial, G^{SS} el crecimiento del estado estacionario, u_t la brecha de desempleo, \bar{U}_t la tasa de desempleo NAIRU, U_t la tasa de desempleo, \bar{U}^{SS} la tasa de desempleo de estado estacionario y \bar{U}_t^G la variación en la tendencia de NAIRU. A su vez, se definen seis posibles tipos de *shocks*: al nivel de producto potencial ($\varepsilon_t^{\bar{Y}}$), a la tasa de crecimiento potencial (ε_t^G), a la brecha de producto (ε_t^y), a la inflación (ε_t^π), a la NAIRU ($\varepsilon_t^{\bar{U}}$), a la tendencia de la NAIRU ($\varepsilon_t^{\bar{U}^G}$) y a la brecha de desempleo (ε_t^u).

Gráfico 1 | Brecha del producto

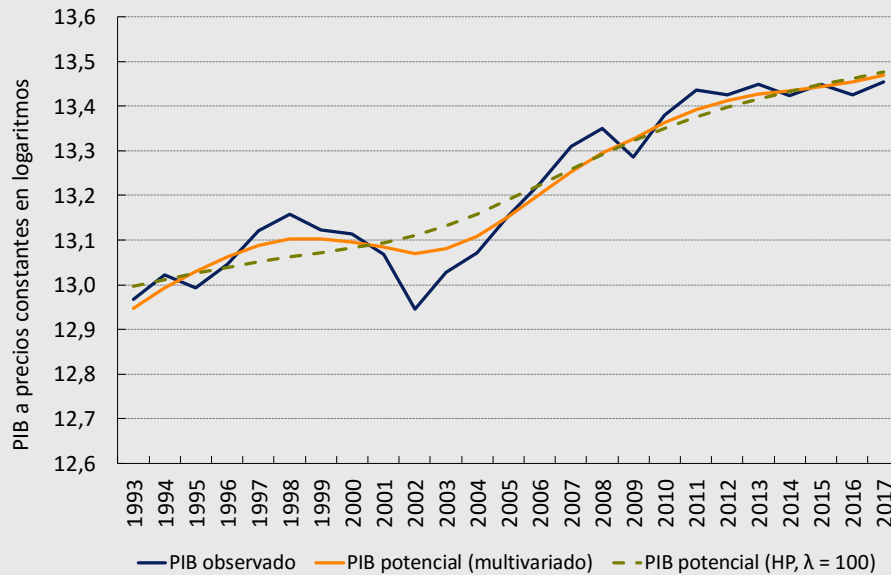
Fuente: BCRA, INDEC, DGEyC GCBA y DPEyC San Luis

En el Gráfico 1 se observa la brecha de producto, entendida como el desvío del producto respecto a su potencial, en porcentaje. Resulta posible distinguir varios períodos diferenciados, en los cuales la brecha del producto alterna su signo. El período 1999-2002, signado por la crisis económica, concluye con una pronunciada brecha negativa del producto. Desde 2003, la economía empieza un proceso de recuperación y crecimiento²⁶. En este sentido, la brecha de producto vuelve a ser positiva en 2005. Este signo será sostenido hasta 2015, con la excepción de los años 2009 y 2014. En ambos años, se torna negativa por un

²⁶ La brecha de desempleo evoluciona en forma similar, en cuanto a los signos y las tendencias que se presentan cada año, a la brecha de producto en el período 1993-2004. Durante el período 2005-2015 la variable no presenta en ningún año un valor negativo (mientras que la brecha de producto lo tiene en 2009 y 2014). En tanto, el bienio final presenta nuevamente una brecha negativa (-1,1% en 2016 y -1,5% en 2017).

doble efecto de un crecimiento potencial positivo y una caída del PIB (esta depresión se vincula en el primer caso con los efectos de la crisis financiera internacional; mientras que en 2014 se relaciona, entre otros factores, con la depreciación de enero de ese año). Sobre el final de la muestra se observa una brecha del producto negativa en 2016 (-2,8%), la que tiende a cerrarse en 2017 con un valor de -1,6%.

Gráfico 2 | PIB y PIB potencial



Fuente: BCRA, INDEC, DGEyC GCBA y DPEyC San Luis

En el Gráfico 2 se exponen el PIB y del producto potencial estimado a partir de la metodología propuesta. Para contar con una referencia respecto a esta última variable, se incorpora el cálculo hecho a partir del filtro HP²⁷. Se observa que al final del intervalo, las series resultan similares. En tanto, las principales diferencias tienen lugar en el intervalo 1996-2005, donde el filtro multivariado capta con mayor proximidad la evolución de corto plazo del PIB en moneda constante. Por este motivo, las brechas son menores en valor absoluto respecto del cálculo mediante el filtro HP.

Referencias

- Albagli, E. y Naudon, A. (2015). ¿De Qué Hablamos Cuando Hablamos de Producto Potencial? Mimeo Banco Central de Chile.
- Benes, J., Clinton, K., García-Saltos, R., Johnson, M., Laxton, D., Manchev, P. y Mathenson, T. (2010). Estimating Potential Output with a Multivariate Filter. IMF Working Paper WP 10/285.
- Borio, C., Disyatat, P. y Juselius, M. (2013). Rethinking Potential Output: Embedding Information about the Financial Cycle. BIS Working Papers No. 404.
- Ljung, L. (1999). System Identification: Theory for the User (2da ed.). Upper Saddle River. New Jersey: Prentice Hall.
- Melolinna, M. y Tóth, M. (2016). Output Gaps, Inflation and Financial Cycles in the United Kingdom. Bank of England Staff Working Paper No. 585.

²⁷ Acorde a ciertas técnicas estándar para las frecuencias anuales, se eligió un parámetro de suavizamiento de $\lambda = 100$.

4. Precios

El año 2017 finalizó con una inflación de 24,8% i.a., marcando una caída de 11,8 puntos porcentuales respecto del año previo²⁸. Esta desaceleración se dio en un contexto de libre flotación del tipo de cambio y de recomposición de tarifas de servicios públicos. La inflación núcleo se ubicó en 21,1% i.a., la menor variación desde 2009.

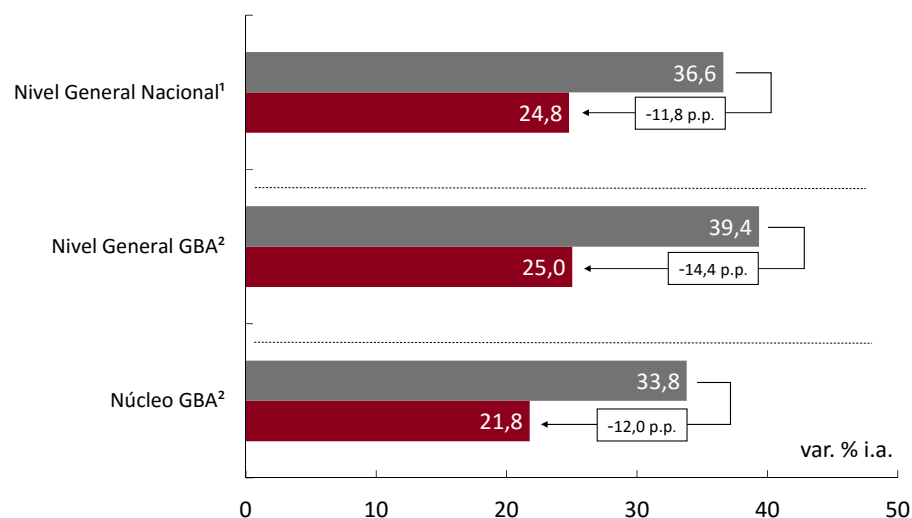
La inflación núcleo, sobre la cual opera la política monetaria, continuó desacelerándose durante la última parte del año. Esta dinámica se observó más allá del impacto directo que tuvieron sobre la misma los aumentos de las tarifas de los servicios públicos concentrados en diciembre. La suba del componente núcleo fue de 1,4% promedio mensual en el último trimestre de 2017, la más baja de los últimos seis años.

Las expectativas de inflación de los analistas de mercado prevén la desinflación continuará en los próximos años. Las estimaciones para 2018 se revisaron ligeramente al alza respecto del anterior IPOM, respondiendo básicamente a una corrección al alza en los precios regulados.

4.1 La inflación se desaceleró durante 2017.

La inflación se desaceleró significativamente durante 2017, con una caída de 11,8 puntos porcentuales (p.p.) respecto del año previo, según el indicador nacional, y de 14,4 p.p., según el IPC GBA²⁹. En diciembre, la inflación núcleo se ubicó en 21,1% i.a., 12,7 p.p. por debajo de 2016, la más baja desde 2009. Los precios de los bienes y servicios regulados (38,7% i.a.) se ajustaron por encima del nivel general, mientras que los Estacionales (21,5%) se incrementaron en línea con la inflación núcleo (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | Inflación interanual. Nivel general y Núcleo



¹ IPC Nacional empalmado con IPC-NP (promedio ponderado por gasto en base a los IPCs de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis)

² IPC-GBA empalmado con IPC de la Ciudad de Buenos Aires

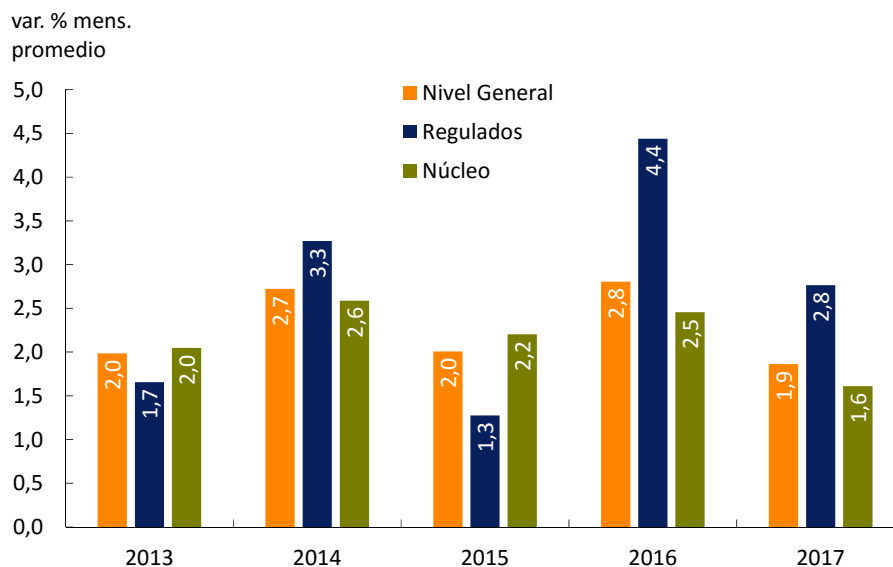
Fuente: INDEC y Direcciones de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba

²⁸ Se considera la serie de IPC del INDEC de cobertura Nacional a partir de dic-16, empalmada con el IPC NP calculado por el BCRA a partir de los IPCs de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis.

²⁹ IPC GBA elaborado por INDEC desde abril de 2016 empalmado con el IPC de la Ciudad de Buenos Aires.

La desinflación lograda en 2017 respondió a una fuerte desaceleración de la inflación núcleo, en un contexto de recomposición de precios relativos de los servicios regulados. En 2017 la tasa de aumento promedio mensual de la inflación núcleo fue de 1,6%, la más baja de los últimos años; en tanto, el crecimiento medio de los Regulados fue de 2,8%. Estos últimos explicaron más del 30% de la inflación, una proporción mayor a la de otros años recientes con inflaciones similares (2013 y 2015; ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2 | Inflación. Tasas de aumento promedio por componente



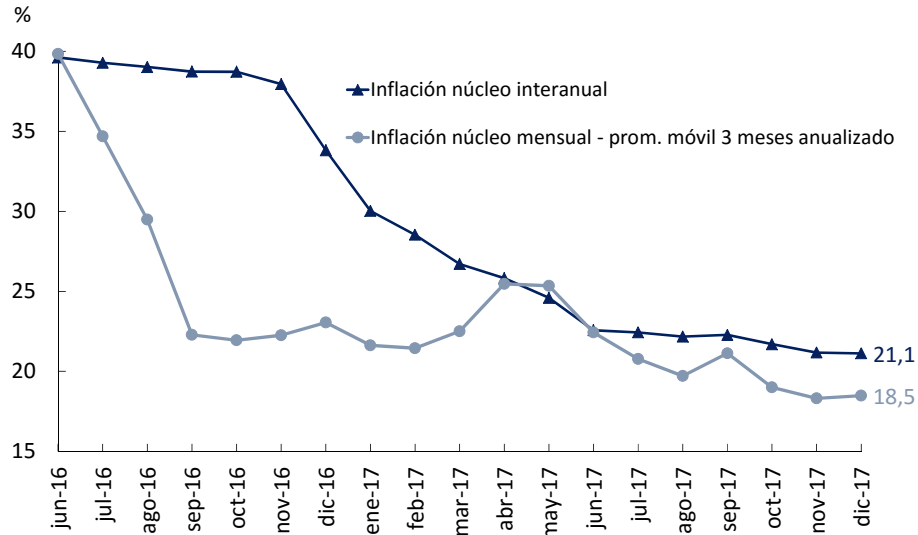
Fuente: INDEC y Dirección Estadística y Censos - GCBA

En el último trimestre, la variación promedio mensual del IPC se incrementó como resultado de los ajustes de ítems Regulados, impulsando una aceleración en términos interanuales. Puntualmente, en diciembre coincidieron aumentos en las tarifas de servicios públicos (electricidad y gas), naftas y prepagas. En el último mes del año el índice de Regulados registró una variación mensual de 9,1%, llevando a que la inflación crezca a una tasa del 3,1%.

Durante el cuarto trimestre, la inflación núcleo continuó desacelerándose a pesar del impacto directo de la suba de insumos energéticos (electricidad y gas) en las expensas³⁰. También presionaron al alza de la inflación núcleo algunos aumentos salariales puntuales como los de servicio doméstico y encargados de edificios a través de un bono anual. El promedio móvil tres meses de la inflación núcleo mensual registró el mínimo de los últimos seis años, ubicándose en términos anualizados en 18,5% (ver Gráfico 4.3).

³⁰ Por el impacto dentro de las expensas del aumento de los servicios de luz y gas.

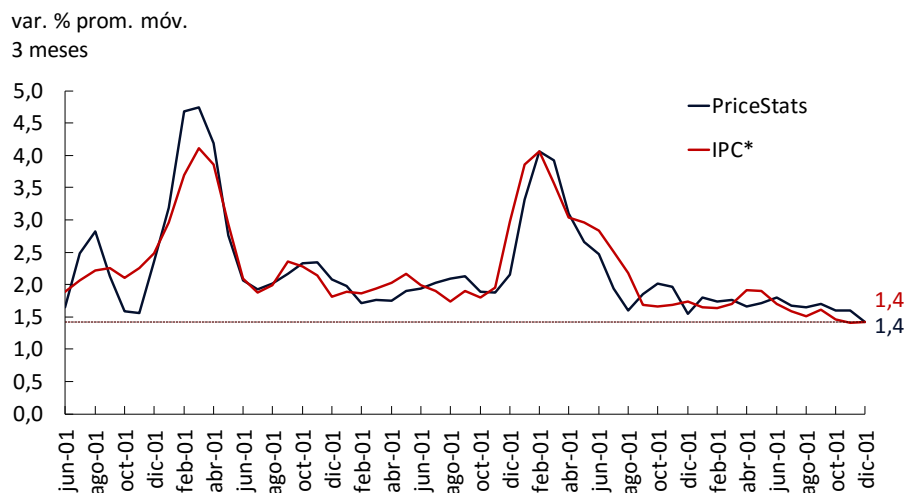
Gráfico 4.3 | Inflación núcleo. IPC



*Nota: Se utilizó las serie de inflación núcleo del IPC de cobertura nacional desde enero 2017; entre mayo y diciembre 2016, el IPC GBA y hacia atrás, el IPCBA
Fuente: INDEC y Dirección General de Estadística y Censos - GCBA

Distintos indicadores de alta frecuencia disponibles, que presentan una elevada correlación con la evolución de la inflación núcleo, también mostraron una desaceleración en los últimos meses del año. El índice que elabora PriceStats pasó a crecer a un ritmo mensual de 1,4% en el último trimestre de 2017, tras haber exhibido una tasa de suba de 1,7% la primera parte del año (ver Gráfico 4.4).

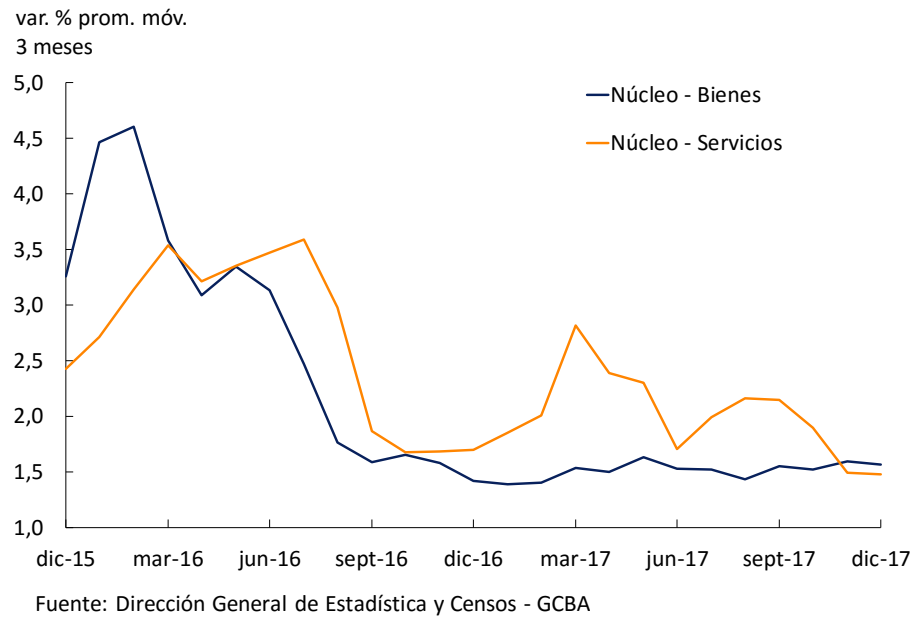
Gráfico 4.4 | Inflación núcleo e indicadores adelantados.



*Nota: Se utilizaron las series del IPC de cobertura nacional desde enero 2017; entre mayo 2016 y diciembre 2016, el IPC GBA y hacia atrás el IPC de la Ciudad de Buenos Aires
Fuente: INDEC, Dirección General de Estadística y Censos - GCBA y State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

La descomposición de la inflación núcleo en bienes y servicios³⁴ muestra una desaceleración de los servicios en el cuarto trimestre del año. Esta dinámica es consistente con la evolución de los salarios. Los bienes mantuvieron un ritmo de suba relativamente estable y acotada durante el año, con un comportamiento disociado de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal. La relación entre los precios de los bienes y los servicios privados se mantuvo relativamente estable en el último trimestre (ver Gráfico 4.5).

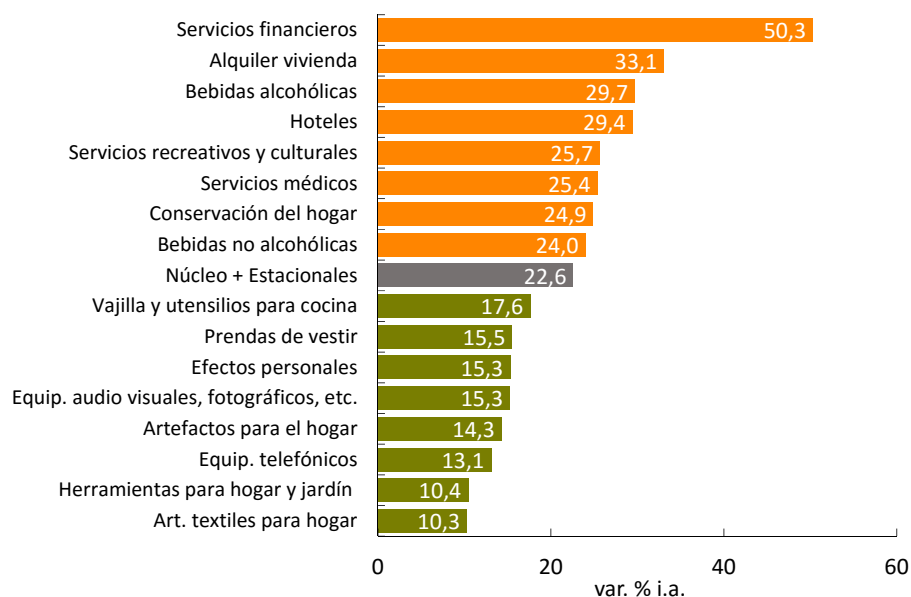
Gráfico 4.5 | IPC CABA. Descomposición de la inflación núcleo.



Los precios de los bienes contribuyeron mayormente a la desaceleración interanual de la inflación núcleo, derivando en una disminución relativa de los precios de los bienes respecto de los servicios privados. A diciembre de 2017 el 25% de las agrupaciones que más aumentaron en términos interanuales corresponden mayormente a servicios, entre los que se destacaron los alquileres, los servicios financieros, el alojamiento turístico y los servicios recreativos. En el otro extremo, los menores incrementos de precios corresponden básicamente a grupos con alto componente de bienes, que se encuentran más expuestos a la competencia externa y a los progresos tecnológicos (ver Gráfico 4.6). Puntualmente los alimentos para consumir en el hogar, que representan aproximadamente el 18,6% del componente núcleo más estacionales, registraron un alza interanual de 20,5%, ligeramente inferior a la del promedio del agregado.

³⁴ Para analizar el comportamiento de la inflación núcleo por bienes y servicios se utilizará el IPC de la Ciudad de Buenos Aires, dado que no se dispone de suficiente información desagregada para realizar este análisis sobre el IPC que elabora el INDEC. La dinámica de los precios de los bienes y servicios en ambos indicadores resulta similar, tanto a nivel mensual como en la variación acumulada anual.

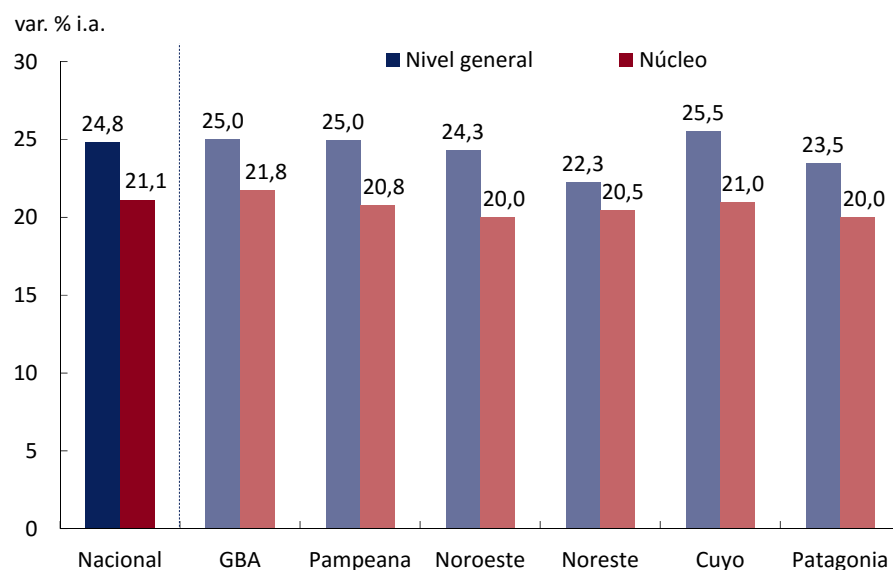
Gráfico 4.6 | IPC CABA 2017 por grupos. Primer y cuarto cuartil



Fuente: Dirección General de Estadística y Censos - GCBA

A nivel de regiones la inflación núcleo fue relativamente homogénea en 2017. Sin embargo, algunas diferencias en la evolución de los regulados llevaron a que la inflación nivel general sea ligeramente más heterogénea. El Noreste acumuló la menor suba del nivel general de precios en términos interanuales al crecer 22,3%, mientras que Cuyo exhibió el mayor aumento (ver Gráfico 4.7).

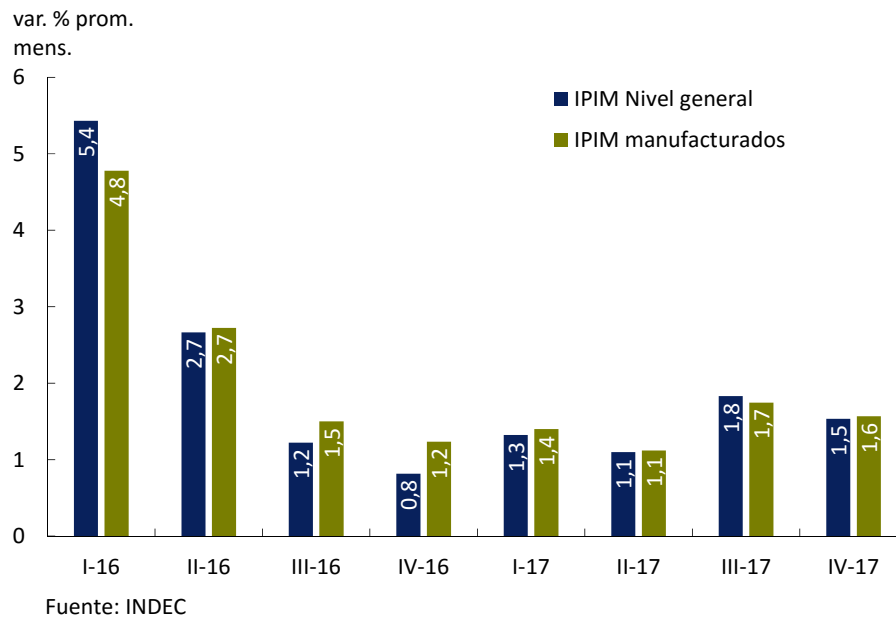
Gráfico 4.7 | Inflación interanual por regiones



Fuente: INDEC

Los precios mayoristas³² finalizaron 2017 con un alza de 18,8% i.a., 15,7 p.p. por debajo de 2016. Estos precios, mayormente transables, crecieron a tasas similares a la de los bienes del IPC nacional y terminaron el año con un aumento interanual que se ubicó 6 p.p. por debajo de los precios al consumidor (IPC Nacional). La variación promedio del último trimestre fue de 1,5%, desacelerándose 0,3 p.p. respecto del trimestre previo. Las menores tasas de aumento se registraron en la mayoría de sus componentes (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | IPIM. Nivel General y Manufacturados

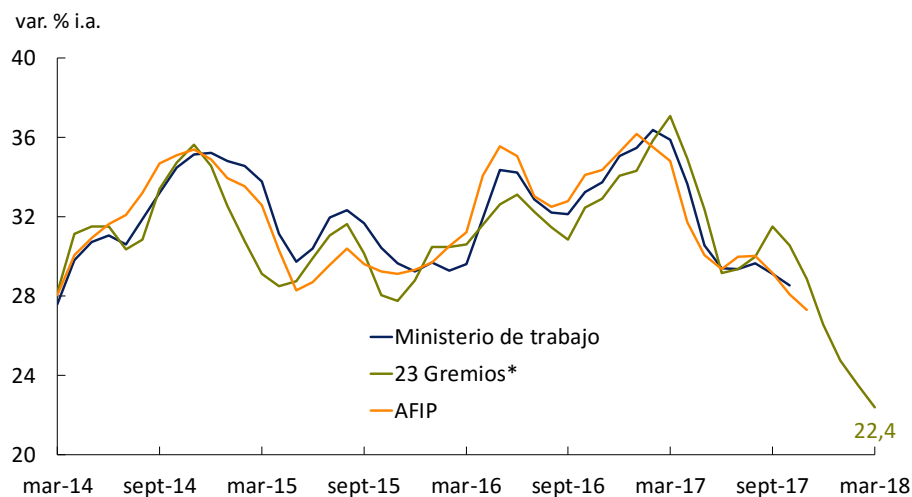


4.2 Los salarios nominales moderaron su tasa de crecimiento

En el cuarto trimestre los salarios nominales habrían aumentado a una tasa menor a la del trimestre previo. Esta dinámica se debió a que la estructuración de los acuerdos paritarios prácticamente no contempló ajustes para los últimos meses del año.

La mayor parte de las cláusulas de ajuste o revisión de la pauta salarial incluidas en las paritarias no entraron en vigor, dado que la inflación se ubicó por debajo de los aumentos salariales acordados. El salario nominal habría finalizado 2017 con un alza 2% superior a la de la inflación acumulada en el mismo año. A inicios de 2018 continuaría reduciéndose el ritmo de incremento interanual de los salarios (ver Gráfico 4.9).

³² La canasta del índice de precios mayorista a precios de mercado (IPIM) está compuesta principalmente por bienes.

Gráfico 4.9 | Salarios nominales. Sector privado formal.

*La estimación de los 23 gremios se realiza ponderando el salario de cada gremio por el empleo privado formal de cada sector. Se consideraron solo aquellos gremios que no deben renovar paritarias en el primer trimestre del año.

Fuente: MTEySS, AFIP y BCRA

Se estima que las negociaciones salariales de 2018 mantendrán la modalidad aplicada durante 2017, en la que tomó relevancia la dinámica futura de los precios en detrimento de la evolución pasada. En este marco, se espera que las negociaciones salariales sean consistentes con las metas de inflación para el año. Asimismo, podrían contemplarse cláusulas que permitan ajustes si la inflación supera cierto umbral.

4.3 El sendero de desinflación continuaría en 2018

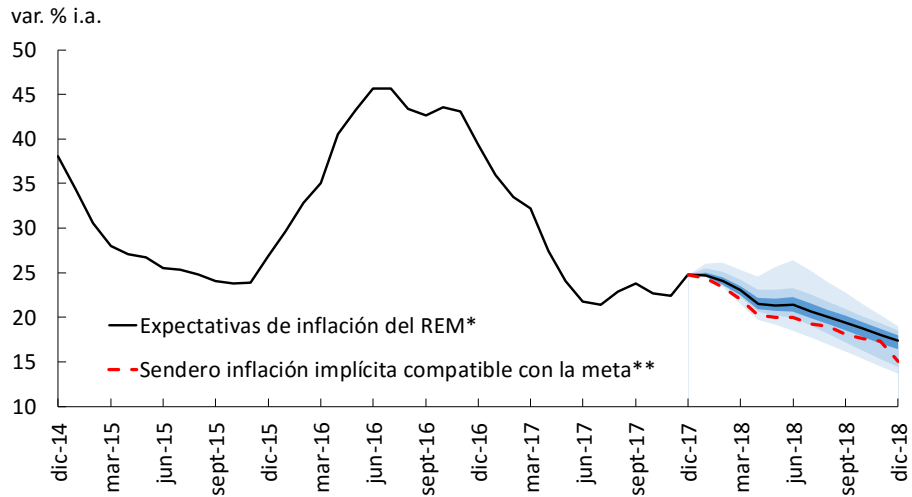
Las expectativas de los analistas de mercado reflejan la continuidad del proceso de desinflación. Para diciembre de 2018, el REM estima que la inflación se ubicará en 17,4%, 7,4 p.p. por debajo de la inflación de 2017.

Respecto al relevamiento de septiembre pasado, la inflación esperada para 2018³³ se elevó 1,7 p.p. como resultado de un ajuste mayor al previsto en los precios de los servicios regulados. La proyección implícita en el REM del componente regulados subió hasta 25,8% i.a. para 2018 (+4,2 p.p. respecto al IPOM anterior), mientras que la inflación núcleo esperada se elevó 0,9 p.p. a 14,9% i.a.

La nueva meta de inflación para diciembre de 2018 (15% i.a.) se ubica dentro del rango de inflación esperada del REM (ver Gráfico 4.10). No obstante, la mediana de las previsiones del mercado supera en 2,4 p.p. la meta. De cumplirse las previsiones del mercado, la inflación de 2018 sería la más baja de los últimos nueve años.

³³ Estos resultados corresponden al relevamiento realizado entre el 22 de diciembre y las 9 horas del día 28 de diciembre de 2017, momento previo al anuncio de la modificación de las metas de inflación.

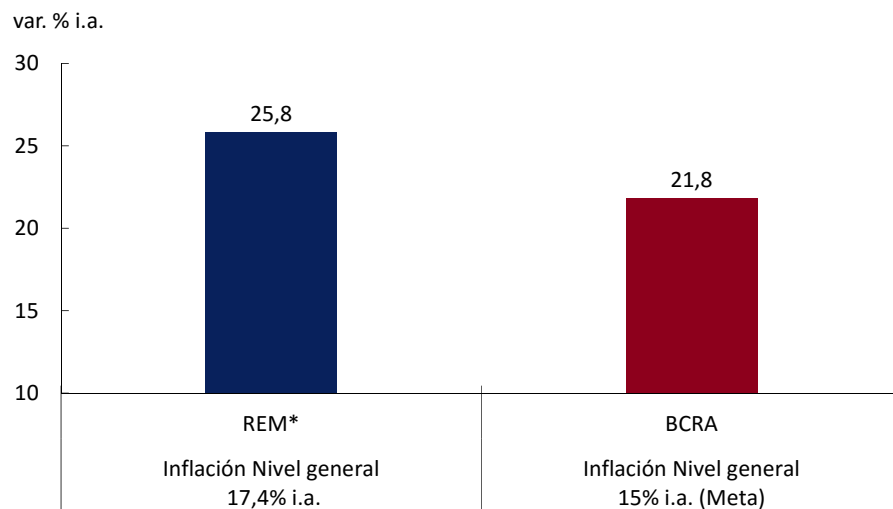
Gráfico 4.10 | Expectativas de inflación del REM y sendero compatible con la meta



*IPC nacional, empalmado con IPC GBA e IPC CABA. Los datos para el segundo semestre 2018 son una interpolación lineal entre la última estimación mensual del REM y la interanual de dic-18. Las áreas azules representan la distribución de respuestas, desde el mínimo al máximo separadas por cuartiles.
 **Corresponde a una variación mensual constante de precios, de manera tal de alcanzar 15% i.a. en dic-18.
 Fuente: INDEC, Dirección General de Estadística y Censos - GCBA y REM-BCRA (dic-17)

La variación de Regulados implícita en las proyecciones del REM se ubican por encima de la estimación del BCRA realizada en base a la información disponible al presente. Para las tarifas de servicios públicos y transporte se cuenta con información de anuncios y/o audiencias públicas. Para el resto de ítems incluidos en los Regulados se supone una trayectoria consistente con la meta fijada para el presente año. Utilizando la información antes descrita, el aumento previsto para Regulados en 2018 sería de 21,8% i.a. (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11 | Inflación de Regulados. Implícita en las expectativas del REM y estimación del BCRA. Diciembre 2018



*Variación interanual esperada implícita a partir de la mediana de las estimaciones de Nivel general (17,4% i.a.) y Núcleo (14,9% i.a.) informadas en el REM de dic-17
 Fuente: INDEC y REM-BCRA (dic-17)

La mayor parte de los aumentos previstos para todo el año se concentraría en el primer semestre. El transporte público subirá en febrero, abril y junio. La primera actualización del transporte público coincide con la implementación del sistema “RED SUBE”, esquema que contempla la aplicación de descuentos a viajes integrados. Debido a la introducción de este nuevo sistema, el alza que enfrentarán los consumidores será menor en promedio (ver Apartado 3 / ¿Cuánto aumenta el transporte público?). Las tarifas de electricidad y gas tendrían un primer ajuste en febrero y abril, respectivamente (ver Cuadro 4.2).

Cuadro 4.1 | Aumentos esperados de servicios regulados 2018. IPC nacional.

	1er Semestre		2do Semestre		2018	
	var. %	inc. (en p.p.)	var. %	incidencia	var. % i.a.	incidencia
Regulados	13,5	3,1	7,3	1,8	21,8	5,1
Servicios públicos	20,2	1,6	10,9	1,0	33,3	2,8
Otros regulados	9,4	1,5	5,2	0,8	15,0	2,3

*Electricidad, Gas, Agua, Colectivo, Tren y Subte

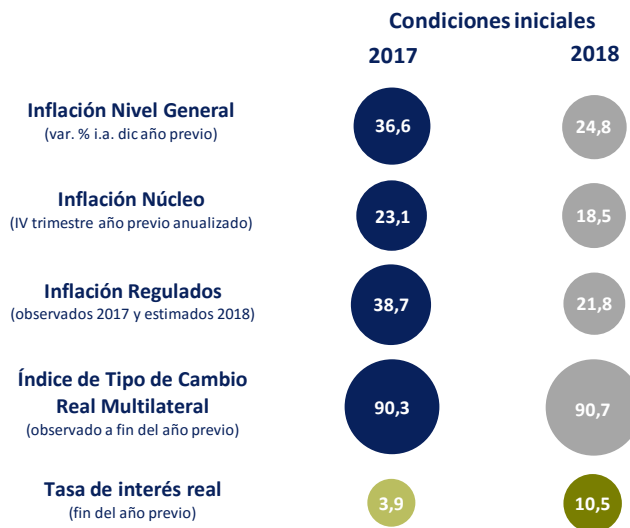
Cuadro 4.2 | Aumentos esperados de servicios regulados para el primer semestre 2018. (IPC nacional; var. % mens.)

Servicio	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	1er sem. 2018
Agua	-	-	-	-	20%	-	20%
Electricidad	-	16%	-	-	-	-	16%
Gas	-	-	-	25%	-	-	25%
Colectivo	1%	8%	1%	6%	1%	6%	25%
Ferrocarril	-	3%	-	5%	-	4%	12%
Subte	-	-6%	-	21%	-	6%	21%

Fuente: BCRA

Las condiciones iniciales para el cumplimiento de la meta de inflación para 2018 son más favorables que las del año previo. La variación interanual del nivel general se ubicó en 24,8% en diciembre 2017, 11,8 p.p. por debajo de la de 2016; la inflación núcleo anualizada del último trimestre de 2017 fue de 18,5% (vs. 23,1% en 2016); la previsión de ajuste de los Regulados para 2018 es significativamente inferior al aumento observado en 2017; el Tipo de Cambio Real Multilateral se mantuvo prácticamente sin cambios en 2017 y el sesgo de la política monetaria a fines de 2017 es más contractivo que el de igual período del año anterior (ver Gráfico 4.12 y Capítulo 5. Política Monetaria).

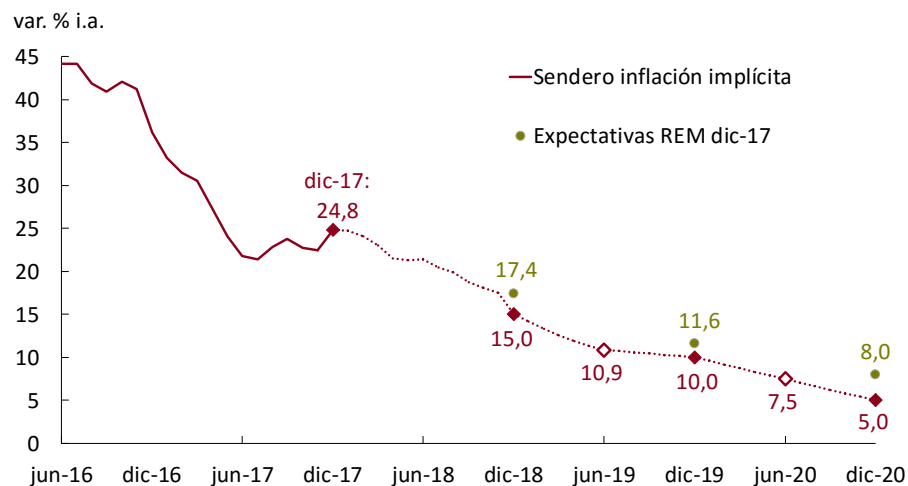
Gráfico 4.12 | Condiciones iniciales



Fuente: BCRA

Para 2019 y 2020 el REM prevé una inflación descendente de 11,6% i.a. y 8% i.a., respectivamente, en línea con las nuevas metas de inflación. Para 2019 las previsiones se ubican 1,6% p.p. por encima de la meta y para 2020, 3 p.p. (ver Gráfico 4.13).

Gráfico 4.13 | Metas de inflación y expectativas. 2018-2020



Nota: IPC Nacional de INDEC empalmado con el IPC-GBA e IPC-NP (promedio ponderado de los IPC de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba). Para calcular el sendero de inflación se utilizaron las variaciones mensuales del REM para el primer semestre 2018 y luego una interpolación lineal. Fuente: INDEC, Direcciones de Estadística de CABA, San Luis y Córdoba y REM-BCRA

Apartado 3 / ¿Cuánto aumenta el transporte público?

El Ministerio de Transporte de la Nación dispuso que a partir del primero de febrero del corriente año entrarán en vigor nuevos cuadros tarifarios para el transporte público de pasajeros del Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA). También se anunciaron los cuadros que entrarán en vigor en abril y junio. Juntamente con el anuncio de los aumentos se puso en marcha la “Red SUBE”, un sistema que integra todos los modos de transporte público del AMBA (colectivos, trenes y subtes) para poder ofrecer descuentos a quienes realizan una o más combinaciones.

Con la entrada en vigor de la “Red SUBE” el primer medio de transporte que tome el pasajero se pagará a valor pleno. El segundo medio de transporte utilizado en un lapso menor a las dos horas tendrá un descuento del 50%, mientras que del tercero solo se pagará un 25% del valor del boleto. El aumento planteado para febrero del valor del boleto pleno para trenes y colectivos es de aproximadamente 33%. En los tramos en que aplique el 50% (25%) de descuento, la tarifa pagada se reducirá en 33% (66%) respecto de los valores previos al aumento. El valor del pasaje de subte se mantiene sin cambios en febrero³⁴ para aquellos que paguen precio pleno y se reduce en 50% y 75% para las tarifas con descuento.

Para estimar el impacto sobre el índice de estos medios de transporte en el IPC en febrero es necesario contar con la proporción de los boletos que pagarán el precio pleno y con cada descuento. A estos fines realizaremos tres supuestos de proporcionalidades. Según el supuesto de distribución que se utilice, los aumentos de trenes y colectivos se ubicarían entre 0% y 15%, mientras que el precio del subte se reduciría entre 14% y 25%.

Cuadro I | Impacto del aumento en el costo del transporte en el índice de precios en febrero

	Feb-18		Supuesto 1	Supuesto 2	Supuesto 3
	Tren/Colectivo	Subte			
Precio pleno	33%	0%	75%	65%	55%
50% del precio pleno	-33%	-50%	20%	28%	35%
25% del precio pleno	-67%	-75%	5%	8%	10%
variación tren/colectivo			15,0%	7,5%	0,0%
variación subte			-13,8%	-19,4%	-25,0%
variación índice tren, colectivo y subte en GBA			13,9%	6,5%	-1,0%

Fuente: BCRA

Para estimar el efecto sobre el IPC GBA, suponiendo que el INDEC considere estos descuentos, es necesario contar con los ponderadores de cada uno de estos medios de transporte en el índice. La metodología del actual IPC GBA publica la ponderación de transporte público, que es de 2,8%, pero no la desagregación de sus componentes (colectivo, tren, subte y taxi). Para estimar la ponderación de cada uno de estos componentes se consideró la participación relativa que tenían en el transporte público de pasajeros del IPC GBA base 2008. Según esta publicación, el colectivo representaba el 67% del agregado, mientras que el tren explicaba el 8%, el subte el 3% y el taxi el 22% restante. Utilizando la información antes descripta y la ponderación actual de transporte público de pasajeros, el ponderador en el IPC GBA sería de: 1,9% para colectivos, 0,2% para trenes, 0,1% para subte y de 0,6% para taxi.

En base a estos ponderadores, el índice de transporte público del GBA (excluyendo taxi) registraría una variación en febrero que se podría ubicar entre -1% y 14%, dependiendo del supuesto que se tome. Si se considera que la ponderación del GBA en el índice nacional es cercana al 50%, la variación de este componente en el nacional se reduciría prácticamente a la mitad, con una incidencia que podría variar entre 0 y 0,2 p.p.

³⁴ El aumento está previsto para abril y junio.

Apartado 4 / Traspaso de tipo de cambio a precios: evidencia internacional

La relación entre las variaciones en el tipo de cambio nominal y la evolución de los precios domésticos es de gran relevancia para la política monetaria. Usualmente, dicha relación es estudiada a través de los coeficientes de traspaso, los cuales estiman la reacción del nivel de precios a variaciones en el tipo de cambio nominal. Conceptualmente, estos coeficientes varían de acuerdo a la causa subyacente del movimiento inicial en el tipo de cambio. Por ejemplo, *shocks* nominales se asocian a un traslado más alto del tipo de cambio a los precios, mientras que *shocks* reales, como cambios en los términos del intercambio, la demanda, etc., se asocian a coeficientes de traspaso menores. Así, es de esperar que en economías inflacionarias con una preponderancia de *shocks* nominales el traspaso sea mayor que en economías con metas de inflación. En este apartado se evalúa la evidencia internacional acerca de cómo la adopción de regímenes de metas de inflación afectó el traspaso de tipo de cambio a precios, distinguiendo entre *shocks* nominales y reales. El objetivo es tratar de entender qué es de esperar para la relación entre tipo de cambio y precios en Argentina al consolidarse una inflación baja y estable, bajo un esquema de metas de inflación.

La muestra considerada incluye cinco países emergentes que adoptaron el régimen de metas de inflación luego de un período prolongado de inflación moderada/alta. En la siguiente tabla se presentan los períodos considerados para cada economía³⁵ y la inflación interanual promedio en cada uno de ellos.

Tabla 1 | Inflación promedio antes y después de la adopción del régimen de metas de inflación

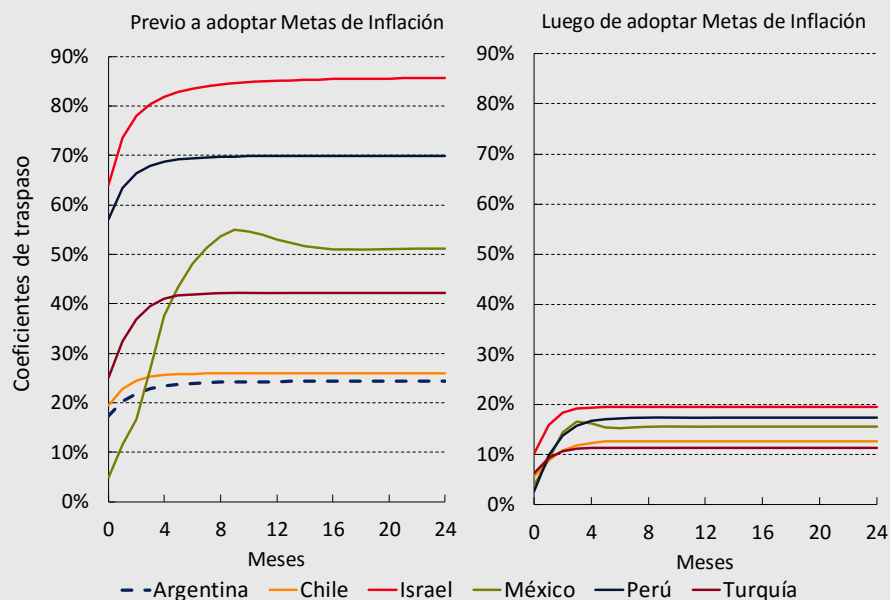
	Chile		Israel		México		Perú		Turquía	
	Pre MI	Post MI	Pre MI	Post MI	Pre MI	Post MI	Pre MI	Post MI	Pre MI	Post MI
	1983-1998	2000-2017	1983-1996	1998-2017	1989-2000	2002-2017	1983-2001	2002-2017	1987-2005	2006-2017
Inflación IPC	15.7%	3.3%	70.2%	1.9%	19.2%	4.2%	684.8%	2.9%	60.9%	8.5%

Fuente: BCRA en base datos del BIS

A partir de un modelo de vectores auto-regresivos se puede estimar la reacción de la inflación a un *shock* al tipo de cambio nominal. El Gráfico 1 muestra la fracción de las innovaciones en el tipo de cambio que se trasladan a los precios, y el tiempo que tardan en hacerlo, antes y después de la adopción del régimen de metas de inflación. En Israel, por ejemplo, antes de la adopción de metas de inflación, la reacción inmediata de los precios a una depreciación de la moneda era de 64% en el acto y con el correr del tiempo llegaba a 86%. Luego de la adopción del régimen de metas de inflación estos guarismos cayeron a un efecto inmediato de 10% y un efecto de largo plazo de 19%. El mismo patrón se observa para todos los países de la muestra.

³⁵ Las fechas de adopción del régimen de metas de inflación fueron tomadas de Hammond, Gill (2012). "State of the art inflation targeting", Bank of England.

Gráfico 1 | Traspaso Incondicional de tipo de cambio nominal a precios IPC



Fuente: BCRA en base datos del BIS

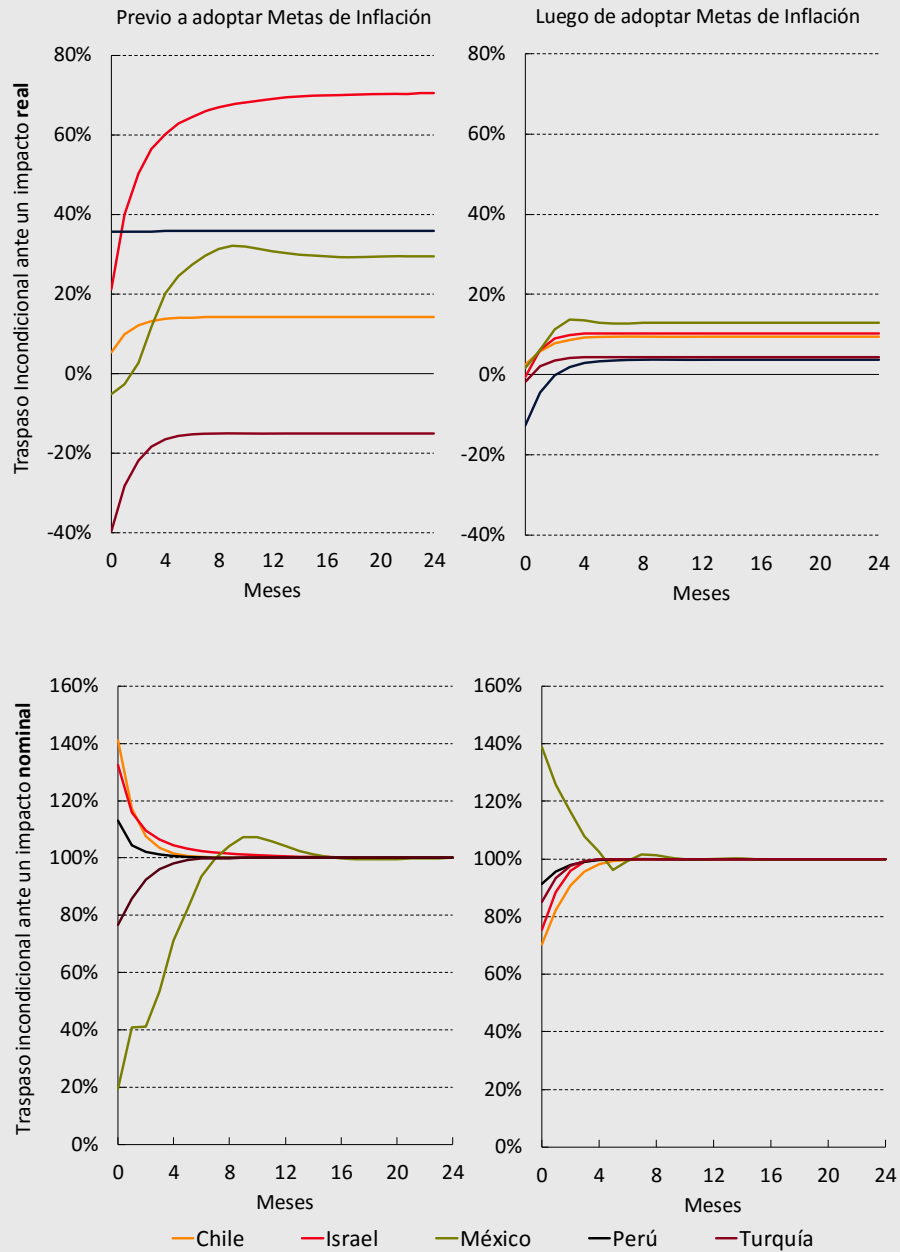
Un aspecto central del régimen monetario mencionado es que propone lograr una inflación baja y estable sin utilizar al tipo de cambio como ancla nominal. A través del anuncio de metas de inflación y de un conjunto de medidas orientadas a cumplir dichos objetivos, los bancos centrales consiguen que el sector privado ancle sus expectativas inflacionarias y que el tipo de cambio nominal flote reflejando las condiciones de demanda y oferta imperantes en la economía. Conjuntamente, estos dos aspectos impulsan un desacople entre el tipo de cambio nominal y el nivel de precios domésticos, por tanto, una reducción en los coeficientes de traspaso de variaciones en el tipo de cambio a precios domésticos.

Para comprender las razones detrás de esta disminución en el traspaso, tal como se indicó inicialmente, es necesario considerar las causas primarias de las variaciones en el tipo de cambio. Particularmente, si distintos determinantes generan diferentes dinámicas de tipo de cambio y precios, los traspasos asociados a estos impulsos serán distintos. Es evidente, por tanto, que el traspaso de tipo de cambio a precios debe ser estudiado como un fenómeno condicional a la causa detrás del movimiento cambiario.

Si bien existen una multitud de determinantes del tipo de cambio, una forma simple pero intuitiva de agruparlos es distinguiendo entre factores reales y nominales. A través de un modelo de vectores autorregresivos estructural que incluye al tipo de cambio real y al nominal, se pueden discriminar los determinantes reales y nominales, identificando a estos últimos como aquellos que no afectan al tipo de cambio real en el largo plazo³⁶. De esta manera, se obtienen funciones de impulso respuesta para cada tipo de impulso, a partir de las cuales se computan los traspasos condicionales en cada uno de ellos. El Gráfico 2 muestra los coeficientes de traspaso que provocan tanto impulsos reales como nominales, distinguiendo entre las etapas anteriores y posteriores a la introducción de las metas de inflación.

³⁶ Para un mayor detalle sobre esta metodología, ver Enders y Lee, 1997, "Accounting for real and nominal exchange rate movements in the post-Bretton Woods period," *Journal of International Money and Finance*.

Gráfico 2 | Traspaso Condicional de tipo de cambio nominal a precios IPC



Fuente: BCRA en base datos del BIS

Dos regularidades empíricas de interés mostradas en el Gráfico 2 son (a) el hecho de que el traslado a la inflación de las depreciaciones causadas por un *shock* real es menor que el causado por un *shock* nominal y (b) que el traslado a precios de ambos tipos de *shocks* tiende a ser menor bajo metas de inflación. Es importante notar que valores negativos de traspaso ante *shocks* reales son esperables bajo esquemas de tipo de cambio administrado. Esto se da porque los *shocks* reales negativos requieren depreciaciones reales para acomodar el *shock*. Si el tipo de cambio nominal no se deprecia lo suficiente por estar maneja-

do, la devaluación real se producirá por caídas en los precios, explicando así un traspaso negativo.³⁷ Ejemplos extremos de estas situaciones son Argentina luego de la devaluación de Brasil, o Grecia durante la crisis europea en 2010.

Otra regularidad empírica es que bajo metas de inflación los *shocks* nominales son mucho menos importantes. De hecho, el porcentaje de la volatilidad del tipo de cambio nominal que se atribuye a *shocks* nominales disminuye, luego de la adopción de metas de inflación, de 17 al 3% para Chile, de 60 al 8% en Israel, del 25 al 5% para México, de 73 a 14% para Perú, y de 45 al 6% para Turquía. Esto es virtud de una política monetaria focalizada en reducir la volatilidad de la inflación en torno a la meta.

Así, estos resultados permiten entender por qué el traslado de la depreciación a la inflación es menor bajo metas de inflación: por un lado, el impacto de cada *shock* es menor y, por el otro, en el régimen de metas de inflación los *shocks* nominales son mucho menos importantes.

¿Cuáles son las implicancias de este análisis para Argentina? Lamentablemente, la muestra para Argentina en el período de metas de inflación es muy corta para replicar este mismo ejercicio. Sí podemos computar el traspaso para Argentina en el período que comprende desde 2007 a 2015, el cual se incluye en el panel izquierdo del Gráfico 1. Como puede apreciarse, el traspaso en ese período es comparable al que tenía Chile, y algo menor al de Turquía, antes de la adopción de las metas de inflación. Dada la experiencia de estos países, donde el traspaso se redujo cerca de la mitad con el nuevo esquema de política monetaria, las perspectivas para el caso argentino apuntan a una reducción significativa en el traspaso de los movimientos cambiarios a los precios.

³⁷ Estos *shocks* reales negativos tienen consecuencias más negativas para la actividad y el empleo cuando el tipo de cambio nominal no puede ajustarse apropiadamente. Ver, por ejemplo, Schimtt-Grohe y Uribe, 2016, "Downward Nominal Wage Rigidity, Currency Pegs, and Involuntary Unemployment," *Journal of Political Economy*.

5. Política monetaria

La inflación interanual de diciembre de 2017 resultó de 24,8%, por encima de la meta buscada para el año (14,5% \pm 2,5%). Este desvío estuvo explicado por una política monetaria que fue relajada en la última parte de 2016 y los primeros meses de 2017, por una persistencia de la inflación en los contratos nominales mayor a la esperada y por un aumento de los precios regulados superior al previsto.

La evolución de la tasa de inflación por encima de lo deseado en los primeros meses del año pasado llevó al Banco Central a aumentar el sesgo contractivo de la política monetaria, incrementando en tres oportunidades la tasa de política, que pasó de 24,75% en marzo a 28,75% en diciembre de 2017, y operando activamente en el mercado secundario de LEBAC para elevar las tasas de interés de estos instrumentos.

El resultado de estas decisiones comenzó a observarse en el segundo semestre del año pasado, cuando el promedio móvil de tres meses de la inflación núcleo perforó el nivel de 1,7% mensual observado hasta entonces para cerrar el año en 1,4% mensual (18,5% anualizado). Asimismo, la tasa de inflación interanual registró en diciembre del año pasado una caída de 11,8 p.p. en comparación a la de igual mes del año anterior, al tiempo que las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas a lo largo del año y con una clara tendencia decreciente para los próximos años. A diferencia de otros procesos de desinflación ocurridos en nuestro país, en esta oportunidad la reducción de la inflación se está logrando sin atrasar tarifas, con precios y tipo de cambio libres, con expansión del crédito, con crecimiento de la economía y sin una apreciación real sostenida del peso.

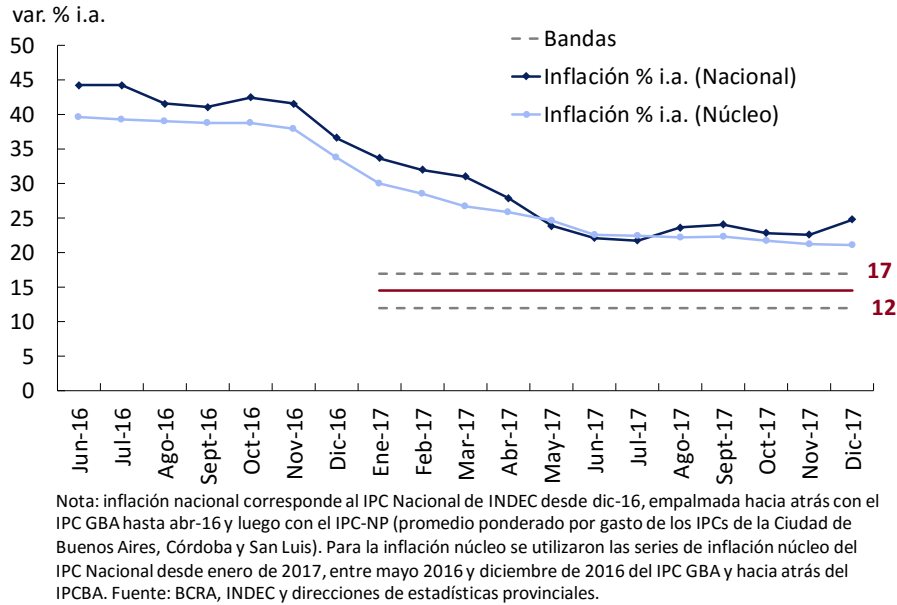
Ante el desvío de las metas de inflación observado durante el año pasado, además de haberse incrementado el sesgo contractivo de la política monetaria, se anunció un diferimiento de la meta de 5%, definiéndose un nuevo sendero de 15% para este año, 10% para 2019 y 5% a partir de 2020. En este contexto, el Banco Central decidió a principios de enero una reducción de su tasa de política monetaria de 75 p.p. para llevarla a 28% anual, en tanto las tasas de las LEBAC también se acomodaron a la nueva trayectoria de la inflación objetivo, mostrando una caída en el mercado secundario de entre 2 y 3 p.p., según el plazo, desde los niveles máximos de fines de diciembre del año pasado. Junto con el diferimiento de la meta se anunció el sendero de transferencias del Banco Central al Tesoro Nacional, lo que otorga mayor previsibilidad a la política monetaria.

El punto de partida de este año para la dinámica inflacionaria luce más favorable que a principios del año pasado: se observa un sesgo contractivo inicial mayor de la política monetaria; un menor incremento esperado de precios regulados; y menor persistencia de la inflación. Aun así, en los próximos meses, el Banco Central será cauteloso en la adecuación de la política monetaria al nuevo sendero de desinflación.

5.1 La política monetaria en 2017: rendición de cuentas

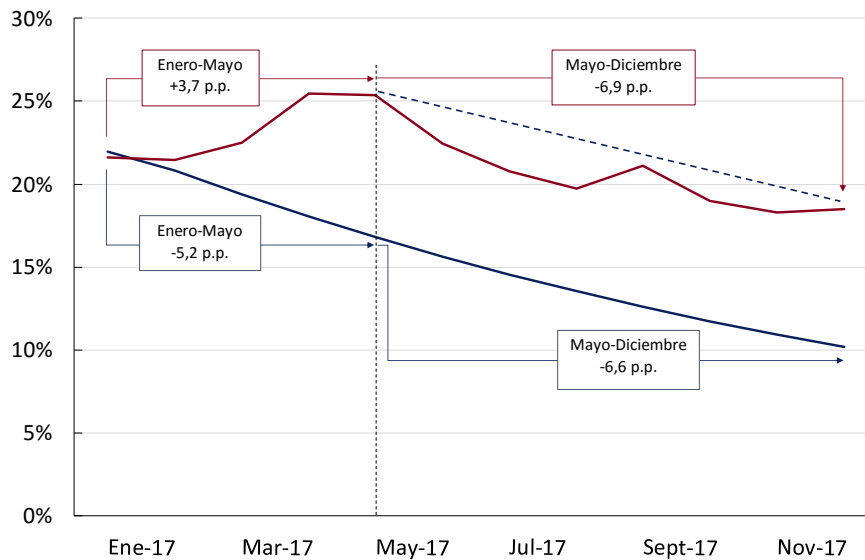
La inflación de diciembre de 2017 ascendió a 24,8% interanual, por encima de la meta buscada para el año (14,5% \pm 2,5%) (ver Gráfico 5.1). Este desvío estuvo explicado por la combinación de varios factores: a) una política monetaria que fue relajada en la última parte de 2016 y los primeros meses de 2017, cuando el Banco Central redujo la tasa de interés ante la evolución favorable que había mostrado la inflación en los últimos meses de 2016; b) una persistencia de la inflación en los contratos nominales mayor a la esperada; c) un aumento de precios regulados superior al previsto.

Gráfico 5.1 | Inflación y metas en 2017



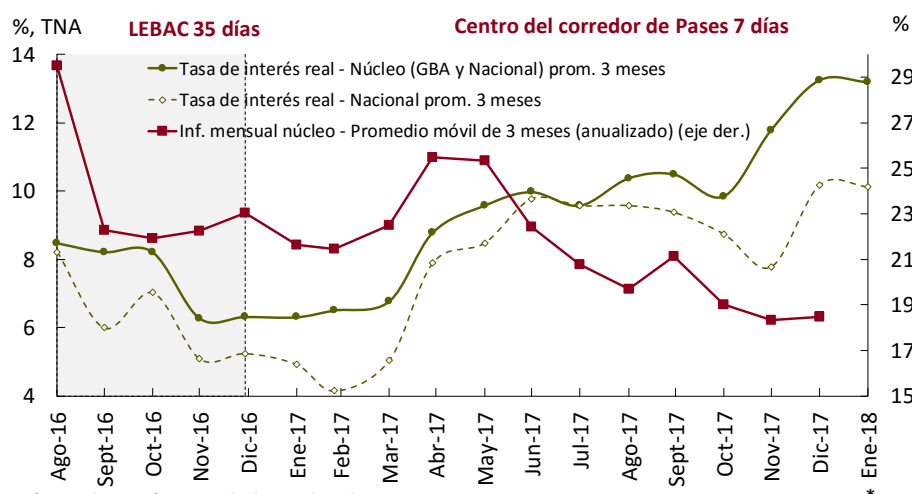
El muy favorable desempeño de la inflación en el segundo semestre de 2016 había llevado al Banco Central a relajar excesivamente el sesgo de la política monetaria. Este cambio en la política monetaria propició una dinámica de los precios en el primer semestre de 2017 fuera de la trayectoria buscada por la autoridad monetaria (ver Gráfico 5.2). Frente a ello, a partir de abril del año pasado el Banco Central aumentó el sesgo contractivo de la política monetaria subiendo en tres oportunidades la tasa de política y operando activamente en el mercado secundario de LEBAC para incrementar las tasas de interés de estos instrumentos (ver Gráfico 5.3). Así, mientras que en los primeros meses de 2017 la trayectoria de la inflación núcleo observada se desvió de la deseada, a partir del cambio en la política monetaria el ritmo de caída de la inflación se acercó al requerido para el cumplimiento de la meta (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Velocidad de la desinflación: observada vs. compatible con la meta (inflación núcleo; prom. mov. 3 meses anualizado)



El resultado de estas decisiones comenzó a evidenciarse en el segundo semestre de 2017, cuando el promedio móvil de tres meses de la inflación núcleo perforó el nivel de 1,7% mensual observado hasta entonces.³⁸ Este indicador mostró un descenso significativo y terminó el año en un 1,4% mensual (18,5% anualizado), el valor más bajo de los últimos seis años (ver Gráfico 5.3). Por su parte, la inflación nivel general registró en diciembre una caída de 11,8 p.p. en comparación a la variación interanual de igual mes del año anterior, en tanto las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas a lo largo del año pasado, presentando una clara tendencia decreciente para los próximos años (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3 | Sesgo de la política monetaria e inflación



* Tasa de interés promedio hasta el 19 de enero.

Nota: tasa real estimada con el promedio de tres meses de la expectativa de inflación del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) y la tasa de interés de política vigente para el período. Para la inflación núcleo se utilizaron las series de inflación núcleo del IPC Nacional desde enero de 2017, entre mayo 2016 y diciembre de 2016 del IPC GBA y hacia atrás del IPCBA.

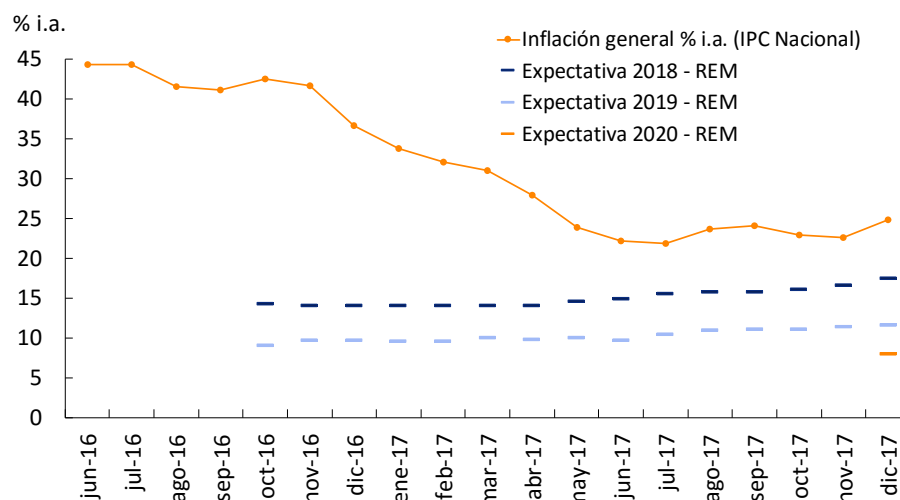
Fuente: BCRA, INDEC y dirección de estadísticas de CABA

Sin embargo, la persistencia inflacionaria en los contratos nominales (por ejemplo, acuerdos salariales) fue mayor a la esperada. Muchos contratos nominales se negociaron en 2017 con aumentos significativamente menores que los de la inflación anual registrada en 2016, lo que muestra que el esquema de metas de inflación logró anclar las expectativas de inflación; pero estos aumentos fueron mayores que los compatibles con la meta de inflación. Dados estos mecanismos de persistencia, la política monetaria fue menos contractiva de lo que debió haber sido para conseguir el objetivo de inflación.

Finalmente, en menor medida, un incremento de los precios regulados por encima de lo previsto constituyó otro de los motivos del desvío de la meta. El relevamiento de Expectativas de Mercado esperaba en diciembre de 2016 que la inflación de precios regulados fuera de 29,5% anual, pero la misma resultó de 38,7%. Este factor aportó una incidencia de 1,9% anual adicional a la esperada. Dentro de este grupo, se encuentran aumentos superiores a los previstos de naftas (0,6%), servicios de medicina prepaga (incidencia de 0,4%) y educación (0,3%). En este rubro, también se produjeron aumentos tarifarios (electricidad, gas, agua y transporte) superiores a los previstos, que afectaron directamente a los costos de las empresas y provocaron un impacto en precios de otros rubros.

³⁸ Un indicador seguido con atención por el Banco Central para identificar la dinámica de los precios es el promedio móvil de tres meses de la inflación núcleo. Se toma la inflación núcleo para reducir el impacto que tienen los cambios de precios regulados, que no son afectados por la política monetaria y son especialmente importantes en un período de reversión del atraso tarifario, y se toma el promedio de tres meses para reducir la volatilidad propia de todo indicador mensual de variación de precios.

Gráfico 5.4 | Expectativas de inflación ancladas



Nota: la serie corresponde al IPC de cobertura nacional de INDEC desde dic-16, empalmada hacia atrás con el IPC GBA hasta abr-16 y luego con el IPC-NP (promedio ponderado por gasto de los IPCs de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis).

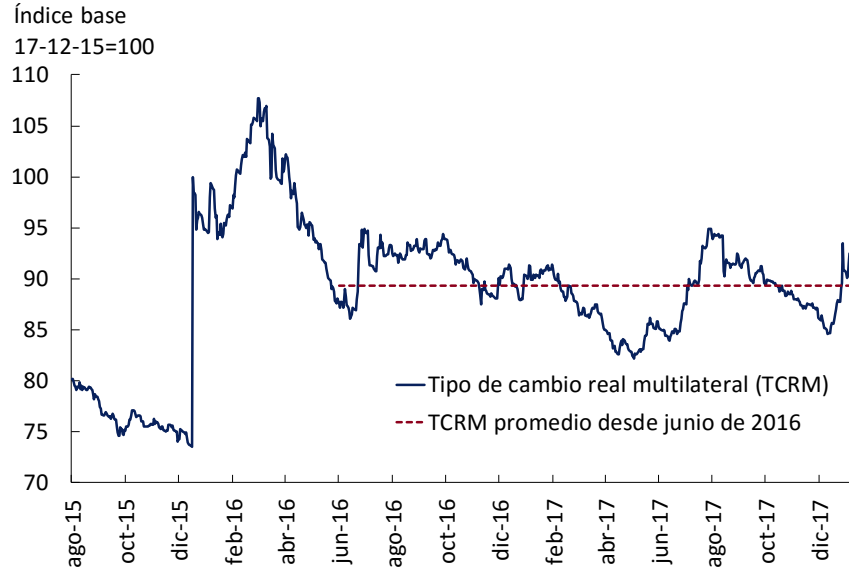
Fuente: BCRA, INDEC y direcciones de estadísticas provinciales.

A diferencia de otros procesos de desinflación ocurridos en nuestro país, en esta oportunidad la reducción de la inflación se está logrando sin atrasar tarifas y con precios y tipo de cambio libres. Asimismo, la baja de la inflación durante el año pasado se dio junto con un favorable desempeño de la economía: el crédito se expandió marcadamente en términos reales y el crecimiento de la actividad económica se acercaría a 3% en 2017, sin que se presenten indicios de desaceleración tanto en el indicador de predicción contemporánea del Banco Central (arroja una tasa de crecimiento desestacionalizado de 0,94% para el cuarto trimestre del año pasado) como en el índice líder que calcula el Banco Central (que no está previendo un cambio de la actual fase expansiva) (ver Sección 3.1).

El régimen de tipo de cambio flexible, que es usual encontrar en países con metas de inflación, ha permitido que la desinflación se desarrolle sin una apreciación real sostenida del peso. De hecho, el tipo de cambio real multilateral oscila desde mediados de 2016 en torno a un nivel que resulta 21,5% superior al que tenía antes de la unificación del mercado cambiario a fines de 2015 (ver Gráfico 5.5). Esta dinámica se diferencia de los episodios de apreciación real sistemática de la moneda doméstica característicos de los programas de estabilización basados en la fijación del tipo de cambio. Contar con un tipo de cambio flotante permite a la economía absorber de mejor manera los *shocks* externos y contribuye a evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos.³⁹

³⁹ Ver el IPOM de octubre 2017, Apartado 1 / Flotación cambiaria y volatilidad de la cuenta corriente.

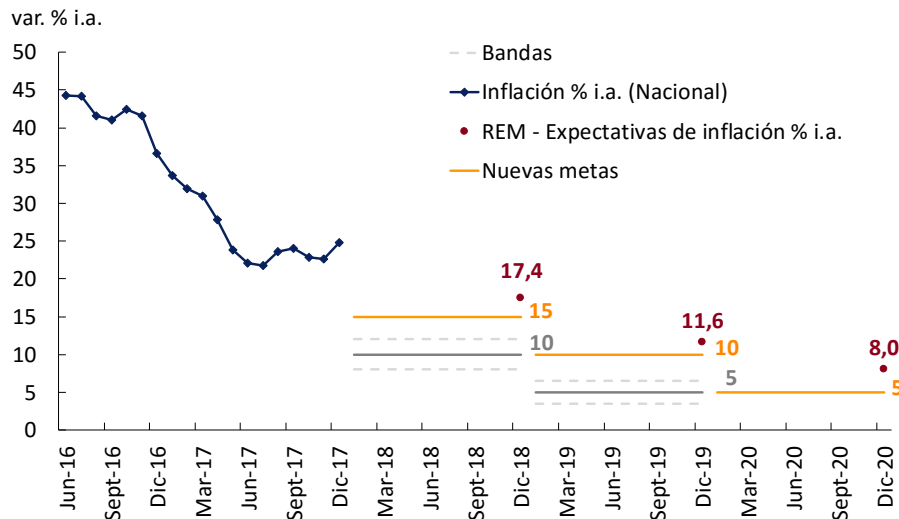
Gráfico 5.5 | Tipo de cambio real multilateral



Fuente: BCRA, INDEC y direcciones de estadísticas provinciales

Ante el desvío de las metas de inflación observado durante el año pasado, además de haberse incrementado el sesgo contractivo de la política monetaria, se anunció un diferimiento de la meta de 5% respecto del sendero original anunciado; definiéndose nuevas metas de 15% para este año, 10% para 2019 y 5% a partir de 2020. Las nuevas metas son consistentes con la tendencia declinante de las expectativas de inflación y se mantienen por debajo de la inflación prevista por el mercado, que según el REM de diciembre del año pasado son de 17,4% para 2018, 11,8% para 2019 y 8% para 2020 (ver Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6 | Inflación, metas y expectativas 2018-2020



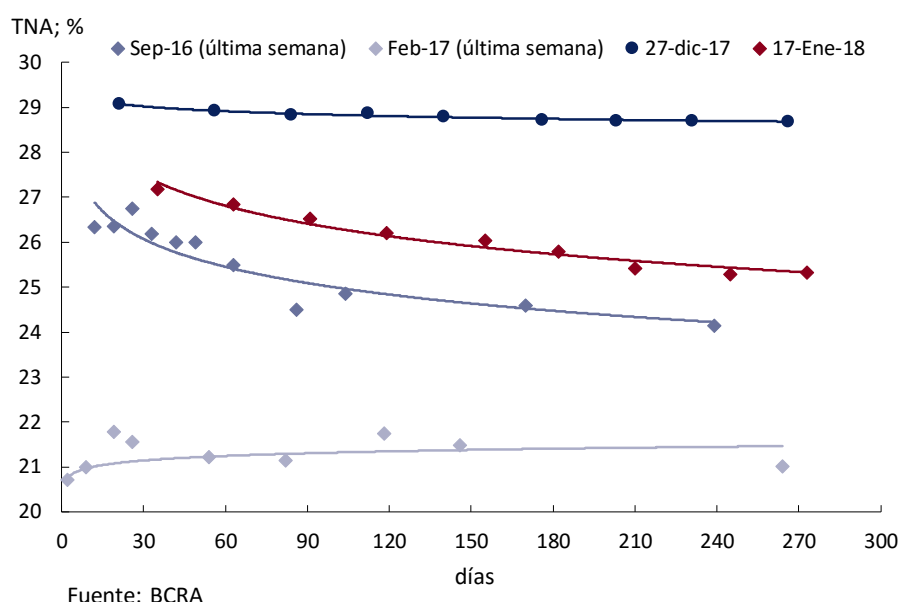
Nota: la serie corresponde al IPC de cobertura nacional de INDEC desde dic-16, empalmada hacia atrás con el IPC GBA hasta abr-16 y luego con el IPC-NP (promedio ponderado por gasto de los IPCs de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis).

Fuente: BCRA, INDEC y direcciones de estadísticas provinciales

Las tasas de interés registradas hasta el diferimiento de la meta eran acordes con el objetivo de alcanzar una inflación de 10% ($\pm 2\%$) durante este año. Al mismo tiempo, en la visión del Banco Central el proceso de desinflación se ha encarrilado a lo largo del último semestre, con la inflación núcleo de los últimos tres meses en torno a 18% en términos anualizados. Por otra parte, el impacto de la suba de precios regulados de diciembre en la inflación núcleo fue acotado y se interpreta como un fenómeno temporario sobre la tasa de inflación.

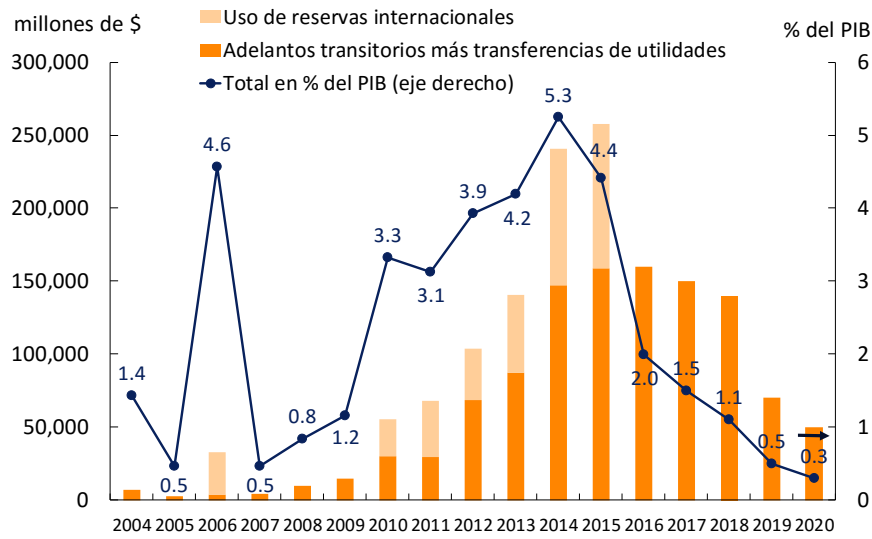
En este contexto, el 9 de enero el Banco Central decidió una reducción de su tasa de política monetaria en 75 p.p. para llevarla a 28% anual. En tanto, las tasas de las LEBAC también se acomodaron a la nueva trayectoria de la inflación objetivo, mostrando una caída en el mercado secundario entre 2 y 3 p.p., según el plazo, desde los niveles máximos de fines de diciembre del año pasado (ver Gráfico 5.7). A partir de la evolución favorable de la inflación núcleo y del diferimiento de la meta de inflación, esta baja de la tasa de interés de referencia evita que se incremente la tasa de interés real y, por ende, el sesgo contractivo de la política monetaria.

Gráfico 5.7 | Curva de rendimientos de las LEBAC en el mercado secundario



Junto con el diferimiento de la meta se clarificó el sendero de transferencias del Banco Central al Tesoro Nacional, de manera tal de otorgar mayor previsibilidad al manejo de la política monetaria. El Presupuesto del Sector Público Nacional para este año incluía una transferencia de fondos de \$ 140.000 millones o de 1,1% del PIB, que mostraba una baja de 0,4% del PIB respecto del monto otorgado en 2016 (ver Gráfico 5.8). En línea con la corrección gradual planeada para el déficit fiscal, se definió una reducción de las transferencias a \$ 70.000 millones o 0,5% del PIB en 2019 y, para el año 2020 en adelante, un nivel relacionado con el aumento de la demanda de dinero asociado al crecimiento real de la economía. Suponiendo un *stock* de base monetaria del 10% del PIB y un crecimiento de la economía de 3%, para 2020 el traspaso de fondos al Tesoro alcanzaría a 0,3% del PIB. Así, dadas la tasa de interés y la demanda de dinero, una tendencia decreciente de estas transferencias implica una menor emisión de pasivos no monetarios del Banco Central para una misma trayectoria de compra de divisas (ver Apartado 5 / La sostenibilidad de las LEBAC, para un análisis del impacto de este sendero de transferencias en el balance del Banco Central).

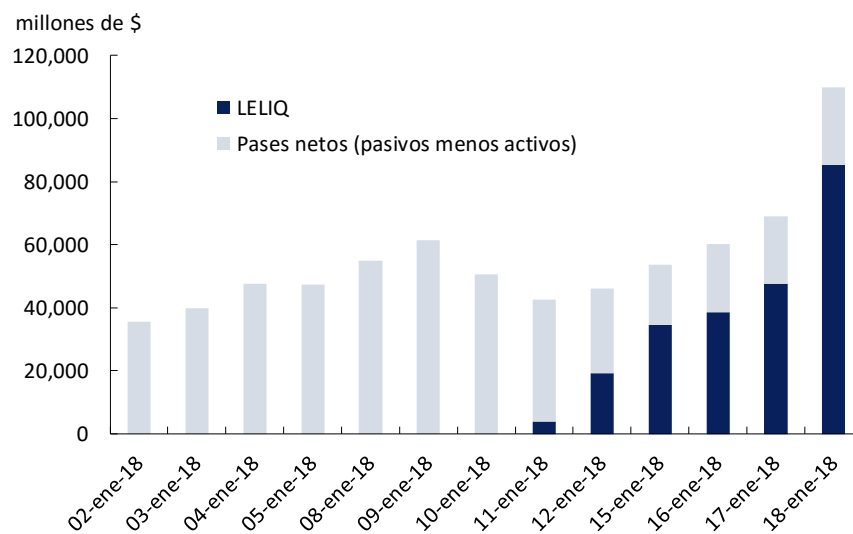
Gráfico 5.8 | Transferencias del Banco Central al Tesoro Nacional



Fuente: BCRA e INDEC

A principios de 2018, el Banco Central implementó las Letras de Liquidez (LELIQ).⁴⁰ Estas letras son instrumentos denominados en pesos con vencimiento a siete días de plazo. La autoridad monetaria ofrece las LELIQ de manera diaria solamente a entidades financieras para su cartera propia. Asimismo, pueden ser negociadas en el mercado secundario sólo entre entidades financieras y también pueden ser utilizadas como colaterales en operaciones de pases. El objetivo de estos nuevos instrumentos de regulación monetaria es mejorar la implementación de la política monetaria a través de un perfeccionamiento del mercado de pases. Se les otorga a los bancos un papel que puede ser transado en el mercado secundario -lo que dará mayor liquidez al mercado interbancario de fondos de hasta siete días- y cuya tasa de interés estará vinculada con el corredor de tasas de política. Desde su implementación, estos instrumentos han ganado participación frente a los pases en las tenencias de las entidades financieras (ver Gráfico 5.9).

Gráfico 5.9 | Evolución reciente de LELIQ y pases netos



Fuente: BCRA

⁴⁰ Ver comunicación "A" 6426 del 10 de enero de 2018.

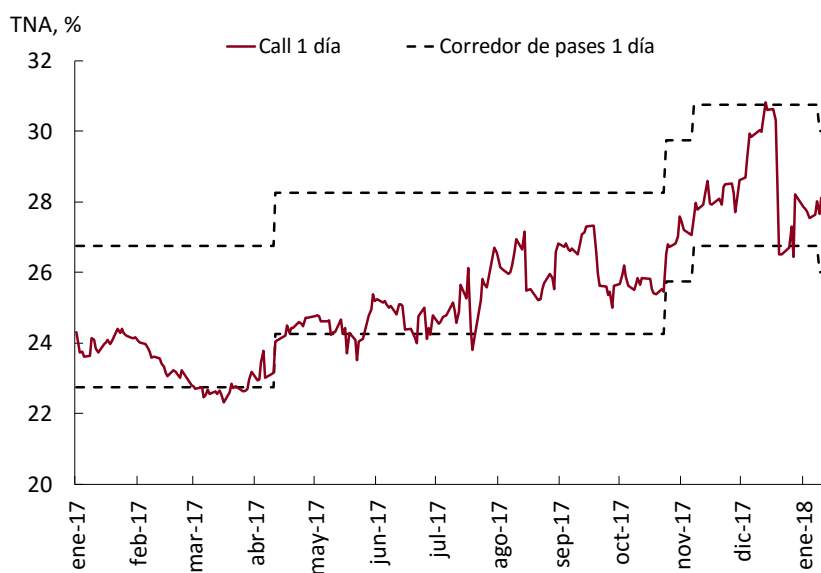
El punto de partida de este año para la dinámica inflacionaria luce más favorable que a principios del año pasado (ver Gráfico 4.12). En primer lugar, la inflación núcleo, medida como el promedio mensual de tres meses, se ubicó en diciembre del año pasado por debajo del registro del mismo período de 2016 (18,5% versus 23,1%); en tanto, la inflación general interanual de diciembre de 2017 fue de 24,8% frente a 36,6% de igual mes del año previo, lo que resulta favorable dada la persistencia que todavía se observa en la formación de contratos. Asimismo, el aumento de precios regulados previsto para este año sería sustancialmente menor que el observado el año pasado (21,8% versus 38,7%). Finalmente, el sesgo de la política monetaria a fines de 2017, medido por el nivel de la tasa de interés real de política monetaria, resulta más contractivo que el registrado a fines de 2016 (10,5% anual versus 3,9% anual). Aun así, en los próximos meses, el Banco Central será cauteloso en la adecuación de la política monetaria al nuevo sendero de desinflación.

5.2 Aumento del sesgo contractivo de la política monetaria en 2017

El esquema de metas de inflación requiere tanto la explicación del desvío como de las medidas implementadas para devolver la inflación a un sendero acorde con la meta. A continuación se repasan las principales medidas para aumentar el sesgo contractivo de la política monetaria que el Banco Central tomó durante 2017, a partir del momento en que se observó que la dinámica de la inflación se desviaba de la buscada.

El incremento de la inflación general mensual y la persistencia de la inflación núcleo en los primeros meses del año pasado llevaron al Banco Central a incrementar en 150 puntos básicos la tasa de interés de política (el centro del corredor de pases a 7 días) en abril, otros 150 puntos básicos en octubre y 100 puntos básicos adicionales en noviembre (ver Gráfico 5.10). De esta forma, la tasa de política pasó de 24,75% anual en marzo a 28,75% anual en diciembre, lo que llevó a la tasa de interés real de política de 5% anual a cerca de 10% anual en el mismo lapso (ver Gráfico 5.3).⁴¹

Gráfico 5.10 | Corredor de tasas de pases y call (1 día)

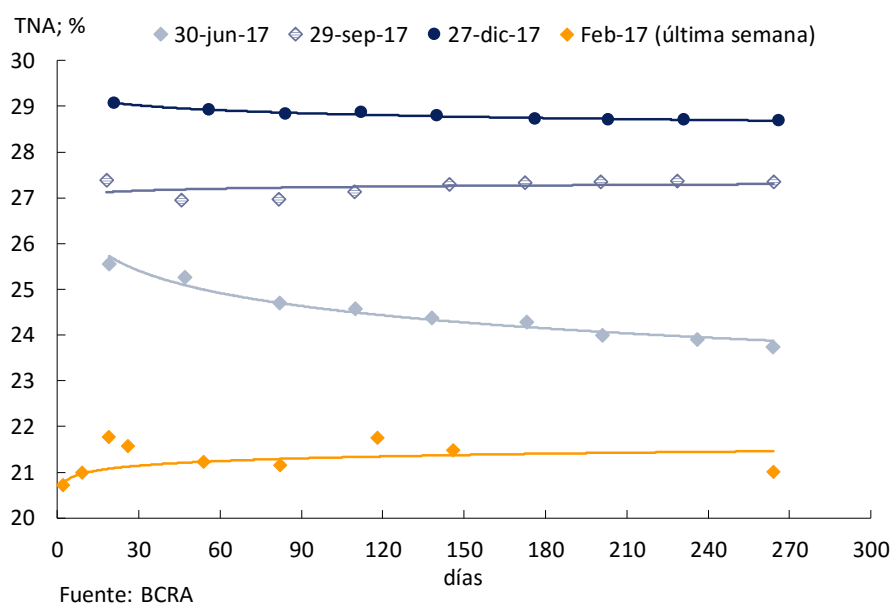


Fuente: BCRA

⁴¹ La tasa de interés real se calculó con el promedio de tres meses de la inflación general esperada mensual del Relevamiento de Expectativas de Mercado que realiza el Banco Central. La utilización del promedio de tres meses permite suavizar los impactos transitorios sobre la tasa de inflación.

De forma complementaria al manejo de la tasa de interés de política, el Banco Central afectó a lo largo del año pasado las condiciones de liquidez del mercado secundario de LEBAC mediante operaciones de mercado abierto, con el objeto de reforzar la transmisión de su tasa de interés de política al resto de las tasas de interés de la economía. La autoridad monetaria realizó ventas de títulos por VN \$ 1.127.829 millones durante 2017, las cuales representaron el 20% del total de operaciones cursadas en el mercado secundario de LEBAC. De esta manera, la curva de rendimientos de los títulos del Banco Central se incrementó a lo largo del año, con aumentos en torno a 7,5 p.p. entre fines de febrero y el 27 de diciembre del año pasado (ver Gráfico 5.11).

Gráfico 5.11 | Curva de rendimientos de las LEBAC en el mercado secundario

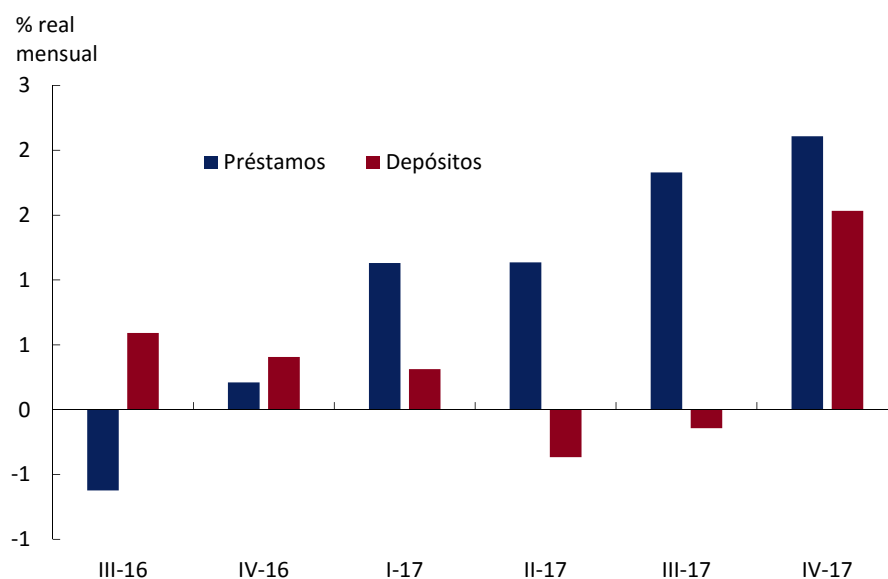


Las tasas de interés del mercado monetario siguieron la suba de la tasa de política monetaria y de las LEBAC y se mantuvieron acotadas dentro del corredor de pasés (principalmente a partir de julio). Recordemos que la tasa de interés de los pasés pasivos actúa como un piso para las tasas de interés del mercado interbancario: cuando la tasa de mercado es presionada para ubicarse debajo del piso, los agentes pueden colocar su exceso de fondos realizando pasés pasivos con el Banco Central. Mientras que la tasa de interés de los pasés activos funciona como un techo: cuando la tasa de mercado enfrenta presión para colocarse por encima del techo, los agentes pueden cubrir su faltante de fondos con préstamos del Banco Central mediante pasés activos. Así, tanto la tasa de pasés entre terceros como la de call interbancario a 1 día se incrementaron cerca de 6 p.p. entre marzo y diciembre para cerrar el año en un promedio mensual 27,7% anual y 28,8% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.10).

5.3 La expansión de los préstamos presionó sobre la liquidez de los bancos y las tasas de interés pasivas, reforzando el mecanismo de transmisión de la tasa de política

Los depósitos en pesos del sector privado crecieron a un ritmo de 0,3% mensual real sin estacionalidad durante 2017, acumulando en el año una expansión de 4% interanual en diciembre. Las colocaciones a la vista (cuenta corriente y caja de ahorro) mostraron un mejor desempeño, con un aumento mensual de 0,7% en términos reales sin estacionalidad, frente a los depósitos a plazo fijo, que prácticamente se mantuvieron estancados en el año. En el último trimestre del año se observó un mayor dinamismo de los depósitos, con un aumento real mensual sin estacionalidad de 1,5%, impulsado principalmente por los depósitos a plazo fijo, que crecieron a un ritmo de 2,0% mensual, mientras que las colocaciones a la vista aumentaron 1,1% mensual (ver Gráfico 5.12).

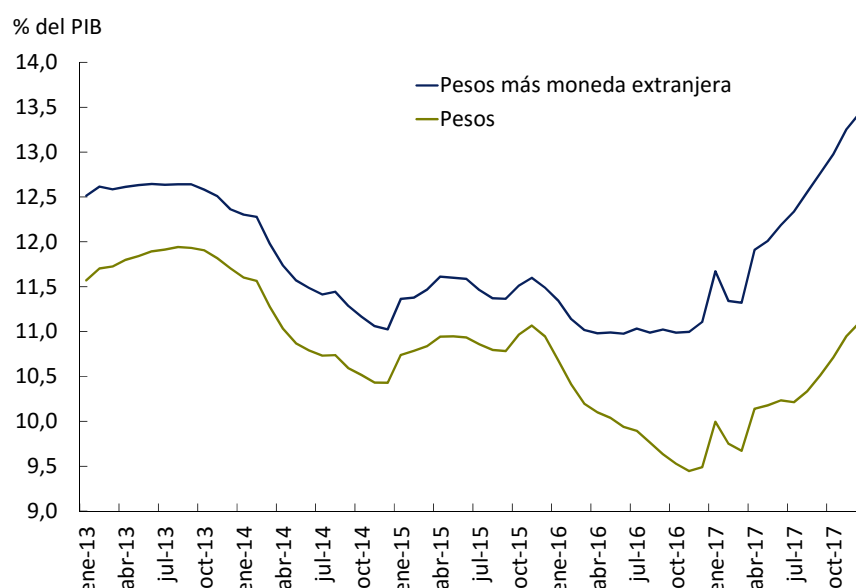
Gráfico 5.12 | Evolución de préstamos y depósitos (del sector privado en pesos)
(sin estacionalidad)



Fuente: BCRA e INDEC

Por su parte, los préstamos se expandieron a un ritmo superior al de los depósitos (ver Gráfico 5.12). Así, los préstamos en pesos al sector privado aumentaron 1,6% mensual real sin estacionalidad a lo largo del año, alcanzando una expansión de 20,3% real interanual en diciembre (un aumento del 24,3% real interanual si se consideran además los préstamos en moneda extranjera). Si bien se observaron incrementos en la mayor parte de las líneas, los mayores aumentos se registraron en el crédito hipotecario, dentro del que se destacaron los préstamos en UVA -con una participación del 92% de los desembolsos en el caso de personas físicas en diciembre-, en prendarios, en personales y en documentos. A pesar de esta dinámica, el *stock* de préstamos al sector privado en términos del PIB todavía se ubica en niveles bajos tanto en términos históricos como en relación a otras economías emergentes (11,1% del PIB para el financiamiento en pesos y 13,4% del PIB cuando se consideran además los préstamos en moneda extranjera) y cuenta por lo tanto con potencial de crecimiento (ver Gráfico 5.13).

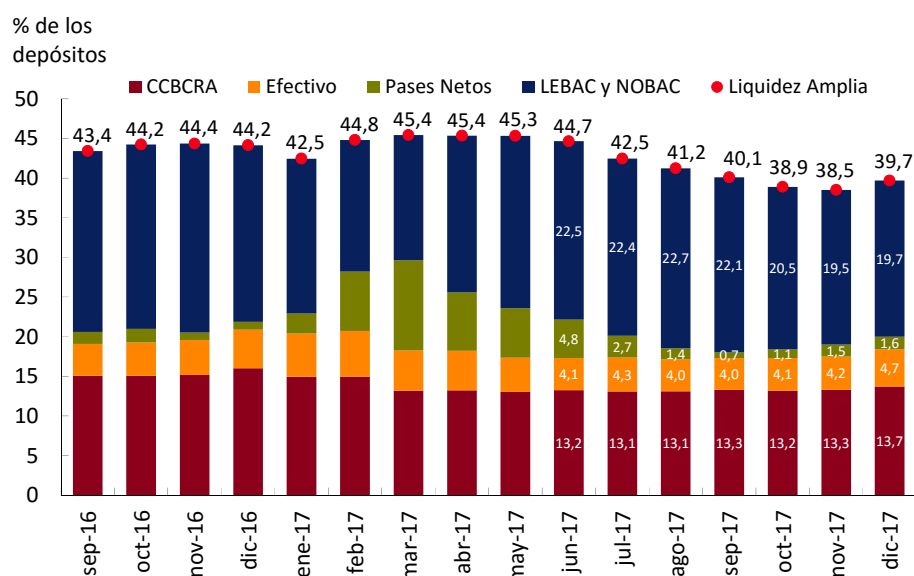
Gráfico 5.13 | Préstamos al sector privado en % del PIB



Fuente: BCRA

En un contexto en el que el otorgamiento de los préstamos al sector privado superó al crecimiento de los depósitos, la liquidez de las entidades financieras en el segmento en moneda doméstica disminuyó. La liquidez total, que incluye efectivo en bancos, depósitos en cuenta corriente en el Banco Central, LEBAC y pases netos, cayó de 45,4% de los depósitos en marzo a 39,7% en diciembre, en tanto la liquidez excedente (tomando sólo LEBAC y pases netos) pasó de 27,2% de los depósitos a 21,3% en el mismo lapso (ver Gráfico 5.14). Ello ayudó a reforzar el mecanismo de transmisión de la tasa de política a las tasas de interés pasivas del sistema financiero.

Gráfico 5.14 | Ratio de liquidez de las entidades financieras

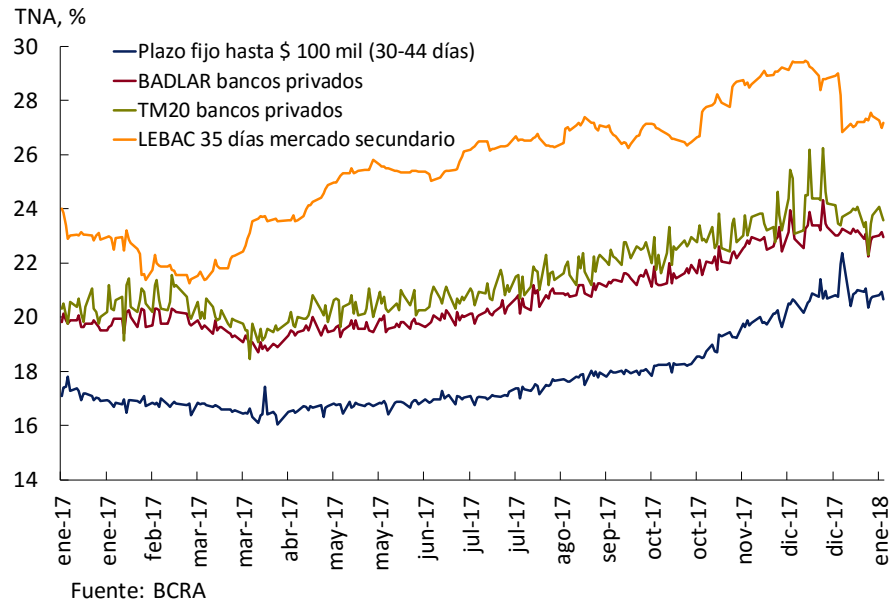


*LEBAC y NOBAC a valor efectivo.

Fuente: BCRA

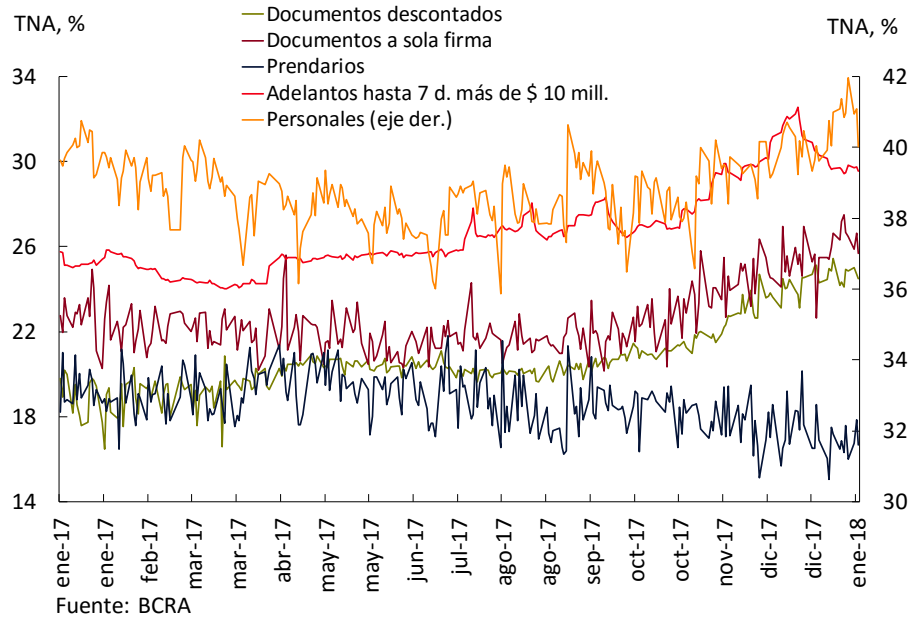
En consecuencia, las tasas de interés de los depósitos comenzaron a incrementarse a partir de abril, al principio lentamente, luego con subas cada vez mayores a medida que transcurría el año. En el segmento mayorista, la tasa BADLAR de bancos privados aumentó 3,7 p.p. desde marzo hasta alcanzar un promedio mensual de 23,2% en diciembre, en tanto en el segmento minorista, la suba de la tasa de interés de los depósitos de plazo fijo fue de 4,2 p.p. en el mismo lapso, para cerrar diciembre con un promedio mensual de 20,8% (ver Gráfico 5.15). También las tasas de interés de los depósitos ajustados por UVA se incrementaron durante el año pasado, con una suba promedio de 4 p.p. -aumento que se dio principalmente en la segunda parte del año-, hasta alcanzar un promedio mensual de 5% anual en el último mes del año pasado.

Gráfico 5.15 | Tasas de interés pasivas de los bancos



Por su parte, las tasas de interés activas evidenciaron un comportamiento mixto a lo largo del año. Las tasas de interés por financiamiento a empresas se incrementaron en magnitudes similares a las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo, aunque las subas se concentraron principalmente en el último trimestre del año. Así, las tasas de interés mensuales promedio de los adelantos en cuenta corriente, de documentos a sola firma y documentos descontados registraron subas de 4,4 p.p., 3,1 p.p. y 5 p.p. entre marzo y diciembre, respectivamente (cerrando en 34,1%, 25,4% y 24,2% anual, respectivamente en diciembre). Las tasas de interés por préstamos asociados al consumo de las familias aumentaron en menor magnitud: el costo del financiamiento de los préstamos personales se incrementó 1 p.p. en el mismo lapso (hasta 40% anual en diciembre), en tanto las tasas de las tarjetas de crédito se mantuvieron prácticamente estables (42,2% anual en diciembre). Finalmente, el costo de los préstamos prendarios retrocedió un 1,3 p.p. entre marzo y diciembre del año pasado hasta alcanzar 17,4% anual a fin de año (ver Gráfico 5.16). Las tasas de los préstamos ajustados por UVA también mostraron comportamientos heterogéneos, con el costo de los créditos hipotecarios y prendarios prácticamente sin cambios entre marzo y diciembre (cerrando el año en torno a 5% y 10% anual, respectivamente) y subiendo 1,7 p.p. en el mismo lapso en el caso de los préstamos personales hasta alcanzar 10% anual en el último mes de 2017.

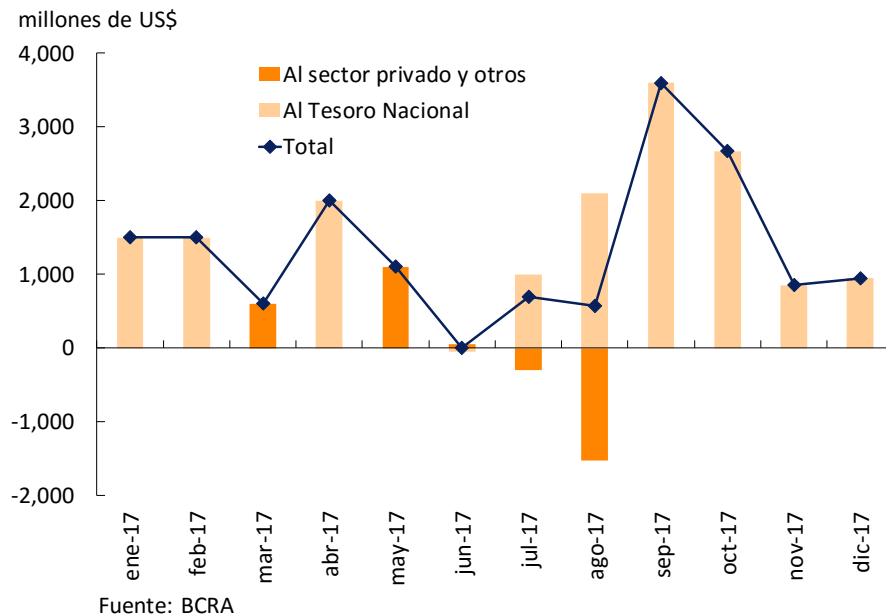
Gráfico 5.16 | Tasas de interés activas de los bancos



5.4 El Banco Central continuó acumulando reservas internacionales

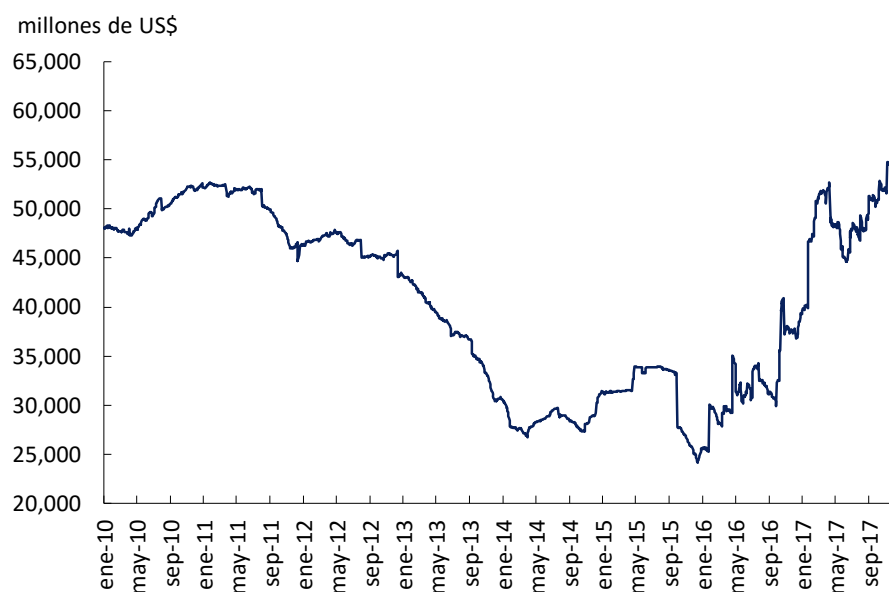
En 2017, el Banco Central siguió acumulando divisas con el propósito de alcanzar un nivel de reservas internacionales similar al de otros países de la región que también operan con metas de inflación y tipo de cambio flotante. El 18 de abril del año pasado, la autoridad monetaria anunció su intención de incrementar el ratio de reservas internacionales hasta un 15% del PIB. Este objetivo está subordinado al de lograr una inflación baja y estable, y no tiene un cronograma definido de cumplimiento. Esta estrategia está basada en una demanda precautoria de divisas que no tiene el objetivo de fijar su nivel sino el de evitar volatilidades disruptivas del tipo de cambio. Contar con un *stock* adecuado de reservas internacionales es parte del enfoque macroprudencial del BCRA y contribuye a prevenir repercusiones adversas sobre la economía ante cambios en las condiciones internacionales de liquidez.

Gráfico 5.17 | Compras de reservas internacionales por parte del Banco Central



A lo largo del año, las divisas en poder del Banco Central se incrementaron US\$ 15.747 millones, debido principalmente a las compras directas al Tesoro Nacional, llegando a un nivel de US\$ 55.055 millones a fines de diciembre (9,1% del PIB), y acumulando un aumento de US\$ 29.440 millones desde fines de noviembre de 2015 (ver Gráficos 5.17 y 5.18) (ver el Apartado 5 / La sostenibilidad de las LEBAC para un análisis del impacto de la acumulación de reservas internacionales en el balance del Banco Central).

Gráfico 5.18 | Stock de reservas internacionales del Banco Central



Fuente: BCRA

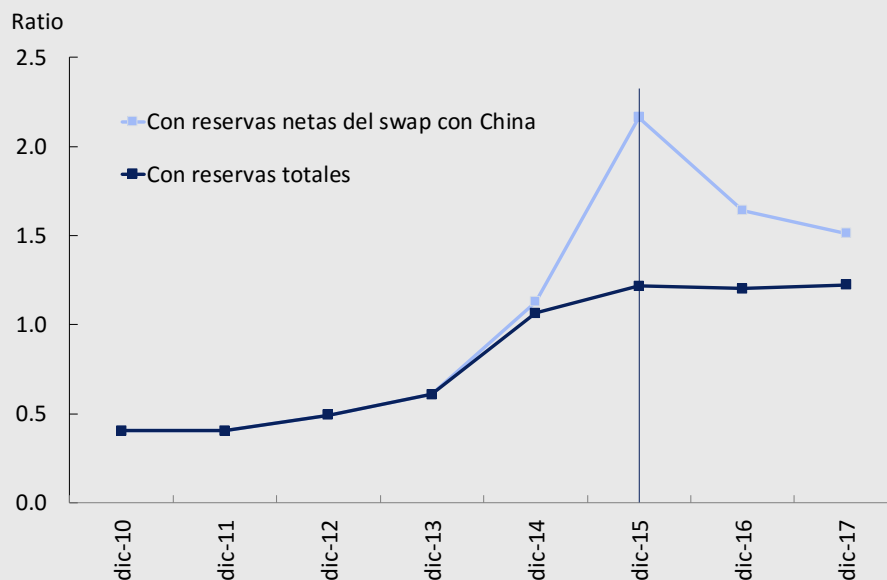
Apartado 5 / La sostenibilidad de las LEBAC

Al estudiar la evolución del pasivo de una institución y la eventual sostenibilidad del mismo, es esencial tener en cuenta tres variables fundamentales: la evolución del activo, la evolución de los ingresos y la perspectiva de ingresos futuros de la institución.

En los últimos dos años, el Banco Central ha adquirido divisas con el propósito de alcanzar un nivel de reservas internacionales similar al de otros países de la región que operan bajo un esquema de metas de inflación y tipo de cambio flotante (ver Sección 5.4). El Banco Central ha acompañado las compras de activos externos realizadas con operaciones de esterilización, para no generar un exceso de oferta de dinero que coloque a la tasa de interés fuera del nivel establecido para alcanzar la meta de inflación. Estas operaciones de esterilización consisten en la venta de LEBAC por parte del Banco Central o la realización de pases pasivos por parte de las entidades financieras, ambas tendientes a absorber base monetaria. Como resultado, los activos externos se han ido incrementando junto con los pasivos no monetarios del Banco Central (LEBAC y pases netos).

La relación entre LEBAC más pases netos y reservas internacionales se mantuvo prácticamente estable desde fines de 2015, mientras que había aumentado significativamente entre 2011 y 2015 como consecuencia de la caída de reservas. Al descontar el *swap* con China de las reservas internacionales, se observa que el incremento entre 2011 y 2015 es más pronunciado y que la estabilidad desde 2015 se transforma en una caída significativa de las LEBAC más pases netos con relación a los activos externos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Ratio de LEBAC y pases netos a Reservas internacionales
(Promedio diciembre)

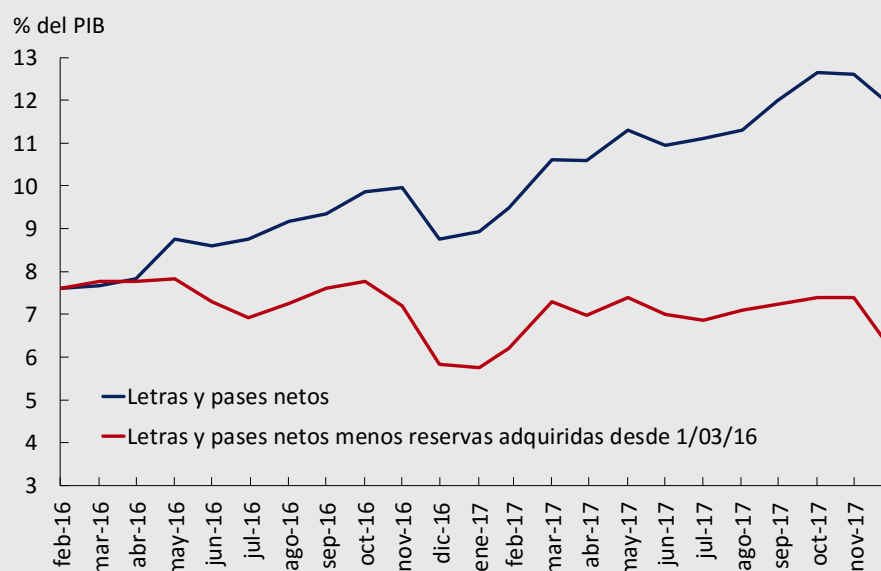


Fuente: BCRA

Luego de considerar la evolución del activo en el análisis, se incorpora la evolución del PIB. Utilizar ratios en términos del PIB es la manera habitual de analizar la evolución de las variables macroeconómicas a lo largo del tiempo para descontar la evolución que acompaña el crecimiento de la economía real y la inflación. Tiene sentido además porque los ingresos del Banco Central están asociados a ambas variables.

El *stock* de pasivos no monetarios, descontadas las reservas adquiridas desde marzo de 2016⁴², cae de 7,2% del PIB en marzo de 2016 a 6,2% del PIB a fin de 2017 (ver Gráfico 2). Es cierto que este *stock* crece cuando no se descuentan las reservas adquiridas, pero ya se vio anteriormente que lo correcto es analizar en conjunto la evolución del pasivo y el activo generado por el mismo.

Gráfico 2 | LEBAC más pases netos menos Reservas internacionales adquiridas



Fuente: BCRA e INDEC

Finalmente, queda por analizar los ingresos futuros del Banco Central, que constituyen un activo económico no contabilizado en su balance. El Banco Central percibe ingresos, denominados señoreaje, por emitir un pasivo (base monetaria) que no paga tasa de interés (y con un costo marginal de emisión pequeño) pero que es demandado por los agentes económicos para utilizarlo como medio de pago y reserva de valor.⁴³ Al realizar transferencias al Tesoro Nacional, la autoridad monetaria comparte una porción de ese señoreaje. A través de una serie de supuestos sobre la evolución de la economía, se realiza una estimación de los ingresos futuros por señoreaje. Y a partir del acuerdo con el Tesoro sobre transferencias (ver Gráfico 5.8), se puede evaluar cuánto de estos ingresos permanecerán en el Banco Central y cuál será el impacto en su balance económico.

Considerando un escenario en el que la economía crece al 3% anual, con una inflación de 5% anual y con la base monetaria estable en 9,8% del PIB (nivel de diciembre del año pasado), el Banco Central obtendría un señoreaje anual de 0,74% del PIB. Si a este flujo se le restan las transferencias al Tesoro por 0,3% del PIB, según el acuerdo alcanzado, y los gastos generales y de impresión del Banco Central por 0,08% del PIB, y se plantea este ingreso neto como una perpetuidad, el valor presente del señoreaje neto se ubica en 37% del PIB.⁴⁴ En este escenario, esta fuente de fondos resulta tres veces la magnitud de los pasivos no monetarios

⁴² No se toma en cuenta el total de reservas internacionales sino únicamente las adquiridas desde marzo de 2016, porque se pone el foco en el resultado de la política de instrumentación de la política monetaria con tasa de interés, flotación cambiaria y ocasionales operaciones esterilizadas realizada desde entonces.

⁴³ Este ingreso puede descomponerse en dos factores: 1) el deseo del público de modificar su demanda de dinero (de sus saldos reales), que depende de la tasa de interés y el nivel de actividad económica; y 2) el impuesto inflacionario, es decir, la pérdida de poder adquisitivo por mantener dinero debido al efecto de la inflación, que representa una transferencia de recursos del público al fisco. Si bien el impuesto inflacionario no resulta deseable desde el punto de vista distributivo, la tasa de inflación objetivo a partir de 2020 se encuentra en los niveles que muestran las economías de la región u otras emergentes, y está asociada al logro de la estabilidad de precios.

⁴⁴ El valor presente del señoreaje con las variables en valores de largo plazo puede expresarse de la siguiente manera:

que tiene la autoridad monetaria en la actualidad, en torno al 12% del PIB. Aun cuando no se consideren en el activo aquellos instrumentos ilíquidos, como las letras intransferibles y el *stock* de adelantos transitorios al Tesoro, el patrimonio neto económico se mantiene en niveles elevados (34,7% del PIB) (ver el siguiente cuadro, que compara el balance contable a fines de 2017 con el balance “económico” que considera el valor presente del señoreaje en el activo).

Cuadro I | Comparación del balance “contable” a fines de 2017 con el balance “económico”

"Contable"		"Económico"	
Activo	Pasivo y PN	Activo	Pasivo y PN
Reservas internacionales	10.1%	Reservas internacionales	10.1%
Letras intransferibles	9.0%	Letras intransferibles	0.0%
Títulos públicos en dólares	3.3%	Títulos públicos en dólares	3.3%
Títulos públicos en pesos	0.6%	Títulos públicos en pesos	0.6%
Adelantos transitorios y otros activos netos en pesos	4.7%	Adelantos transitorios y otros activos netos en pesos	0.0%
		Señoreaje neto	46.8%
	Patrimonio neto		Pat. neto "económico"
	1.5%		34.7%

Fuente: BCRA

En conclusión, cuando tomamos en cuenta la adquisición de activos externos que se financió con los pasivos monetarios, la evolución del PIB y proyección de ingresos futuros del Banco Central, vemos que: los pasivos no monetarios netos de reservas adquiridas han caído como porcentaje del PIB; y que, aún sin descontar estos activos externos, los ingresos futuros resultan más que suficientes para atenderlos.

$$VPS = \frac{\Delta BM}{PIB} \left(\frac{1+g}{r-g} \right)$$

Donde, $\frac{\Delta BM_t}{PIB_t} = \frac{(BM_t - BM_{t-1})}{PIB_t}$ es el señoreaje anual en términos del PIB (0,74% del PIB para todos los períodos menos el 0,3% del PIB de transferencias menos el 0,08% de gastos primarios del Banco Central), r es la tasa de interés real (4%), y g es la tasa de crecimiento de la economía (3%). El valor presente del señoreaje también puede expresarse considerando el valor presente de los intereses no pagados por utilizar un pasivo monetario menos el *stock* inicial de base monetaria:

$$VPS = i \frac{bm}{(1+i)} \left(\frac{1+r}{r-g} \right) - bm$$

En este caso el resultado sería: 86.0% (correspondiente al valor presente de los intereses no pagados por la base monetaria) menos el valor presente de las transferencias y los gastos primarios en términos del PIB (30,9% y 8,2%, respectivamente), lo que da 46,8% del PIB. Si a este valor se le resta el 9,8% del *stock* de base monetaria a PIB se llega al 37% del PIB obtenido con la fórmula anterior. Esta es la manera en la cual el señoreaje está expresado en el balance económico en la Tabla I. Para un análisis detallado del cálculo del señoreaje del gobierno ver Butier, W. (2007): “Seigniorage”, NBER, documento de trabajo N° 12919.

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)

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

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

CIFRA: Centro de Investigación y Formación de la República Argentina – Central de Trabajadores de la Argentina (CTA)

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

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*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

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

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

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

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

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

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

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

LFPIF: Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	UCI: Utilización de la capacidad instalada
Mens.: mensual	US\$: Dólares Americanos
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
mill.: Millones	UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
Min.: Ministerio	Var.: Variación
MIP: Matriz insumo-producto	Vol.: Volumen
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	
MRO: <i>Main refinancing operations</i>	
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	
NEA: Noreste argentino	
NG: Nivel general	
NOA: Noroeste argentino	
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	
OPEP: Países Exportadores de Petróleo	
p.b.: Puntos básicos	
p.p.: Puntos porcentuales	
p: Proyectado	
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados	
PCE: <i>Personal consumption expenditures</i>	
PCP-BCRA: Predicción contemporánea del PIB del BCRA	
PEA: Población Económicamente Activa	
PIB: Producto Interno Bruto	
PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>	
PP: Productos primarios	
Prom. móv.: Promedio móvil	
Prom.: Promedio	
R\$: <i>Real</i>	
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA	
REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)	
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	
SSPM: Indicador de Consumo Privado elaborado por el Ministerio de Hacienda	
TFF: Tasa de fondos federales	
tn.: Tonelada	
TN: Tesoro Nacional	
TNA: Tasa Nominal Anual	
Trim.: Trimestral / Trimestre	

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA