

Informe de Política Monetaria

Enero de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Enero de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria
Enero de 2017**

ISSN 2525-071X
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero de 2017

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

Contenidos y edición / Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial / Gerencia Principal de Comunicación

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

Prefacio

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

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

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

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

En línea con esta visión, el BCRA adoptó formalmente un régimen de Metas de Inflación efectivo a partir de enero de 2017. Como parte de este nuevo régimen, la institución publica en forma trimestral su Informe de Política Monetaria. Sus principales objetivos son comunicar a la sociedad cómo el Banco Central percibe la dinámica inflacionaria reciente y cómo anticipa la evolución de los precios, y explicar de manera transparente las razones de sus decisiones de política monetaria.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 18 de enero de 2017.

Contenido

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

Pág. 7 | 2. Contexto internacional

Pág. 23 | Apartado 1 / Efectos de la Exteriorización de capitales en el mercado de cambios y la “especulación estabilizadora”

Pág. 26 | Apartado 2 / Contabilidad del crecimiento en los Estados Unidos

Pág. 29 | 3. Actividad económica

Pág. 39 | Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA

Pág. 43 | Apartado 4 / Sobre las exportaciones a Brasil y su efecto en Argentina

Pág. 46 | Apartado 5 / Contabilidad del crecimiento para Argentina 1980-2016

Pág. 50 | 4. Precios

Pág. 65 | 5. Política monetaria

Pág. 76 | Apartado 6 / Política monetaria y balance del BCRA

Pág. 79 | Apartado 7 / Efectos del Sinceramiento Fiscal en la demanda de dinero

Pág. 82 | Glosario de abreviaturas y siglas

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

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

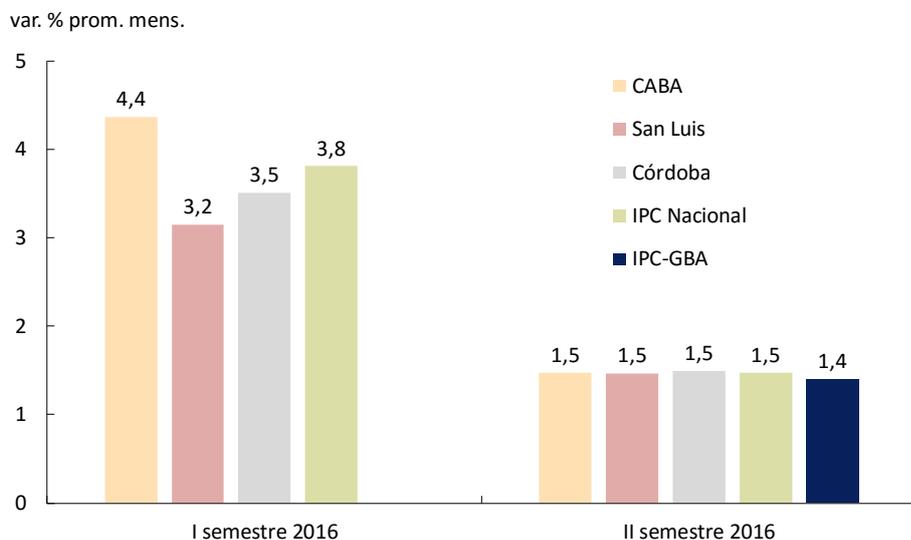
En el segundo semestre de 2016 se registró una inflación significativamente menor a la del semestre anterior. La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) resultó de 1,4% promedio mensual, 2,2 puntos porcentuales (p.p.) menos que en el bimestre mayo-junio. Dado que este indicador está disponible únicamente desde abril, para poder realizar una comparación entre los semestres mencionados utilizamos los Índices de Precios al Consumidor de Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis, así como el IPC Nacional Ponderado que surge de combinar los tres índices mencionados. La inflación nacional acumulada cayó desde un 25,1% en el primer semestre de 2016 a un 9,2% en el segundo.

Esta evolución es consistente con la dinámica inflacionaria buscada por la autoridad monetaria, orientada a contener el impacto inflacionario del reordenamiento de precios relativos y a inducir un proceso de desinflación sostenido.

La actividad económica atenuó su ritmo de caída en el tercer trimestre con respecto a lo ocurrido en el segundo trimestre. El Índice Líder de Actividad Económica (ILA) de esta institución señala que en el cuarto trimestre la economía habría comenzado a salir de la recesión. Para este año, el BCRA espera una recuperación del PIB, impulsada por un crecimiento de las exportaciones, mayor inversión privada y pública, y una mejora de los ingresos reales de las familias. Esta visión es coincidente con los pronósticos de los analistas, que según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) esperan que la economía crezca 3,0% en 2017. A mediano plazo, los analistas mantienen sus perspectivas favorables para la economía, pronosticando una expansión por encima del 3,0% para el período 2018-2019. Este crecimiento no presenta desafíos en términos de presiones inflacionarias, en función de la subutilización de capacidad productiva instalada y las políticas orientadas a impulsar la productividad y la inversión.

En este contexto, el BCRA ha mantenido una política de sesgo antiinflacionario desde diciembre de 2015. La misma se instrumenta a través de una tasa de interés positiva en términos reales, por lo que el BCRA fija su tasa de política monetaria (la de LEBAC a 35 días durante 2016 y el centro de corredor de pases desde 2017) de manera que sea superior a la tendencia esperada de la inflación para el período correspondiente, descontando perturbaciones transitorias. Esta política se plasmó en una tasa de referencia que comenzó el cuarto trimestre en 26,75% y se fue reduciendo gradualmente hasta 24,75%, acompañando la reducción en la inflación esperada.

Gráfico 1 | Inflación promedio mensual por semestre de 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones de Estadísticas provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires e INDEC

El BCRA mantendrá esta política de sesgo antiinflacionario para alcanzar su meta de inflación de 5% anual para 2019.

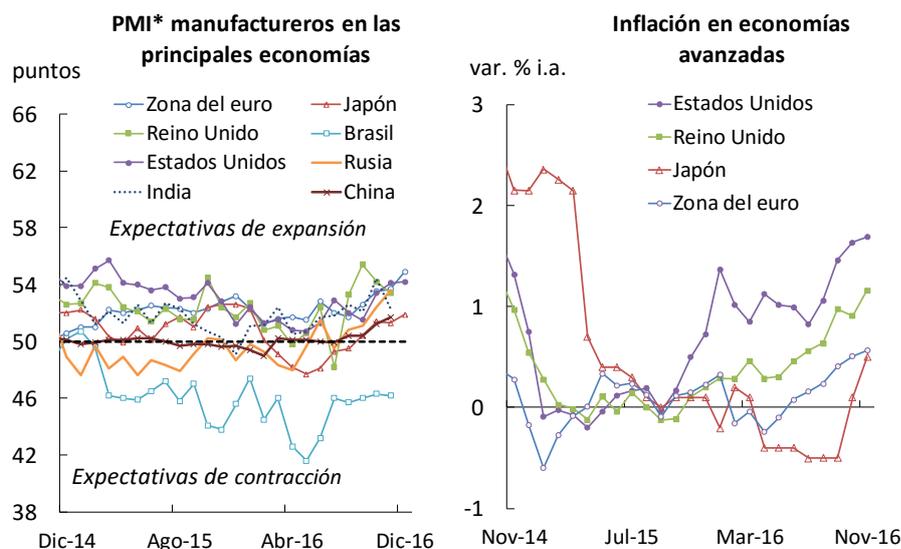
2. Contexto internacional

Las novedades más relevantes del contexto externo de Argentina durante el cuarto trimestre de 2016 fueron los signos alentadores que mostraron los países avanzados en materia de actividad y la mayor incertidumbre global tras las elecciones presidenciales en los Estados Unidos. En el plano local, se conocieron los resultados parciales del programa de exteriorización de activos. Aún es muy reciente para evaluar cuáles serán los efectos que tendrán las eventuales modificaciones del contexto internacional sobre la economía de nuestro país, particularmente en lo que respecta a Estados Unidos ya que el presidente electo aún no ha asumido. El sector externo de la economía argentina siguió respondiendo a los cambios que se plantearon desde fines de 2015 en la configuración macroeconómica. Sobresalió el eficaz comportamiento del régimen cambiario de flotación, que actuó como amortiguador del shock externo asociado a la apreciación multilateral del dólar. Respecto del costo de financiamiento externo, el país dispone de espacio para seguir beneficiándose de las extraordinariamente bajas tasas de interés internacionales a medida que avanza su proceso de ordenamiento macroeconómico. El programa de sinceramiento fiscal permite la incorporación al mercado financiero local de un flujo significativo de recursos.

2.1 Incipiente repunte de la actividad económica mundial en un contexto de mayor incertidumbre

Hacia fines de 2016 se verificaron datos alentadores sobre el desempeño económico global. Los indicadores adelantados de la actividad manufacturera en las principales economías del mundo sugieren un escenario más optimista en términos de crecimiento que el prevaleciente en el anterior IPOM. Por otra parte, la suba reciente del precio internacional del petróleo ayuda a ubicar las tasas de inflación en las metas de las autoridades monetarias de las economías avanzadas, lo que amplía el margen futuro de maniobra de la política monetaria (ver Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 | Indicadores adelantados de la actividad manufacturera e inflación



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

Fuente: Datastream

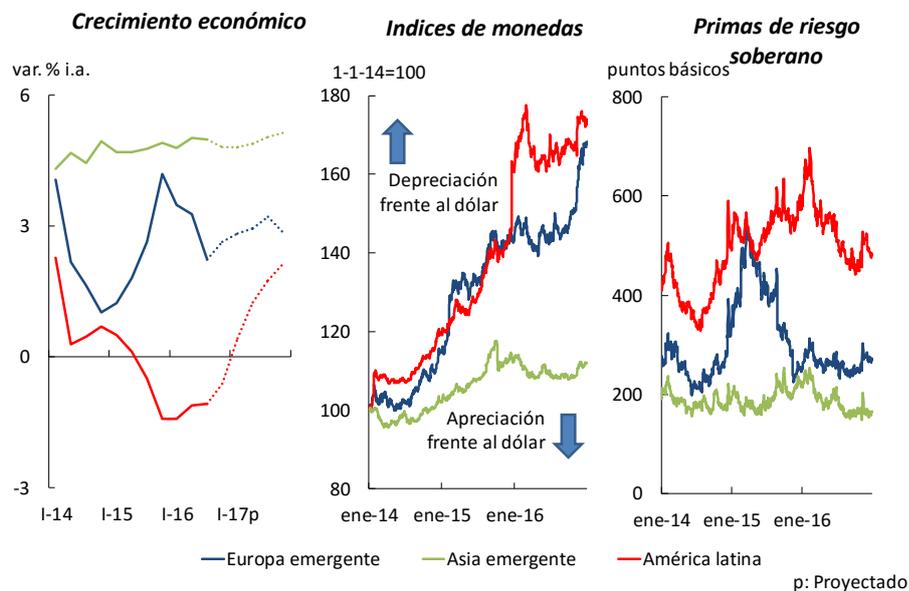
El crecimiento de la economía estadounidense fue mayor a lo esperado durante el tercer trimestre de 2016 (3,5% anualizado), con mejoras en el desempeño del consumo, la inversión y las exportaciones, mientras que el mercado de trabajo siguió fortaleciéndose. Tras el resultado de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos, los analistas internacionales prevén una política fiscal más expansiva, destinada a dar un mayor impulso a la actividad económica, al tiempo que estiman un mayor riesgo para la economía global de que se apliquen políticas comerciales más proteccionistas.

En Europa, los limitados avances en torno a la implementación de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (*Brexit*), las dudas sobre la solvencia de su sistema financiero y la posibilidad de que se constituyan gobiernos más proteccionistas durante 2017 en algunos países (en particular en Francia y Alemania) conformaron un escenario más incierto¹.

El marco de incertidumbre comprende también al desempeño macroeconómico y financiero de China, que continuó en un sendero de gradual desaceleración y rebalanceo hacia un mayor consumo, en un contexto de altos niveles de endeudamiento y elevados precios de inmuebles —que llevaron a las autoridades a tomar medidas para desactivar una posible burbuja en este mercado que podría repercutir sobre la estabilidad financiera del país—. Algunas tensiones de este proceso se visibilizaron a partir de la salida de capitales².

Más allá de ciertos factores idiosincráticos, América Latina continuó avanzando en un proceso de ajuste de los desequilibrios fiscales y externos que fueron exacerbados en los últimos años por los menores precios internacionales de las materias primas. Caracterizada por una elevada dependencia del ahorro externo, la región siguió exhibiendo un bajo dinamismo económico relativo, con mayores costos de acceso al financiamiento externo en relación al resto de los emergentes y con significativas depreciaciones de las monedas frente al dólar (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores económicos seleccionados de regiones emergentes



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg, FocusEconomics y FMI

¹ Con perspectivas de crecimiento estables y tras el reciente repunte de la inflación, se redujo la probabilidad de que se implemente una política monetaria más expansiva: el Banco Central Europeo (BCE) extendió su programa de compras de activos financieros hasta fines de 2017 y achicó las compras mensuales involucradas.

² A fines de diciembre, se establecieron en China condiciones más estrictas para el acceso de los ciudadanos al mercado cambiario.

Dentro de América Latina, Brasil presenta uno de los panoramas más delicados y con mayor incidencia sobre la evolución de Argentina. Distintas estimaciones dan cuenta que por cada punto porcentual de crecimiento de Brasil la actividad económica argentina varía entre 0,2 y 0,7 puntos porcentuales (p.p.) en el mediano plazo (ver Apartado 4 / Sobre las exportaciones a Brasil y su efecto en Argentina). La recesión brasileña se extendió y la actividad económica se habría contraído nuevamente durante el último trimestre de 2016. Actualmente se espera que comience a expandirse recién en el primer trimestre de 2017, si bien los indicadores adelantados no resultan contundentes (ver Gráfico 2.3). La implementación de una política monetaria menos restrictiva, junto con el avance del proceso desinflacionario y de reducción del desequilibrio fiscal plantearían un escenario más propicio para la recuperación del crecimiento económico. Respecto del anterior IPOM, las expectativas de crecimiento brasileño para 2017 descendieron a la mitad desde 1,3% a 0,5%, dando cuenta de que se trataría de un proceso de recuperación más lento y gradual que lo previsto un trimestre atrás. De este modo, tras contemplar una contracción de 3,8% en 2016 el PIB brasileño se expandiría 0,5% en 2017, por lo que la economía argentina pasaría de experimentar durante el año pasado al menos una incidencia negativa de 0,34 p.p. sobre su crecimiento económico a una contribución ligeramente positiva este año.

Gráfico 2.3 | Brasil. Crecimiento económico



La proyección para 2017 de la expansión del conjunto de los principales socios comerciales de Argentina se mantuvo relativamente estable respecto de un trimestre atrás, con leve sesgo a la baja (ver Cuadro 2.1).

Cuadro 2.1 | Proyecciones de crecimiento 2017

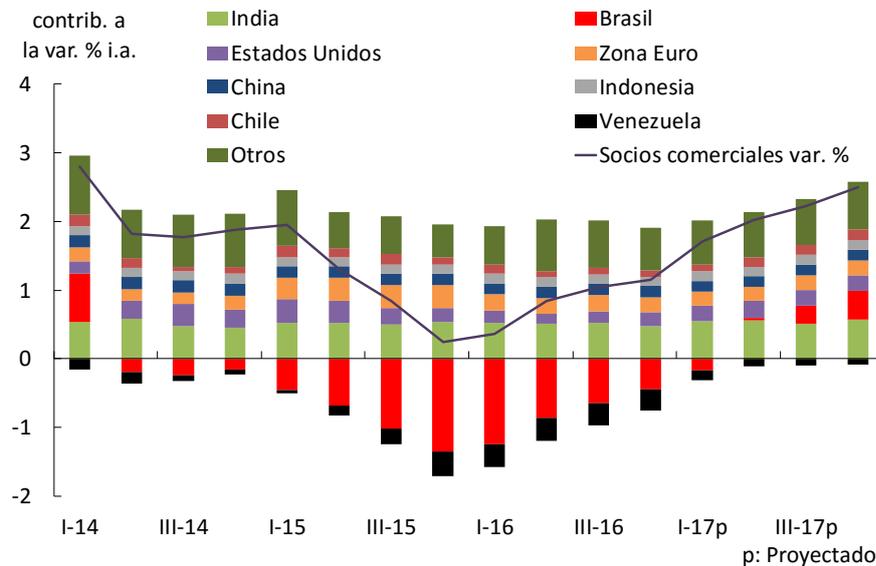
	Estimación oct-16	Estimación actual
Crecimiento economías emergentes	5,1	5,0
Crecimiento economías avanzadas	1,7	1,8
Crecimiento América latina	1,5	1,3
Crecimiento global	2,9	2,9
Crecimiento socios comerciales*	2,3	2,2

* La proyección contempla pronósticos para los 22 principales socios comerciales de Argentina ponderados por el comercio de manufacturas.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI, CEPAL, INDEC, FocusEconomics y Encuesta Focus del Banco Central de Brasil

Para 2017 se espera que el conjunto de los socios comerciales recupere el dinamismo que tenía antes de 2015, en la medida en que comenzaría a observarse nuevamente un crecimiento en Brasil y en que se reduciría la contracción económica en Venezuela (Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 | Crecimiento del conjunto de socios comerciales de Argentina



Fuente: FMI, FocusEconomics, Encuesta Focus del Banco Central de Brasil e INDEC

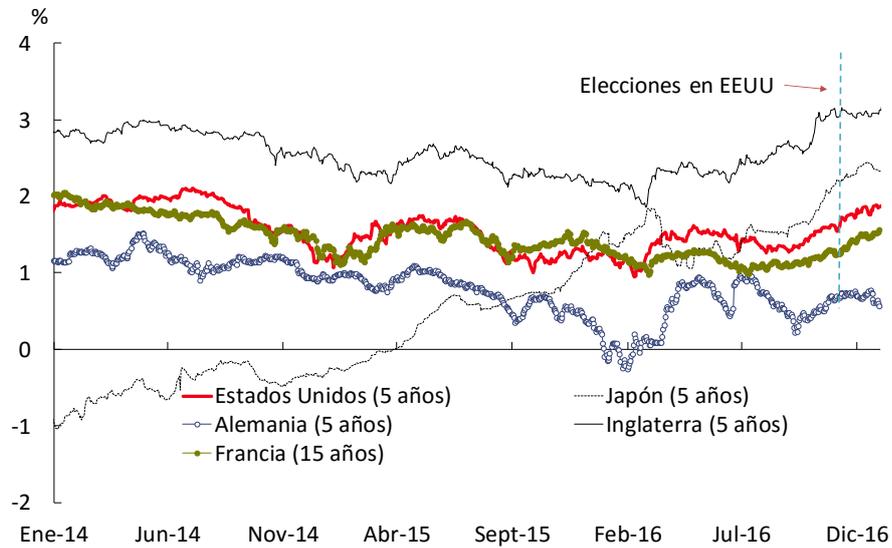
2.2 Los mercados financieros internacionales reflejaron la mayor incertidumbre

2.2.1 Se apreció el dólar y se corrigieron las valuaciones de diversos activos financieros

A los riesgos que se contemplaban en el anterior IPOM, se sumó un nuevo factor de incertidumbre que originó una serie de correcciones en las valuaciones de diversos activos ante el cambio de expectativas sobre las políticas económicas que se aplicarán en las principales economías del mundo.

Tras el resultado de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos recuperaron impulso los cuestionamientos a la globalización, con especial acento en los flujos de comercio, las decisiones de localización de los flujos de inversión real y la inmigración. La previsión de una política fiscal más expansiva en los Estados Unidos y de un mayor proteccionismo comercial contribuyó a aumentar las expectativas de inflación en algunas economías avanzadas (ver Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5 | Inflación implícita en bonos de 5 años de plazo de economías avanzadas*

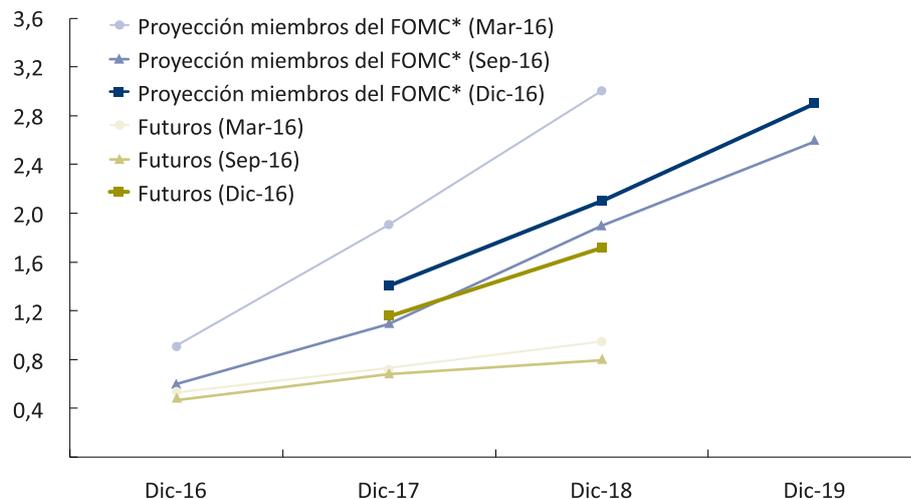


* Diferencial de rendimiento entre bonos nominales e indexados

Fuente: Bloomberg

En este contexto, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) estaría dispuesta a establecer mayores incrementos en la tasa de interés de referencia que los previstos un trimestre atrás. Tanto las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed como las expectativas de suba de tasa de interés implícitas en los instrumentos financieros que se transan en el mercado subieron entre septiembre y diciembre del año pasado (ver Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6 | Estados Unidos. Proyecciones del objetivo de la tasa de los fondos federales de los miembros del FOMC* y futuros de tasas de Fed funds

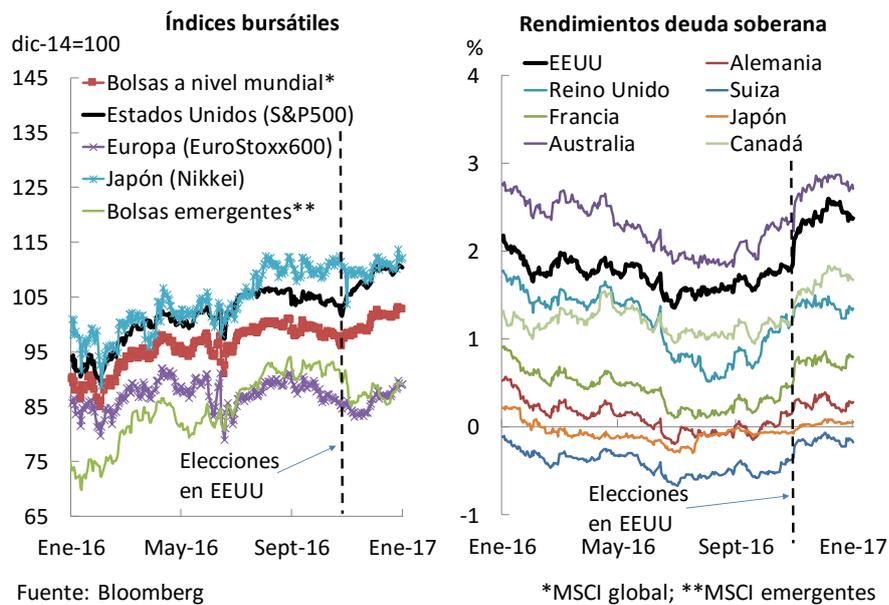


*Mediana de pronósticos de los miembros del Comité Federal de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos

Fuente: Bloomberg

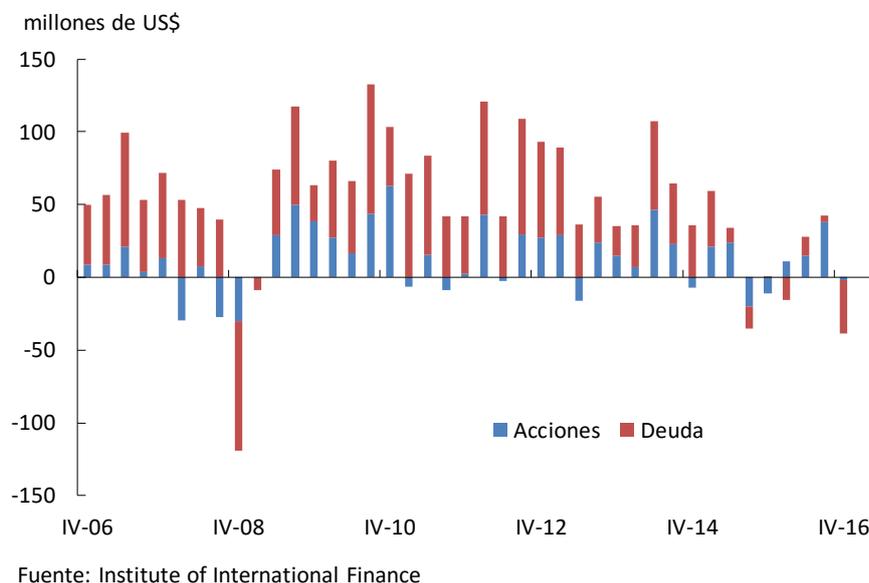
Junto con el aumento de la inflación esperada, se elevaron los rendimientos de los bonos soberanos de mayor plazo —usualmente percibidos como instrumentos libres de riesgo—, planteando un escenario desafiante para la política económica ante los elevados niveles de endeudamiento público y privados en las principales economías del mundo (ver Gráfico 2.7). En este contexto, se observó una recuperación generalizada de los precios de los activos bursátiles —los cuales alcanzaron niveles récord en los Estados Unidos, liderados, entre otros factores, por la revalorización de las corporaciones financieras que podrían beneficiarse si avanzara la desregulación sectorial con la nueva administración—.

Gráfico 2.7 | Índices bursátiles y rendimiento de deuda soberana a 10 años



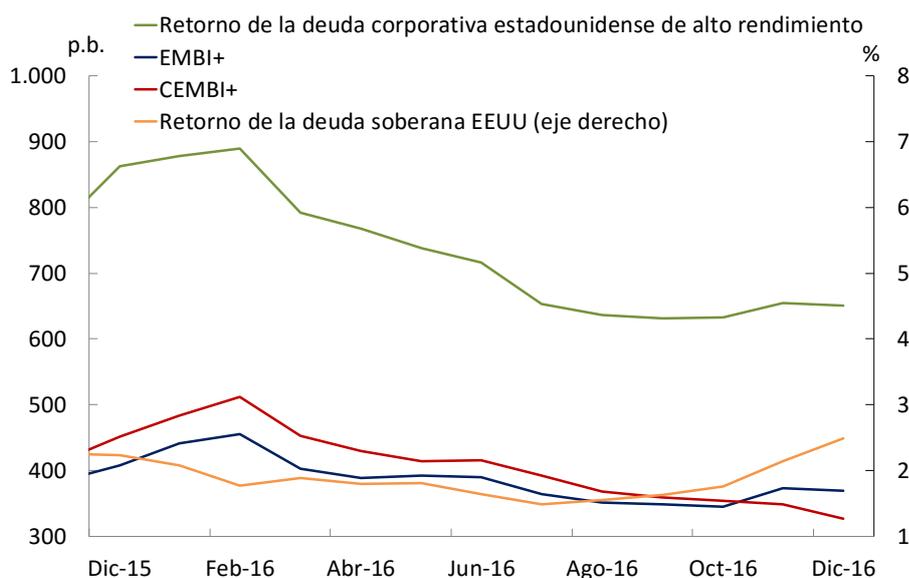
Estos desarrollos condujeron a una salida de los flujos de capitales de corto plazo de las economías emergentes (ver Gráfico 2.8). Los índices bursátiles de estos países mostraron una corrección post elección en Estados Unidos, iniciando una recuperación hacia fines de 2016.

Gráfico 2.8 | Flujos de capitales de corto plazo hacia economías emergentes



En un marco en el que aumentó la tasa de interés percibida como libre de riesgo —los bonos del tesoro de Estados Unidos— se amplió levemente la prima de riesgo de la deuda soberana de países emergentes (EMBI+), mientras que el sobrecosto de la deuda corporativa de los países emergentes (CEMBI+) siguió reduciéndose, ubicándose incluso por debajo del soberano (ver Gráfico 2.9). Los retornos de la deuda corporativa de alto rendimiento de los Estados Unidos —activo que suele utilizarse para comparar la deuda de las economías en desarrollo— registraron una ligera suba en el trimestre.

Gráfico 2.9 | Retorno de la deuda corporativa de alto rendimiento de los Estados Unidos y primas de riesgo de deuda soberana y corporativa de emergentes



Fuente: Bloomberg

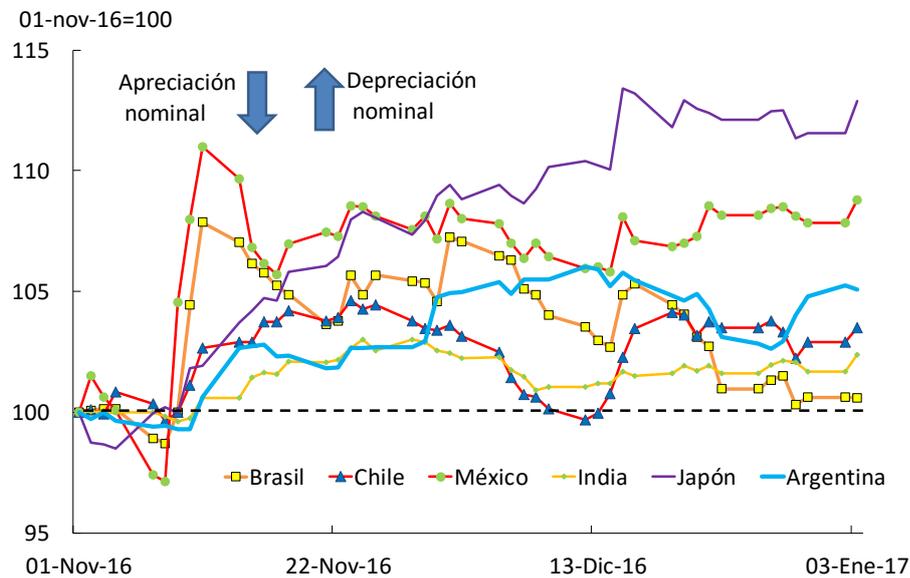
Así, el riesgo que enfrentan los países emergentes en general, y América Latina en particular, es el de que se agudice la reversión de flujos de capitales. Este riesgo debe matizarse al considerar factores subyacentes al proceso, tales como el eventual mayor crecimiento en los Estados Unidos y el diferencial de rendimientos entre economías avanzadas y emergentes. Respecto del primero, mayores tasas en los Estados Unidos deberían responder a mayor inflación y crecimiento —pero resta ver si este escenario se concreta—. Y, de acelerarse el crecimiento en ese país, actuaría a favor de la actividad mundial, e incluso de los flujos de capitales hacia América latina, como muestra alguna evidencia³. Respecto del diferencial de rendimientos, las mayores tasas de interés en los Estados Unidos se verían mitigadas por la política monetaria del Banco Central Europeo y el Banco de Japón, de los que no se espera un cambio de su sesgo expansivo en el corto plazo. Ello contribuiría a mantener atractivos los rendimientos relativos de los activos de países emergentes.

³Ver: Felices, G. y B. Orskaug (2008): "Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: a maximum likelihood disequilibrium approach", Working Paper No. 354, Bank of England, noviembre; Forbes, K y F. Warnock (2011): Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flights and Retrenchment, Working Paper 17351, NBER, Agosto; De Vita, G. y K. Kyaw, (2008): "Determinants of capital flows to developing countries: a structural VAR analysis", Journal of Economic Studies, Vol. 35 Iss 4 y Calvo, G., L. Leiderman, y C. Reinhart (1993): "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1.

2.2.2 El régimen de flotación cambiaria actuó como un eficaz amortiguador

Tras las elecciones presidenciales en los Estados Unidos el dólar se apreció frente a la mayoría de las monedas del mundo (ver Gráfico 2.10). Las monedas de los países con mayor exposición al comercio con Estados Unidos registraron las mayores depreciaciones respecto del dólar. Tanto Chile como México tienen vigentes acuerdos bilaterales de libre comercio que podrían ser susceptibles de revisión y, por lo tanto, se encuentran entre las economías más expuestas. Japón pretendía participar del Acuerdo Transpacífico de Comercio (TPP, por su sigla en inglés). Asimismo, países más dependientes del ahorro externo, como Brasil e India, se vieron más afectados por la volatilidad en los mercados internacionales.

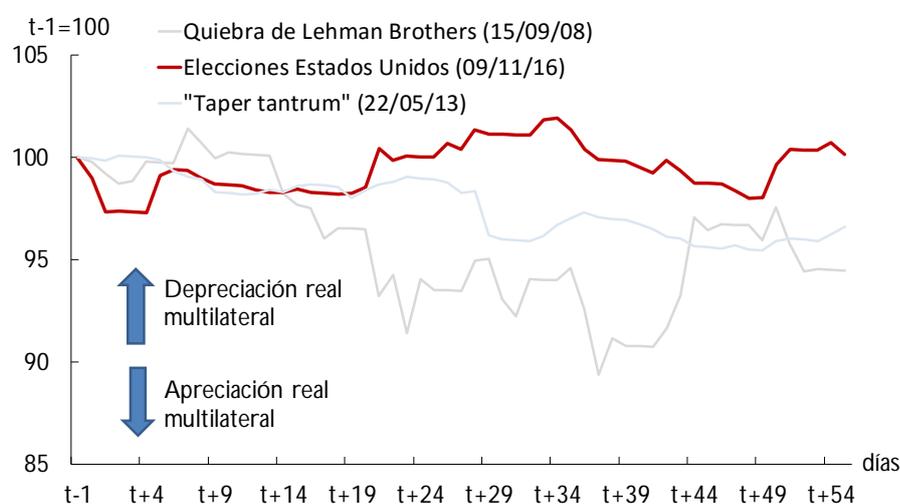
Gráfico 2.10 | Evolución de monedas contra el dólar. Socios comerciales de Argentina seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Datastream

En esta ocasión, el régimen cambiario de flotación adoptado en Argentina a fines de 2015 actuó como un eficaz amortiguador del shock externo, permitiendo que el tipo de cambio real se disociara de la apreciación multilateral del dólar (ver Gráfico 2.11). Este comportamiento se dio incluso pese a la extraordinaria liquidación de divisas asociada al pago del impuesto por la exteriorización de activos, diferenciándose de otros eventos previos de shocks externos recientes (ver Apartado 1 / Efectos de la Exteriorización de capitales en el mercado de cambios y la “especulación estabilizadora”). El tipo de cambio nominal bilateral con el dólar se ajustó a los movimientos de las demás monedas.

Gráfico 2.11 | Evolución del ITCRM de Argentina ante shocks externos



Nota: "t" equivale al día del evento

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Datastream y Direcciones de Estadísticas de Provincia de San Luis y de la Ciudad Aut. de Buenos Aires

El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se ubicaba a inicios de 2017 aproximadamente 10% más apreciado que durante el primer trimestre de 2016, aunque se mantendría 19% más depreciado que el nivel promedio de noviembre de 2015, previo a la unificación cambiaria. En las relaciones bilaterales, el tipo de cambio real se depreció cerca de 8% con Brasil (fundamentalmente por la apreciación del real brasileño), en tanto que se apreció entre 14% y 20% respecto de los demás principales socios comerciales (Estados Unidos, zona del euro y China) respecto al primer trimestre de 2016.

2.3 El sector externo siguió ajustándose tras la normalización de fines de 2015

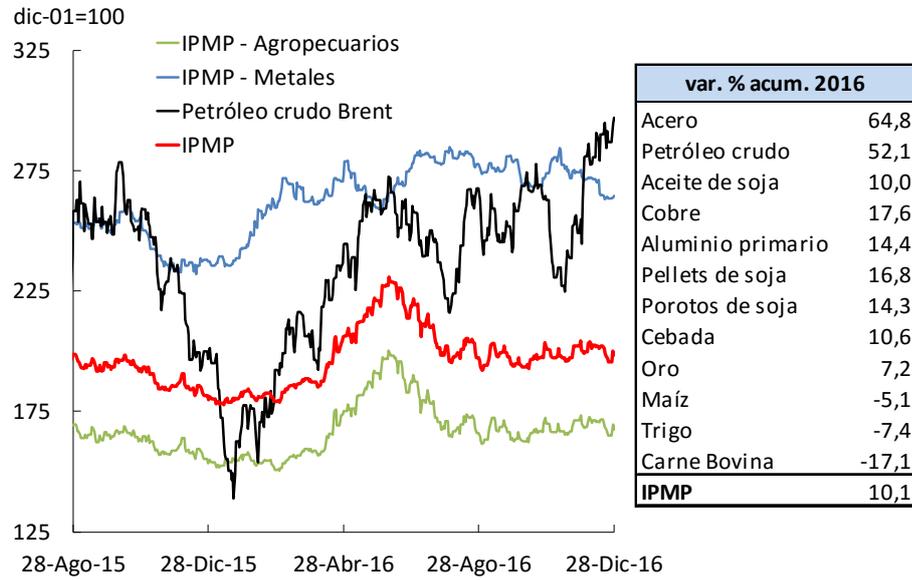
2.3.1 Los términos de intercambio se mantuvieron estables

En el último trimestre de 2016 se verificó una suba en el precio del petróleo y de los metales, permaneciendo las demás cotizaciones relativamente estables. Dado que la participación de aquellos bienes primarios en las exportaciones argentinas es acotada, no se observó una incidencia significativa sobre los precios de la canasta de exportación local.

En línea con lo proyectado un trimestre atrás, durante el último trimestre de 2016 las cotizaciones internacionales de los productos primarios que exporta Argentina se mantuvieron estables, por encima de los niveles mínimos que se registraron al cierre de 2015 (ver Gráfico 2.12). Entre los precios de los productos básicos que importa Argentina, se destacó la suba de más 50% de la cotización internacional del petróleo crudo (influida recientemente por la decisión de recorte de la producción por parte de los principales países exportadores de petróleo⁴), que afecta negativamente en el corto plazo a la Argentina por tratarse de un importador neto de energía.

⁴ El 30 de noviembre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un acuerdo para reducir su producción hasta de 32,5 millones de barriles diarios a partir de enero de 2017. Se trató del primer acuerdo de recorte de oferta de crudo realizado por la OPEP desde 2008.

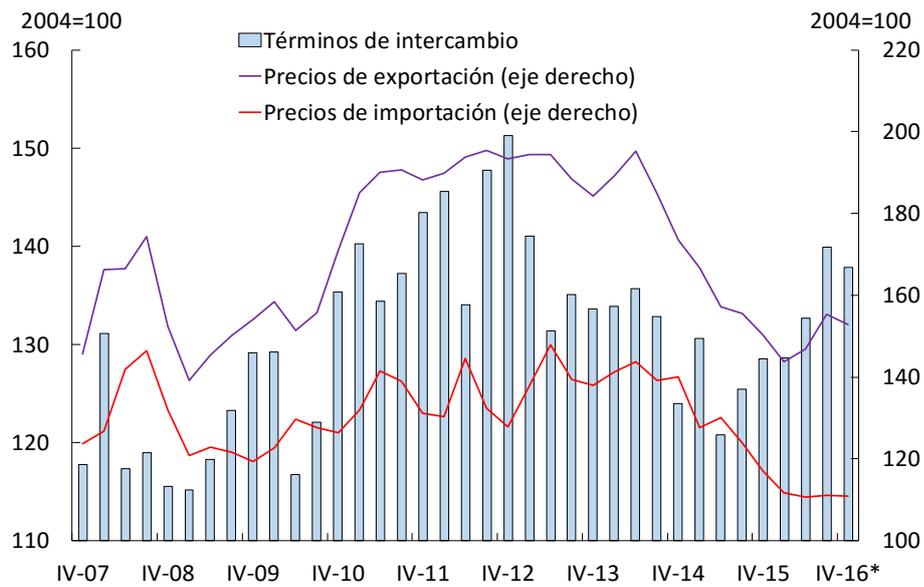
Gráfico 2.12 | Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA (IPMP) y principales agrupados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Datastream

De acuerdo a lo previsto en el anterior IPOM, con datos parciales del cuarto trimestre, los precios de importación prácticamente dejaron de caer en términos trimestrales y se estabilizaron en niveles inferiores a los del último trimestre de 2015. Dado que los precios de exportación se mantuvieron en niveles similares a los de ese período, los términos de intercambio se ubicaron por encima de los registrados hace 12 meses (ver Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Términos de intercambio y precios de comercio exterior



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

*Datos a nov-16

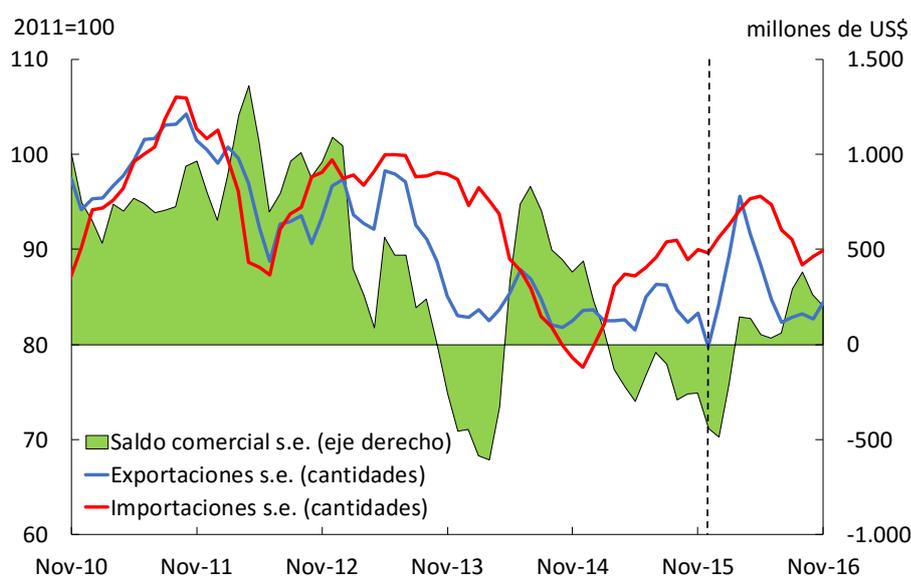
Los signos de reactivación de la dinámica de precios en las economías avanzadas —y la suba de las expectativas inflacionarias—, junto con los mayores precios internacionales del petróleo, sugieren que los precios de importación de Argentina podrían retomar una trayectoria de crecimiento en el corto plazo. Esta evolución podría contribuir a un deterioro de los actuales niveles de términos de intercambio, en caso de que los precios de exportación no acompañen la suba en igual magnitud.

2.3.2 El saldo comercial se vio influido por los elevados términos de intercambio

Entre octubre y noviembre de 2016, el valor de las exportaciones creció 1,0% sin estacionalidad⁵ (s.e.) respecto del trimestre anterior, al tiempo que las importaciones aumentaron 6,8% s.e. Como resultado, se redujo el saldo comercial en relación al trimestre previo (ver Gráfico 2.14). En 2016 se habría acumulado un superávit comercial en torno a US\$2.000 millones, en contraste con el déficit de US\$2.970 millones de 2015.

Gráfico 2.14 | Comercio exterior de bienes (series desestacionalizadas)

(prom. móv. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Tras las modificaciones en la política económica de fines de 2015, las exportaciones registraron comportamientos heterogéneos durante 2016. Por un lado, los Cereales y carnes y el Resto de Productos Primarios (PP) y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se estabilizaron en niveles elevados cercanos a los de 2013. Las Manufacturas de Origen Industrial excluyendo material de transporte terrestre crecieron de modo sostenido y podrían continuar expandiéndose para recuperar niveles previos de exportación (ver Cuadro 2.2).

⁵ En el último trimestre del año, el impulso a las cantidades exportadas se dio por las mayores ventas externas del complejo sojero agrícola —en particular *pellets*—, luego de dos trimestres consecutivos de bajas en las exportaciones de este sector.

Cuadro 2.2 | Comercio exterior de bienes (var. % i.a.)

Rubro	% del total*	III-16			IV-16**		
		Total	Precios	Cantidades	Total	Precios	Cantidades
EXPORTACIONES							
Productos primarios	27	20,5	0	20	16,0	7	9
MOA	40	-13,4	3	-16	9,5	5	-2
MOI	30	0,1	-2	2	2,0	-4	7
MOI (excl. material de transporte terrestre)	21	11,3	-3	15	3,0	-6	10
Combustibles y energía	3	4,2	-12	19	9,8	2	9
		-0,7	-0,4	-0,4	9,1	1,6	3,9
IMPORTACIONES							
Bienes de capital	21	-0,8	-4	3	5,5	-5	11
Bienes intermedios	29	-18,8	-17	-2	-14,6	-12	-3
Combustibles y lubricantes	9	-31,6	-32	0	1,0	-13	15
Piezas y acc. para bienes de capital	21	-23,4	-1	-23	-4,7	6	-10
Bienes de consumo	13	7,1	-6	14	9,0	-4	14
Vehículos automotores de pasajeros	7	13,8	-3	17	38,1	0	37
		-13,5	-10,5	-3,4	-1,3	-4,3	3,3

*Acum. últimos 12 meses a nov-16 **datos a nov-16
Fuente: INDEC

En 2016, las ventas externas del complejo automotriz (material de transporte terrestre) se redujeron influidas por la recesión en el mercado brasileño, mientras que las exportaciones del complejo sojero agrícola exhibieron un dinamismo inferior al proyectado, especialmente entre el segundo y el tercer trimestre de 2016 (ver Gráfico 2.15). Sin embargo, en los últimos meses del año 2016 la mejora en el precio relativo del aceite de soja le dio un nuevo impulso a la molienda, y se espera que este repunte se sostenga en los próximos meses (ver Gráfico 2.16). Así, en el año el incentivo que significó para el complejo sojero agrícola la reducción en 5 p.p. de los derechos de exportación, la suba en el tipo de cambio real y la flexibilización en el plazo para la liquidación de divisas, llevó a que las cantidades exportadas de la agroindustria vinculada a la soja se elevaran respecto a 2015.

Gráfico 2.15 | Exportaciones por principales agrupados

(volúmenes; sin estacionalidad; prom. móv. 3 meses)

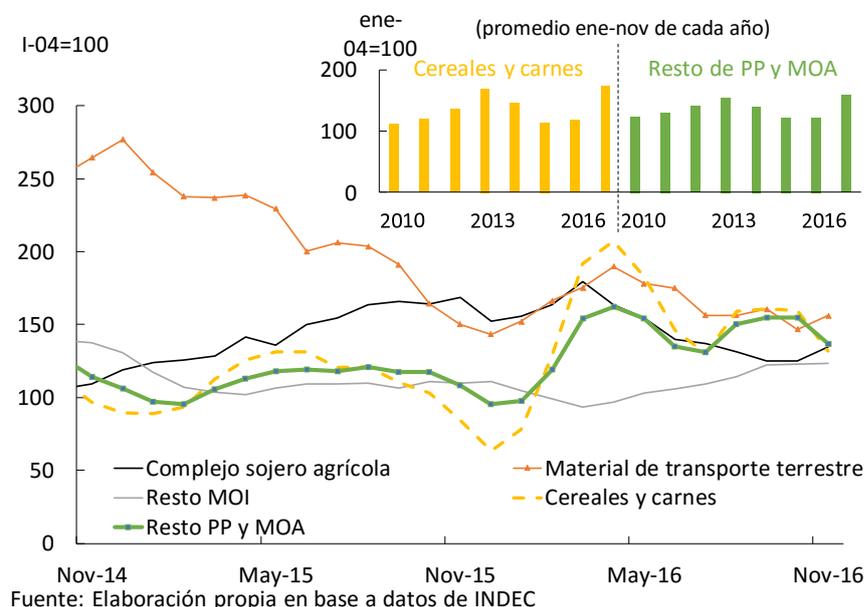
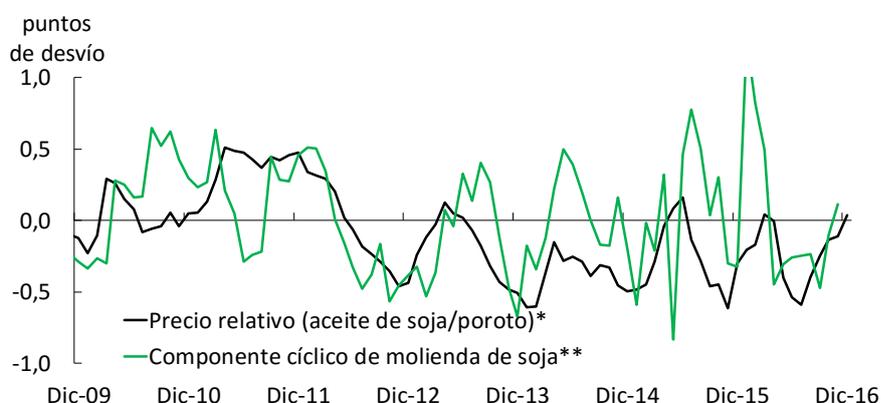


Gráfico 2.16 | Molienda local de soja y precio relativo para la industria



*Precio FOB Chicago del aceite de soja expresado en pesos descontando el efecto de las retenciones. Precio del poroto de soja disponible en el puerto de Rosario. Desvío con respecto al promedio histórico desde 2007.

**Desvío respecto de la tendencia de Hodrick-Prescott.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg, MATBA y Ministerio de Agroindustria

En relación a las importaciones, la liberación de las restricciones al comercio implementada a fines de 2015 condujo a un aumento de las cantidades importadas de bienes de capital, de bienes de consumo y de vehículos a lo largo de 2016. En sentido opuesto, se destacó la reducción de las importaciones de piezas y accesorios —rubro sobre el cual incide el régimen de promoción de la Provincia de Tierra del Fuego—.

Para 2017, se espera una expansión de los flujos de comercio de Argentina. Los volúmenes de exportación se verían impulsados principalmente por una mayor cosecha de cereales y por la eventual mejora de las exportaciones de vehículos a Brasil. En tanto, las importaciones también registrarían un aumento en línea con la reactivación de la actividad económica local (ver sección 3. Actividad económica).

2.3.3 El balance de pagos reflejó la nueva configuración macroeconómica

La mejora mencionada del saldo comercial de bienes fue parcialmente compensada por el deterioro de la balanza de servicios —en particular de la cuenta viajes—. De este modo, la cuenta corriente habría acumulado un déficit de unos US\$14.600 millones durante 2016 (cerca de US\$2.000 millones inferior al déficit del año anterior).

En 2015 el financiamiento del déficit externo se había logrado principalmente a partir de la reducción del stock de reservas internacionales, el incremento de los pasivos externos del BCRA (*swap* con China), la reinversión forzada de utilidades de las empresas de inversión extranjera directa y el endeudamiento intra firma de empresas multinacionales en el marco del cepo cambiario.

Tras la normalización del mercado cambiario, el límite de la asistencia del BCRA al Tesoro y la reinsertión de Argentina en los mercados financieros internacionales a partir de la resolución de la deuda con los *holdouts*, se verificó un cambio en el modo de financiamiento externo de la economía. El sector público no financiero se constituyó como el principal tomador de crédito externo, dada la estrategia de reducción gradual del déficit fiscal heredado. En un régimen de tipo de cambio flexible como el elegido por el BCRA para darle sostenibilidad al proceso de desinflación, es esperable que el sector privado se transforme en quien adquiera las divisas ingresadas por el sector público (tanto para la formación de activos externos como para el giro de utilidades, transacciones que se encontraban restringidas anteriormente). En tanto,

el BCRA, en un marco de reconstitución de sus activos externos, aumentó el stock de reservas internacionales en alrededor de US\$13.000 millones durante todo 2016, al tiempo que incrementó sus pasivos externos por un valor muy inferior al del año anterior (ver Cuadro 2.3).

Cuadro 2.3 | Principales componentes de la balanza de pagos internacionales

	en millones de US\$		
	2015	desde IV-15 hasta III-16	2016
Cuenta corriente	-16.805	-15.654	
Cuenta capital y financiera	13.202	12.017	
Variación de reservas	-4.933	-3.394	13.209*

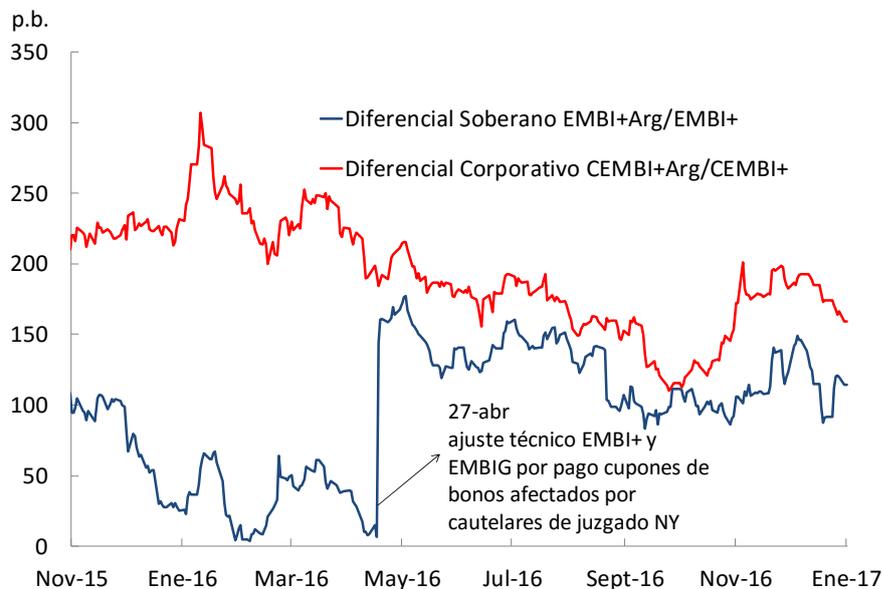
*Fuente BCRA. El dato de 2016 no considera ajuste por tipo de pases

Fuente: INDEC

2.3.4 El ordenamiento macroeconómico ayudó a reducir el costo de financiamiento

Durante el cuarto trimestre de 2016 el costo de financiamiento externo para la Argentina —tanto corporativo como soberano— se elevó en relación al trimestre anterior, aunque permaneció por debajo de los niveles registrados en 2015. Esto obedeció, como se comentó anteriormente, a la suba del costo financiero internacional asociada a instrumentos de largo plazo considerados como libres de riesgo (los bonos del tesoro estadounidense), que afectó a todos los países emergentes. En tanto, la sobretasa exigida para instrumentos argentinos respecto a la de los otros emergentes aumentó transitoriamente durante el trimestre y terminó en niveles cercanos a los registrados en el IPOM de octubre (ver Gráfico 2.17).

Gráfico 2.17 | Prima de riesgo para deuda argentina relativa a otros países emergentes



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y Reuters

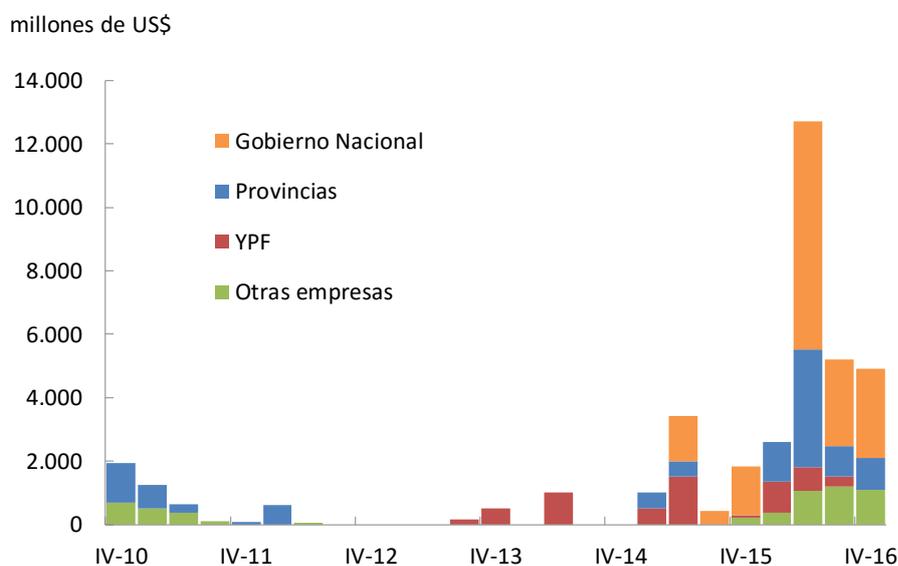
Se estima que Argentina aún dispone de espacio para seguir beneficiándose de las extraordinariamente bajas tasas de interés internacionales a medida que avanza su proceso de ordenamiento macroeconómico. El programa de sinceramiento fiscal constituyó un avance importante en la regularización impositiva y

patrimonial de los ciudadanos. Con resultados parciales, se exteriorizaron activos por casi US\$100.000 millones. Hacia fines de 2016, US\$13.700 millones correspondían a activos ya incorporados al circuito formal de la economía local, principalmente a partir de depósitos en el sistema financiero (unos US\$7.200 millones). Hacia adelante, ya regularizada la situación ante el fisco, quienes exteriorizaron activos que no estén en el país podrían hallar beneficioso incorporarlos al circuito doméstico, ante un contexto macroeconómico más estable, un tratamiento impositivo más favorable y rendimientos esperados difíciles de obtener en los países centrales.

Un factor adicional de normalización estuvo asociado a la eliminación de los controles de capitales de corto plazo remanentes, que permitió la incorporación de los bonos argentinos a índices de mercados emergentes. Por factores técnicos, se impulsó tempranamente la demanda de activos locales de renta fija (por el futuro incremento en la ponderación de ciertos instrumentos argentinos en índices como el GBI-EM de JP Morgan a partir de fines de febrero). Durante 2017, podrían observarse efectos similares para las acciones (si Argentina vuelve a ser considerada como economía emergente para el MSCI *Emerging Markets Index*).

La dinámica de las colocaciones corporativas y soberanas en el exterior reflejó el cambio transitorio en las condiciones de acceso al financiamiento externo. Entre octubre y principios de noviembre del año anterior, estas emisiones sumaron un monto similar al colocado durante todo el tercer trimestre (ver Gráfico 2.18⁶). De todas formas, luego de una breve interrupción entre mediados de noviembre y diciembre, el ritmo de colocaciones externas se estaría recuperando a partir de mediados de enero de 2017.

Gráfico 2.18 | Deuda soberana y corporativa emitida en mercados internacionales



Fuente: BCRA en base a BCBA, CNV, IAMC, MHyFP y Bloomberg

Desde el anterior IPOM, entre los distritos subnacionales, sólo la provincia de Santa Fe colocó títulos de deuda en los mercados internacionales por un monto de US\$250 millones, con una vida promedio de 11 años y a una tasa inferior al 7%. Durante 2016, las colocaciones de las provincias sumaron casi US\$7.000 millones. En ese período, las empresas argentinas colocaron instrumentos de deuda por alrededor de US\$5.800 millones.

⁶ Excluye operaciones por canjes directos y refinanciamientos de pasivos. En las colocaciones del Gobierno Nacional incluye colocaciones de bonos en dólares con legislación doméstica realizadas en el mercado mediante subasta pública, que pueden contener una parte de inversores locales.

2.4 Perspectivas

Aún no está claro cuáles serán los impactos económicos y financieros que tendrían eventuales cambios de las políticas fiscal y comercial de la nueva administración estadounidense. El mercado pondera un mayor riesgo de que la Fed encare un proceso más agresivo de suba de tasas de interés de referencia para la política monetaria. Asimismo, se plantean dudas sobre los efectos que podrían derivarse de las posibles nuevas alianzas políticas y económicas en el plano internacional.

En Europa, seguirán siendo relevantes los avances en la instrumentación de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Para la zona del euro, además, persisten dudas sobre la solvencia de algunos bancos europeos. También incidirán los resultados de los actos eleccionarios en varios países de la región.

El contexto de bajo crecimiento económico global, con baja inversión y acotado aumento de la productividad plantea un escenario internacional desafiante (ver Apartado 2 / Contabilidad del crecimiento en los Estados Unidos). El panorama se vuelve más complejo al contemplarse los elevados niveles de endeudamiento público y privado de las economías avanzadas y de muchas de las emergentes (destacándose el caso de China) y los desafíos asociados a la estabilidad financiera global.

La influencia directa sobre la Argentina de la nueva situación en los Estados Unidos sería acotada, ya que las exportaciones a ese país representan sólo cerca del 7% del total; las perspectivas de la economía local se verán más influidas por la actividad de sus principales socios comerciales, y en particular por la efectiva recuperación de la economía brasileña. Resultará clave la estabilidad cambiaria y financiera en China y la continuidad de su proceso gradual de convergencia hacia tasas de crecimiento más sostenibles. Desde el punto de vista financiero, con deuda externa reducida y una posición financiera neta acreedora respecto del resto del mundo, la economía argentina enfrentaría estas posibles turbulencias a nivel global desde una situación de solvencia.

Por último, la etapa final del programa de sinceramiento fiscal podría seguir dinamizando los mercados financieros locales en los próximos meses. Por ejemplo, el incentivo tributario para repatriar los fondos restantes a partir de la suscripción de bonos públicos o para realizar depósitos en el sistema financiero local, podría movilizar significativos recursos hacia el desarrollo de inversiones a nivel nacional (ver sección 5. Política monetaria).

Apartado 1 / Efectos de la Exteriorización de capitales en el mercado de cambios y la “especulación estabilizadora”

Uno de los ejes de la estrategia implementada por el BCRA en diciembre de 2015 y que profundizó a lo largo de todo 2016 fue la puesta en marcha de un régimen de flotación cambiaria. Este régimen constituye una novedad respecto a la historia reciente y presenta ventajas en términos de la capacidad de la economía para procesar shocks externos y, a medida que se consolide el control de las expectativas de inflación, permitirá quebrar la relación histórica de un alto nivel de traspaso entre tipo de cambio y precios en la Argentina.

Ahora bien, como en todo mercado financiero, para que el tipo de cambio pueda efectivamente fluctuar sin sobresaltos que, por ejemplo, distorsionen los precios relativos o atenten contra la estabilidad financiera, es altamente conveniente que el mercado respectivo sea líquido y profundo.

Así, durante todo el 2016 el BCRA fue removiendo paulatinamente un amplio conjunto de controles y regulaciones que no sólo distorsionaban el valor del tipo de cambio, sino que también reducían la profundidad del mercado, al acotar el tipo de actores y transacciones que podían concurrir libremente a demandar u ofrecer moneda extranjera. Más aún, en los primeros días de 2017 el Gobierno eliminó el requisito de permanencia de 120 días para fondos financieros provenientes del exterior y el BCRA eliminó los límites para operar con efectivo en el mercado de cambios y la obligación de ingresar al país los cobros de servicios exportados, suprimiendo así tres de los últimos escollos para una movilidad plena de capitales.

Gráfico 1 | Volumen mercado de cambios y tipo de cambio⁷



Fuente: Elaboración propia

Un indicador que refleja los efectos de estas acciones es el volumen operado en el mercado de cambios. Durante el año 2016 el volumen promedio mensual fue de 29.339 millones de dólares, lo que representa un aumento del 35,3% respecto a los 21.680 millones promedio que se operaban en la etapa de amplias regulaciones, entre 2012 y 2015. También este valor resulta superior a los 28.625 millones que se transaron mensualmente en promedio durante 2009-2011 (2,5% de incremento, ver Gráfico 1). Estas cifras se mantienen

⁷ El volumen del mercado de cambios se calcula sumando el volumen operado entre entidades y clientes a través del MULC, las operaciones entre entidades y el valor absoluto de las compras netas de BCRA. Para el volumen operado entre las entidades y el BCRA se tomó el valor absoluto del resultado neto diario con el objetivo de eliminar el efecto de las operaciones de canje que se registran como operaciones separadas de compra y venta de moneda extranjera con cambio de instrumento.

en valores similares, incluso levemente superiores, si se excluyen de la comparación las compras netas del BCRA, con lo cual el aumento de volumen no es atribuible a un comportamiento diferencial de la autoridad monetaria, sino al funcionamiento propio del régimen de flotación.

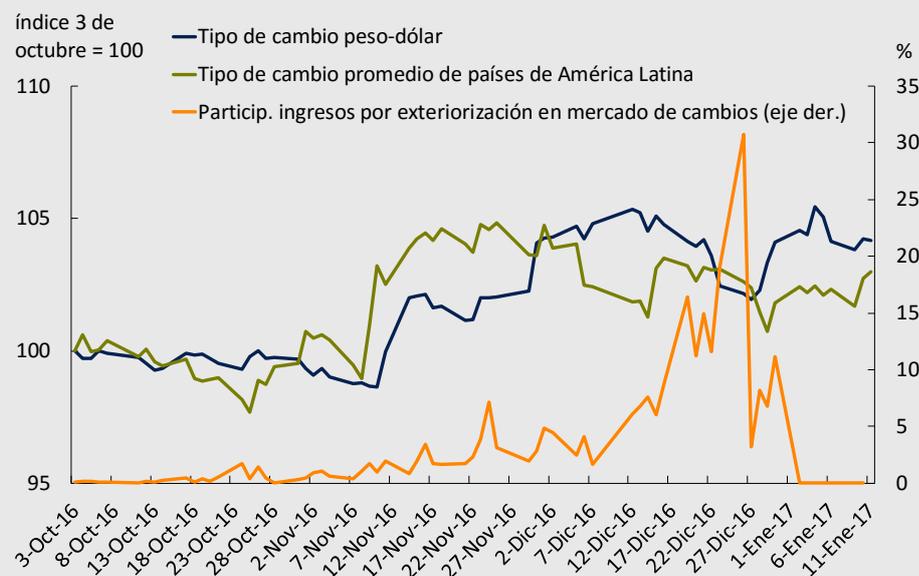
Es de esperar que en la medida que el mercado gane profundidad se acreciente la capacidad de absorber shocks de oferta o demanda sin cambios abruptos en el tipo de cambio nominal. Esta es una de las razones por las cuales en las economías que conviven naturalmente con la flotación tampoco se observan, salvo excepciones, movimientos abruptos en las paridades. Uno de los objetivos a los que aspira el BCRA es justamente que los actores económicos naturalicen las oscilaciones en el tipo de cambio sin que esto implique alterar sus decisiones de ahorro e inversión o producir bruscos rebalances de carteras.

En este sentido, la exitosa exteriorización de capitales, cuya segunda etapa finalizó el 31 de diciembre pasado, configura una suerte de experimento controlado, relativamente atípico de encontrar en la ciencia económica, con el cual contrastar si efectivamente la mayor profundidad del mercado atemperó la volatilidad cambiaria.

En efecto, por el pago del impuesto especial derivado de la exteriorización, se inyectó en el mercado cambiario una cantidad inusualmente elevada de moneda extranjera (shock de oferta) que, a la vez, dado los plazos de liquidación y los incentivos a aguardar hasta último momento, se concentraron en un lapso de tiempo acotado.

Como puede apreciarse en el Gráfico 1, las transacciones del período noviembre-diciembre de 2016 fueron por mucho las más elevadas en términos históricos para ese bimestre. El efecto del sinceramiento fiscal comienza a sentirse en los primeros días de noviembre, pero es a partir del 12 de diciembre cuando las operaciones vinculadas a la liquidación del impuesto especial comienzan a ganar mucha fuerza, representando desde esa fecha más del 10% del volumen de mercado hasta fin de mes, con un pico el día 26 de diciembre donde fue equivalente al 30,8% del volumen diario (ver Gráfico 2). En total se liquidaron 4.848,6 millones de dólares derivados de la exteriorización, de los cuales corresponden 588,5 millones a noviembre y 4.092,2 millones a diciembre. Vale aclarar que las compras netas del BCRA en los dos últimos meses del año fueron de 706 millones, concentradas en una operación por 700 millones el día 20 de diciembre (ver Gráfico 3).

Gráfico 2 | Evolución del tipo de cambio peso-dólar y del tipo de cambio promedio de países de América Latina



Fuente: Elaboración propia

Al contrastar estos valores inusuales de oferta con el sendero del tipo de cambio nominal se verifica un patrón bastante claro. En efecto, el peso había comenzado a depreciarse frente al dólar desde un valor próximo a 15,20 en el mes de octubre hasta superar levemente los 16 los días 12 y 13 de diciembre. Es precisamente en torno a esa fecha que los ingresos de divisas derivados de la exteriorización se vuelven particularmente intensos: entre el 13 y el 31 de diciembre ingresaron 3.707 millones de dólares. El tipo de cambio frente al dólar tuvo una baja acotada durante ese lapso, desde 16,04 el 13 de diciembre hasta 15,52 el 27 de diciembre. Esto representa una apreciación entre el máximo y el mínimo mensual de 3,2% (ver Gráfico 3). Finalizada la exteriorización, el tipo de cambio volvió rápidamente a los niveles previos. Nótese que ese movimiento pequeño ocurrió en un momento donde las divisas de la región se encontraban estables. En el Gráfico 2 puede compararse la evolución de la paridad del peso con el dólar respecto a un promedio de cinco economías con flotación de la región: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Esta estabilidad relativa de las monedas de la región demostraría que no existía una fuerza conducente a la depreciación en la región que en Argentina hubiera sido compensada por el efecto de la exteriorización, sino que efectivamente ésta no incidió significativamente sobre la paridad peso-dólar.

Gráfico 3 | Divisas provenientes de las multas de la exteriorización y tipo de cambio de referencia



Fuente: Elaboración propia

Con el régimen vigente hasta diciembre de 2015, un shock de semejante magnitud sólo podría haber sido asimilado sin cambios sustantivos en la paridad cambiaria mediante compras o ventas del BCRA. Por el contrario, en un mercado liberalizado, los actores racionales realizan lo que se conoce como especulación estabilizadora.

Este término acuñado por Milton Friedman en 1960⁸ alude a un tipo particular de especulación, aquella que se realiza para reducir las diferencias intertemporales en los precios. Este tipo de especulador comprará cuando los precios sean “anormalmente bajos” y venderá cuando los precios sean “anormalmente altos”. En este sentido, Friedman define una especulación estabilizadora como aquella capaz de producir ganancias y una desestabilizadora como aquella que genera pérdidas.

⁸ Milton Friedman (1960) “In Defense of Destabilizing Speculation”, en *Essays in Economics and Econometrics*, editado por Ralph W. Pfouts, pp. 133-141. Chapel Hill: University of North Carolina Press.

Apartado 2 / Contabilidad del crecimiento en los Estados Unidos

Los años posteriores a la crisis financiera global de 2008 se caracterizaron por un proceso de estancamiento en gran parte de las economías avanzadas. Tomando el caso norteamericano, existe un hecho objetivo que se destaca: hacia el año 2010, el producto de la economía norteamericana se encontraba significativamente por debajo de su nivel de tendencia pre-crisis y la tasa de desempleo ascendía al 10% de la fuerza laboral. Cinco años después, la tasa de desempleo regresaba a niveles considerados normales; sin embargo, el producto no había logrado acercarse a su tendencia de largo plazo.

La explicación convencional para este fenómeno ha estado centrada en los factores de demanda, en particular, en lo que sucedía con el mercado de trabajo. Es cierto que el desempleo tiene un efecto directo e inmediato sobre el producto, de hecho, el mismo es la fuerza preponderante para explicar la caída del producto por debajo de su tendencia en los primeros años de la crisis⁹. Sin embargo, una vez encaminada la recuperación económica, el peso del factor desempleo se reduce para dar paso a otros elementos; estos últimos, más ligados a factores de oferta, operarían con un cierto retraso y se harían más evidentes a medida que nos alejamos en el tiempo de la crisis.

Al tomar una perspectiva de mediano/largo plazo respecto a los factores que contribuyen al crecimiento del producto, los ejercicios de contabilidad del crecimiento ofrecen la posibilidad de profundizar en el estudio de este fenómeno. En esta línea, realizamos un ejercicio de contabilidad del crecimiento para la economía norteamericana siguiendo la metodología utilizada por Hayashi y Prescott (2002)¹⁰. Partiendo de una función de producción Cobb Douglas con ajuste del capital por utilización de la capacidad instalada (UCI) y empleo por horas trabajadas, se descompone la tasa de crecimiento del producto per cápita en los siguientes elementos:^{11 12}

$$\hat{y}_t = \hat{h}_t \hat{l}_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \left(\frac{\hat{K}_t}{\hat{Y}_t} \right) + \frac{\alpha}{1-\alpha} \hat{u}_t + \frac{1}{1-\alpha} \hat{A}_t \quad (2)$$

1. \hat{y}_t : Tasa de crecimiento del producto per cápita.
2. $\hat{h}_t \hat{l}_t$: Tasa de crecimiento del empleo per cápita ajustado por horas trabajadas.
3. $\left(\frac{\hat{K}_t}{\hat{Y}_t} \right)$: Tasa de crecimiento del ratio capital-producto.
4. \hat{u}_t : Tasa de crecimiento de la utilización de la capacidad instalada
5. \hat{A}_t : Tasa de crecimiento de la productividad total de los factores (PTF).

Los resultados evidencian una moderación importante en la tasa de crecimiento del producto per cápita para el período post-crisis. Esto es un indicativo de la magnitud del desafío de la economía para retornar a su trayectoria pre-crisis y de converger nuevamente, como ocurrió en otras crisis, hacia su nivel de producto potencial de largo plazo.

⁹ La tasa de desempleo ascendió desde 5,8% en 2008 hasta 9,3% en 2009, para luego reducirse a 4,7% en diciembre de 2016.

¹⁰ Hayashi, Fumio y Edward C. Prescott. (2002): The 1990s in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics, vol 5, Issue 1.

¹¹ Para una descripción detallada de la metodología utilizada en este ejercicio ver Apartado 5: "Contabilidad del crecimiento para Argentina 1980-2016" (página "x")

¹² Las series de empleo, población, utilización de la capacidad instalada y horas trabajadas provienen de FRED. Para el PBI y el stock de capital se utilizan las series a precios constantes de 2011 provistas por las Penn World Tables 9.0.

Cuadro 1 | Contribución al crecimiento del producto per cápita en puntos porcentuales

	\widehat{hl}	$\frac{\widehat{K}}{\widehat{Y}}$	\widehat{u}	\widehat{A}	\widehat{y}
2002-2007	-0,49	0,17	2,06	-0,01	1,73
2010-2015	1,26	-1,07	1,70	-0,71	1,18

Nota: Tasas de crecimiento promedio del período

Las caídas de la productividad y del stock de capital per cápita emergen como factores relevantes para explicar la desaceleración en las tasas de crecimiento del producto. Estos resultados son consistentes con los encontrados por Hall (2016)¹³, quien analiza el estancamiento de la economía norteamericana de los últimos años desde una perspectiva de oferta. En el caso de la productividad, los resultados son similares a los encontrados por dicho autor: aun cuando el aporte negativo de la productividad comienza con anterioridad a la crisis, esta última parece amplificar el efecto profundizando su tendencia negativa. Hall menciona que esto puede ser consecuencia de la caída en inversión en investigación y desarrollo observada desde el año 2000.

Si bien el aporte del capital es levemente positivo en la primera etapa, el resultado se revierte a partir de la crisis. Este hallazgo es consistente con la narrativa de Hall, quien muestra evidencia de una caída pronunciada durante esta etapa de la inversión en equipamiento y capital de negocio.

Cuadro 2 | Participación laboral de trabajadores 25 a 54 años según distribución del ingreso del hogar

	2004	2007	2013
Total	83,8%	83,0%	81,2%
1° cuartil (menor ingreso)	62,3%	61,2%	61,5%
2° cuartil	80,0%	78,0%	77,6%
3° cuartil	88,0%	87,3%	84,8%
4° cuartil (mayor ingreso)	91,9%	91,4%	89,9%

Fuente: Hall (2016)

Además de la productividad y del capital, Hall menciona la existencia de un tercer factor que, aunque menos relevante, también juega un rol importante en este proceso. Tomando el período post-crisis, el autor encuentra una caída de más de 3 p.p. en la participación laboral total, una cifra más que considerable en una comparativa histórica. Lo llamativo de este resultado es que la mayor parte de esta contracción en la participación laboral provino de los grupos de mayores ingresos. Según Hall, esto permitiría descartar la hipótesis según la cual la caída en la participación laboral representa una marginalización de las familias más pobres del mercado laboral.

¹³ Hall, Robert (2016): "The Anatomy of Stagnation in a Modern Economy". Philips Lecture presented at the London School of Economics, April 28, 2016.

Por otro lado, su estudio muestra que entre 2007 y 2014 se redujo el tiempo que las personas destinan al trabajo y, de forma simultánea, se incrementó el que asignan a cuidados personales y actividades de ocio. Adicionalmente, no hubo modificaciones en cuanto a la inversión en educación.

Cuadro 3 | Cambios en los usos de horas semanales, 2007 vs 2014

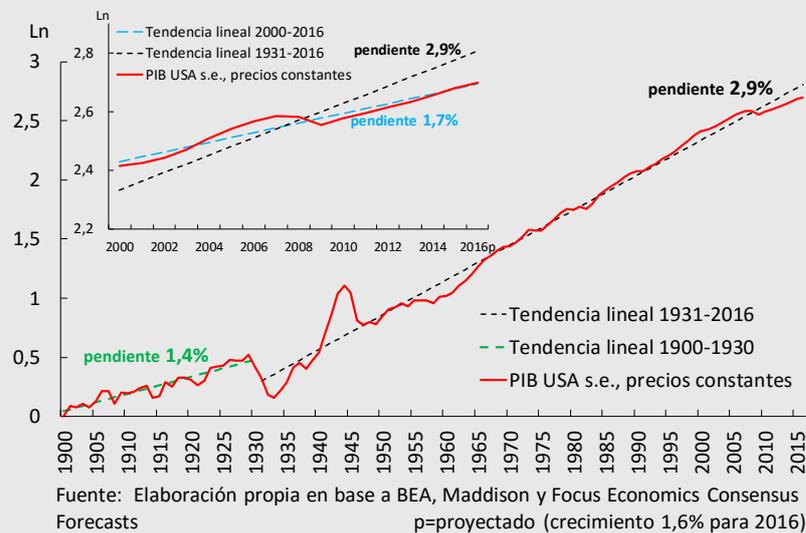
	Cuidado personal	Trabajo	Educación	Ocio	Otros
Hombres	1,3	-1,6	-0,1	1,6	-1,2
Mujeres	2,2	-1,4	0,0	1,2	-2,0

Fuente: Hall (2016)

A partir de estos resultados se infiere que la caída en la participación de la fuerza laboral estaría identificada con los sectores de mayores ingresos que sustituyen tiempo de trabajo por ocio.

Una conclusión importante de este estudio es que el cierre de la brecha entre el PIB real y el PIB tendencial pre-crisis requiere más que un aumento de demanda que pueda venir de la política monetaria o la fiscal, ya que hay tres aspectos de la oferta —menor fuerza laboral, menor productividad y menor stock de capital— que dificultan la convergencia del producto a su trayectoria pre-crisis.

Gráfico 1 | PIB de EE.UU. y tendencias de largo plazo



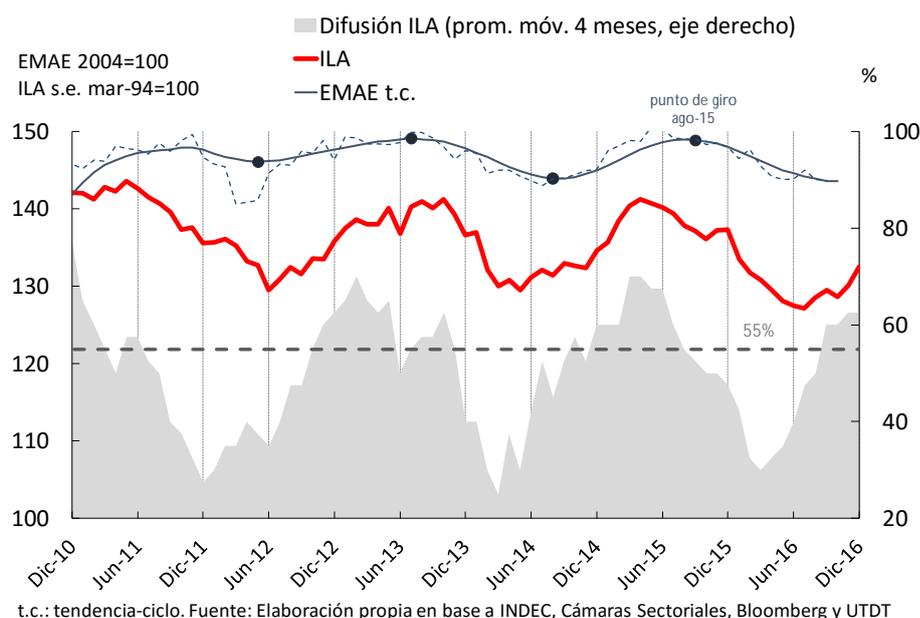
3. Actividad económica

En línea con lo anticipado en el IPOM de octubre, la economía continuó en recesión durante el tercer trimestre de 2016. En el cuarto trimestre, el Índice Líder de la Actividad Económica (ILA) del BCRA señala que la actividad económica habría iniciado una fase de expansión. En este lapso, algunos sectores evidenciaron mejoras y el mercado laboral comenzó a mostrar signos de recuperación. Para 2017 el BCRA espera que la economía se expanda, aun con condiciones externas más inciertas. El PIB crecería impulsado por el consumo de los hogares, las exportaciones y la inversión, en un contexto local de mejora del entorno macroeconómico con una marcada tendencia a la baja en la tasa de inflación y un mayor dinamismo del crédito al sector privado. La fuerte aceleración de las licitaciones de obras de infraestructura adjudicadas también contribuirá a impulsar la inversión en los próximos meses. Estas perspectivas son consistentes con el consenso de expectativas de mercado del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) en el que se prevé un crecimiento de la actividad económica de 3,0% para 2017.

3.1 En el tercer trimestre, la economía atenuó su caída y los indicadores adelantados del cuarto trimestre señalan una recuperación del crecimiento

La economía mostró una caída de 0,2% s.e. durante el tercer trimestre de 2016 (-3,8% i.a). Los datos confirman que la economía atenuó su contracción trimestral. En el cuarto trimestre de 2016, se consolidaron las señales que indican que la economía habría alcanzado un piso y comenzaría a reactivarse. El ILA del BCRA de noviembre y diciembre, en línea con lo anticipado en el IPOM de octubre, señala que la economía habría iniciado una fase expansiva (ver Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica y Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 | Índice Líder (ILA) y Actividad Económica (EMAE)

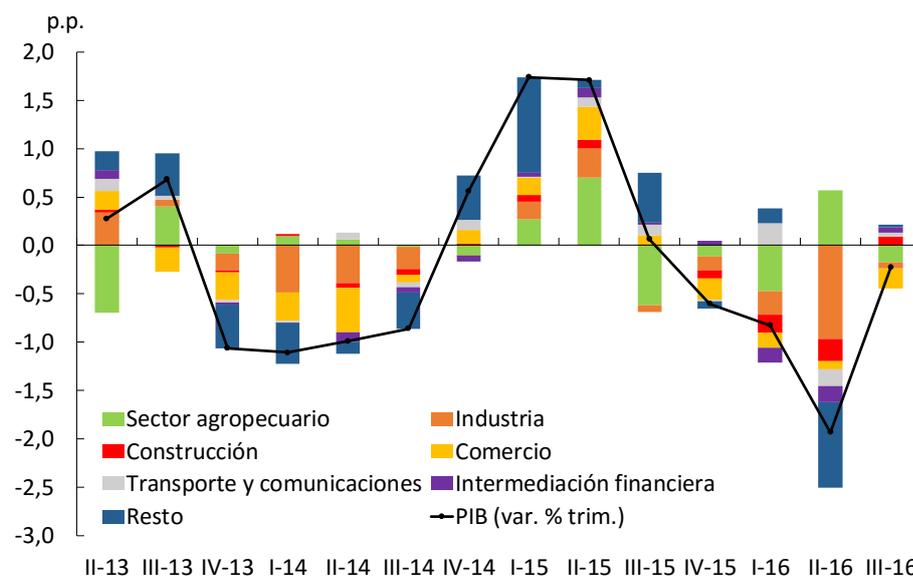


El proceso de desinflación observado en los últimos meses contribuyó a la mejora del entorno macroeconómico que comenzó con la unificación cambiaria, la apertura de la cuenta capital, la normalización de las relaciones financieras con el mundo, la eliminación de trabas al comercio exterior y la reducción de derechos de exportación. Sectores que suelen liderar el ciclo económico, como el agro, la construcción y la industria, mostraron sus primeros indicios de reactivación. El consumo de los hogares mejoró a partir de la desinflación y de las medidas de fortalecimiento de los ingresos, contribuyendo a impulsar la recuperación de la economía.

3.1.1 La recesión se suavizó durante el tercer trimestre del año

A nivel sectorial, la moderación de la caída del PIB durante el tercer trimestre se explicó fundamentalmente por una menor contracción en la producción de bienes (-0,2% s.e.), a partir de la recuperación de la construcción y el recorte de la caída en la industria. La provisión de servicios se contrajo 0,5% s.e., mostrando un comportamiento heterogéneo hacia el interior. El comercio mayorista y minorista, hoteles y restaurantes y las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler tuvieron un comportamiento negativo, mientras que transporte y comunicaciones e intermediación financiera mostraron un alza en relación al trimestre anterior (ver Gráfico 3.2)

Gráfico 3.2 | Contribución sectorial al crecimiento del PIB. Series desestacionalizadas



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Durante el tercer trimestre, la absorción doméstica se mantuvo sin cambios en el agregado, con una expansión del consumo público contrarrestando la contracción del gasto privado. El sector externo contribuyó positivamente al PIB como resultado de una caída de las importaciones (-3,9% s.e.), luego de una suba significativa en el primer semestre y una leve contracción de las exportaciones (-0,4% s.e.).

El consumo privado mostró una caída de 0,3% s.e. en el tercer trimestre (-3,1% i.a.), moderando su caída respecto al anterior. Cabe aclarar que el INDEC revisó significativamente a la baja el dato preliminar del consumo privado del segundo trimestre, mostrando una caída de 1,2% s.e. (vs. +0,4% s.e. publicado oportunamente). Esta caída estuvo en línea con lo anticipado en el IPOM de mayo en base a la debilidad de los indicadores adelantados de consumo, la dinámica del mercado laboral y los salarios reales. Como resultado de la mejora de estos últimos factores, el consumo privado se mantuvo relativamente estable en el ter-

cer trimestre. La inversión se contrajo 2,2% s.e. (-7,5% i.a.) como consecuencia de una disminución de la inversión en equipo durable de producción que fue parcialmente compensada por la recuperación de la construcción. El consumo público mostró un incremento significativo (+3,7% s.e.) tras la caída del trimestre anterior siendo, como ya fue mencionado, el único componente de la demanda que se expandió interanualmente (+1,9% i.a.; ver Cuadro 3.1).

Cuadro 3.1 | PIB trimestral y contribuciones por componentes de demanda

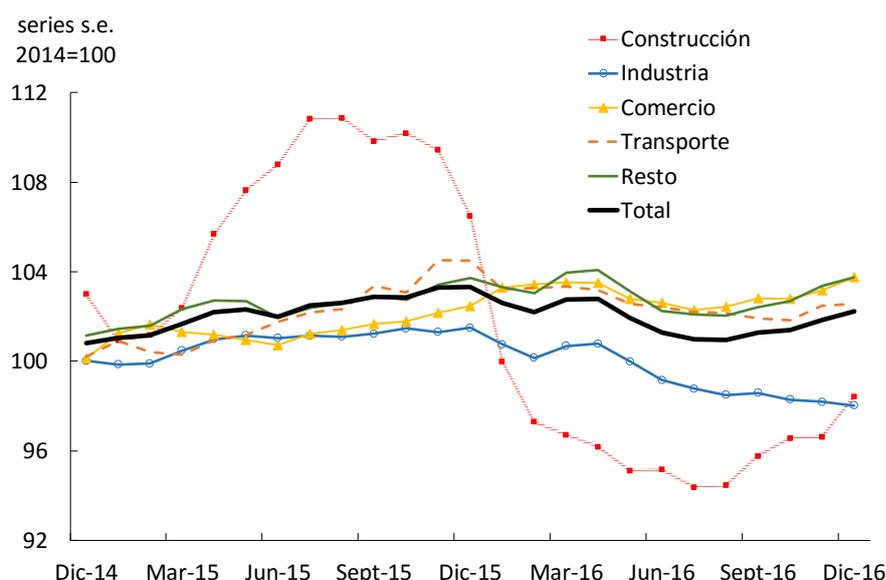
Componentes de la demanda	I-16		II-16		III-16	
	variación % trimestral desestacionalizada	contribución en p.p.*	variación % trimestral desestacionalizada	contribución en p.p.*	variación % trimestral desestacionalizada	contribución en p.p.*
Consumo privado	0.7	0.5	-1.2	-0.9	-0.3	-0.2
Consumo público	0.7	0.1	-2.0	-0.3	3.7	0.5
Inversión (IBIF)	-3.7	-0.7	-0.6	-0.1	-2.2	-0.4
Exportaciones	14.5	2.7	-11.1	-2.4	-0.4	-0.1
Importaciones	3.8	-1.0	0.1	-0.0	-3.9	1.1
Discrepancia estad. y var. de stocks		-2.5		1.8		-1.1
PIB var. % trim. s.e.	-0.8		-1.9		-0.2	

*Contribución de cada componente a la variación trimestral desestacionalizada del PIB. Se calcula como la variación trimestral desestacionalizada del componente multiplicada por su participación en el PIB en el trimestre anterior.

Fuente: INDEC

El nivel de empleo en el sector formal¹⁴ permaneció estable en el tercer trimestre, según datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS). A nivel sectorial, el empleo en comercio y otros servicios continuó creciendo y en la construcción mostró una recuperación luego de varios trimestres de caída. Según cifras de la EPH, la tasa de desempleo en el tercer trimestre se ubicó en 8,5%, confirmando una reducción de 0,8 p.p. respecto al segundo trimestre (9,3%). Esta dinámica se explicó por una suba de la tasa de empleo en el trimestre (+1,2 p.p.) que resultó mejor a la esperada para un contexto de deterioro de la actividad económica como el registrado en el período (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 | Puestos de trabajo registrados en el sector privado



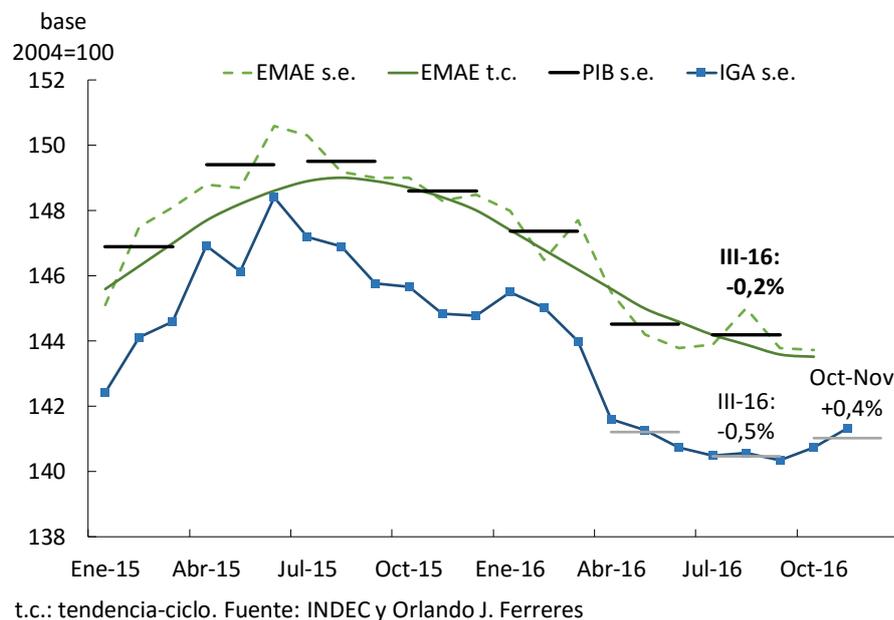
Fuente: Elaboración propia en base a AFIP

¹⁴ La informalidad laboral alcanzó al 33,8% de los asalariados en el tercer trimestre, 0,4 p.p. por encima de la tasa observada en el trimestre anterior.

3.1.2 Existen señales de una recuperación de la economía a fines de 2016 que se intensificarán al inicio de 2017

De acuerdo a la predicción contemporánea del BCRA (PCP-BCRA), el PIB mostraría una leve caída de -0,2% s.e. durante el cuarto trimestre. No obstante, diversos indicadores adelantados arrojaron resultados positivos para los meses de octubre y noviembre, anticipando una mejora de la actividad para el cuarto trimestre de 2016. Los datos de EMAE correspondientes a octubre señalaron que el nivel de actividad se mantuvo sin cambios en términos desestacionalizados y se estabilizó en su tendencia-ciclo, luego de doce variaciones negativas. Por su parte, el Índice General de Actividad (IGA) de O. J. Ferreres mostró subas mensuales de 0,3% s.e. y 0,4% s.e. en octubre y noviembre, respectivamente (ver Gráfico 3.4).

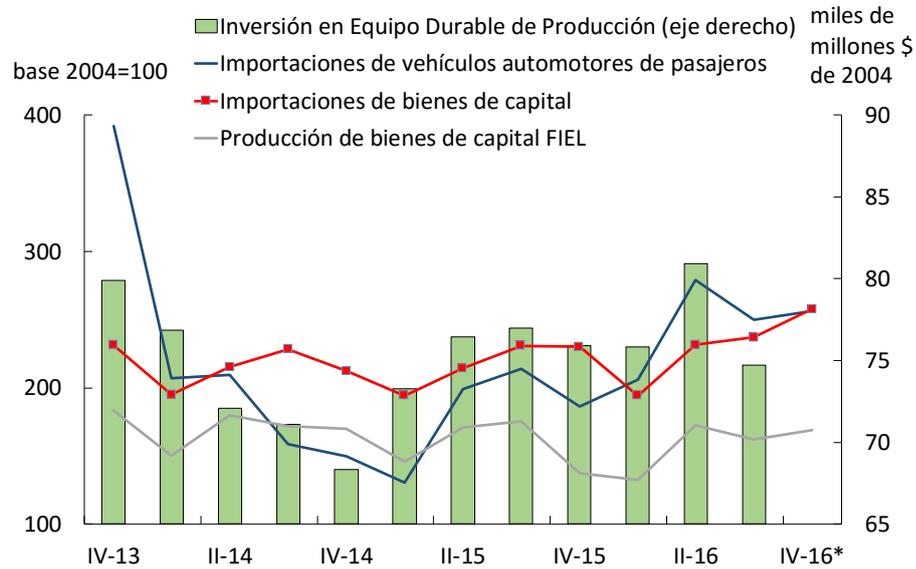
Gráfico 3.4 | Actividad económica



Durante el cuarto trimestre, las exportaciones habrían crecido impulsadas por las ventas de cereales, biodiesel y subproductos de soja, y las importaciones se habrían recuperado por la suba de las compras de bienes de capital, de piezas y accesorios y de vehículos (ver sección 2. Contexto internacional). La inversión mostraría una expansión por primera vez en el año explicada tanto por la inversión en equipo durable como por la construcción. El consumo privado crecería a partir de la mejora de los ingresos de los hogares, en un contexto de desinflación y mayor dinamismo del crédito al consumo¹⁵. El crecimiento de la inversión en Equipo Durable de Producción (EDP) sería impulsado por la importación de bienes de capital mientras que la producción de bienes de capital de origen nacional se mantendría en niveles estables o levemente superiores a los del registro previo. (ver Gráfico 3.5)

¹⁵ En diciembre incidió adicionalmente en los ingresos el bono para empleados del sector privado.

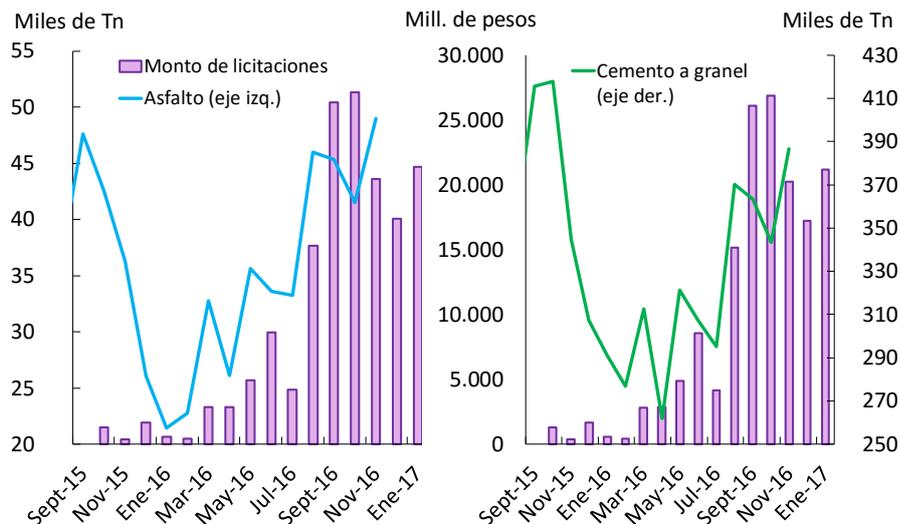
Gráfico 3.5 | Indicadores de inversión. Series desestacionalizadas



*Datos a nov-16. Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y FIEL

La construcción habría mostrado una nueva expansión en el cuarto trimestre respecto al período anterior, dinamizada fundamentalmente por la obra pública. Los despachos de cemento a granel y asfalto durante octubre-noviembre habrían sido impulsados por la ejecución de las obras públicas licitadas a nivel nacional, provincial y municipal, que se aceleró desde agosto de 2016¹⁶ (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Ventas de asfalto, cemento a granel y monto de licitaciones adelantados dos períodos

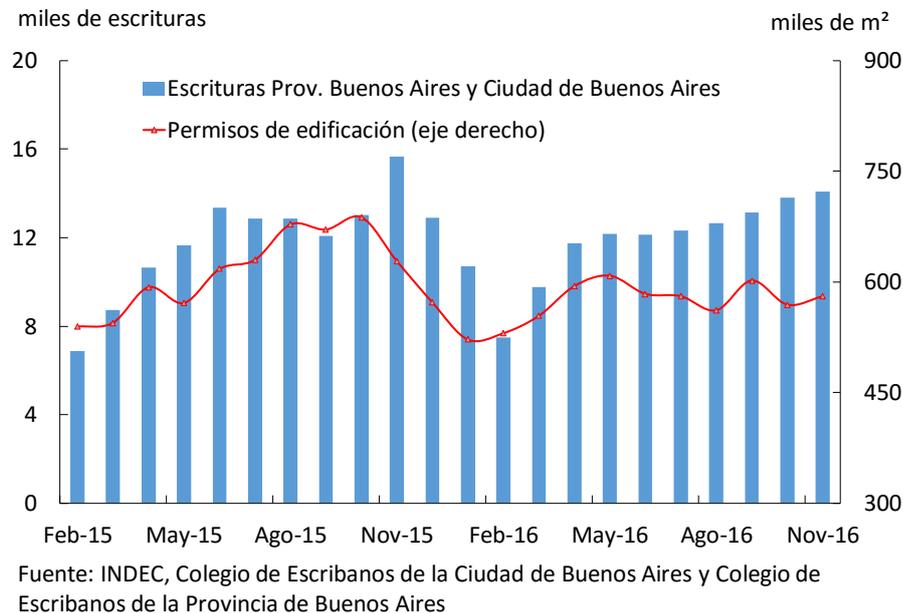


*Nota: El monto de licitaciones se corrió dos períodos hacia adelante a fin de mostrar su carácter de indicador adelantado respecto a la evolución del consumo de cemento y asfalto

Fuente: Elaboración propia en base a CyT Asesores Económicos y AFCEP

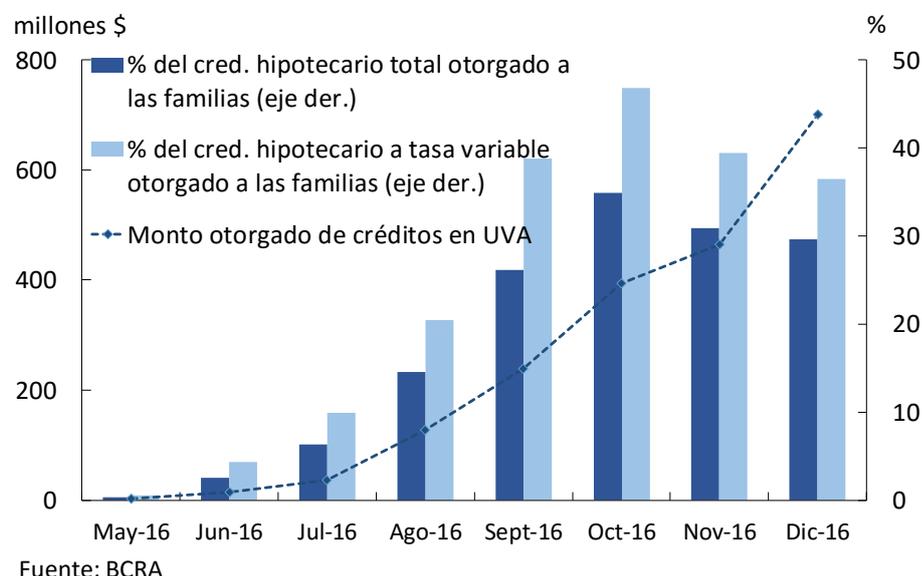
¹⁶ El monto de licitaciones de obra pública se incrementó 206% en el período julio-noviembre 2016 respecto al primer semestre, según datos de C & T Asesores Económicos. Estas licitaciones tienen un tiempo de maduración respecto al impacto en el que se verifican en los indicadores de la construcción.

Gráfico 3.7 | Escrituras y permisos de edificación (promedio móvil 3 meses)



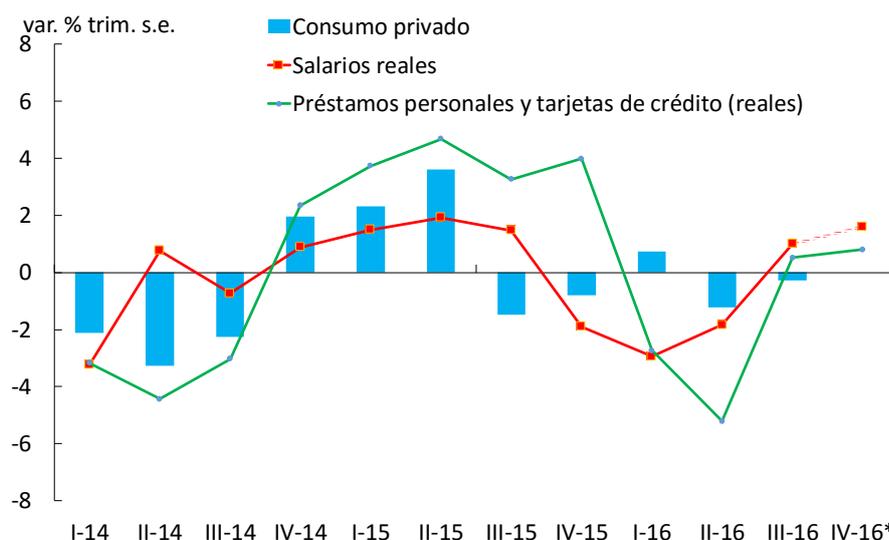
Estas señales positivas de la obra pública se complementan con las generadas por el sector privado. En un contexto de libre acceso al mercado de cambios, el número de escrituras de compra-venta celebradas en CABA y en la Provincia de Buenos Aires ha continuado la tendencia al alza iniciada a comienzos de año y en noviembre marcó un incremento de 14,0% i.a. Por otra parte, los permisos de edificación (medidos en m²) muestran una tendencia levemente creciente desde comienzo de año (ver Gráfico 3.7). Las perspectivas económicas favorables, la mayor previsibilidad macroeconómica y la expansión de los créditos hipotecarios son los principales factores detrás de esta dinámica. Los créditos bajo la modalidad UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) explicaron el 58,6% del incremento en los préstamos hipotecarios a tasa de interés variable de personas físicas desde su lanzamiento en abril hasta noviembre de 2016. Este nuevo instrumento ha resultado ser un mecanismo especialmente útil para realizar contratos financieros de largo plazo porque reduce el valor de la cuota inicial, y además asegura a deudores y acreedores un valor real cierto para pagos futuros, eliminando el riesgo que tendrían sobre los contratos inflaciones o desinflaciones inesperadas (ver Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8 | Evolución de los créditos en UVA



Por último, se espera una recuperación del consumo privado a partir del cuarto trimestre. La desaceleración inflacionaria seguirá mejorando el poder adquisitivo de los salarios y la mayor demanda de crédito impulsará el gasto de las familias (ver Gráfico 3.9). Adicionalmente, el Salario Mínimo, Vital y Móvil se recuperó en términos reales a partir de las subas otorgadas en septiembre de 2016 y enero de 2017¹⁷ y, junto con los bonos otorgados por el sector privado a fin del año anterior, contribuyeron a mejorar los ingresos reales de los asalariados.

Gráfico 3.9 | Evolución del consumo privado, salarios reales y préstamos reales



*Salarios formales, IV-16 estimado en función de paritarias principales gremios. Préstamos con información a nov-16. Ambos se deflactaron por IPC Nacional. Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Min. de Trabajo

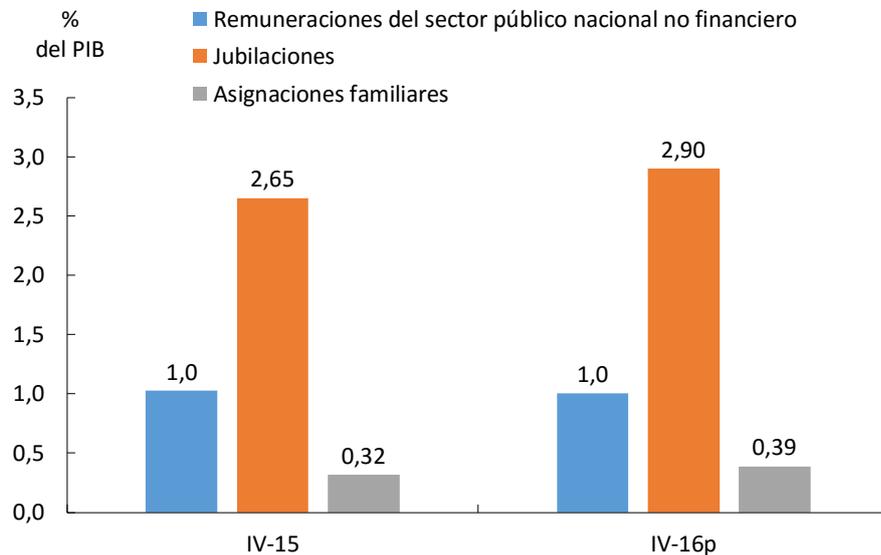
Asimismo, el Gobierno aplicó un conjunto de subas de gastos y bajas impositivas que contribuyó a la recuperación de los ingresos disponibles reales de las familias a partir del cuarto trimestre. Estas medidas tienen un impacto sobre el consumo y la actividad dado que fueron dirigidas a hogares de menores ingresos¹⁸ y que el aumento del déficit resultante no redujo las percepciones de sostenibilidad de la deuda pública. Entre las medidas se destacan, la universalización¹⁹ y actualización de montos de las asignaciones familiares, la reparación histórica a los jubilados y pensionados²⁰, que apunta a saldar una deuda de largo plazo con los adultos mayores y mejorar los haberes de más de 2 millones de jubilados y pensionados, y la devolución del Impuesto al Valor Agregado (IVA) a grupos vulnerables (ver Gráfico 3.10).

¹⁷ En septiembre de 2016 y enero de 2017 se otorgaron los incrementos nominales de 11% y 6,6% —Resolución N°2 de 2016 del Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo Vital y Móvil (CNEPSMVM)—. Estos aumentos colocan al salario mínimo 9% por encima del nivel vigente en agosto de 2016 en términos reales.

¹⁸ Los hogares de menores recursos tienden a destinar una mayor proporción de su ingreso corriente al consumo al no disponer de suficientes activos líquidos, en comparación con aquellos hogares que verían incrementada su carga impositiva en el futuro como resultado de las medidas fiscales adoptadas. Parker, J., Souleles, N. Johnson, D. and McClelland, R. "Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008" (2013) AER, encuentran para Estados Unidos que en recesión los estímulos fiscales a los hogares provocan efectos económicamente importantes en el primer trimestre y que la mayor parte del gasto se realiza por hogares con activos líquidos insuficientes. Estos hogares gastan a una tasa seis veces mayor que la de los hogares con suficiente riqueza líquida.

¹⁹ Se modificaron las escalas y se amplió el alcance a los hijos de monotributistas.

²⁰ La Ley 27260 de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados fue sancionada por el Congreso de la Nación el 29 de junio y se promulgó el 22 de julio mediante el Decreto 881/2016. Contempla la actualización de los haberes (en los casos en los que no fueron bien calculados) y el pago en cuotas de los retroactivos correspondientes.

Gráfico 3.10 | Gasto del sector público nacional con impacto en el consumo privado

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda e INDEC

Puntualmente en diciembre de 2016, se otorgaron reducciones impositivas como la exención del impuesto a las ganancias del medio aguinaldo de diciembre y el otorgamiento del bono de fin de año a trabajadores estatales²¹, jubilados y pensionados de menores ingresos y beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (AUH). En conjunto, estas últimas medidas representarían una inyección al consumo de aproximadamente 0,16% del PIB en diciembre (ver Cuadro 3.2).

Cuadro 3.2 | Medidas fiscales de impulso al consumo privado

Beneficiarios	Monto estimado (millones de \$)	% PIB
Bono empleados públicos nacionales	900	0,01
Total por AUH	4.390	0,06
Bono a Jubilados	6.600	0,08
Exención medio aguinaldo	883	0,01
Total	12.773	0,16

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda

²¹A nivel provincial y municipal los empleados públicos se beneficiaron con un bono de fin de año.

3.2 Perspectivas

La primera etapa caracterizada por la corrección de precios relativos, la eliminación de distorsiones que obstaculizaban el normal desempeño de la economía²², y las medidas necesarias para consolidar el proceso de desinflación fueron los primeros pasos para elevar el nivel de productividad e inversión de la economía. En los últimos meses, la inversión podría estar impulsada por los crecientes llamados a licitación de obras de infraestructura y los anuncios de inversión privada y pública-privada²³ para el período 2017-2019²⁴. La obra privada mostraría un mayor dinamismo a partir del éxito del régimen de sinceramiento fiscal y la puesta en marcha de los fondos comunes de inversión focalizados en el sector inmobiliario y energético.

El incremento del área sembrada previsto y la mayor diversidad de cultivos refleja el impacto de las políticas implementadas en el sector agrícola. La superficie sembrada para la campaña 2016/17 de los seis cultivos de mayor peso alcanzará 32,25 millones de ha (+4,6% i.a.), logrando un récord histórico según estima la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). En este escenario, las exportaciones contribuirían positivamente en función de las buenas proyecciones para la cosecha agrícola 2016/17 y las mejores perspectivas en aquellas actividades industriales orientadas al mercado externo, a partir de una mayor demanda de nuestros socios comerciales.

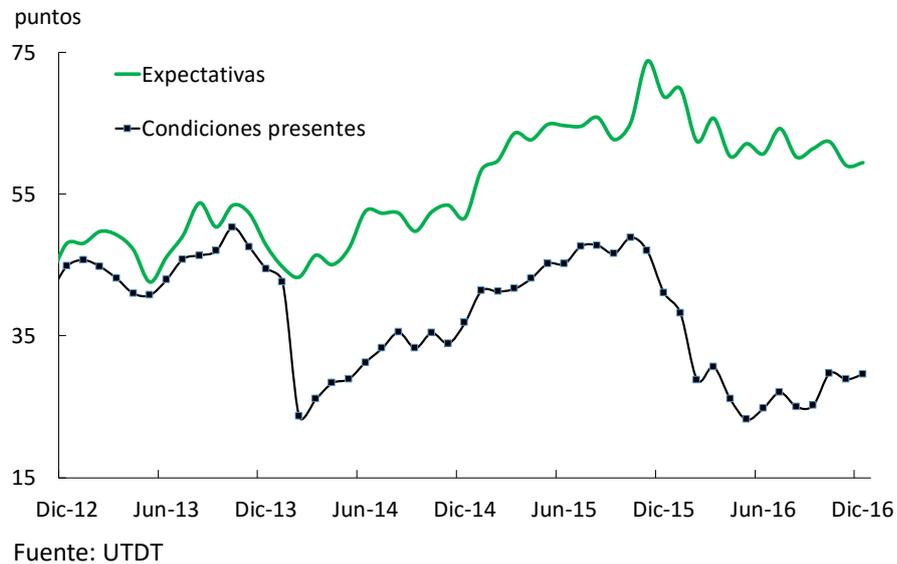
Simultáneamente a la implementación de las políticas que han generado mayor previsibilidad y estabilidad macroeconómica, una serie de medidas de corto plazo han incrementado las expectativas de fortalecimiento del gasto agregado. Estas políticas en conjunto con la consolidación del proceso de desinflación permiten pronosticar una recuperación del consumo de los hogares en los meses siguientes. En este contexto, la percepción económica de los consumidores ha mostrado una recuperación respecto al IPOM anterior. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella muestra que las expectativas se mantienen elevadas y la percepción de la situación presente consolidó la recuperación iniciada en mayo de 2016 (ver Gráfico 3.11).

²² La disminución y eliminación de las retenciones, el fin de las restricciones cambiarias y la eliminación de los cupos y registros de operaciones de exportación (ROE) y la quita total de los derechos de exportación para granos y oleaginosas, con excepción de la soja (cuya alícuota de retención pasó del 35% al 30% —la de aceite y harina hizo lo propio del 32% al 27%—). Los ROE (registros de operaciones de exportación) afectaban principalmente al trigo y al maíz. Actualmente pasaron a ser una Declaración jurada de venta al exterior (DJVE) perdiendo su carácter restrictivo y manteniéndose sólo a efectos estadísticos

²³ La Ley 27328, sancionada por el Senado el 16 de noviembre y promulgada por el Gobierno a través del Decreto 1203/2016 del mismo mes, regula los contratos de participación público-privada celebrados entre el Estado nacional como contratante y el sector privado como contratista. La iniciativa busca desarrollar proyectos en los campos de infraestructura, vivienda, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada e innovación tecnológica mediante acuerdos entre el sector público y el sector privado donde se pactan el diseño, mantenimiento y financiación del activo que se determine.

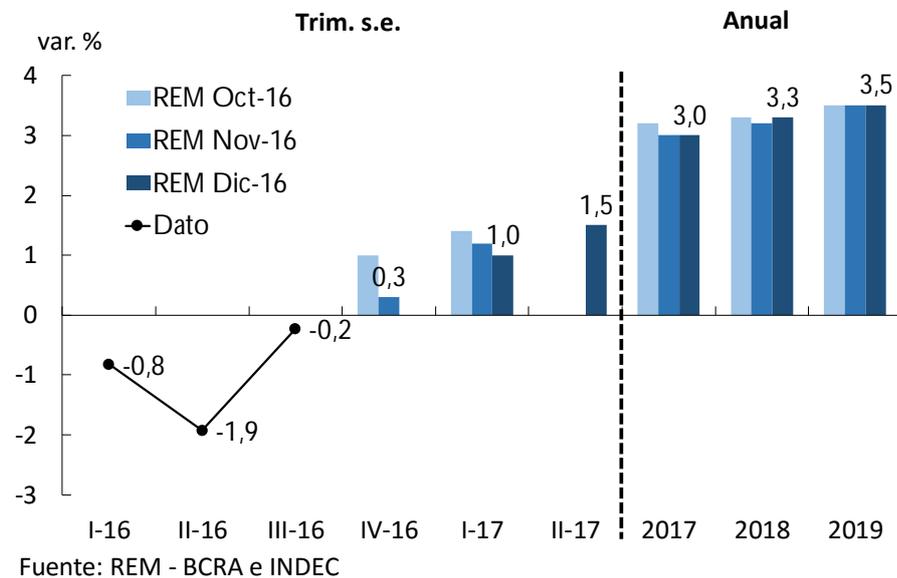
²⁴ El Ministerio de Hacienda reunió anuncios de inversión por aproximadamente US\$59.079 millones hasta 2019 en Inversiones Privadas e Inversiones Públicas-Privadas. En el primer caso, la fuente son las Cámaras Empresariales y Empresas Privadas, y en el segundo, corresponden a los anuncios de inversiones privadas en el marco de un acuerdo con el sector público. No incluye inversiones de empresas públicas de propiedad 100% estatal.

Gráfico 3.11 | Índice de confianza del consumidor



Los principales analistas del mercado esperan que durante el cuarto trimestre del 2016 la economía comience a crecer, según surge del REM de diciembre elaborado por el BCRA. Para 2017, los analistas proyectan un crecimiento de 3,0%, mostrando un leve deterioro de 0,2 p.p respecto al relevamiento de octubre (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 | Expectativas de crecimiento del PIB



A mediano plazo, las perspectivas de crecimiento de la economía continúan siendo positivas a pesar de un contexto internacional más incierto en los últimos meses de 2016 (ver sección 2. Contexto internacional). Los analistas del REM prevén un crecimiento por encima del 3,0% para el período 2018-2019. Este crecimiento esperado no presenta desafíos en términos de presiones inflacionarias por el lado de la demanda dada la subutilización de capacidad productiva vigente y las políticas orientadas a impulsar la productividad y la inversión, que redundarán en un aumento del PIB potencial.

Apartado 3 / Índice Líder de Actividad Económica del BCRA

El Índice Líder de Actividad Económica (ILA) es un indicador mensual que, de manera resumida, anticipa los puntos de giro o cambios de fase del ciclo económico. Siguiendo a Burns y Mitchell (1946)²⁵, se considera que un ciclo económico consiste en expansiones de la actividad económica seguidas por recesiones, contracciones y recuperaciones que luego dan lugar al próximo ciclo que comienza con una nueva expansión, siendo esta secuencia de cambios recurrente pero no periódica. La anticipación de la salida (entrada) de una recesión resulta de especial interés para el BCRA dados los rezagos con que la política monetaria se transmite a la economía.

El ILA está compuesto por 10 series reales, financieras y de expectativas que suelen reflejar anticipadamente el comportamiento cíclico del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) elaborado por el INDEC. Se calcula dentro de los siete días hábiles posteriores al cierre de cada mes y brinda información complementaria a través de un sistema de señales.

Antecedentes y metodología

La importancia de los denominados indicadores cíclicos —líder, coincidente y rezagado— ha sido extensamente analizada en la literatura y su utilización está ampliamente difundida entre los organismos internacionales y gubernamentales.

El proceso de elaboración del ILA, resumido en el siguiente esquema, replicó la metodología utilizada por *The Conference Board* que calcula los indicadores líderes para un conjunto de países, entre ellos Estados Unidos, Zona del euro, Brasil, China, India y Japón²⁶.



Las 10 series que componen el ILA cumplen con los requisitos de relevancia económica, confiabilidad, extensión y disponibilidad de los datos, lo que permite su cálculo en los primeros días luego del cierre de cada mes, mientras que el EMAE se publica con 8 semanas de rezago (ver Cuadro 1).

²⁵ En 1946 Arthur F. Burns y Wesley C. Mitchell publicaron estos índices para EE.UU. *Measuring Business Cycles* (NBER).

²⁶ Ver <https://www.conference-board.org/data/bci.cfm>

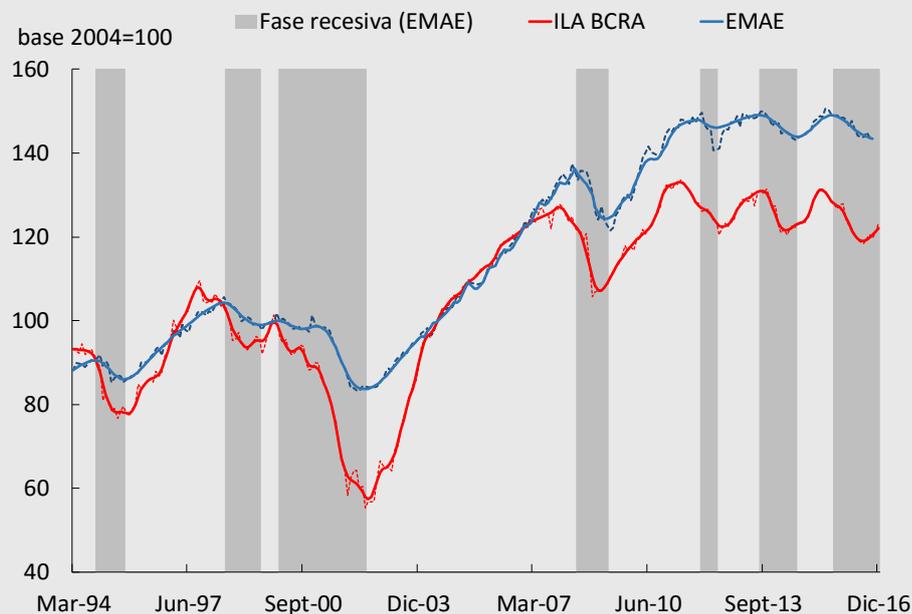
Cuadro 1 | Composición del ILA

Componente financiero	
Índice Merval*	Bolsa de Valores de Buenos Aires
Paridad de títulos públicos representativos	Bloomberg
Montos mensales de préstamos prendarios*	BCRA
Agregado monetario M2*	BCRA
Componente real	
Recaudación de IVA bruto*	Ministerio de Hacienda
Despachos de cemento	Asociación de Fabricantes de Cemento Portland
Producción nacional de autos	Asociación de Fabricantes de Automotores
Ventas de muebles de oficina	Confederación Argentina de la Mediana Empresa
Componente expectativas	
Índice de Confianza del Consumidor (dif. p.p.)	Universidad Torcuato Di Tella
Expectativas de empleo privado formal (dif. p.p.)	Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

*Deflactados por IPC-NP (indicador nacional ponderado, ver sección Precios)

En el período evaluado (marzo de 1994 a diciembre de 2016) la economía argentina experimentó 7 etapas recesivas. La última de ellas —iniciada en agosto de 2015— es la tercera recesión luego de la crisis financiera internacional de 2008 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Actividad económica. ILA y EMAE



Sistema de Señales: Cómo interpretar los resultados del ILA

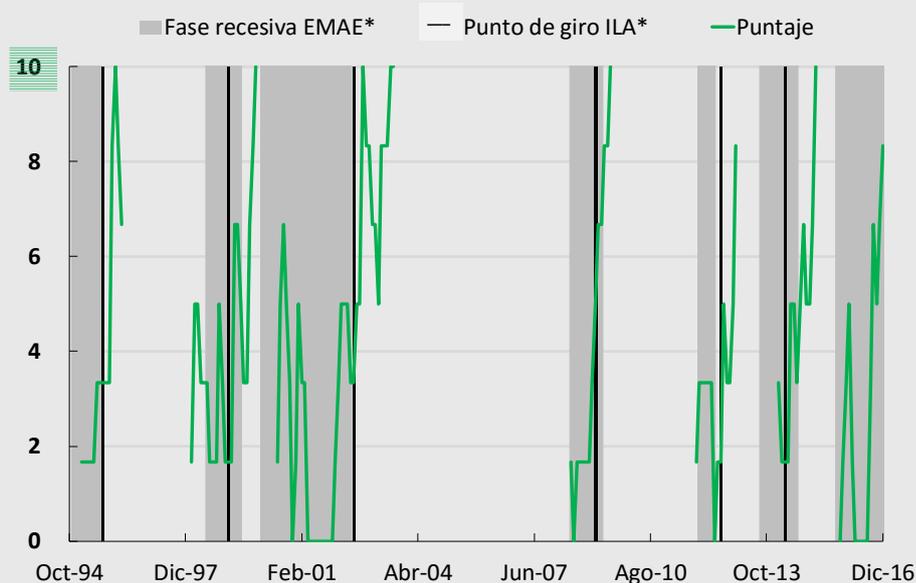
Por definición, los puntos de giro del ILA suceden antes que los del EMAE. Técnicamente, la identificación de un punto de giro requiere de la confirmación de la tendencia de la serie y ello sucede luego de varios

meses con variaciones desestacionalizadas en la misma dirección²⁷. La utilidad de los índices líderes radica en que permiten alertar sobre la proximidad de un punto de inflexión en la economía en tiempo real, a través del sistema de señales. La literatura especializada señala que no existe una regla unívoca y que las señales deben ser establecidas de acuerdo al desempeño histórico de 3 criterios básicos del índice líder: duración, profundidad y difusión. La duración se refiere a la cantidad de meses que transcurren con un desempeño similar del ILA. La profundidad se define como la variación que acumula el índice durante cierto período de tiempo y la difusión mide el porcentaje de componentes del índice que muestran subas.

En el caso del ILA, una vez calibrados los criterios en base a las series históricas²⁸, se asignaron puntajes de 0 a 10 donde 10 indica el cumplimiento de todas las condiciones para revertir el ciclo económico.

Se evidenciaron instancias intermedias que señalaron un cambio de fase incluso con el cumplimiento parcial de los criterios. Así, cuando el puntaje conjunto supera el 6 existe una señal temprana de que la economía estaría próxima a iniciar una nueva fase, en tanto que una vez superado un puntaje de 8, el punto de inflexión del ILA ya habría ocurrido y la probabilidad de que la señal sea falsa disminuye (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Puntuación del conjunto de criterios del ILA. Salidas de recesión



*Se conoce ex-post mediante la aplicación del algoritmo de Bry-Boschan

Con el fin de extraer señales que adelanten el punto de giro, se evaluó también el comportamiento estocástico del ILA. Mediante un enfoque bayesiano²⁹ se estimaron las probabilidades de que el ILA haya evidenciado un punto de giro en el último mes o antes. Dado que las variaciones mensuales del ILA tienen una distribución de frecuencia diferente en una fase expansiva y en una contractiva, se testearon las funciones de distribución que mejor ajustan en cada etapa y se calculó la probabilidad condicionada de que en el

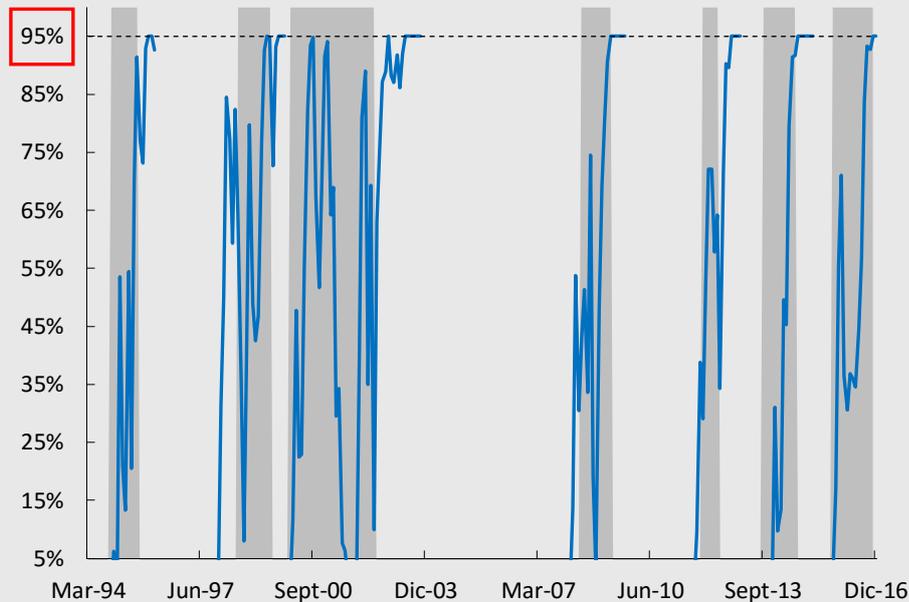
²⁷ Se utiliza el procedimiento para detectar puntos de giro desarrollado por Bry G. y Boschan C. en 1971. *Cyclical Analysis of time series and Programmed Selection of Cyclical Turning Points* (NBER).

²⁸ Se analizó el comportamiento de la duración, profundidad y difusión del ILA en los cambios de fase del EMAE, minimizando las señales falsas. Se determinaron los siguientes umbrales: 3 subas mensuales consecutivas en el ILA en una recesión, señalan un posible comienzo de la recuperación de la actividad y viceversa; cuando la difusión supera el 55% en el promedio de los últimos 4 meses, se refuerza la señal de salida de la recesión y viceversa y cuando la variación acumulada y anualizada en los últimos 6 meses del ILA cambia de signo y supera el valor absoluto de 4,8%, la señal de cambio de fase es más robusta. Ese umbral se reduce a 2,3% cuando se analiza en conjunto con los demás criterios. Se incluye además el comportamiento del índice coincidente, que se construyó con la misma metodología que el líder, pero seleccionando variables cuyos ciclos coinciden con los del EMAE.

²⁹ Basado en el modelo utilizado originalmente por Neftçi, S. *Optimal prediction of cyclical downturns*, Journal of Economic Dynamics and Control (1981) y por Jorrat J. M. y Cerro A. M. *Computing turning point monthly probability of the Argentine economy according to the leading index 1973-2000*, Estudios de economía Vol. 27 – N°2, Dic-2000, pp. 279-295.

último mes el ILA haya registrado un pico o un valle. Se fijó un valor crítico de 95% que indica que cuando el cálculo de probabilidad alcanza ese valor, la señal de que el ILA transita por una nueva fase es máxima (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | ILA. Probabilidades secuenciales recursivas. Salidas de recesión



Con los datos de diciembre de 2016, el sistema de señales del ILA asignó un puntaje superior a 8 para el conjunto de criterios evaluados, señalando que este indicador adelantado ya se consolidó en una fase de crecimiento. Esa conclusión se refuerza con el cálculo de la probabilidad de cambio de fase, que se ubicó en el valor crítico de 95% por segundo mes consecutivo. Todo ello implica que el nivel de actividad económica habría iniciado un proceso de recuperación.

Apartado 4 / Sobre las exportaciones a Brasil y su efecto en Argentina

La historia reciente sugiere que el ciclo económico argentino se encuentra influenciado por el ciclo brasileño, un hecho consistente con el peso que tiene en las exportaciones argentinas el país vecino. En efecto, Brasil concentra cerca del 20% de las exportaciones totales del país y el 43% de las exportaciones de manufacturas de origen industrial (MOI), siendo nuestro principal socio comercial. La contracción de la actividad económica brasileña en los últimos años ha puesto nuevamente de manifiesto la necesidad de cuantificar en qué medida se transmiten los cambios en la actividad entre estos dos socios comerciales.

Para ello, la literatura ha utilizado mayormente modelos para series de tiempo, en especial, modelos de vectores auto-regresivos (VAR). Para el caso de la interacción entre Argentina y Brasil, los estudios realizados arrojaron resultados disímiles. Adler y Sosa (2012) utilizaron modelos VAR y obtuvieron que el impacto acumulado de un incremento de 1 punto porcentual (p.p.) del PIB de Brasil, luego de 8 trimestres, es 0.16 p.p. sobre el PIB de Argentina. A su vez, en De Cardenas et. al. —*BBVA Research*— (2015), la estimación se apoyó en modelos VAR y VAR Global y arrojó que un incremento del PIB brasileño de 1 p.p. tiene un impacto acumulado en 6 trimestres 0.32 p.p. en el PIB doméstico. Por último, Chen —*World Bank Global Economic Prospects*— (2016) empleó un VAR Bayesiano para concluir que el impacto acumulado ante el mismo shock, luego de 8 trimestres, es de 0.7 p.p. en Argentina.

Ante estos resultados dispares, sensibles a la metodología empleada y al período escogido, se propone adoptar un enfoque alternativo. Si consideramos que el flujo comercial con Brasil es el principal canal de transmisión de cambios en la actividad del país vecino, centrar el análisis en las exportaciones argentinas con destino a Brasil permite acotar la dimensión del problema y obtener una aproximación a la contracción en la demanda agregada experimentada por nuestro país. En concreto, se pretende aquí cuantificar el impacto de la caída en los flujos de exportación hacia Brasil sobre el PIB de Argentina a partir de agosto 2015, último pico del ciclo económico. Para ello se emplearán multiplicadores de producción y valor agregado sectoriales construidos a partir de la matriz insumo-producto (MIP) de nuestro país. Este análisis permite cuantificar el impacto total de las variaciones en el comercio con el país vecino, así como también realizar un estudio desagregado del impacto diferencial a nivel sector e identificar las actividades más afectadas por la caída en la demanda brasileña de exportaciones argentinas.

Para realizar el ejercicio se toman las exportaciones totales de bienes de *UN Comtrade Database*, y la MIP '97³⁰ que provee el INDEC. Para delimitar el período de análisis se tomó el punto de inflexión del EMAE ubicado en agosto 2015. A partir de éste se tomaron 12 meses hacia atrás y hacia adelante, lo que delimita los períodos de comparación: agosto de 2014 a julio de 2015 y agosto de 2015 a julio de 2016. Tanto los datos de Cuentas Nacionales como de *UN Comtrade Database* están expresados en pesos constantes de 2004 (\$ 2004). En el Gráfico 1 se observa cómo, entre los períodos demarcados, las exportaciones³¹ hacia Brasil caen en un 21%, mientras que la actividad brasileña lo hace en un 5.6%. Por otro lado, la caída acumulada de la economía argentina, desde el punto de inflexión hasta el final del período, es de 3,8%.

Los multiplicadores de valor bruto de producción (VBP) y valor agregado (VA)³² fueron construidos aplicando la metodología estándar de insumo-producto que emplea como herramienta principal la matriz de requerimientos directos e indirectos o “Inversa de Leontief”³³. El primer multiplicador indica cuánto aumenta la producción total de la economía frente a un cambio unitario en la demanda final (\$1) de un sec-

³⁰ La desactualización de la matriz empleada implica que algunos de los supuestos tradicionales en este análisis posiblemente no se sostengan. En particular, los coeficientes de importación e impuestos a los productos por sector son susceptibles de haber atravesado cambios entre la construcción de la MIP y la actualidad.

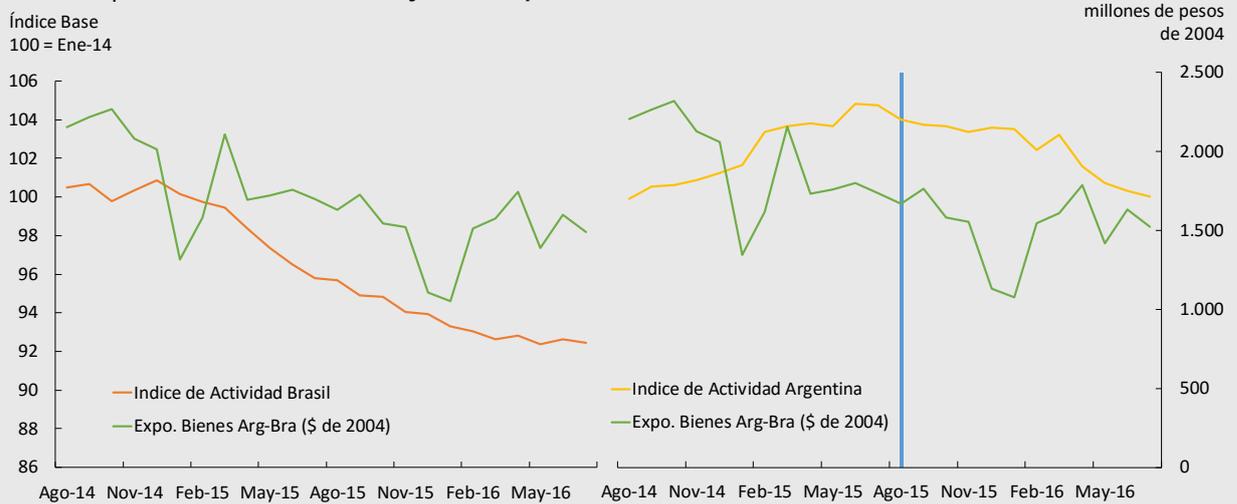
³¹ Debido a falta de desagregación en los datos de exportación de servicios, las exportaciones refieren exclusivamente a la venta de bienes.

³² Los impuestos a los productos también son incluidos dentro del Valor Agregado, para obtener comparabilidad con cuentas nacionales: $PIB = VA + Impuestos$.

³³ Para una explicación en detalle del análisis de insumo-producto ver *Input-Output Economics*, Leontief W. (1986).

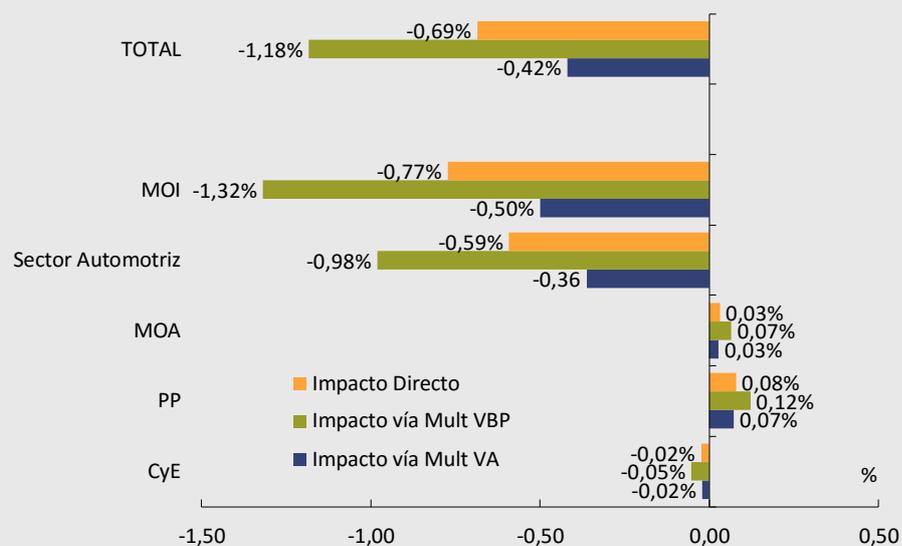
tor, mientras que el segundo mide el incremento en el valor agregado producido por la economía total frente a esa misma variación unitaria.

Gráfico 1 | Evolución de la actividad y de las exportaciones



Se toman los cambios en las exportaciones a Brasil entre el período acumulado jul-15 y el período acumulado jul-16 como la variación en la demanda final experimentada por los distintos sectores. Cada variación sectorial al ser interactuada con sus correspondientes multiplicadores permite obtener los incrementos de VBP y VA totales. Sumando a lo largo de los sectores la totalidad de los incrementos se obtiene el efecto agregado de la dinámica de nuestras exportaciones a Brasil sobre el PIB en el período analizado. A continuación, se presentan los principales resultados:

Gráfico 2 | Análisis de Multiplicadores. % PIB acum. 2T2015



El gráfico distingue tres tipos de impactos. Por un lado, el impacto directo mide el cambio en las exportaciones como proporción del PIB promedio entre 3T2014/2T2015 (Acumulado 2T2015). Por otro, los restantes dos impactos miden el incremento de VBP y VA, respectivamente, también como proporción del PIB.

La pérdida total de VA asociada a la caída de las exportaciones resulta de 0.42 p.p. del PIB. La discrepancia entre este número y el del impacto directo se explica por el componente importado de nuestras exportaciones a Brasil. En otras palabras, asociada a la caída de las exportaciones hay una merma en la demanda de insumos importados que explica la diferencia. La reducción de las exportaciones del sector automotriz genera sobre la economía total una caída del VA de 0.36 p.p. del PIB y de 0.98 p.p. en el VBP, lo que lo posiciona como el principal factor explicativo de la dinámica agregada.

Por otro lado, se observa una dinámica antagónica en la evolución de las exportaciones de productos primarios (PP) y manufacturas de origen agropecuario (MOA) con respecto a los productos industriales. El rubro Combustibles y Energía (CyE), si bien experimenta una evolución negativa, la misma está explicada principalmente por las restricciones de oferta interna que reducen los saldos exportables.

El principal sector afectado por la recesión brasileña es el exportador de productos MOI, quien enfrenta una mayor elasticidad ingreso que el rubro exportador de MOA y el de Productos Primarios³⁴. Esta característica, en conjunto con el peso de las MOI en las ventas hacia Brasil (73.5%), explica la sensibilidad de nuestras exportaciones, y consecuentemente del PIB argentino, a las variaciones en la demanda brasileña.

Los resultados aquí expuestos implican que la caída en las exportaciones generó una reducción en el PIB doméstico de 0.42 p.p. Si se tiene en cuenta que la variación entre Acumulado 2T2016 - Acumulado 2T2015 en el PIB de Brasil fue de -4.8%, se obtiene que por cada punto de caída brasileña el PIB argentino se contrajo en 0.09 p.p., resultado en línea con la estimación de Adler y Sosa (2012).

³⁴ A esto se suma el hecho de que las MOI cuentan con menor capacidad que los demás rubros para relocalizar su oferta hacia otro mercado ante una caída en la demanda brasileña.

Apartado 5 / Contabilidad del crecimiento para Argentina 1980-2016

El trabajo seminal de Solow (1957)³⁵ incorporó en la teoría del crecimiento económico la posibilidad de cuantificar de forma simple las fuentes que originan el crecimiento de una economía. A partir de funciones de producción de tipo estándar es posible realizar ejercicios de contabilidad del crecimiento, de forma de descomponer las variaciones observadas en la cantidad producida de bienes y servicios en los cambios experimentados por la dotación de factores (capital y trabajo) y en un elemento residual, que incluye al cambio tecnológico y a otras variables no medidas por los cambios en los factores productivos.

Este factor residual, denominado Productividad Total de los Factores (PTF), es una variable potencialmente relevante desde el punto de vista del crecimiento y del análisis del bienestar, ya que los incrementos en la productividad permiten lograr niveles de producción más elevados, sin expandir simultáneamente la cantidad de recursos utilizados, lo que hace posible reducir los costos de producción y mejorar la competitividad de la economía en los mercados internacionales. Es importante recordar, sin embargo, que la PTF se obtiene como un factor residual que puede eventualmente reflejar problemas de medición en alguna de las variables que intervienen en el cálculo.

A fin de cuantificar los determinantes del crecimiento económico en Argentina, realizamos un ejercicio de contabilidad del crecimiento para el período 1980-2016. Existen diversas aplicaciones de esta metodología para el caso argentino, siendo Elías (1969)³⁶ una de las referencias clásicas. Trabajos más recientes como Meloni (1999)³⁷ y Maia y Nicholson (2001)³⁸ extienden el análisis a las décadas del 80' y del 90', mientras que Coremberg (2012)³⁹ incorpora al estudio la década de los 2000.

Partimos de una función de producción de tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala $Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$ (1), donde " Y_t ", " K_t " y " L_t " representan los niveles de producto, capital y empleo agregado de la economía para un período determinado, " A_t " es un factor que mide el cambio tecnológico o PTF, mientras que " α " y " $1 - \alpha$ " son parámetros invariantes en el tiempo que representan las participaciones del capital y del empleo en el producto.

Siguiendo a Hayashi y Prescott (2002)⁴⁰ es posible descomponer (1) como⁴¹:

$$\hat{y}_t = \hat{l}_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \left(\frac{\hat{K}_t}{Y_t} \right) + \frac{1}{1-\alpha} \hat{A}_t \quad (2)$$

donde \hat{y}_t , \hat{l}_t , $\frac{\hat{K}_t}{Y_t}$ y \hat{A}_t representan las tasas de crecimiento del producto per cápita (en términos de la población económicamente activa), el empleo per cápita, el stock de capital sobre producto y el factor tecnológico respectivamente.

Dado que \hat{y}_t , \hat{l}_t y $\frac{\hat{K}_t}{Y_t}$ pueden obtenerse a partir de datos provistos por las cuentas nacionales, \hat{A}_t se calcula de forma residual. Esto puede dar lugar a sobreestimaciones o subestimaciones de la PTF ante problemas de medición del resto de los factores productivos. Considerando esto, se realizan dos ajustes: (i) el empleo se ajusta por cantidad de horas trabajadas promedio con el objetivo de reflejar que tanto empleadores como

³⁵ Solow, R. (1957): "Technical Change and the Aggregate Production Function". *Review of Economics and Statistics*. (39). 312-20.

³⁶ Elías, V. J. (1969): "Estimates of Value Added, Capital and Labor in Argentina Manufacturing, 1935-1963". University of Chicago.

³⁷ Meloni, O. (1998): "Crecimiento Potencial y Productividad en la Argentina, 1980-1997". UNT. Mimeo.

³⁸ Maia, José L. y Nicholson, Pablo (2001): "El Stock de Capital y la Productividad Total de los Factores en la Argentina". Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas, Argentina.

³⁹ Coremberg, A. (2012): "Measuring Productivity in Unstable and Natural Resources Dependent Economies: Argentina", trabajo presentado en Second World KLEMS Conference, Universidad de Harvard, Cambridge, Massachusetts, 9-10 de Agosto.

⁴⁰ Hayashi, Fumio y Edward C. Prescott. (2002): The 1990s in Japan: A Lost Decade. *Review of Economic Dynamics*, vol 5, Issue 1.

⁴¹ Se manipula (1) para llegar a $y = A^{\frac{1}{1-\alpha}} l \left(\frac{K}{Y} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}$. Luego, aplicando logaritmos y primeras diferencias, se llega a la expresión (2).

trabajadores no sólo ajustan el nivel de empleo sino también las horas trabajadas; (ii) el capital se ajusta por la utilización de la capacidad instalada (UCI) a fin de contemplar variaciones en su uso. De esta forma, (2) puede reexpresarse como⁴²:

$$\hat{y}_t = \hat{h}_t \hat{l}_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \left(\frac{\hat{u}_t \hat{K}_t}{Y_t} \right) + \frac{1}{1-\alpha} \hat{A}_t \quad (3)$$

donde $\hat{h}_t \hat{l}_t$ es la tasa de crecimiento del empleo ajustado por horas trabajadas y $\frac{\hat{u}_t \hat{K}_t}{Y_t}$ es la tasa de crecimiento del ratio capital producto ajustado por UCI. De esta forma, (3) nos dice que las variaciones en el producto per cápita pueden explicarse por:

- Cambios en las tasas de crecimiento de los factores productivos ($\hat{h}_t \hat{l}_t$ y $\frac{\hat{u}_t \hat{K}_t}{Y_t}$)
- Cambios en la tasa de crecimiento de la PTF (\hat{A}_t)

Utilizamos para nuestro ejercicio datos anuales para el período 1980-2016. Las series de producto⁴³, stock de capital⁴⁴ y empleo⁴⁵ se construyen a partir de datos del INDEC. Para la serie de utilización de la capacidad instalada⁴⁶ se utilizaron datos de FIEL y del INDEC, mientras que la serie de horas trabajadas⁴⁷ surge de datos de la OIT y el INDEC. Por último, se toma un valor de $\alpha = 0.57$ el cual surge de la metodología utilizada por Escudé et. al (2004)⁴⁸.

La Tabla 1 muestra la contribución de cada factor al producto per cápita para distintos subperíodos considerando tasas de crecimiento promedio para cada uno de ellos. La última columna surge de la suma de las tres primeras.

Tabla 1 | Contribución al crecimiento del producto per cápita en puntos porcentuales

	$\hat{h}l$	$\frac{\hat{u}K}{Y}$	\hat{A}	\hat{y}
1980-2016	-0,67	-0,52	1,40	0,22
1980-1989	-1,50	-0,15	-0,84	-2,48
1991-1998	-1,67	-0,01	4,91	3,23
1998-2001	-1,83	-0,28	-0,63	-2,73
2003-2011	3,70	-3,34	3,81	4,17
2011-2015	0,29	-0,65	1,17	0,81

Nota: Tasas de crecimiento promedio del período

⁴² El procedimiento para arribar a (3) es análogo al utilizado para obtener (2) con la diferencia de que se parte de una función de producción Cobb-Douglas del siguiente tipo: $Y_t = A_t (u_t K_t)^\alpha (h_t L_t)^{1-\alpha}$

⁴³ PBI a precios constantes de 2004. Empalme con las series de base 1986 y 1993.

⁴⁴ Stock de capital a precios constantes de 2004 a partir del uso del método del inventario perpetuo con tasa de depreciación = 0.05.

⁴⁵ $empleo_t = PEA_t * [1 - (tasa\ de\ desocupación_t + 0.52 * tasa\ de\ subocupación_t)]$

⁴⁶ Serie de UCI-INDEC 1980-1994 y 2010-2016, FIEL 1994-2010. Este indicador refleja la UCI en la industria y no de la economía en su conjunto. Sin embargo, ante la inexistencia de un indicador mejor, el mismo se toma como proxy de toda la economía.

⁴⁷ Serie de la OIT 1980-2011, INDEC 2011-2016.

⁴⁸ El "α" se calcula como un promedio para el período 1980-2003. Escudé, G., F. Gabrielli, L. Lanteri, y J. Roulliet (2004): "Estimating Potential Output for Argentina", 1980:1-2004:1", mimeo, BCRA.

Si se analiza el período completo 1980-2016, se observa que el producto per cápita evidenció un más que modesto crecimiento de 0.22% promedio anual; es decir, el argentino medio de 2016 era sólo un 8% más rico que el de 1980⁴⁹, lo cual es una clara señal del estancamiento de nuestra economía durante casi los últimos 40 años. Sólo la PTF contribuyó de forma positiva durante este período, siendo negativo el aporte del empleo y del capital.

Analizando la década de 1980, se observa que la elevada inflación, que culminó en dos episodios hiperinflacionarios, junto con la crisis de la deuda configuraron un escenario adverso para la economía argentina. Esto tuvo como contrapartida una “década pérdida” en términos de crecimiento per cápita donde todos los factores contribuyeron de forma negativa.

El comportamiento durante la década del 90’ difiere según consideremos los primeros años de la misma o la última etapa. Tomando el período 1991-1998, el crecimiento de más de 3 puntos en el producto per cápita se explica casi en su totalidad por las mejoras de productividad que se producen fruto de la estabilización de la inflación, el incremento de la inversión privada y el comienzo de un proceso de reformas estructurales. Sin embargo, los cambios en las condiciones externas hacia fines de la década junto con las limitaciones propias de un régimen cambiario fijo para responder a dichos shocks impusieron presiones sobre el mercado de trabajo. Dichas presiones se ven reflejadas en una contribución negativa al crecimiento del empleo que se acentúa a partir de 1998. Por último, el aporte del capital es levemente negativo en ambos subperíodos.

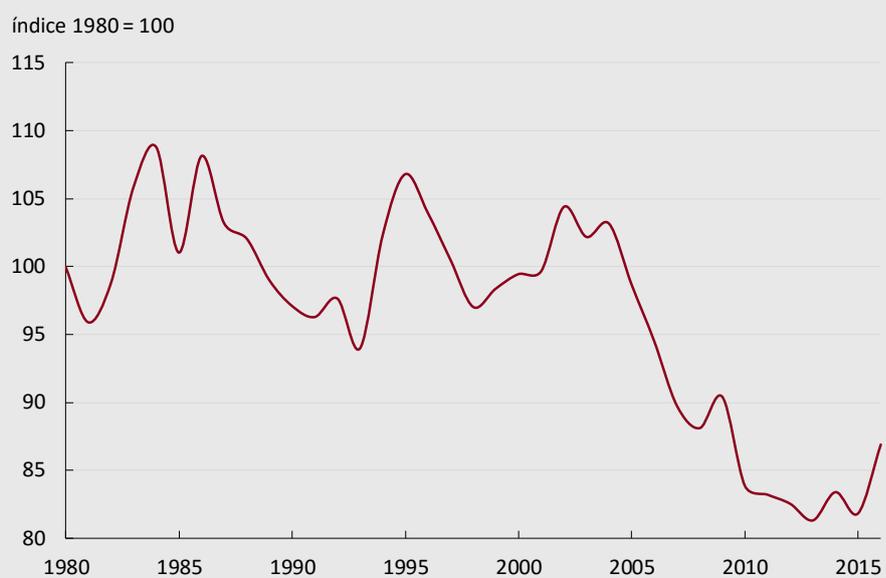
La década del 2000 tiene dos etapas bien diferenciadas. Entre 2003 y 2011 la economía registra la tasa de crecimiento del producto per cápita más alta de todos los sub períodos considerados. Este resultado es explicado por aportes positivos de la productividad y del empleo, lo cual es consecuencia de la gran cantidad de mano de obra ociosa fruto de la crisis de 2001. A partir de 2011 el crecimiento del producto se reduce significativamente, a raíz de la marcada disminución de los aportes de la productividad y el empleo. Una vez más, el capital contribuye de forma negativa.

El resultado más importante de nuestro ejercicio y que se mantiene de forma sistemática para los distintos períodos es el aporte negativo del ratio capital-producto al crecimiento del producto per cápita. Bajo una macroeconomía volátil como la argentina, la inflación, los cambios de regímenes y la persistencia de distorsiones de precios relativos e intervenciones han generado una economía menos intensiva en capital. En la actualidad, el ratio capital-producto se encuentra 13 puntos por debajo del registrado a principios de la década y casi 22 puntos por debajo del máximo histórico (ver Gráfico 1).

En este sentido, una economía ordenada con una inflación baja y estable es una de las mayores contribuciones que desde el BCRA pueden hacerse para revertir esta tendencia.

⁴⁹ El 8% surge del siguiente cálculo: $[1.0022^{(2016-1980)}-1]*100$

Gráfico 1 | Capital/producto ajustado por Utilización de la Capacidad Instalada



Fuente: elaboración propia

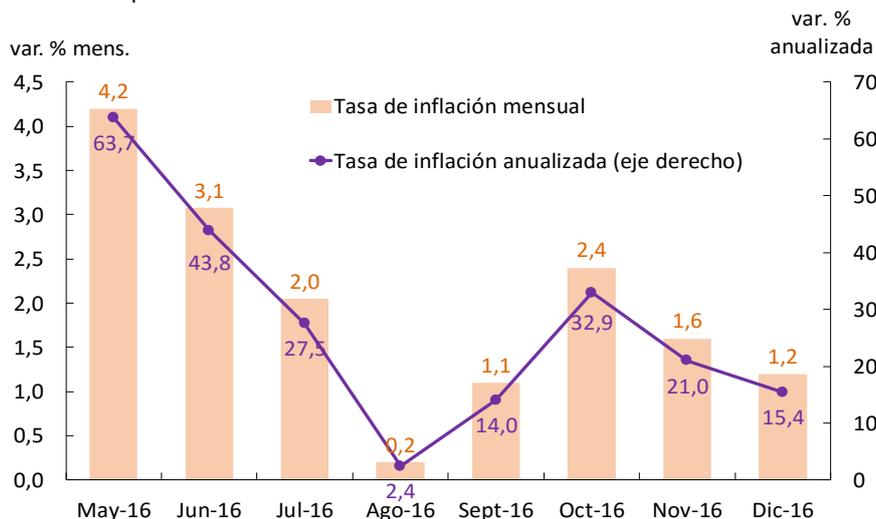
4. Precios

En el segundo semestre de 2016 la inflación mostró una marcada desaceleración, en línea con el sendero previsto por la autoridad monetaria. El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC-GBA) del INDEC promedió un aumento de 1,4% mensual en este período, ubicándose en términos anualizados por debajo de 19%, la menor suba semestral de los últimos seis años⁵⁰. Para el primer trimestre de 2017, la mediana de las expectativas de inflación de los analistas de mercado participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) se ubicó en torno a 1,6% para el Nivel general y 1,5% para la inflación núcleo, por lo que implícitamente contemplarían actualizaciones de algunos ítems sujetos a regulación. Para diciembre de 2017, las expectativas se ubicaron en 21% i.a., manteniéndose fuera de las bandas de inflación anual que el BCRA fijó como meta (12% y 17%). El BCRA espera que el proceso de desinflación continúe más allá de la volatilidad mensual ocasionada por variaciones puntuales en ítems regulados y estacionales, en línea con las metas de inflación anunciadas.

4.1 La inflación del segundo semestre de 2016 se ubicó en línea con el objetivo de política monetaria del BCRA

El IPC-GBA elaborado por el INDEC, que es el índice de precios utilizado por el BCRA como objetivo de política monetaria, registró una suba promedio mensual de 1,4% entre julio y diciembre, evidenciando una fuerte desaceleración respecto a los meses previos. El sesgo antiinflacionario de la política monetaria logró que la eliminación de las distintas distorsiones que afectaban a la economía no tuviera efectos permanentes sobre la inflación y que se profundizara el proceso de desinflación, consistente con alcanzar la meta de 5% i.a. para diciembre de 2019. En este sendero, la tasa de inflación anualizada se ubicó por debajo del 19% en el segundo semestre de 2016 (ver Gráfico 4.1 y Cuadro 4.1).

Gráfico 4.1 | Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

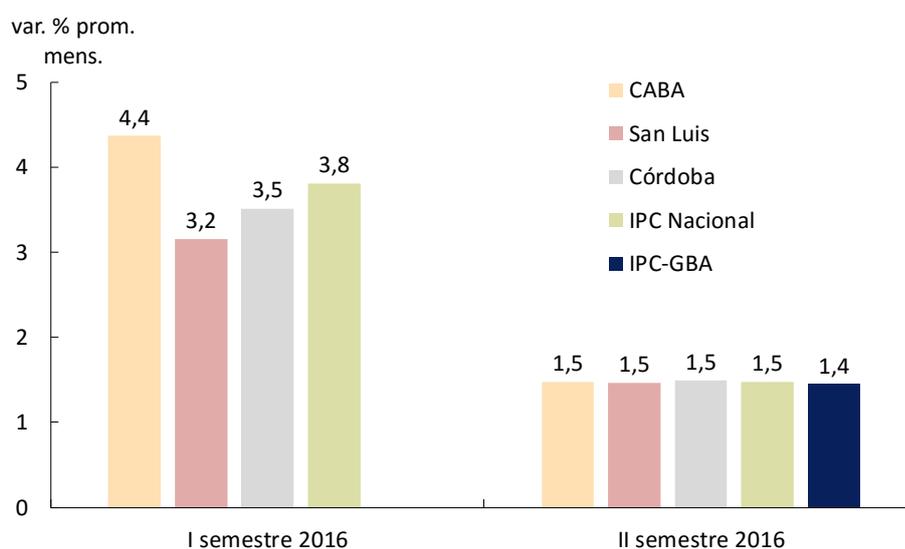


Fuente: INDEC

⁵⁰ Se contrastó la tasa promedio mensual anualizada del segundo semestre de 2016 del IPC-GBA, base dic-15 elaborado por el INDEC y publicado desde abril 2016 con la variación promedio de seis meses móvil anualizada de ese mismo índice y otros indicadores oficiales de precios al consumidor confiables y disponibles con anterioridad para poder hacer la comparación histórica. Para ello se consideraron los siguientes índices de precios al consumidor: IPC de la Ciudad de Buenos Aires, base jul11-jun12=100; IPC Córdoba, base 2014=100 e IPC San Luis, base 2003=100. Se evaluó cada serie por separado desde la fecha en la que están disponibles, encontrando que para GBA, Ciudad de Buenos Aires y Córdoba el alza anualizada del último semestre de 2016 es la menor de toda la serie.

La fuerte desaceleración también se verificó en otros distritos que, en todos los casos, redujeron su tasa de inflación a menos de la mitad en la segunda parte del año 2016. El Nivel general del indicador nacional ponderado (IPC-NP)⁵¹, que resume esta información, promedió una suba de 1,5% en los últimos seis meses de 2016, tras haber aumentado a un ritmo de 3,8% mensual durante el primer semestre (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2 | Inflación promedio mensual por semestre de 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones de Estadísticas provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires e INDEC

Entre agosto y noviembre de 2016, las estimaciones de los Índices de Precios al Consumidor elaborados por las oficinas de estadísticas oficiales capturaron los efectos de la judicialización del aumento de la tarifa de gas⁵², lo cual aportó volatilidad a las variaciones del Nivel general. Excluyendo este efecto⁵³, el Nivel general del IPC-GBA promedió un incremento de 1,4% en los últimos tres meses del año, por debajo del 1,5% del tercer trimestre, y con una marcada desaceleración en diciembre (1,2%). La inflación núcleo⁵⁴ fue de 1,7% mensual en promedio en el último trimestre de 2016, similar al guarismo del período julio-septiembre. Este agregado estuvo influenciado por aumentos en ciertos ítems cuyos precios, a pesar de no formar parte del rubro regulados, están sujetos a algún tipo de decisión administrativa. Un ejemplo lo constituyen las expensas, sobre las que impactó el aumento del servicio de gas por red en octubre y la paritaria salarial de los encargados de edificios en diciembre.

⁵¹ El BCRA calcula el IPC-NP a partir de los índices de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba ponderados de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares correspondiente al período 2004-2005 (ENGHo 2004/05). Tomando como referencia la distribución del gasto de consumo por región de dicha encuesta, para la construcción del IPC-NP el IPC CABA pondera 44% (utilizándose como representativo de la evolución de los precios del GBA), y el 56% restante se asigna al interior del país. En base a la participación de la Región Pampeana, el IPC de Córdoba pondera 34%, y el resto del interior del país queda representado por la evolución del IPC de San Luis (22% del IPC-NP).

⁵² En agosto la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) dispuso la nulidad de las resoluciones que modificaron los cuadros tarifarios del servicio de gas residencial en abril pasado, debiendo retrotraerse a los valores vigentes previos a aquel aumento. Luego, a partir del 7 de octubre, entró en vigencia un nuevo cuadro tarifario que significó un alza algo menor a la originalmente propuesta. Estas decisiones administrativas aportaron volatilidad al nivel general de los precios al consumidor, que fue excepcionalmente bajo en agosto y más alto de lo que hubiera sido sin ese efecto en octubre y noviembre.

⁵³ Se consideró una variación nula para el componente del gas por red para cada mes del segundo semestre de 2016. Es decir, se excluyó la baja de agosto y la posterior alza a partir del 7 de octubre.

⁵⁴ Los índices de precios al consumidor se pueden descomponer en tres categorías: 1) "estacionales" que capturan precios mayormente afectados por cuestiones estacionales (como los servicios asociados al turismo), 2) "regulados" que agrupan aquellos con un fuerte componente impositivo o regulatorio (como las tarifas de servicios públicos) y 3) "Núcleo" o "Resto" que identifica la inflación subyacente o núcleo, es decir, la evolución de precios más permanente.

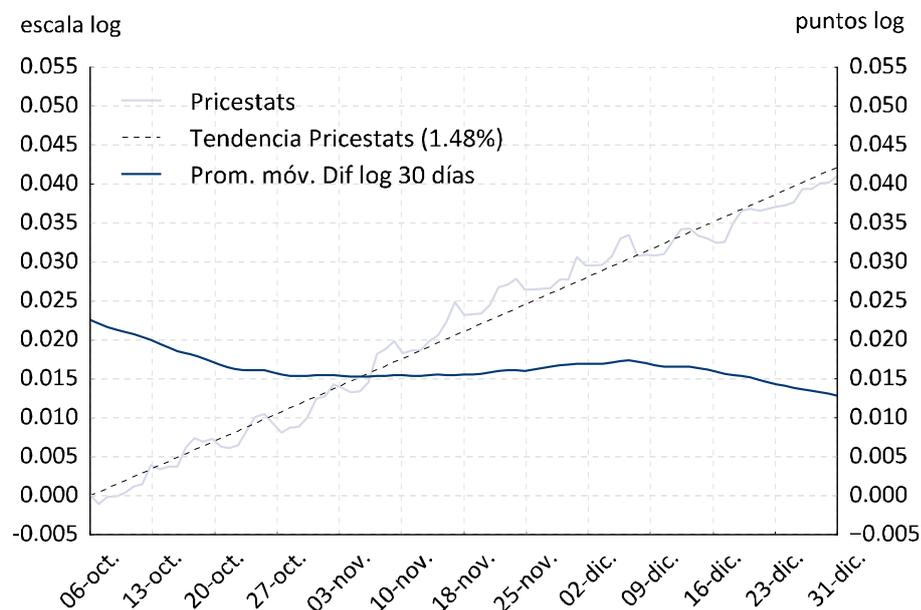
Cuadro 4.1 | IPC-GBA

	May-16 / Jun-16 (a)	II semestre 2016 (b)	dif en p.p. (b-a)
Nivel general	3,6	1,4	-2,2
Por capítulo			
Alimentos y bebidas	3,4	1,7	-1,7
Indumentaria	1,3	1,6	0,3
Vivienda y servicios básicos	6,1	0,5	-5,7
Equipamiento y mantenimiento del hogar	3,8	1,4	-2,3
Atención médica y gastos para la salud	4,3	2,0	-2,3
Transporte y comunicaciones	3,3	0,9	-2,4
Esparcimiento	1,1	1,6	0,5
Educación	2,7	1,3	-1,4
Otros bienes y servicios	8,5	1,5	-7,0
Por categoría			
IPC Núcleo	2,8	1,7	-1,1
Regulados	6,0	1,0	-5,1
Estacionales	3,5	0,6	-2,9

Fuente: INDEC

El indicador de alta frecuencia de precios minoristas elaborado por PriceStats también refleja la desaceleración de la inflación hacia fines de 2016. En el último trimestre, los precios minoristas crecieron a una tasa promedio de 1,5% y de 1,3% en diciembre (ver Gráfico 4.3).

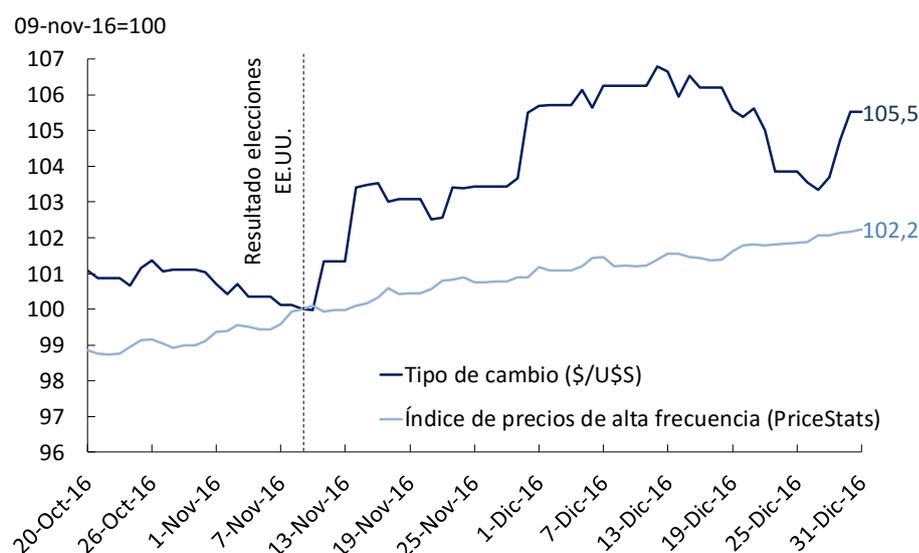
Gráfico 4.3 1 Indicador de precios de alta frecuencia



Fuente: State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

Es importante notar que, como es esperable en un régimen monetario-cambiario como el vigente en Argentina, el proceso de desinflación en curso no se vio mayormente afectado por el escenario reciente de volatilidad cambiaria. En noviembre, el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos disparó la apreciación global del dólar estadounidense. La credibilidad del régimen de metas de inflación adoptado por el BCRA, que utiliza la tasa de interés para conducir la tasa de inflación y las expectativas inflacionarias hacia las metas propuestas, fue esencial para disociar la evolución de los precios domésticos de las fluctuaciones del tipo de cambio (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 | Evolución reciente de precios domésticos y tipo de cambio nominal



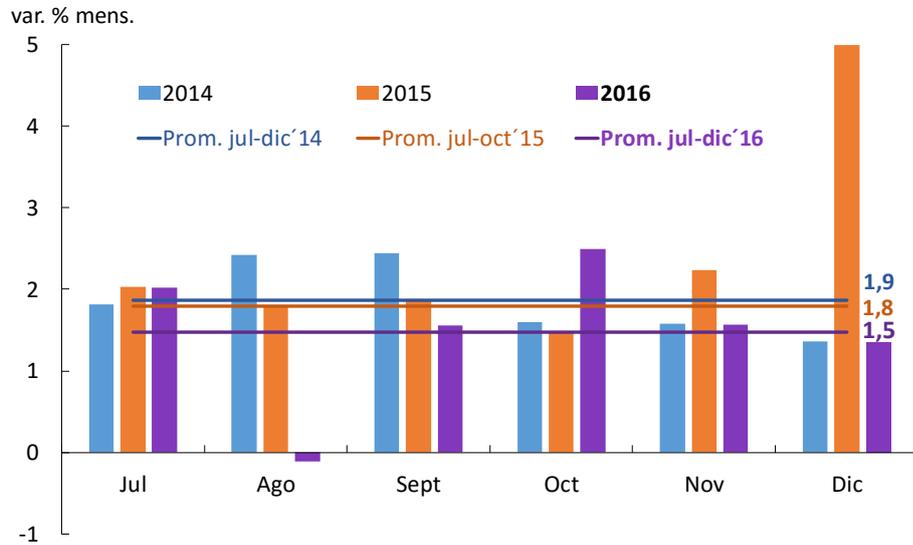
Fuente: Elaboración propia en base a datos de State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

4.2 La inflación alcanzó los menores niveles de los últimos años al cierre de 2016

En el segundo semestre de 2016, la política monetaria logró limitar los efectos de la actualización de tarifas y ubicar la inflación por debajo de los últimos años. Según el IPC-NP, la inflación promedio mensual del segundo semestre de 2016 fue de 1,5%, menor a la registrada durante mismo período de 2014 y 2015⁵⁵ (-0,3p.p. y -0,4 p.p., respectivamente; ver Gráfico 4.5).

⁵⁵ Para 2015, se excluyó los meses de noviembre y diciembre que había comenzado registrar el impacto de la liberación del mercado de cambios. El Nivel general del IPC de San Luis del mes de diciembre 2016 corresponde a una estimación propia.

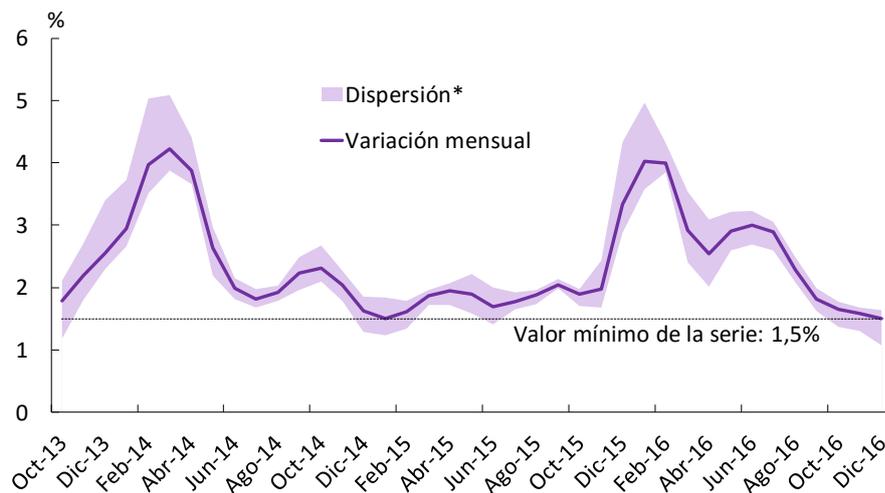
Gráfico 4.5 | Variación mensual de precios al consumidor. IPC-NP



Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones provinciales de Estadísticas de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

El componente núcleo del IPC-NP mostró la misma tendencia, profundizando la desaceleración en el último trimestre de 2016, con un alza promedio de 1,5%, 0,3 p.p. por debajo del trimestre anterior. Este comportamiento fue generalizado y, particularmente, más marcado en el interior del país (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | IPC Nacional Núcleo



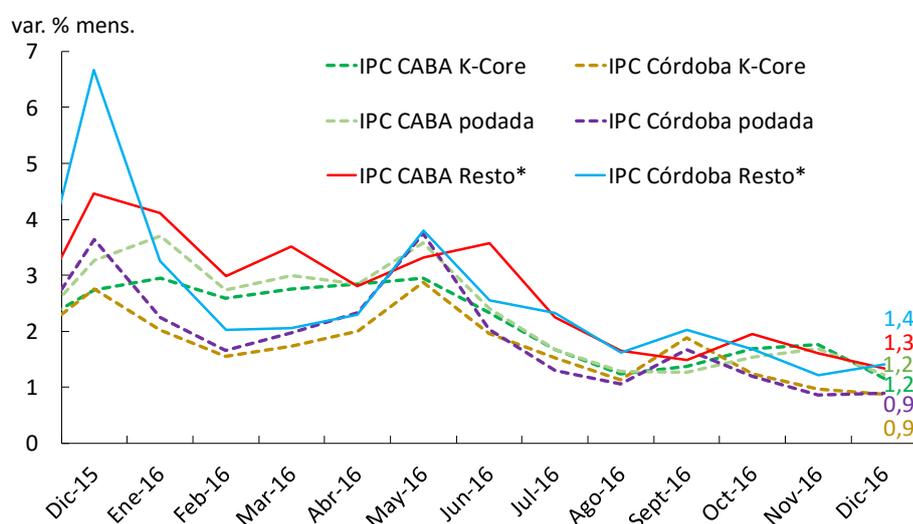
* Nota: Se construye a partir de la variación promedio mensual mínima y máxima de la ventana 3 meses de los índices subnacionales que conforman el IPC Nacional

Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones de Estadísticas provinciales de San Luis, Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

En la Ciudad de Buenos Aires la inflación núcleo⁵⁶ fue de 1,6% en promedio en los últimos tres meses del año, ubicándose 0,2 p.p. por debajo del promedio del período julio-septiembre. La trayectoria mensual fue descendente hasta alcanzar 1,3% en diciembre. En Córdoba, la inflación núcleo⁵⁷ se moderó hasta 1,4% en el último trimestre del año (-0,6 p.p. respecto del tercer trimestre).

Otras medidas de inflación núcleo⁵⁸, que buscan capturar el comportamiento tendencial de las series al filtrar los valores extremos en la distribución de las variaciones de precios, presentan un comportamiento similar al de las medidas oficiales⁵⁹. En Córdoba, tanto la tasa media podada (*trimmed-mean*) como la medida *K-Core* se desaceleraron hasta 1,0% en los últimos tres meses de 2016⁶⁰. En la Ciudad de Buenos Aires ambas medidas promediaron 1,5%, con una fuerte desaceleración en el último mes del año hasta 1,2% (ver Gráfico 4.7). La inflación anualizada en diciembre de 2016 de estas medidas estadísticas de inflación núcleo se ubicó entre 11% y 15,7%, dentro de los límites de la meta de inflación para 2017 (12% i.a. y 17% i.a.).

Gráfico 4.7 | Medidas Núcleo de Inflación



* Estimaciones de inflación núcleo publicadas por las DPEs oficiales respectivas

Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones provinciales de Córdoba y Ciudad de Buenos Aires

La desaceleración de los precios fue ampliamente generalizada. A nivel desagregado⁶¹, empleando información del IPC de la Ciudad de Buenos Aires, se observó un corrimiento de la distribución de las variaciones mensuales de precios hacia valores menores, junto con una reducción de su dispersión respecto del primer semestre del año (ver Gráfico 4.8).

⁵⁶ Corresponde al índice resto publicado por la Dirección de Estadísticas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), que a diferencia del agregado núcleo del IPC-GBA, incluye educación y prepagas.

⁵⁷ Publica IPC resto con igual metodología que IPC CABA, es decir incluyendo educación y prepagas.

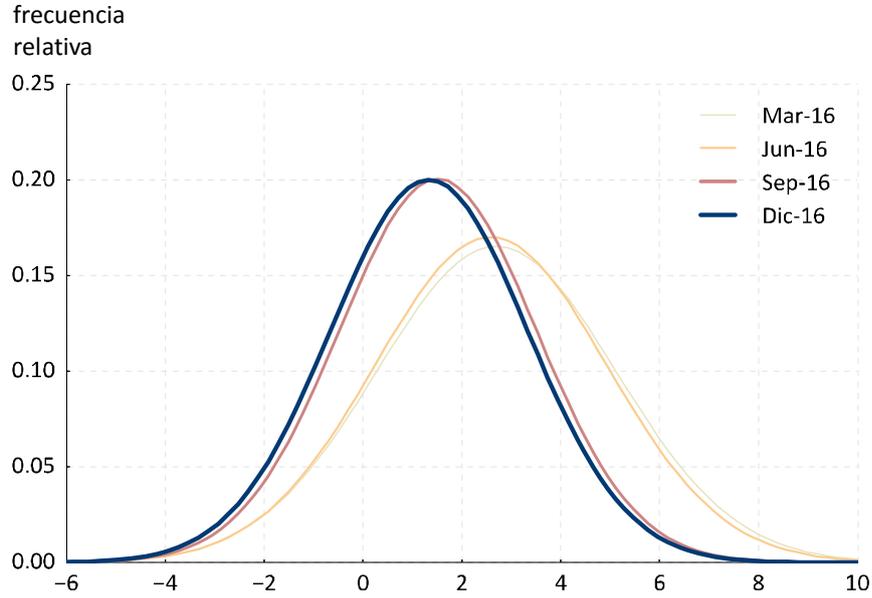
⁵⁸ D'Amato, L.; Sanz, L. y Sotes Paladino, J.M. (Julio 2006). Evaluación de medidas alternativas de inflación subyacente para Argentina. *Estudios BCRA*, 1, 1-48

⁵⁹ Estas medidas son estimadas por el BCRA mediante la aplicación de diversos métodos estadísticos (ver "Apartado 5. Medidas de Inflación Núcleo" del IPOM de julio 2016).

⁶⁰ La principal diferencia entre las medidas "media podada" y "k-core" es que la primera elimina del cálculo aquellos rubros cuyas variaciones se ubican en valor absoluto por encima de un umbral, mientras en la estimación del K-core no elimina ningún rubro, sino que limita su variación relativa a la del Nivel general a un máximo de "k". Específicamente, el umbral utilizado para la media podada es de 15%. El "k" calibrado para este ejercicio es de 10%. Más detalle sobre la metodología ver "Apartado 5. Medidas de Inflación Núcleo" del IPOM de julio 2016.

⁶¹ Se utilizó la desagregación a 3 dígitos (clase) del IPC de la Ciudad de Buenos Aires.

Gráfico 4.8 | Ajuste de distribución normal sobre la variación mensual del IPC CABA (3 dígitos)

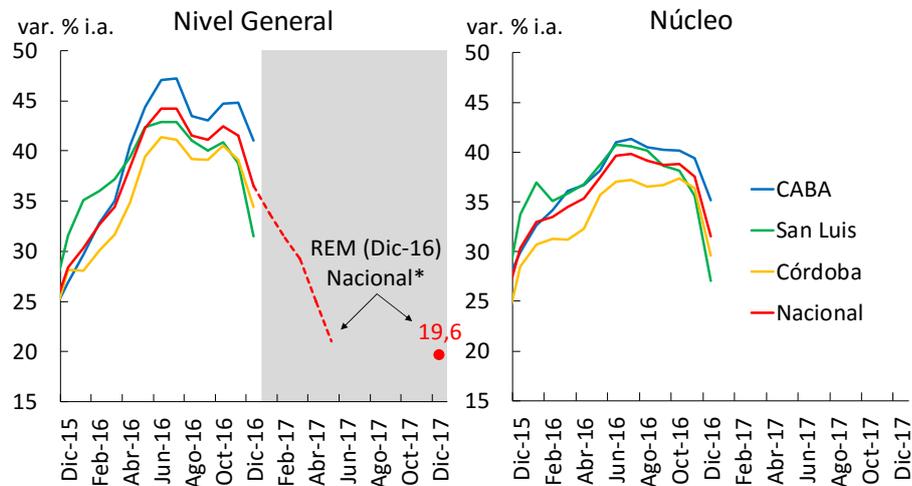


*Se truncaron variaciones mayores a |10%|

Fuente: Elaboración propia en base a datos de estadísticas de CABA

En términos interanuales, la inflación del IPC-NP alcanzó 36,6% i.a. y la inflación núcleo cerró en 31,5% i.a. en diciembre de 2016. De acuerdo a las expectativas de los analistas de mercado la trayectoria interanual de los precios a nivel nacional mostrará una abrupta desaceleración durante el primer semestre de 2017 (ver Gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | Variación interanual de precios al consumidor



* Proyección del REM (dic-16) para la evolución de precios minoristas a nivel nacional

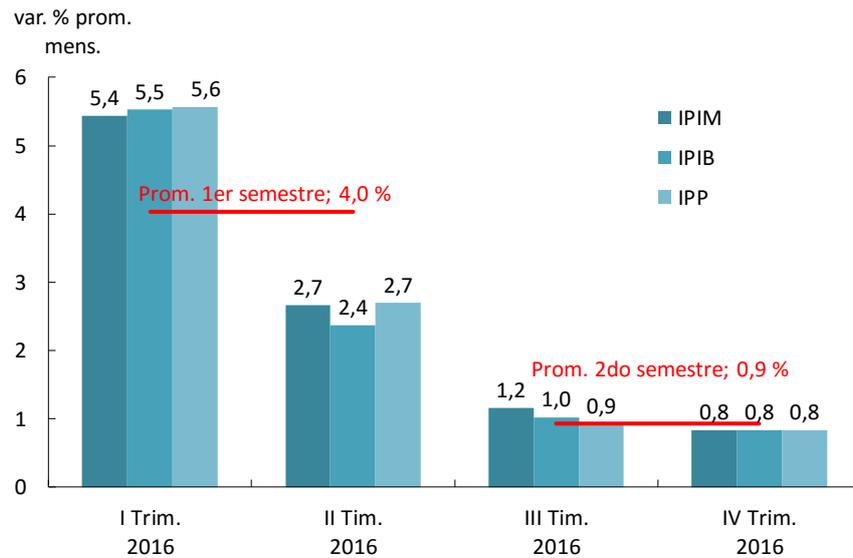
Fuente: Elaboración propia en base a Dirección de Estadísticas de CABA y DPEs y REM-BCRA (dic-16)

4.3 Costos y salarios

4.3.1 Se habrían reducido los factores de presión alcista sobre los precios al consumidor

Los precios mayoristas promediaron subas en torno a 1,0% entre julio y diciembre, evidenciando una fuerte desaceleración respecto al primer semestre del año (Gráfico 4.10).

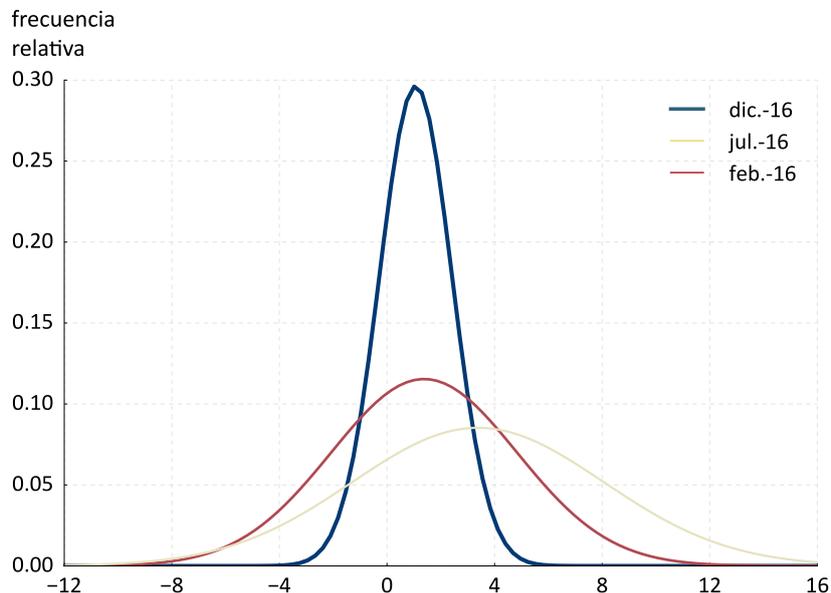
Gráfico 4.10 | Precios mayoristas



Fuente: INDEC

Este comportamiento fue ampliamente difundido en todos sus componentes. Tal como se espera en un proceso de desinflación, se evidencia una reducción de la media y de la dispersión de las variaciones de precios con el transcurso de los meses. Ello se observa al ajustar una función de distribución normal a las variaciones mensuales del máximo nivel de apertura del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) publicado por el INDEC (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11 | Distribución de las variaciones mensuales de los componentes del IPIM

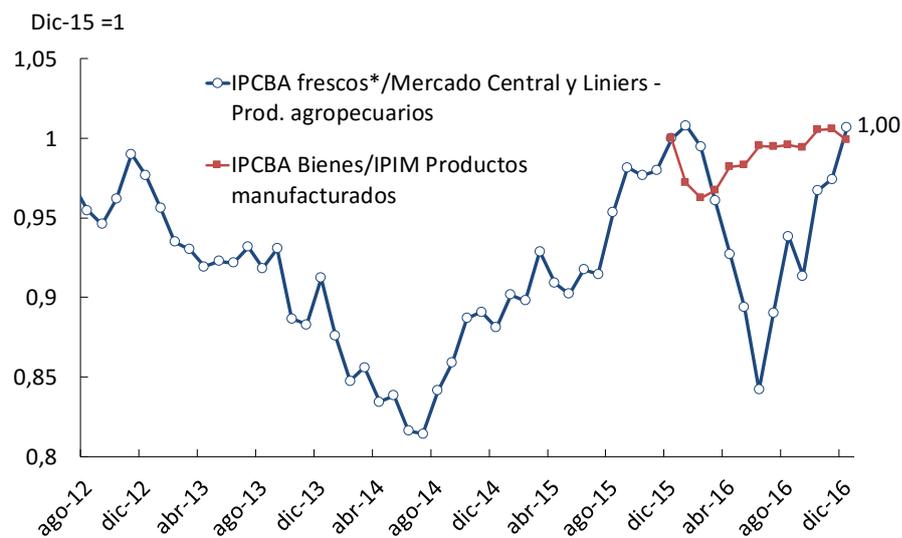


Fuente: BCRA en base a INDEC

Esta tendencia decreciente en las tasas de variación mensuales continuó en el último trimestre del año. El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) y el Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB) registraron una variación mensual promedio de 0,8%. Los precios de los productos agropecuarios cayeron mientras que los productos manufacturados continuaron desacelerándose, en gran medida por la dinámica de los alimentos, los productos refinados de petróleo y las sustancias y productos químicos. Los precios domésticos de los productos importados exhibieron una tendencia similar, reduciendo el ritmo de sus aumentos en los últimos meses de 2016, al tiempo que las cotizaciones de los bienes importados⁶² recortaron significativamente la caída que exhibieron entre enero y septiembre.

Un cálculo aproximado de la evolución de los márgenes minoristas se puede obtener del ratio entre el IPC Bienes y el IPIM productos manufacturados. En los primeros meses del año, tras la normalización del mercado cambiario en diciembre de 2015, los precios mayoristas acumularon un incremento mayor al de los precios al consumidor. A mediados de año comenzó un proceso de recomposición de márgenes minoristas, que habría finalizado en los últimos meses de 2016. En este contexto, se habrían reducido los factores de presión alcista sobre los precios al consumidor. Estos resultados también son válidos para un subconjunto de productos agropecuarios (frutas, verduras, leche y carne vacuna)⁶³, que por naturaleza son más volátiles (ver Gráfico 4.12).

Gráfico 4.12 | Evolución de Márgenes Minoristas



*incluye frutas, verduras, carne vacuna y leche

Fuente: INDEC, DGEyC - GCBA, Mercado Central y Mercado de Liniers

El índice de costo de la construcción elaborado por el INDEC (ICC-INDEC) subió a una tasa mensual promedio de 1,5% en el segundo semestre del año, la mitad del alza que verificaron los primeros seis meses de 2016.

En los últimos tres meses de 2016, los costos de la construcción se elevaron a una tasa media de 2,3%, respondiendo en gran medida a la renegociación salarial llevada a cabo por la UOCRA. En octubre se acordó un aumento de 17% no acumulativo que se sumó al de 22% pautado en abril pasado. El costo de la mano de obra formal del sector se incrementó en promedio 32,3% en el año, en línea con el alza promedio observada por el resto del sector privado registrado⁶⁴. Sin embargo, dado que la construcción es uno de los sectores con mayor

⁶² Según el Índice de Precios de Importación de Comercio Exterior, los precios de los bienes importados acumularon una retracción de 4,4% i.a. en el bimestre octubre-noviembre, tras haber caído 12,6% i.a. en los primeros nueve meses del año.

⁶³ Para el mencionado ejercicio se confeccionó un indicador a partir de la selección de un conjunto de productos con cotizaciones mayoristas del Mercado Central (frutas y verduras), Mercado de Liniers (INML) y Ministerio de Agroindustria (leche fluida). La evolución de los precios minoristas de ese conjunto de bienes y las ponderaciones utilizadas se obtuvieron del IPC de la Ciudad de Buenos Aires.

⁶⁴ Datos provenientes del SIPA – Ministerio de Trabajo.

informalidad laboral, los porcentajes de aumento homologados alcanzan alrededor del 28%⁶⁵ de los trabajadores. Los precios de los materiales promediaron alzas acotadas similares a las del tercer trimestre del año (en torno al 1,5%), aunque se ubicaron por debajo de las del primer semestre (2,6%). El índice de la Ciudad de Buenos Aires (ICC-CABA) y el de Córdoba (ICC-Córdoba) crecieron en promedio a una tasa de 2,0% mensual en los últimos meses del año, también fuertemente influenciados por el componente salarial.

4.3.2 Los salarios reales se recuperaron en los últimos meses

Los salarios reales del sector privado registrado mostraron una recuperación hacia el final de año. La heterogeneidad observada en la estructuración de los acuerdos salariales de 2016 permitió que aquellos sectores que tuvieron tramos de aumento en el segundo semestre⁶⁶ lograran en la última parte del año una mejora real de sus ingresos laborales en un contexto de desinflación (ver Cuadro 4.2). En el agregado, las remuneraciones del sector formal subieron a un ritmo mensual promedio de 2,8% desestacionalizado entre julio y diciembre⁶⁷, por encima de la inflación registrada en ese mismo período (1,5% promedio mensual, según el IPC-NP). Este comportamiento fue diferente del observado en el primer semestre, cuando los salarios formales del sector privado crecieron a una tasa promedio de 2,4% mensual y la inflación lo hizo al 3,8%. En el promedio del año, el costo salarial del sector privado registrado se redujo en el 2016, al aumentar los salarios aproximadamente 33% y la inflación 39,3%⁶⁸.

En el último trimestre del año se publicó la base usuaria de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) correspondiente al segundo trimestre de 2016⁶⁹. El análisis de los microdatos permite la caracterización de los salarios por segmento. Considerando el total de asalariados, persiste una brecha significativa entre salarios formales e informales, siendo los primeros 2,2 veces mayores. La brecha es similar si se toma sólo al segmento privado (2,1 veces).

Para 2017 los acuerdos salariales que se conocen al momento tienen una nueva modalidad, incorporando mayores instancias de negociación y, en algunos casos, cláusulas que permiten ajustes si la inflación supera cierto umbral. De esta manera, cobra relevancia la dinámica futura de los precios en detrimento de la evolución pasada. Por ejemplo, el acuerdo para los empleados estatales bonaerenses establece aumentos trimestrales de 4,5% no acumulativos (18% i.a. a diciembre), más ajustes por desvíos respecto de la inflación acumulada. Es decir, se decidió que si la inflación supera el 4,5% trimestral, el alza adicional se aplica de manera retroactiva al mes en que se produjo el desvío. Esto representa un caso testigo de como las metas de inflación anunciadas por el BCRA comienzan a ser incorporadas como referencia nominal en las negociaciones salariales.

⁶⁵ Estimación en base a microdatos de la EPH del segundo trimestre de 2016, calculado sobre los asalariados del sector privado.

⁶⁶ Engloba aquellos gremios que pautaron más de un tramo de aumento a inicios de año, incluyendo los que anticipadamente acordaron el porcentaje de aumento como aquellos que dejaron abierta una nueva instancia de negociación en el segundo semestre y pautaron la suba en dicho momento.

⁶⁷ Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo y AFIP.

⁶⁸ En base a datos del Ministerio de Trabajo, AFIP y el IPC-NP.

⁶⁹ Es la primera base usuaria de EPH que publicó el INDEC, luego de un período de revisión y evaluación exhaustivo iniciado en diciembre de 2015.

Cuadro 4.2 | Paritarias cerradas 2016

Gremios más representativos		Vencimiento acuerdo anterior	% del Aumento obtenido	Detalle del ajuste	Suma fija
Acuerdos anuales 2016					
Adm. pública (SINEP)	UPCN	Mar-16	31	7% a Jun-16 9% a Jul-16 12% a Ago-16	
Agrarios	UATRE	Nov-15	34	20% Dic-15/Sep-16 15% Oct-16/Sep-17	
Alimentación	STIA	Abr-15	36,5	22% a May-16 11,9% a Nov-16	
Bancarios	Bancaria	Dic-15	33		
Aceiteros	FTCIODyARA	Mar-16	38		
Camioneros	FEDCAM	Jul-16	37		
Docentes	Paritaria nacional	Dic-15	52	\$7.800 desde Febrero \$8.500 a partir de Julio	
Docentes (PBA)	Federación de Educadores Bonaerenses (FEB)		34,6	\$7.904 en febrero \$8.846 en marzo \$9.801 en julio	
Docentes Universitarios	CONADU		35		
Metalúrgicos	UOM	Abr-16	33	20% en Abr-16 7% en Ago-16 6% en Oct-16	\$ 2.600
Plásticos	UOYEP	Jun-16	24	20% Jul-16 3,33% Ago-16	\$1.500 en abril \$1.500 en mayo \$2.000 en junio
Químicos y Petroq.	FESTIQyPRA	May-16	37,5		
Transporte (corta/media distancia)	UTA	Feb-16	29	Abr-16 a Mar-17	\$2.000 en Abr-16 \$1.500 en Ago-16
Calzado	UTICRA	May-16	22	Dic-15/Dic-16	
Carne	FGPICD	Abr-16	32	20% Abr-16/Sep-16	\$2.000 en seis cuotas
Acuerdos semestrales 2016					
Comercio	FAECyS	Abr-16 Sep-16	31,6	20% Abr-16/Sep-16 12% Oct-16/Dic-16 7% Ene-17/Mar-17	\$2.000 en tres cuotas
Construcción	UOCRA	Abr-16 Sep-16	32	22% Abr-16/Sep-16 17% Sep-16/Abr-17	
Estacioneros	SOESGIP	Abr-16	26	17% Abr-16/Sep-16 18% Oct-16/Abr-17	\$740 Jul-16 \$740 Ago-16
Encargados	SUTERH	May-16	30	25% Jun-16/Nov-16 12% Dic-16/May-17	\$1.800 en Mar-16 \$1.800 en Abr-16 \$2.000 en May-16 \$2.000 en Feb-17
Gráficos Bonaerenses	FGB	Abr-16	24	15% May-16/Sep-16 9% Oct-16/Dic-16 4% Ene-17/Abr-17	\$2.000 en dos tramos
Vestido	SOIVA	Abr-16	34	21% Abr-16/Sep-16 10% Oct-16/Mar-17	\$1.500 \$5.000
Automotriz	SMATA	Dic-15	35	7,5% Ene-16/Mar-16 11% Abr-16/Jun-16 9,4% Jul-16/Sep-16 3,5% Oct-16/Dic-16	
Gastronómicos	UTHGRA	May-16	22	20% Jun-16/Dic-16 14% Ene-17/May-17	\$2.000 en dos tramos

Fuente: Elaboración propia en base a recortes periodísticos e información sindical y gremial

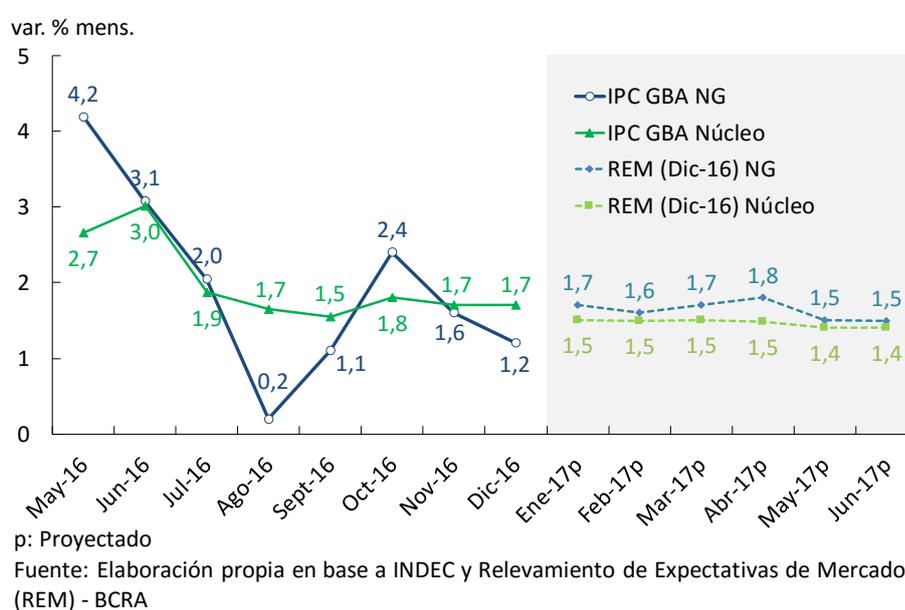
4.4 Perspectivas

El BCRA seguirá manteniendo el sesgo antiinflacionario de su política monetaria para asegurar que el proceso de desinflación continúe. Para 2017 prevé una abrupta caída de la tasa de inflación interanual durante el primer semestre⁷⁰ para luego ir convergiendo progresivamente hacia la meta de diciembre. Dado que las estimaciones privadas aún se ubican por encima de la meta, el Banco Central seguirá conduciendo su política monetaria con el objetivo de que las expectativas de inflación se sitúen dentro de las bandas fijadas para 2017.

El último REM prevé una inflación para el Nivel general de 21,0% i.a. a diciembre de 2017, lo cual la ubica 4,0 p.p. por sobre el límite superior de las metas del BCRA. Para el componente núcleo (que abarca aproximadamente el 70% de la canasta del IPC) el mercado anticipa una variación de 18,4% i.a. Dado este diferencial y suponiendo que los bienes y servicios estacionales (que representan casi el 10% de la canasta) aumentan a una tasa idéntica a la del componente núcleo, los analistas esperan implícitamente que el resto de los ítems (bienes y servicios regulados que tienen una ponderación del 20% en la canasta) aumenten un 29,5% i.a., con una contribución de 6,9 p.p. a la variación del Nivel general del IPC-GBA (ver Recuadro).

Para el primer trimestre de 2017, el REM estima que la tasa de inflación IPC-GBA se ubicará en torno a 1,6%⁷¹, para luego ir reduciéndose hasta 1,5% mensual en junio. Los pronósticos para la inflación núcleo promedian 1,5% para los primeros tres meses del 2017, y se desaceleran a 1,4% en junio. La variación prevista del Nivel general de enero a marzo resulta mayor a la núcleo, al incorporar algunas subas puntuales esperadas en varios ítems sujetos a regulación, como combustibles para el automóvil, colegios privados, telefonía fija, electricidad y transporte público (ver Gráfico 4.13).

Gráfico 4.13 | Relevamiento de Expectativas de Mercado



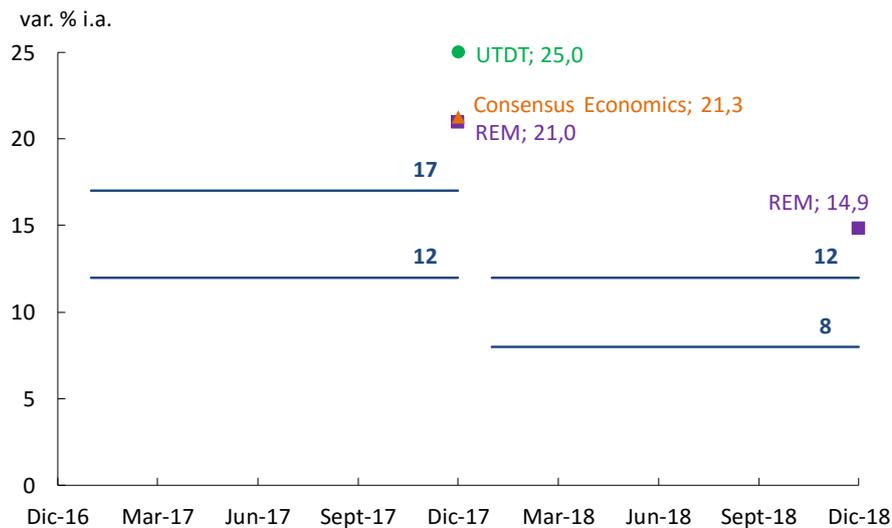
Por otra parte, el relevamiento que la Universidad Torcuato di Tella (UTDT) realiza a los consumidores dio cuenta que en diciembre la mediana de las expectativas de inflación 12 meses vista se mantuvo en 25% i.a.

⁷⁰ La variación interanual del IPC GBA sería inferior al 25% en abril y perforaría el 20% en mayo.

⁷¹ Promedio trimestral de las medianas mensuales.

en el promedio nacional. La evolución de las expectativas fue disímil en la Ciudad de Buenos Aires y el interior del país. Mientras que en la Ciudad de Buenos Aires las expectativas se elevaron, ubicándose en 24% i.a., 4 p.p. por encima de la encuesta de noviembre, en el interior se redujeron hasta 20% i.a. (-5 p.p. respecto del relevamiento de noviembre). En tanto, en el Gran Buenos Aires las expectativas se mantuvieron en 30% i.a. (ver Gráfico 4.14).

Gráfico 4.14 | Expectativas y metas de inflación

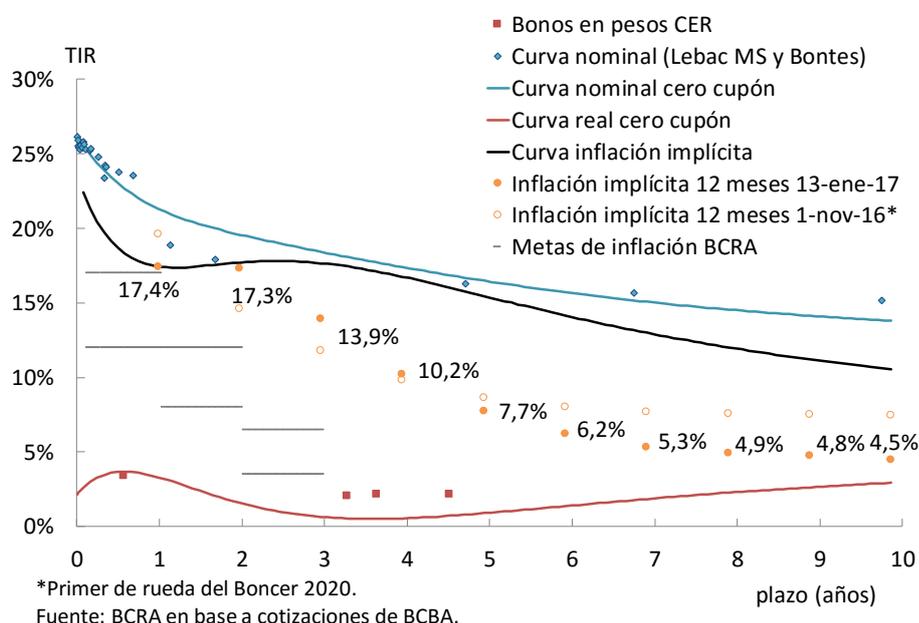


Fuente: Elaboración propia en base a institutos de estadística provinciales, Consensus Economics (Dic-2016), UTDT (Dic-2016) y REM-BCRA (Dic-2016)

Por último, las expectativas de inflación implícitas en el mercado de bonos, calculadas a partir de los Bontes en \$ a tasa fija y de los Bonos indexados por CER⁷², al 13 de enero se ubicaron en 17,4% para lo que resta de 2017 en términos anualizados, 17,3% para 2018 y 13,9% para 2019, marcando así un sendero descendente en la trayectoria interanual de los precios (Gráfico 4.15).

⁷² La estimación de la inflación implícita 12 meses (tasa *forward*) se basa en la comparación de las curvas de tasas cero cupón en pesos nominales y de tasas cero cupón en pesos reales. La primera se estima a partir de las cotizaciones del mercado secundario de las LEBAC y de los bonos en pesos nominales (Bontes); para el caso de la curva de tasas cero cupón reales, se utilizan las cotizaciones del mercado secundario de los bonos en pesos con ajuste CER. La metodología es la descrita en el Apartado 5 del Informe de Política Monetaria de octubre de 2016 con la diferencia que, para el ajuste de dichas curvas, se utiliza la extensión del modelo de Nelson y Siegel (1987) sugerida por Svensson (1994), lo cual implica incorporar un factor adicional a la ecuación original.

Gráfico 4.15 | Expectativas de inflación implícitas en el mercado de bonos



El Banco Central seguirá teniendo un sesgo antiinflacionario, junto con una comunicación clara y transparente de sus políticas⁷³, para asegurar que continúe el proceso de desinflación y lograr que las expectativas se sitúen dentro de las bandas fijadas.

Recuadro. Sendero de desinflación

A partir de enero el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo del Nivel general del índice de precios al consumidor decreciente en el tiempo. Para 2017 las bandas se fijaron en 12% i.a. y 17% i.a. a diciembre de este año.

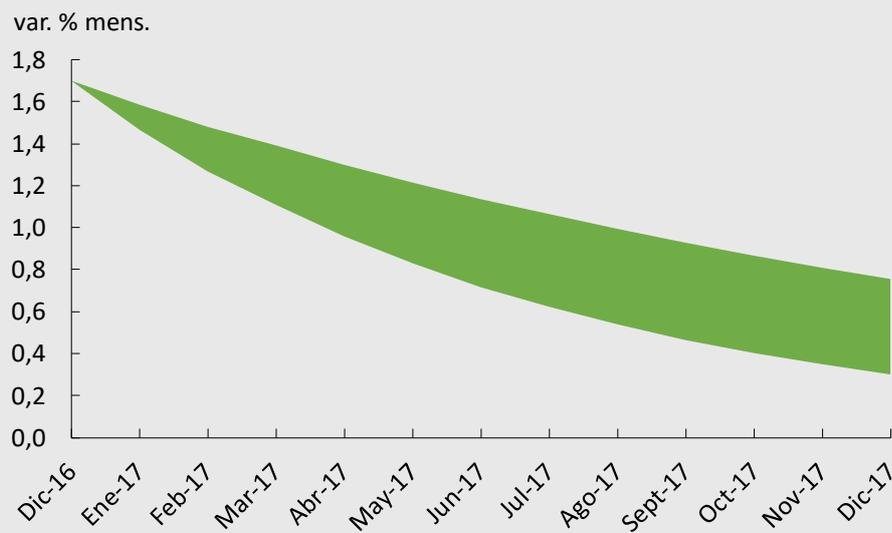
El Nivel general de inflación puede desagregarse en un componente núcleo, que abarca los movimientos conjuntos y persistentes de los precios de la economía, y otro que involucra variaciones menos parsimoniosas. De acuerdo a la clasificación del INDEC, el componente núcleo representa aproximadamente el 70% de la canasta del IPC GBA. Los bienes y servicios no incluidos en el componente núcleo son estacionales o regulados, los primeros son más volátiles por características propias y los segundos por estar sujetos a regulaciones y/o decisiones administrativas.

Existen múltiples senderos de inflación núcleo compatibles con la meta, suponiendo determinados comportamientos para los ítems regulados y estacionales. Dado que se dispone de información incompleta sobre las variaciones de precios regulados que se producirán en 2017, se adopta el escenario proyectado por los analistas en el REM de diciembre de 2016. Teniendo en cuenta esto, para el presente ejercicio se supuso una variación interanual del Nivel general de 2,6 p.p. mayor que la de la Núcleo a diciembre 2017, consistente con la brecha de los pronósticos del REM. Para los bienes y servicios estacionales se supuso una tasa de incremento interanual igual que la de la inflación núcleo, no habiendo elementos a priori para prever un comportamiento significativamente distinto al de la misma.

⁷³ Ver comunicados semanales de política monetaria y los Informes de Política Monetaria de mayo, julio y octubre.

Dados los supuestos mencionados, se calcularon dos posibles trayectorias con una reducción continua y constante de la inflación mensual núcleo⁷⁴, partiendo del registro de 1,7% de diciembre de 2016, que ubicarían al Nivel general de inflación de 2017 en los límites superior e inferior de la meta del Banco Central. Ello implicaría tasas de aumento interanual de los componentes núcleo del IPC-GBA de entre 14,4% y 9,4% i.a., respectivamente. De este ejercicio se desprende que el cumplimiento de la meta requiere que la inflación mensual núcleo sea inferior al 1% en el segundo semestre de 2017 (Gráfico 4.16).

Gráfico 4.16 | Sendero de desinflación – IPC Núcleo



Fuente: BCRA

Todas las trayectorias de inflación mensual que se encuentren dentro de la franja señalada serían compatibles con la meta, dados los supuestos mencionados. Sin embargo, existen también otras trayectorias posibles de la inflación mensual núcleo en las que la declinación no es uniforme, con determinados períodos fuera de la franja indicada, y que de todos modos son compatibles con la meta anual de inflación del Banco Central. Desde luego, los resultados de este ejercicio deben ajustarse en la medida en que la contribución de los precios regulados a la inflación general sea diferente a la prevista por los analistas.

⁷⁴ Para esto se utilizó una fórmula exponencial : $f(t) = 1,7\% \cdot e^{-t\delta}$ donde $\{t \in \mathbb{Z} \mid 0 \leq t \leq 12\}$ $t = 0$ se corresponde con dic-16 y $\{\delta, j \in \mathbb{R} \mid \prod_{t=1}^{12} (1 + f(t)) = 1 + j\}$ donde j representa la tasa de aumento dic-dic de la inflación núcleo, dados los supuestos consistentes con los límites de las bandas de política monetaria.

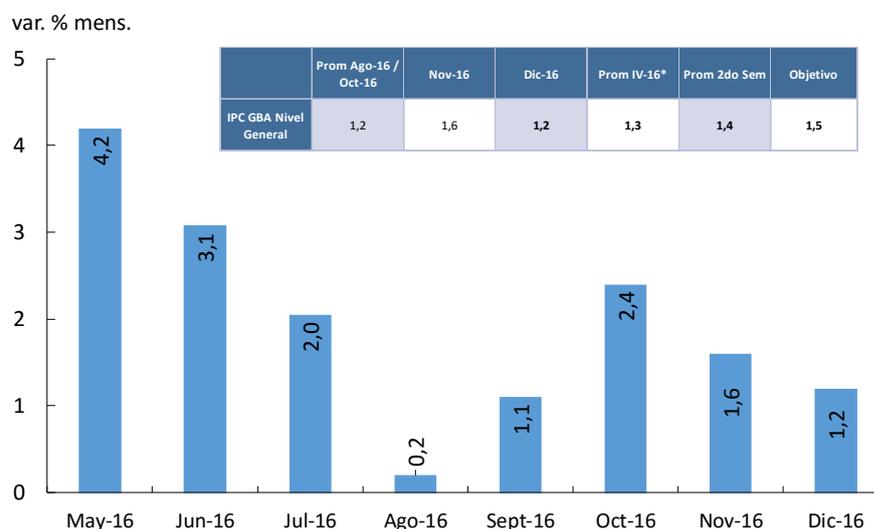
5. Política monetaria

El Banco Central ha cumplido su primer objetivo intermedio de inflación para el cuarto trimestre de 2016. La inflación resultó menor al 1,5% mensual al tomar el 1,3% promedio mensual del último trimestre una vez contempladas las subas y bajas asociadas a las decisiones judiciales sobre las tarifas de gas, lo que queda reforzado por el 1,2% del mes de diciembre y el promedio de 1,4% mensual del segundo semestre. A partir de enero el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. Durante el 2016 había realizado una transición a este nuevo régimen monetario, desarrollando nuevos instrumentos operacionales y comunicaciones, y eliminando regulaciones que generaban distorsiones y entorpecían la transmisión de la política monetaria. El Banco Central continuará manteniendo un claro sesgo antiinflacionario en su política monetaria, para asegurar que el proceso de desinflación materializado durante los últimos meses continúe en el futuro acorde a las metas de inflación anunciadas. Por ello prevé que la inflación mensual continúe registrando un descenso paulatino, más allá de las subas transitorias que puedan observarse en aquellos meses donde se produzcan los ajustes de tarifas u otros precios regulados pendientes.

5.1 El Banco Central cumplió su primer objetivo

El Banco Central ha cumplido su primer objetivo intermedio, el de conseguir una inflación mensual menor o igual a 1,5% para el cuarto trimestre de 2016 (ver Gráfico 5.1). Cuando el Banco Central fijó este objetivo intermedio, aún no se conocía la decisión judicial que llevó a los cambios en las tarifas de gas, por lo que hay que tener en cuenta sus efectos para evaluar su cumplimiento (ver sección 4. Precios). Si se toma la dinámica de la inflación durante el segundo semestre, período que deja atrás los cambios directos del nivel de precios de una vez y para siempre asociados a la corrección de tipo de cambio y tarifas, la inflación mensual arroja un promedio de 1,4%. La inflación de los últimos seis meses de 2016 resulta la menor de los últimos 6 años (ver sección 4. Precios). Alternativamente, si se toma en cuenta sólo el último trimestre, pero para el dato de octubre se considera la inflación promedio de agosto-octubre, para contemplar tanto la baja como la suba de la tarifa de gas (tal como fuera sugerido por el presidente del BCRA en su presentación del anterior Informe de Política Monetaria del 18 de octubre y como realiza esta institución para evaluar el cumplimiento del objetivo), la inflación así computada resulta de 1,3%. Finalmente, el dato puntual de diciembre arrojó un aumento mensual de 1,2%. En todos los casos puede afirmarse que el objetivo del Banco Central ha sido cumplido.

Gráfico 5.1 | Inflación mensual y objetivo del cuarto trimestre de 2016

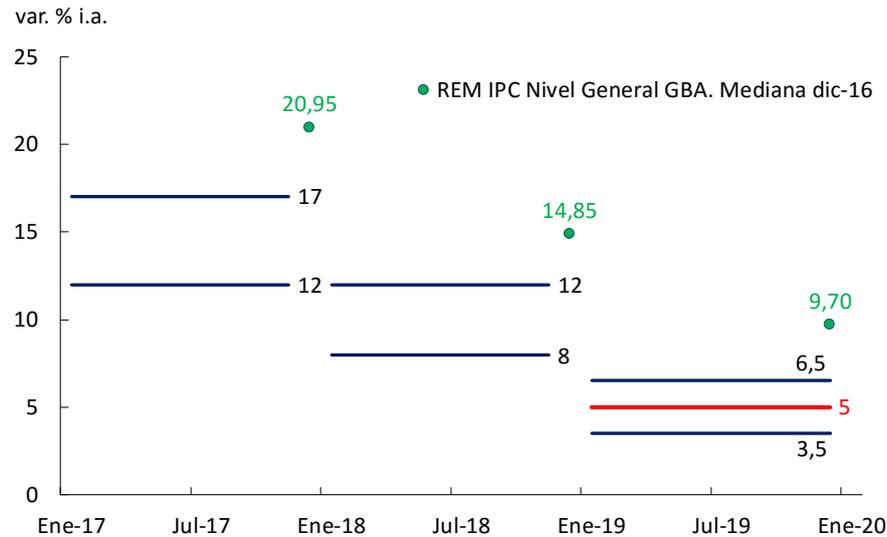


* Para Oct-16 se considera el promedio de Ago-Oct-16

Fuente: INDEC

En septiembre el Banco Central había anunciado oficialmente su rango objetivo de inflación para los próximos años, con un sendero decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018 y 5% a partir de 2019 (ver Gráfico 5.2). También definió que el índice que emplearía para evaluar el cumplimiento de la meta es el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC (inicialmente el IPC de GBA, pero eventualmente se sustituirá por uno de cobertura nacional).

Gráfico 5.2 | Metas de inflación y expectativas



Fuente: Elaboración propia en base a Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el BCRA indica para los próximos años una inflación esperada con una clara tendencia decreciente, aunque con valores por encima de las metas (ver Gráfico 5.2). El Banco Central continuará con su firme compromiso de reducir la inflación para lo que mantendrá el sesgo antiinflacionario de su política monetaria a fin de llevar la inflación al sendero de metas previsto.

5.2 El Banco Central cambió su tasa de interés de política monetaria

A partir de la primera semana de enero, el Banco Central cambió su tasa de interés de política monetaria, que pasó a ser el centro del corredor de sus pases a 7 días de plazo, en reemplazo de la de las LEBAC a 35 días de plazo.

Los pases activos y pasivos del Banco Central funcionan como facilidades permanentes, lo que significa que los bancos que se encuentran con más liquidez de la que desean mantener, y no consiguieron colocarla en el mercado (o menos liquidez de la que querrían y no consiguieron tomarla en el mercado), sobre el final de la rueda de cada día pueden realizar un pase pasivo (o activo) con el Banco Central.

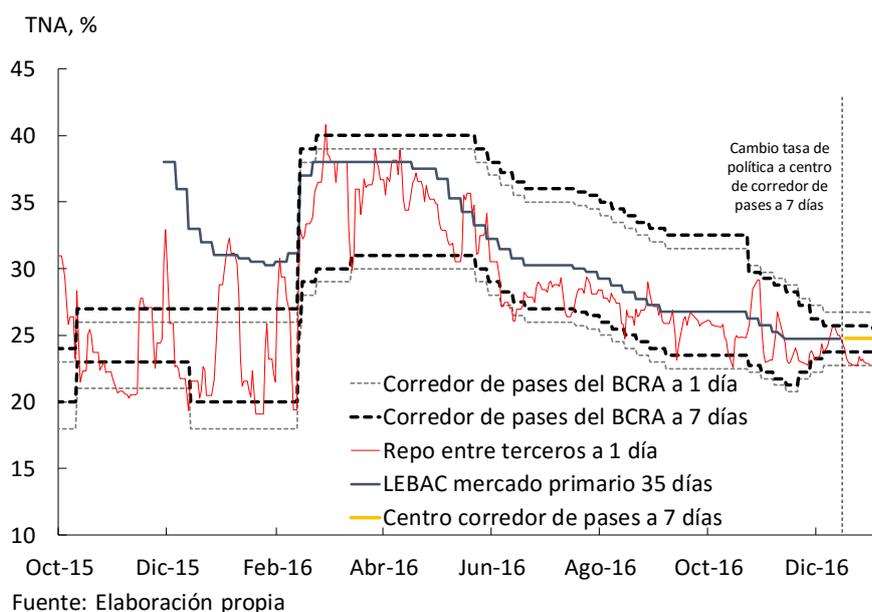
Un pase pasivo consiste formalmente en una compra de un título (una LEBAC) a un precio hoy junto con una venta futura, en este caso dentro de 7 días, a un precio predeterminado. La diferencia entre el precio de compra hoy y el precio de venta dentro de una semana deja implícita la tasa de interés de la operación. En el caso de un pase pasivo, el Banco Central le paga una tasa de interés al banco comercial que le entregó la liquidez excedente. Análogamente, en el caso de un pase activo el banco le vende un título al Banco Central hoy y se lo recompra dentro de una semana, dejando implícita entre el precio de venta y el precio de recompra una tasa de interés que el Banco Central le cobra por haberles suministrado liquidez durante una semana.

El título público que el Banco Central compra al contado y vende a futuro en la operación de pase activo oficia de respaldo. En caso de que un banco no devolviera los recursos al finalizar la semana, el Banco Central dispone de un título que podría vender en el mercado y recuperar lo prestado. Para hacer aún más seguras dichas operaciones, los precios de compra hoy y venta futura de los pases se realizan efectuando un aforo (de un 10% o más, según el título), que constituye un margen que permite cubrir fluctuaciones de los precios de estos activos en el mercado.

La tasa de interés de los pases pasivos oficia como un piso para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco resulta un mal negocio colocarle fondos a un tercero que pague por ellos menos que el BCRA. De forma similar la tasa de interés de los pases activos constituye un techo para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco tampoco es buen negocio pagar por los fondos más que los que el Banco Central cobra por ellos.

El BCRA eligió definir su tasa de política en el segmento a 7 días de plazo, entre otros motivos, para no interferir en el funcionamiento del mercado a un día, que es el que presenta la mayor actividad. A su vez, fue reduciendo gradualmente la amplitud de su corredor de pases, desde 10 p.p. en marzo a 1,5 p.p. para las operaciones a 7 días y a 4 p.p. para las operaciones a 1 día (ver Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3 | Corredor de pases del BCRA y tasa de interés interbancaria



Al definir la amplitud de su corredor, el BCRA debe balancear las ventajas de una menor volatilidad, al tener un mayor control sobre su instrumento de política, con las de una menor intervención en el mercado. Una participación más activa de la institución monetaria podría resultar contraproducente para el desarrollo del mercado entre terceros, y aumentar el tamaño de la hoja del balance (y la exposición a riesgos) del BCRA⁷⁵. También podría reducir el contenido informativo de los *spreads* del mercado interbancario, especialmente en el segmento no garantizado que, aunque no cuenta con participación del Banco Central, se encuentra arbitrado con el de pases.

⁷⁵ Ver Bindseil, U (2014) *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press.

A su vez, en el caso del BCRA, dado que se parte de una inflación más elevada, y de niveles de tasas de interés nominales más altos, la amplitud del corredor debe ser naturalmente mayor. Además, al dejar mayor amplitud en el corredor de operaciones a un día de plazo que en el de 7 días de plazo (elegido como instrumento de política) permite que las tasas de mercado a un día fluctúen más libremente, pudiendo reflejar las expectativas del mercado respecto a la siguiente decisión de tasa de interés de política.

Repasando la experiencia internacional de países que establecen un sistema de corredor para su tasa de interés de política monetaria, se puede apreciar que no existe una práctica homogénea, encontrando tanto casos donde se opera en el segmento a un día como a 7 días, y con amplitudes de corredor variadas (ver Tabla 5.1).

Tabla 5.1 | Corredor de tasas de interés en otros bancos centrales

País	Piso	Techo	Tasa de Política	Ancho del Corredor	País	Piso	Techo	Tasa de Política	Ancho del Corredor
Prom. Avanzados				0,79	Prom. Emergentes				1,51
EE.UU. (1)	0,75	1,25	0,5-0,75	0,5	Prom. Latinoamérica				1,43
Eurozona	-0,4	0,25	0	0,65	Perú	3	4,8	4,25	1,8
Reino Unido	0	0,5	0,25	0,5	Chile	3,25	3,75	3,5	0,5
Canadá	0,25	0,75	0,5	0,5	Colombia	6,5	8,5	7,5	2
Suecia	-1,25	0,25	-0,5	1,5	Turquía	7,25	8,5	8	1,25
Australia	1,25	1,75	1,5	0,5	Indonesia	4,75	6,75	6,5	2
Corea	0,25	2,25	1,25	2	Polonia	0,5	2,5	1,5	2
Israel	0	0,2	0,1	0,2	Tailandia	1	2	1,5	1

Nota: valores en porcentaje. Se resaltan en gris los países cuya tasa de política a un plazo a 7 días.

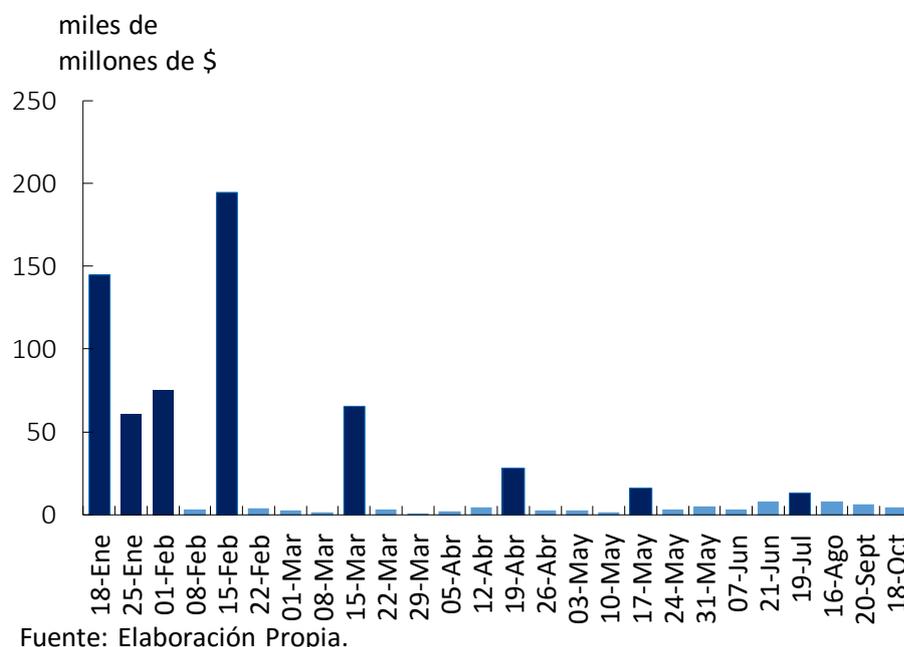
(1) El piso del corredor es la tasa a la que se remuneran los saldos depositados en la FED, mientras que el techo es la *discount window* (*primary credit*).

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS y respectivos bancos centrales

Es importante recalcar que, para expandir y contraer liquidez con el fin de implementar una tasa de interés de corto plazo, los bancos centrales suelen realizar operaciones de mercado abierto con instrumentos de mayor plazo, lo que les permite administrar sus pasivos o modificar las condiciones estructurales de liquidez.

Desde el cambio en el instrumento de política, el BCRA mantuvo sin cambios en 24,75% el nivel de tasa de interés del centro del corredor de pasivos a 7 días. No obstante, siguió realizando licitaciones de LEBAC como parte de la administración de sus pasivos y de gestión de las condiciones de liquidez del mercado. A partir de febrero de 2017, las licitaciones de LEBAC pasarán a tener una frecuencia mensual y las especies licitadas pasarán a tener un único vencimiento mensual, el tercer miércoles de cada mes (ver Gráfico 5.4). Esto contribuirá a brindarle mayor liquidez a cada una de estas especies, que pasarán de los 36 plazos distintos actualmente en circulación a tan sólo 9.

Gráfico 5.4 | Perfil de vencimientos de las LEBAC



A partir del cambio hacia el centro del corredor de pasas como instrumento, la tasa de interés de corte de las LEBAC no debe interpretarse como una señal de política monetaria, sino que refleja las condiciones del mercado. En este sentido, el Banco Central actúa como formador de precios en el tramo elegido como instrumento de política monetaria y como tomador de precios en el resto de la curva de tasas de interés.

5.3 El carácter contractivo de la política monetaria durante el proceso desinflacionario

Desde marzo de 2016, el Banco Central adoptó como principal instrumento la determinación de una tasa de interés de política, que inicialmente era la de las LEBAC a 35 días de plazo licitadas semanalmente (tasa que a partir de enero de 2017 fue reemplazada por la del centro de su corredor de pasas a 7 días de plazo).

Desde entonces, en cada reunión de política monetaria, el Banco Central debe determinar el nivel adecuado de su tasa de interés, de tal modo que, comparada con la inflación esperada, resulte lo suficientemente positiva para reducir paulatinamente la tasa de inflación, de acuerdo a la trayectoria planeada en las metas anunciadas.

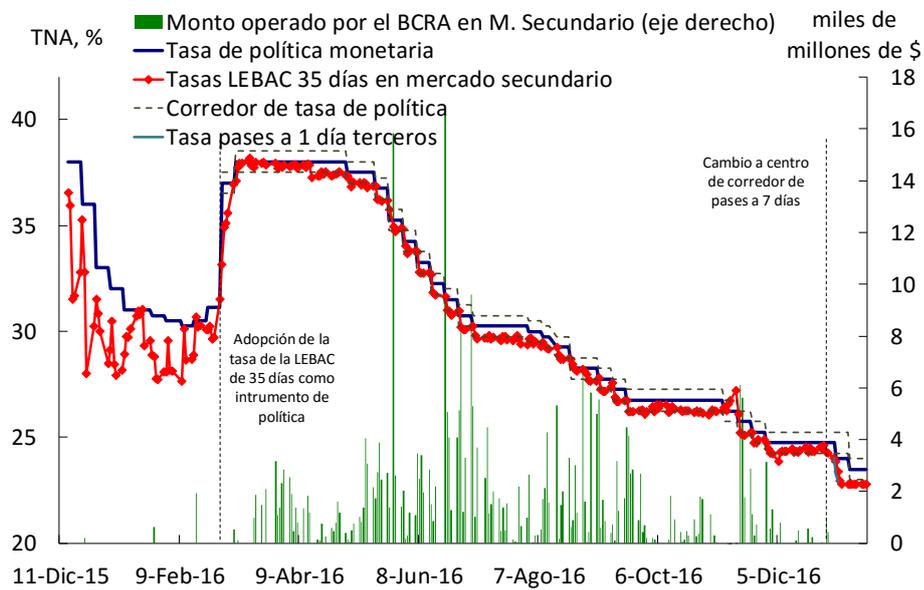
Para determinar la tasa de interés, el BCRA debe inferir la trayectoria de la inflación esperada para el futuro, lo que no es una tarea simple, más aún durante un proceso desinflacionario como el que se está atravesando. Para ello, el Banco Central recurre a toda la información que pudiera resultar relevante. Dispone de sus propias estimaciones, de su Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) y de la información que se puede extraer de las cotizaciones de los activos financieros en los mercados⁷⁶. También realiza un monitoreo constante de información de precios de alta frecuencia, para verificar si la trayectoria de precios efectivamente está en línea con lo esperado.

⁷⁶ Ver el Apartado 5 / Expectativas de inflación en la curva de tasas en pesos, del Informe de Política Monetaria de Octubre http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Octubre_2016.pdf

Al fijar la tasa de política, el Banco Central considera la inflación esperada para el futuro, no la pasada, sobre la que ya no puede influir. Por otro lado, dados los rezagos con los que opera la política monetaria, los movimientos de tasa de interés del Banco Central procuran ser parsimoniosos y no realizarse en base a movimientos transitorios de la inflación.

Así, el BCRA redujo su tasa de interés de política monetaria en 13,25 p.p respecto de comienzos de marzo, llegando a 24,75% desde el 29 de noviembre. Cuando en enero de 2017 el Banco Central cambió su instrumento a la tasa de interés del centro del corredor de pasés, decidió mantener invariante en 24,75% su tasa de política monetaria (ver Gráfico 5.5).

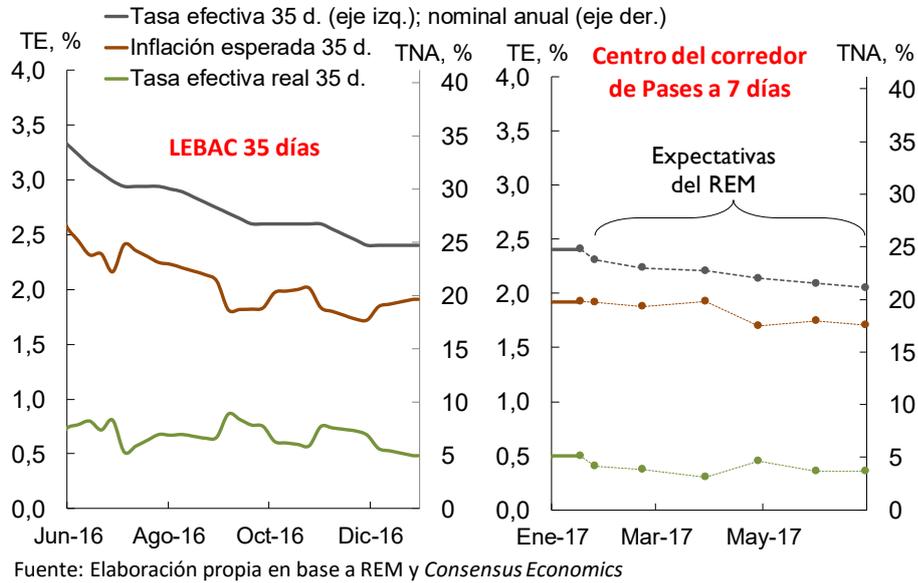
Gráfico 5.5 | Tasa de interés de LEBAC a 35 días y operaciones en el mercado secundario



Fuente: Elaboración propia

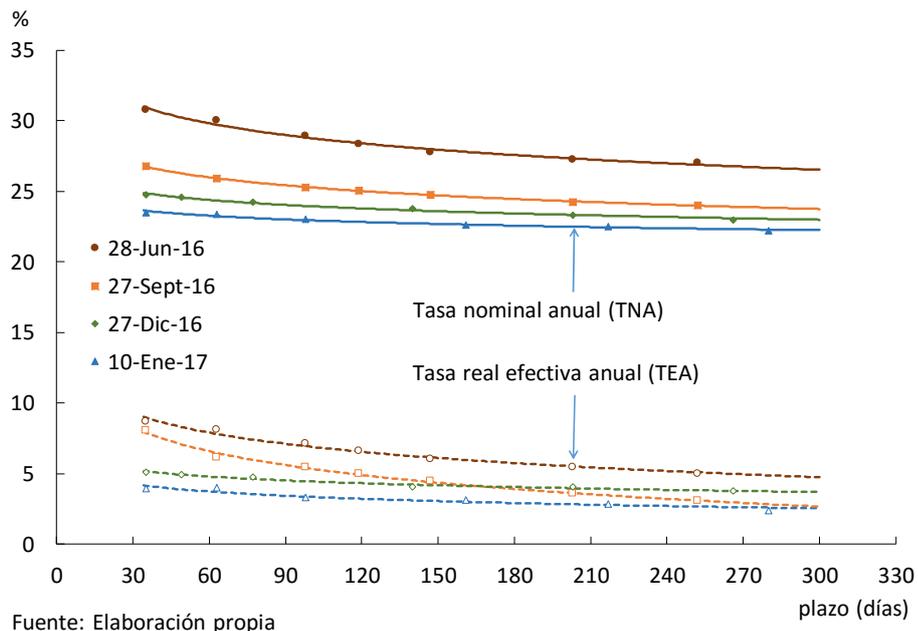
Mediante una reducción de las tasas nominales de política a un ritmo similar al de las expectativas de inflación, el BCRA consiguió mantener relativamente estable el carácter de su política monetaria (ver Gráfico 5.6). De esta manera, se trabaja para consolidar la desinflación ya ocurrida este año y avanzar en el proceso de convergencia de las expectativas de inflación de 2017 hacia las metas anunciadas.

Gráfico 5.6 | Tasa de interés de política nominal y real



Las expectativas de inflación descendentes también pueden corroborarse al analizar las curvas de rendimiento de las LEBAC nominales y reales (ver Gráfico 5.7). Se verifica que la curva de tasas de interés nominales presenta una pendiente negativa (compatible con una trayectoria de inflación esperada descendente) y que, a su vez, la curva fue desplazándose gradualmente hacia abajo, a medida que se fue avanzando en el proceso desinflacionario. No obstante, la curva de tasas de interés reales presenta una forma más aplanada y es más estable, lo que indica que se prevé que el BCRA mantenga en los próximos meses el carácter antiinflacionario de su política monetaria.

Gráfico 5.7 | Curvas de tasa de interés de LEBAC nominales y reales



El BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario en su política monetaria, para asegurar que el proceso de desinflación materializado durante los últimos meses continúe en el futuro, acorde a las metas de inflación anunciadas.

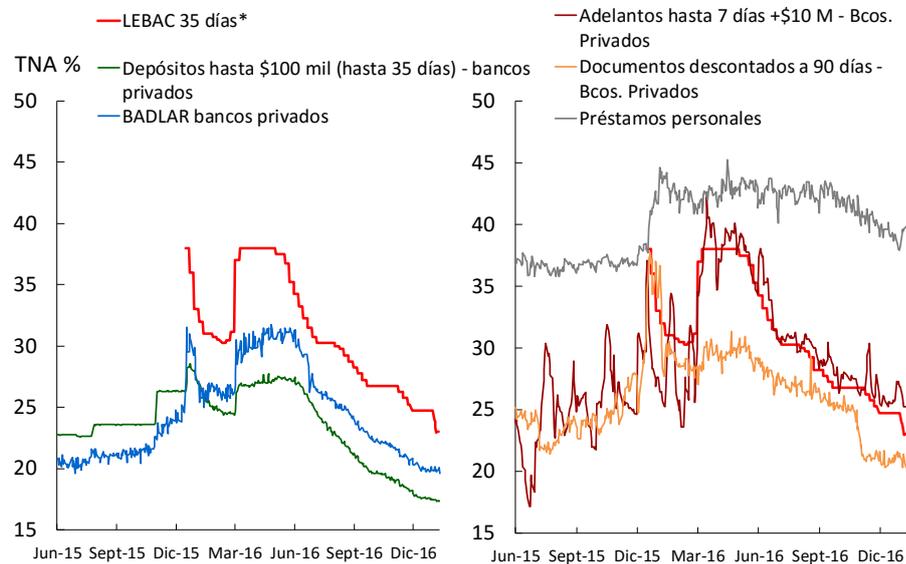
5.4 La transmisión de la tasa de interés de política a las tasas de interés de mercado

Al fijar su tasa de interés de política, el BCRA busca influir en las tasas de interés de los otros plazos y en las de todos los instrumentos financieros del mercado. Para normalizar el funcionamiento del sistema financiero y fortalecer los canales de transmisión de la política monetaria, a fines de 2015 el BCRA eliminó los límites a las tasas de interés de los depósitos y los préstamos, dejando que estas operaciones se pacten libremente entre las entidades financieras y sus clientes.

En este contexto, los cambios en la tasa de interés de política del BCRA continuaron trasladándose, parcialmente y con ciertos rezagos, a las tasas de interés activas y pasivas de las entidades.

En el caso de las tasas activas, el traslado fue más marcado para los adelantos de corto plazo a las grandes empresas, mientras que para el resto de las tasas activas fue menor. En el caso de los préstamos personales, debe tenerse en cuenta que a partir de septiembre, por disposición del BCRA las entidades financieras no pueden cobrar comisiones por seguros de vida sobre las nuevas financiaciones que otorguen⁷⁷; por consiguiente, la disminución de su costo financiero total resultó más pronunciada que la que puede observarse en la tasa de interés. En tanto, en el caso de las tasas de interés pasivas, los traslados resultaron más homogéneos, tanto para los depósitos mayoristas como para los minoristas (ver Gráfico 5.8).

Gráfico 5.8 | Tasa de LEBAC a 35 días y tasas de de los bancos



Fuente: Elaboración propia

*A partir del 1/1/17 corresponde a la tasa del mercado secundario

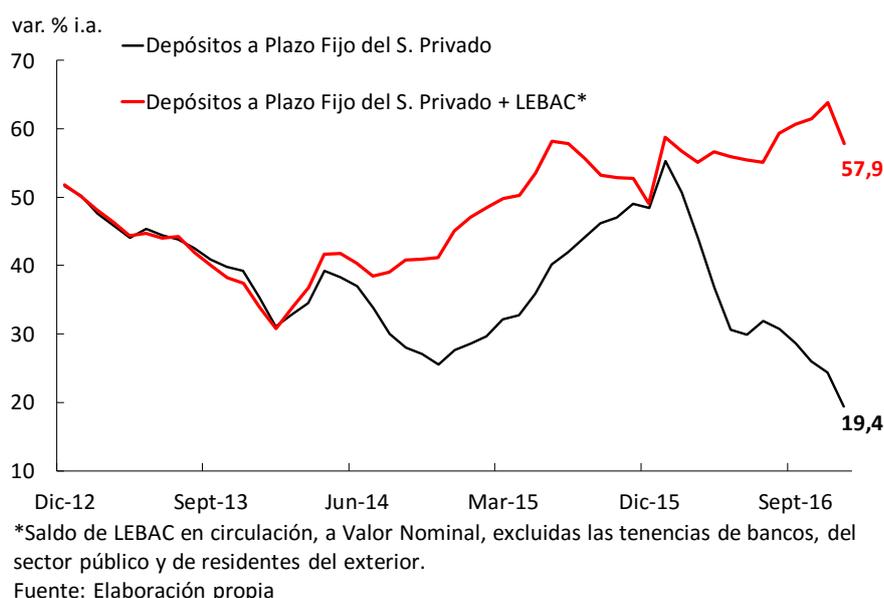
La mejora de los rendimientos reales de las LEBAC y de los depósitos a plazo fijo, verificados a partir de diciembre de 2015, propició el fortalecimiento del ahorro en pesos. En efecto, si bien los depósitos a plazo fijo desaceleraron su ritmo de crecimiento interanual al 19,4% en diciembre, dicho comportamiento se debió al marcado incremento en las tenencias de LEBAC por parte del sector privado no financiero. Considerándolos

⁷⁷ Ver Comunicación "A" 5928.

conjuntamente, dichos instrumentos de ahorro en pesos registraron un aumento del 57,9% durante 2016 (ver Gráfico 5.9).

Adicionalmente, a fin de 2016, la demanda de dinero sufrió el efecto monetario transitorio del sinceramiento fiscal, que elevó la demanda de dinero transaccional y redujo la de instrumentos de ahorro en pesos (ver Apartado 7 / Efecto del sinceramiento fiscal sobre la demanda de dinero).

Gráfico 5.9 | Instrumentos de ahorro a plazo en pesos



5.5 Interacción de la política monetaria con la política cambiaria y la política fiscal

Tanto las decisiones de la política cambiaria como de la política fiscal generan repercusiones sobre la política monetaria. Las compras (ventas) de divisas que realiza el Banco Central en el mercado cambiario generan, como contrapartida, una expansión (contracción) monetaria. También resulta monetariamente expansivo el financiamiento del BCRA al Tesoro. A partir de la adopción de una tasa de interés como instrumento de política, la cantidad de dinero se vuelve endógena. Esto significa que, para mantener el nivel de tasas de interés en el valor requerido, el Banco Central absorbe cualquier expansión monetaria que no estuviera convalidada con una mayor demanda de dinero.

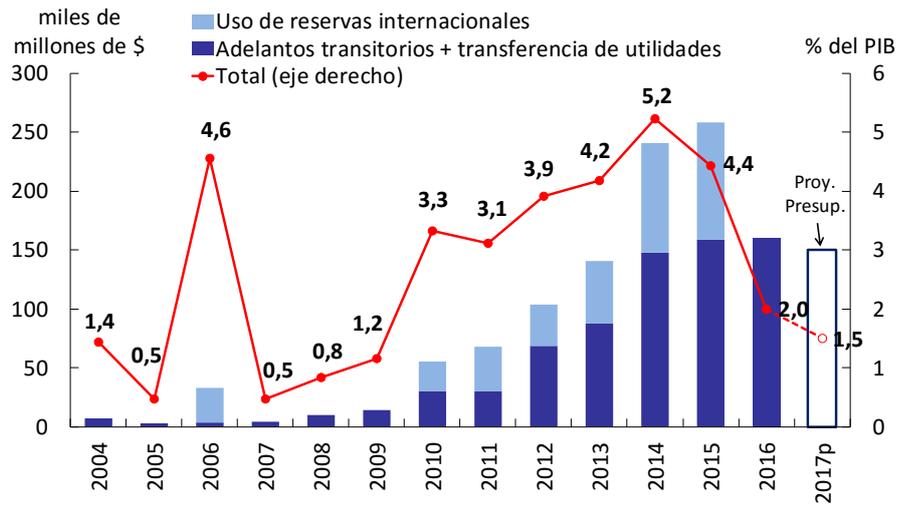
Junto con la decisión de adoptar un régimen de Metas de Inflación, el BCRA migró desde diciembre hacia un régimen de tipo de cambio flexible, lo que le permite a la economía asimilar más naturalmente los shocks externos (ver sección 2. Contexto internacional). No obstante, el BCRA se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para fortalecer sus activos externos y/o prevenir fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio.

Dado que la dominancia fiscal, es decir, el financiamiento del déficit del Tesoro con transferencias del Banco Central, había sido la causa principal de la inflación hasta 2015, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación acordaron establecer un tope de \$160 mil millones a las transferencias de recursos al Tesoro Nacional para 2016 y de \$150 mil millones para 2017.

Los años previos, las transferencias anuales de recursos del BCRA al Tesoro (mediante el otorgamiento neto de adelantos transitorios y transferencia de utilidades) y el uso de reservas internacionales habían mostrado una tendencia creciente, pasando de representar 0,5% del PIB en 2007 hasta un 4,4% del PIB en 2015 (casi

\$260 mil millones). En cambio, la transferencia de recursos en 2016 resultó cerca de \$100 mil millones menor, -2,4 p.p. en términos del PIB (Apartado 6 / Política monetaria y balance del BCRA). Para el año 2017 el límite acordado resulta \$10 mil millones menor en términos nominales, e implica una caída de 0,5 p.p. en términos del PIB (ver Gráfico 5.10).

Gráfico 5.10 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional y uso de reservas



Nota: p: Proyectado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Hacienda.

Por otro lado, el BCRA ha aprovechado contextos de abundancia de oferta de divisas, producto de la liquidación de la cosecha gruesa o del ingreso de divisas asociado a la colocación de deuda del sector público y del sector privado, para comprar divisas en el mercado y reconstituir su nivel de reservas internacionales (ver Gráfico 5.11). A pesar de que la esterilización de los efectos monetarios de dichas compras implica cierto costo, al tener que colocar LEBAC que pagan un interés, este se vio mayormente compensado por las ganancias de tipo de cambio (Apartado 6 / Política monetaria y balance del BCRA).

Gráfico 5.11 | Tipo de cambio y operaciones del BCRA en el mercado cambiario



Fuente: Elaboración propia

Durante 2016 la expansión monetaria asociada a la transferencia de recursos al Tesoro resultó ligeramente inferior al aumento de la demanda de Base Monetaria. La expansión monetaria adicional asociada a las compras de divisas del BCRA en el mercado de cambios fue automáticamente absorbida mediante la colocación de LEBAC y pases (ver Gráfico 5.12). Para el año 2017, como la expansión monetaria asociada a las transferencias de recursos al Tesoro acordada resulta inferior al aumento previsto de la demanda de base monetaria, el Banco Central tendrá margen para abastecer la diferencia dejando vencer parcialmente las LEBAC a su vencimiento, o mediante la compra de divisas en el mercado cambiario, según considere conveniente.

Gráfico 5.12 | Variación de base monetaria e incidencia de factores que la explican



El "Otros" incluye resultados por futuros de TC, compra/venta de títulos públicos, créditos del bicentenario y cancelaciones de redescuentos, entre otros. La variación interanual de la BM está influida por cambios en los encajes. Fuente: BCRA.

Con todo, el saldo de LEBAC en circulación registró una dinámica acorde a lo previsto en el ejercicio de programación presentado en septiembre, al momento de anunciarse la adopción formal del régimen de metas de inflación, aunque mayor al inicialmente previsto en el ejercicio de programación monetaria de abril⁷⁸. El ratio de las LEBAC en pesos en circulación como proporción de la base monetaria se ubicó en 84,9% en diciembre de 2016, mientras que estaba previsto que se ubique en 88,9% en las últimas proyecciones. Para el año 2017, de no realizarse compras de divisas que deban ser esterilizadas, podrá reducirse el ratio de LEBAC a Base Monetaria (ver Apartado 6 / Política monetaria y balance del BCRA).

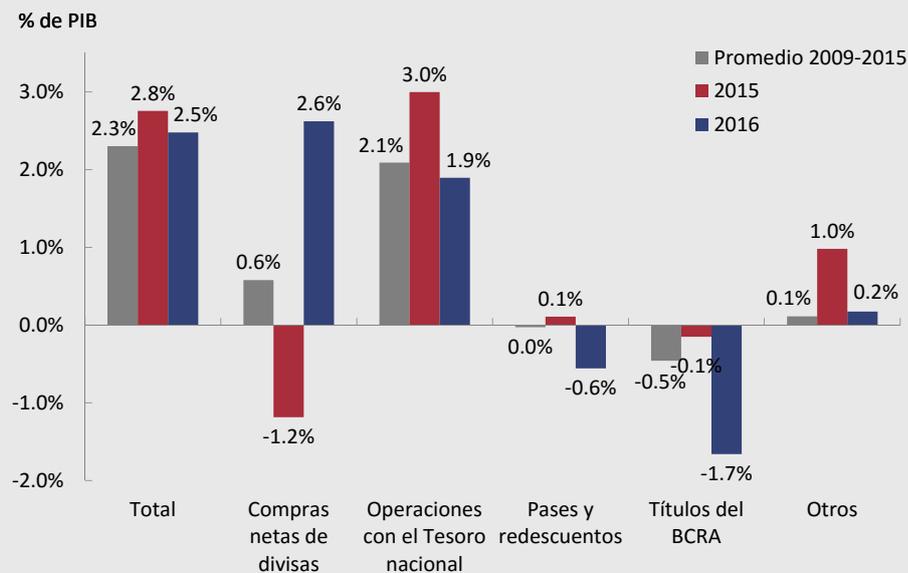
⁷⁸ Ver http://www.bkra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF

Apartado 6 / Política monetaria y balance del BCRA

A lo largo del último año, la evolución de los factores de expansión de la base monetaria evidenció un cambio sustancial respecto al período 2009-2015. Durante aquella etapa, el deterioro tendencial de las cuentas públicas y la decisión de utilizar activamente el financiamiento monetario implicó que los adelantos y las transferencias al Tesoro Nacional por parte del Banco Central se constituyeran en los principales factores de emisión de base monetaria. Durante 2016, luego del levantamiento de las restricciones a operar en el mercado de cambios se articuló un nuevo régimen monetario con flotación del tipo de cambio y tasas de interés reales positivas que promovió la demanda de activos financieros locales. La mayor demanda por activos locales permitió al Banco Central realizar intervenciones ocasionales en el mercado de cambios y recomponer paulatinamente el nivel de reservas internacionales que había experimentado un marcado deterioro durante 2015. Por su parte, la resolución del litigio con tenedores de deuda pública en default permitió a la Argentina acceder nuevamente al mercado de deuda. El resultado fue una sustitución del financiamiento monetario del déficit fiscal por financiamiento no monetario (títulos públicos), lo que implicó una reducción de la participación de adelantos y transferencias en los factores de variación de la base monetaria. Paralelamente el Banco Central profundizó su política de esterilización, absorbiendo el exceso de emisión monetaria generado durante el período 2009-2015.

El Gráfico 1 compara la evolución de los factores de expansión de la base monetaria para los períodos 2009-2015, 2015 y 2016. Como puede observarse, el componente compras de divisas pasó de ser contractivo en 1.2% del PIB durante 2015 a expansivo en 2.6% durante 2016, convirtiéndose en el principal factor de variación. Paralelamente, disminuyó la participación de los adelantos y las transferencias de utilidades, que pasaron de 3.0% del PIB en 2015 a 1.9% en 2016. Por último, el efecto contractivo de pasajes y redescuentos alcanzó el 2.3% del PIB (-0.6% y -1.7%, respectivamente) en 2016, habiendo tenido un efecto neutral en 2015. Este flujo de esterilización fue superior en casi medio punto del PIB al efecto expansivo de las operaciones con el Tesoro Nacional observado durante igual año.

Gráfico 1 | Factores de variación de la base monetaria en % del PIB.

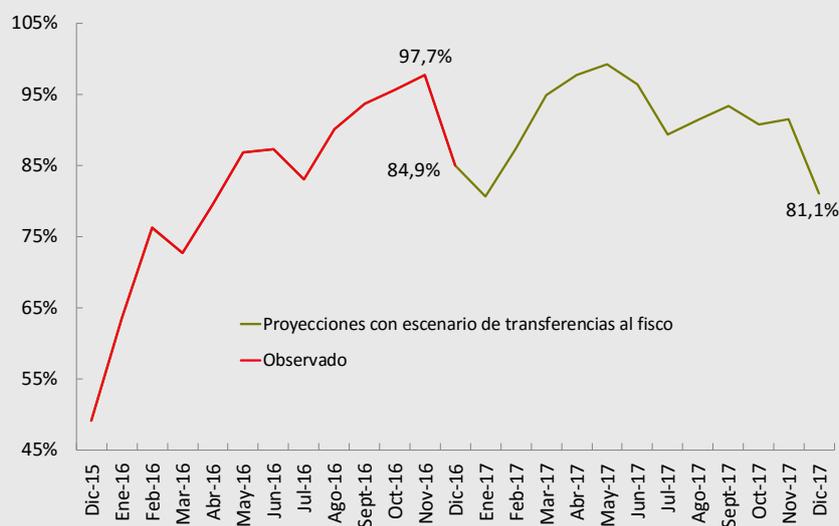


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

La tendencia de contracción de la participación del BCRA en el financiamiento del Tesoro continuará en 2017, con una transferencia acordada con el Poder Ejecutivo Nacional de \$150.000 millones. La misma representará aproximadamente una reducción de 20% en términos reales o de 0,5 pp. del PIB con relación al financiamiento de 2016 (ver Gráfico 5.10). Asimismo, la trayectoria prevista por el Ministerio de Hacienda de cierre del déficit fiscal en el mediano plazo refuerza la tendencia decreciente de las transferencias del BCRA en los próximos años y contribuye a consolidar la baja de la inflación.

Este nivel de transferencias al fisco previsto para 2017 no representará un riesgo para la evolución del pasivo del BCRA y del resultado cuasifiscal. Las estimaciones de la demanda de dinero indican que el monto acordado es consistente con las metas de inflación para el año 2017. Es más, la expansión monetaria asociada a las transferencias al sector público será inferior al aumento esperado de la demanda de dinero, por lo que sería posible reducir los pasivos no monetarios del BCRA (pases pasivos, LEBAC y NOBAC) como proporción de la base monetaria si no existieran otras fuentes de emisión de dinero (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Pasivos no monetarios en % de la base monetaria



Fuente: BCRA

Más allá de lo anterior, el BCRA podría realizar operaciones en el mercado de cambios para fortalecer sus activos externos. Si terminara realizando compras netas de divisas, y dependiendo del monto, el BCRA podría tener que aumentar sus pasivos no monetarios para retirar del mercado la emisión monetaria que las mismas generen. Aun así, los riesgos para el balance del BCRA se mitigan cuando se tienen en cuenta dos características distintivas de este proceso. En primer lugar, los pasivos emitidos tienen como contrapartida reservas internacionales para respaldarlos, que cuentan con un mercado líquido y profundo en el que pueden ser vendidas en caso de ser necesario. En segundo lugar, las reservas internacionales proveen un rendimiento al BCRA, dado por la tasa de interés que pagan y por la evolución del tipo de cambio, que puede compensar el costo financiero de los pasivos emitidos para esterilizar su adquisición.

Tomemos como ejemplo lo ocurrido durante 2016, período en el cual el BCRA realizó compras netas de divisas por US\$14.397 millones. El Cuadro 1 muestra que, a pesar del importante aumento en la deuda del BCRA instrumentada a través de LEBAC, que ascendió 2% del PIB, la deuda del BCRA neta de la emisión de letras “generada” por la adquisición de reservas disminuyó en casi 1% del PIB. En lo que respecta al impacto sobre los resultados del BCRA, la esterilización de estas compras generó un costo financiero bruto de \$22.125 millones debido a los intereses pagados por las letras emitidas, mientras que se obtuvieron \$19.140 millones por el interés generado por las reservas internacionales adquiridas y el aumento del valor de las mismas en pesos por la variación del tipo de cambio, con lo cual el costo neto se redujo a \$2.984 millones. Este resultado es

coherente con los hallazgos de la literatura económica: De la Torre y otros (2013) encuentran que, considerando debidamente las ganancias y pérdidas de capital, “las intervenciones esterilizadas de los países de América Latina y el Caribe con metas de inflación durante la última década han generado costos bastante pequeños e incluso, en unos pocos casos, han generado ganancias”⁷⁹.

Cuadro 1 | Variación del stock de LEBAC neta de la emisión realizada para esterilizar la compra de reservas internacionales en 2016⁸⁰

	millones de \$	% del PIB
LEBAC a fines de 2016 (31/12) (1)	630.310	7,9%
Pesos utilizados para adquirir reservas en 2016 (2)	209.176	
Intereses y diferencia de cotización de las reservas adquiridas (3)	19.140	
LEBAC a fines de 2016 neto de reservas adquiridas (4)=(1)-(2)-(3)	401.994	5,0%
LEBAC a fines de 2015 (31/12) (5)	345.124	5,9%
Variación de LEBAC neta de reservas adquiridas (4)-(5)	56.870	-0,9%

⁷⁹ De la Torre, Augusto, Eduardo Levy-Yeyati y Samuel Pienknagura (2013), “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador”, LAC Informe Semestral (Octubre), Banco Mundial.

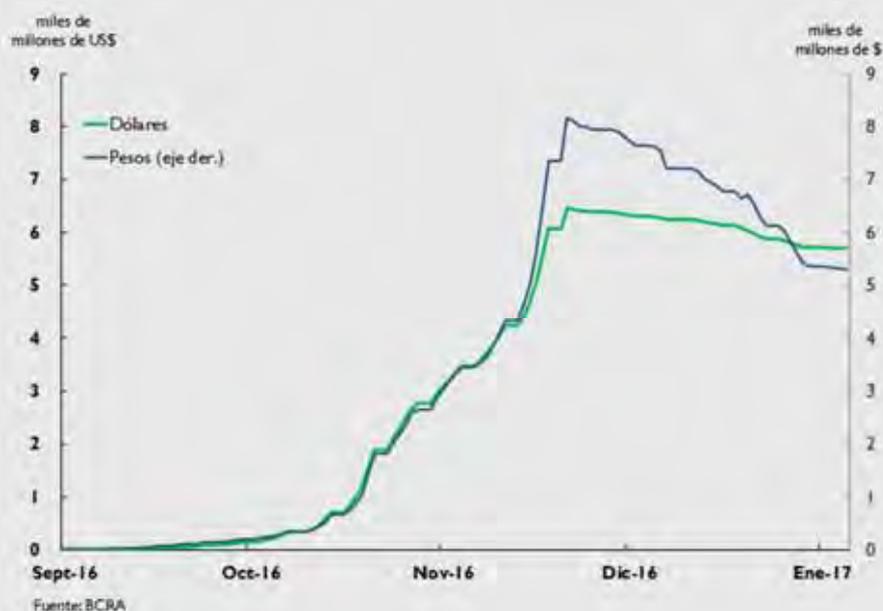
⁸⁰ Los pesos utilizados para comprar las reservas internacionales surgen del tipo de cambio de referencia del momento en que se cursó cada una de las operaciones. Para las ganancias/pérdidas por el tipo de cambio, que se suman a los intereses devengados por las reservas, se compara este tipo de cambio con el de cierre del año.

Apartado 7 / Efectos del Sinceramiento Fiscal en la demanda de dinero

Durante la segunda mitad del año, en un contexto de una inflación en claro descenso y un nivel de actividad económica que habría comenzado a mejorar, se observó una gradual recuperación de la demanda de dinero⁷⁹. Adicionalmente, se observó una aceleración en el crecimiento de los medios de pago, en especial de los depósitos en caja de ahorros, impulsada, entre otros factores, por los efectos transitorios de la adhesión al Régimen de Sinceramiento Fiscal⁸⁰ en los últimos meses de 2016. Dentro del período de vigencia del régimen pueden identificarse tres tramos: a) hasta el 21 de noviembre de 2016 estuvo vigente la posibilidad de exteriorizar tenencias de dinero en efectivo en moneda nacional o extranjera en el país; b) hasta el 31 de diciembre, cuando venció el plazo para exteriorizar el resto de bienes pagando el impuesto especial con una alícuota de 10% y; c) el primer trimestre de 2017, cuando se mantiene la posibilidad de adherirse al régimen pero la alícuota del impuesto especial asciende a 15%⁸¹.

En el primer tramo, la exteriorización de dinero en el país debía realizarse mediante su depósito en alguno de los tres tipos de cuentas especiales creadas (cajas de ahorro, según lo establecido en la Comunicación A 6022). La exteriorización de fondos en efectivo en el país se concentró entre mediados de octubre y el 21 de noviembre (ver Gráfico 1). Una vez finalizado este tramo, los saldos de estas cuentas comenzaron a descender, en la medida en que los fondos se fueron aplicando a alguno de los destinos admitidos.

Gráfico 1 | Saldos de las cuentas especiales del Régimen de Sinceramiento Fiscal



Por otra parte, quienes exteriorizan tenencias de fondos en el exterior no están obligados a ingresarlas al país. No obstante, esta parte del Régimen de Sinceramiento Fiscal también implicó un aumento, transitorio

⁷⁹ Durante el segundo semestre de 2016, tanto el M2 Privado como el M3 Privado mostraron aumento sostenido en términos reales.

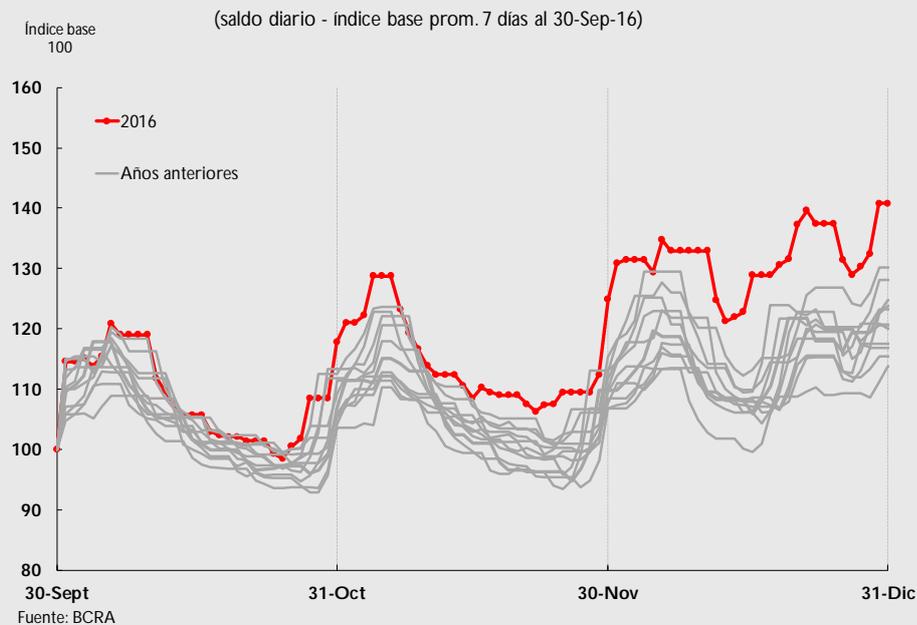
⁸⁰ Según lo establecido en el Libro II de la Ley 27260.

⁸¹ Para mayor detalle ver artículo 41 de la Ley 27260.

y más difuso, de la demanda de depósitos a la vista en pesos del sector privado. Esto fue así porque el pago del impuesto especial debía realizarse en moneda local, lo que implicó que quienes vendieron dólares (ver Apartado 1 / Efectos de la Exteriorización de capitales en el mercado de cambios y la “especulación estabilizadora”) para afrontarlo habrían mantenido transitoriamente mayores saldos en depósitos a la vista hasta que finalmente efectivizaron el pago. Un efecto similar se generó cuando los recursos para afrontar el pago del impuesto especial provinieron de depósitos a plazo fijo.

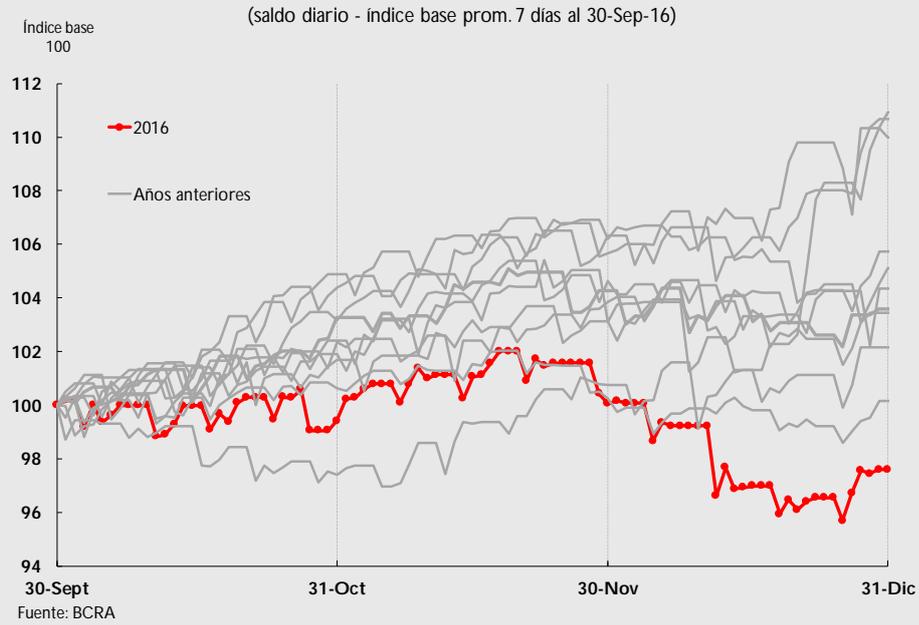
Otro factor que también habría afectado los depósitos en pesos en el mismo sentido fue la obligación del pago anticipado —con relación a años previos— del medio sueldo anual complementario⁸². En definitiva, los movimientos mencionados hicieron que el saldo de los depósitos en caja de ahorros en pesos del sector privado aumentara por encima de lo esperado dada la evolución de los precios y actividad y su comportamiento estacional. A su vez, se tradujo en una caída mayor a la habitual de los depósitos a plazo en pesos del sector privado, especialmente en diciembre (ver Gráficos 2 y 3).

Gráfico 2 | Depósitos en caja de ahorros en pesos del sector privado



⁸² Según la Ley 27073, el sueldo anual complementario será abonado en dos cuotas, la primera de ellas con vencimiento el 30 de junio y la segunda con vencimiento el 18 de diciembre de cada año.

Gráfico 3 | Depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado



Durante los próximos meses se podrían observar los efectos del sinceramiento fiscal pendientes hasta fines de marzo. Más allá de ellos, se espera que, en la medida que continúe consolidándose el proceso desinflacionario en marcha y la recuperación de la actividad económica, la demanda de dinero siga fortaleciéndose gradualmente.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Bontes: Bonos en pesos nominales

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CNV: Comisión Nacional de Valores

CONADU: Federación Nacional de Docentes Universitarios

Contrib.: Contribución

CSJN: Corte Suprema de Justicia de la Nación

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

DPEs: Direcciones de estadísticas provinciales

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

FAECyS: Federación Argentina de Empleados de Comercio y Servicios

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FEB: Federación de Educadores Bonaerenses

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

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

FGB: Federación Gráfica Bonaerense

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

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

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

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

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

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

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

ILA: Índice Líder de la Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

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