

# Informe de Política Monetaria

Octubre de 2016



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Política Monetaria

Octubre de 2016



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria**  
**Octubre de 2016**

ISSN 2525-071X  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre de 2016

**Banco Central de la República Argentina**  
Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4000-1207  
Sitio Web | [www.bcra.gob.ar](http://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](mailto: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 octubre de 2016.*

# Contenido

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

**Pág. 7 | 2. Contexto internacional**

**Pág. 23 | 3. Actividad económica**

*Pág. 34 | Apartado 1 / Inflación y crecimiento de largo plazo*

*Pág. 38 | Apartado 2 / Mercado de trabajo*

**Pág. 42 | 4. Precios**

*Pág. 57 | Apartado 3 / Salarios e inflación*

*Pág. 59 | Apartado 4 / El impacto regresivo del impuesto inflacionario*

*Pág. 61 | Apartado 5 / Expectativas de inflación en la curva de tasas en pesos*

**Pág. 64 | 5. Política monetaria**

*Pág. 75 | Apartado 6 / Sobre la velocidad de la desinflación ¿Qué dice la evidencia?*

*Pág. 78 | Apartado 7 / Aspectos operativos del régimen de Metas de Inflación*

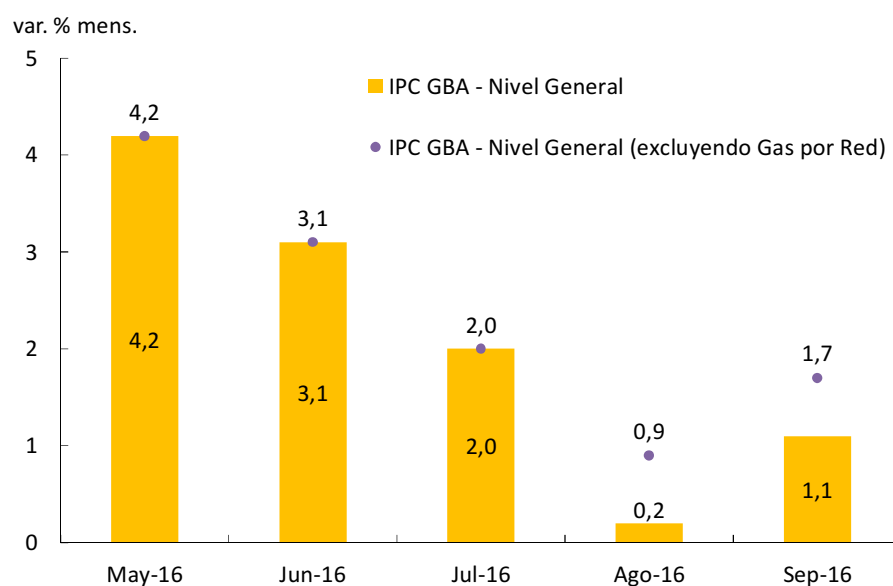
**Pág. 80 | Glosario de abreviaturas y siglas**

## 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) lanzó en septiembre 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 tercer trimestre de 2016 se registró una inflación significativamente menor a la de los meses previos. La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) se desaceleró a 1,1% promedio mensual, 2,5 p.p. menos que en el bimestre mayo-junio<sup>1</sup>. Sin contar el efecto de la reversión transitoria del incremento de la tarifa de gas residencial, esta inflación promedio mensual habría sido de 1,5% mensual, lo que también constituye una reducción importante con respecto a los meses previos.

**Gráfico I | IPC GBA. Nivel General**



Fuente: INDEC

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. Esta visión es validada por las expectativas de inflación del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA, que pronostican una reducción significativa de la inflación del año que viene.

En cuanto a la actividad económica, la recesión iniciada en la segunda mitad de 2015 mostró la baja de la actividad más pronunciada en el segundo trimestre de 2016, con una caída desesta-

<sup>1</sup> Tras la suspensión de las estadísticas a inicios de año, el INDEC retomó la publicación del IPC GBA en mayo de 2016. En este marco, el primer dato disponible es la variación mensual del índice a mayo.

cionalizada de 2,1%. Sin embargo, el indicador de predicción contemporánea (*Nowcast*) del BCRA anticipa una caída menor para el tercer trimestre y el Índice Líder de Actividad (ILA) de esta institución señala un aumento de la proporción de componentes con variaciones positivas, lo que se suma a la evolución favorable de los indicadores para sectores vinculados al ciclo económico como la industria y la construcción. Para los próximos trimestres, el BCRA espera una recuperación de la economía, impulsada por un crecimiento en los flujos del comercio exterior, mayor inversión privada y pública, y progresivamente mayores ingresos reales de las familias. Esta visión es coincidente con los pronósticos de los analistas, que según el REM esperan que la economía crezca 3,2% en 2017.

En este contexto, el BCRA ha mantenido una política de sesgo antiinflacionario desde diciembre. 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 hasta fin de 2016, de manera que sea superior a la tendencia esperada de la inflación para ese período (descontando factores transitorios). Esta política se plasmó en una tasa de referencia que comenzó el tercer trimestre en 30,75% y se fue reduciendo gradualmente hasta 26,75%, acompañando la reducción en la inflación esperada.

En la última decisión de política monetaria del período, el BCRA resolvió mantener inalterada la tasa de manera de consolidar el proceso de desinflación alcanzado en el trimestre y avanzar en la convergencia de las expectativas de inflación para 2017 (que ahora se encuentran en 20% para el nivel general y 17,6% para el núcleo) hacia su meta del año próximo.

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

## 2. Contexto internacional

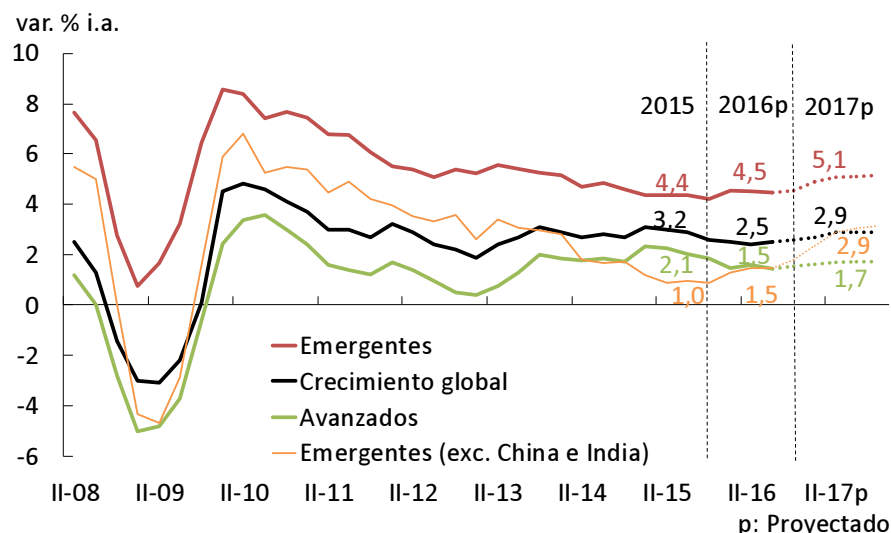
El contexto internacional para Argentina sigue siendo auspicioso. Los principales socios comerciales de Argentina recuperaron dinamismo y prácticamente duplicarían su tasa de expansión el año próximo. En Brasil, la actividad habría alcanzado su piso, proyectándose que comience a expandirse en lo que resta del año. Los términos de intercambio aumentaron, con caídas de precios de importaciones (en línea con la reducción global de los precios de productos manufacturados) superiores a las de las exportaciones. Las condiciones financieras internacionales continuaron mejorando, lo que se reflejó en el acumulado en el año a partir de una liquidación de ingresos de inversiones cercana al máximo histórico de acuerdo a los datos del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). En los niveles actuales, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se apreció alrededor de 3% respecto de los niveles de los últimos días de diciembre de 2015 tras la unificación cambiaria.

### 2.1 Incipiente recuperación de la demanda externa tras recorte de caída de Brasil

#### 2.1.1 Moderado crecimiento mundial en 2016 y repunte del PIB de socios comerciales

La economía global se expandió moderadamente, en línea con lo previsto en el anterior Informe de Política Monetaria (IPOM). El crecimiento mundial proyectado para 2016 (2,5%) será inferior al del año previo (3,2%). Los emergentes se expandirían 4,5% —mayormente explicado por China e India—, 0,1 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2015. En tanto, los avanzados perderían dinamismo al aumentar 1,5%, 0,6 p.p. por debajo del aumento de 2015 (ver Gráfico 2.1). Si bien todavía es prematuro asegurar que no habrá consecuencias adicionales en el corto plazo vinculadas al *Brexit*, se disipó en gran parte el impacto negativo inicial que reflejaron los mercados financieros. Los impactos estarían distribuidos en el tiempo y dependerán de cómo se vayan concretando los acuerdos internacionales que contemplen la futura salida de la comunidad europea del Reino Unido. La mayor incidencia recaería sobre la Unión Europea y especialmente el Reino Unido. En tanto, la economía china continuó orientando su modelo de crecimiento hacia un esquema en mayor medida centrado en su demanda doméstica —con énfasis sobre el consumo en detrimento de la inversión—. Esta estrategia de crecimiento influye sobre la evolución de los precios internacionales de los bienes primarios.

Gráfico 2.1 | Crecimiento global. Avanzados y emergentes



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



En relación al IPOM pasado, las proyecciones de expansión se mantuvieron relativamente estables (ver Cuadro 2.1).

**Cuadro 2.1 | Proyección crecimiento 2016**

	Estimación IPOM*jul-16	Estimación actual
Crecimiento economías emergentes	4,6	4,5
Crecimiento economías avanzadas	1,6	1,5
Crecimiento global	2,6	2,5
Crecimiento socios comerciales**	0,8	0,9

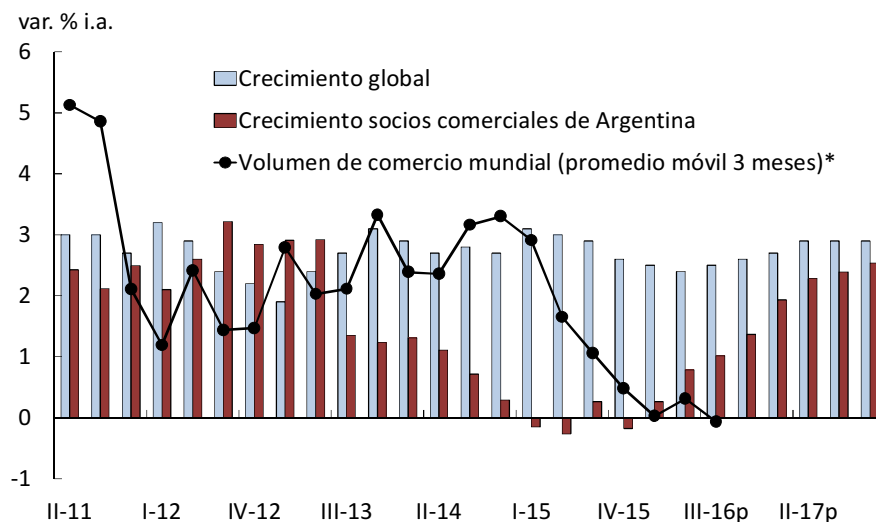
\* Informe de Política Monetaria del BCRA

\*\* 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, INDEC, FocusEconomics y Encuesta Focus del Banco Central de Brasil

Los volúmenes de comercio global se mantienen virtualmente estancados. El dinamismo de los intercambios se encuentra muy alejado del vigoroso crecimiento que se experimentaba en los años previos a la crisis financiera mundial de 2008-2009. Este fenómeno de más de 3 años, que tiende a agravar la desaceleración del crecimiento global, se observa tanto en términos absolutos como en relación a la expansión de la economía mundial (ver Gráfico 2.2).

**Gráfico 2.2 | Crecimiento económico global y de socios comerciales (ponderado por exportaciones manufactureras) y volumen de comercio mundial**



Fuente: FocusEconomics, Encuesta Focus del Banco Central de Brasil, FMI, Datastream, CPB Netherlands e INDEC p: Proyectado \*: datos hasta jul-16

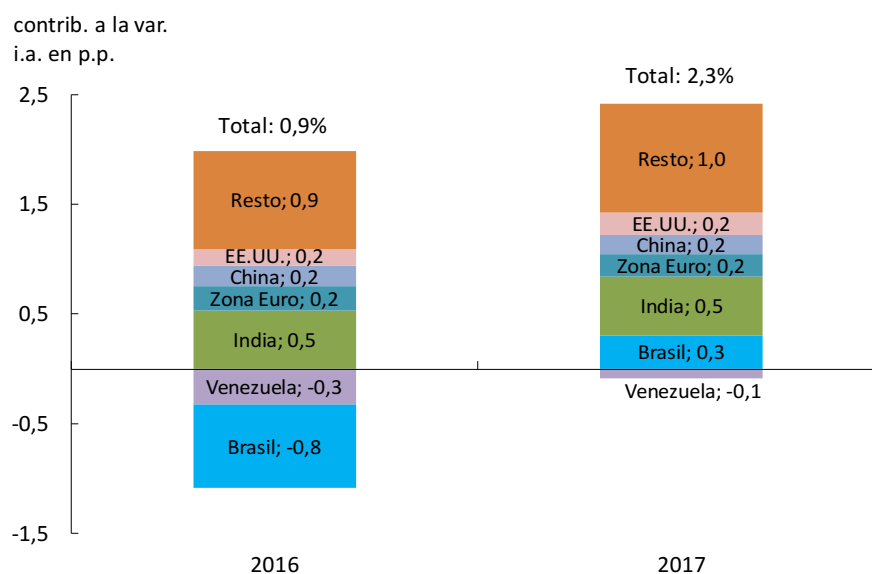
Entre los factores que estarían modelando este comportamiento inusual se encuentra no sólo la desaceleración de la actividad económica global sino también el cambio de composición del producto global. El menor peso relativo de la inversión en el crecimiento económico —típicamente más intensiva en bienes

transables que el consumo<sup>2</sup>— resulta clave a la hora de entender la menor respuesta del comercio exterior al crecimiento global. Un reflejo de este fenómeno fue la mayor caída relativa del comercio de bienes de capital e intermedios que de bienes de consumo no durables en los últimos 3 años.

Otros factores destacados respecto al bajo dinamismo del comercio global son el menor avance en el proceso de liberalización de los mercados —incluso con ciertas señales de mayor proteccionismo— y un parcial agotamiento y hasta reversión de la internacionalización de la producción vinculada al fenómeno de las cadenas globales de valor. Los estudios empíricos del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>3</sup> le atribuyen a la evolución del nivel y la composición del producto mundial entre 2/3 y 3/4 de la caída en los flujos comerciales reales, mientras que el aumento en los costos de transacción del comercio internacional (mayor proteccionismo y menor expansión de las cadenas globales de valor), contribuirían con el resto.

En este contexto de cambio de la composición del crecimiento global, la expansión del nivel de actividad del conjunto de los socios comerciales de Argentina se mantuvo por debajo del 1% para 2016, prácticamente sin cambios respecto de lo que se preveía en ocasión de la publicación del IPOM anterior. Entre ellos, se destacó una incipiente mejora en la demanda brasileña tras la fuerte recesión de los últimos años. El dinamismo de los socios se recuperaría modestamente en los próximos trimestres y durante todo 2017. Además de las mejores perspectivas para Brasil, la contribución al crecimiento de los principales socios comerciales se mantuvo relativamente estable (ver Gráfico 2.3).

**Gráfico 2.3 | Contribución al crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina**

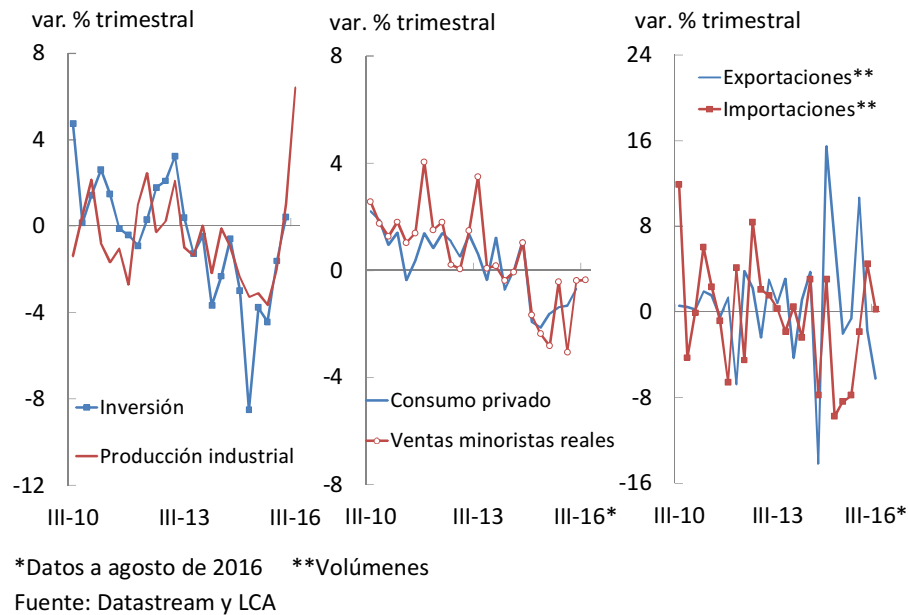


Fuente: FMI, FocusEconomics, Encuesta Focus del Banco Central de Brasil e INDEC

El nivel de actividad en Brasil habría alcanzado un piso tras el fuerte ajuste del gasto interno registrado en los trimestres previos (ver Gráfico 2.4). Por otra parte, el sector externo de la economía brasileña acotó la mayor parte de su desequilibrio: se prevé que a fines de este año el déficit de cuenta corriente se ubique en torno a 1% del Producto Interno Bruto (PIB), 3 p.p. por debajo del registro de 2014.

<sup>2</sup> A diferencia de la inversión, una parte considerable del consumo se destina a la adquisición de servicios que suelen ser de origen doméstico.

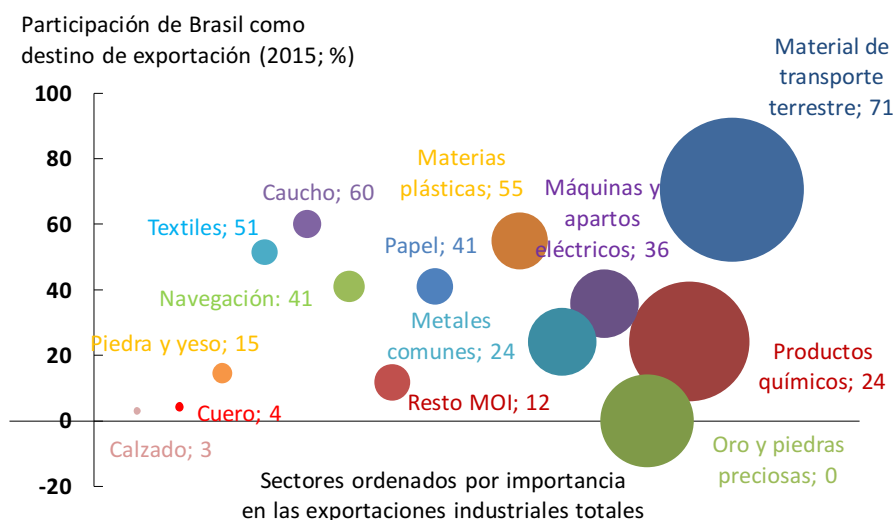
<sup>3</sup> World Economic Outlook de sep-16 del Fondo Monetario Internacional. Capítulo 2: Global Trade: What's behind the Slowdown?

**Gráfico 2.4 | Brasil. Indicadores de Actividad**

Los indicadores adelantados sugieren que la actividad en Brasil volvería a expandirse en el último trimestre del año, dadas las mejoras en la confianza de los consumidores y de los empresarios. Se espera un repunte de la inversión, de la mano de la incipiente recuperación industrial y pese a la aún desfavorable evolución del crédito a las empresas. En tanto, el consumo privado se vería beneficiado por la recuperación proyectada de los salarios reales en un contexto de desaceleración de la inflación —si bien el mercado de trabajo sigue deteriorándose y persiste la desaceleración del crédito a las familias—. La política monetaria menos restrictiva también contribuiría a dinamizar la actividad económica, en la medida en que avance el proceso desinflacionario y la consolidación fiscal. Este escenario favoreció un mayor optimismo en las perspectivas para Brasil, con un crecimiento proyectado de 1,3% para 2017, 0,3 p.p. por encima de lo previsto en el anterior IPOM.

Esta evolución de la economía de Brasil repercute en el desempeño de la actividad de Argentina principalmente a través del canal comercial: aproximadamente un 39% de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) de Argentina se destinan a Brasil. En particular, se destaca la relevancia del mercado brasileño para las exportaciones del complejo automotriz argentino (71% del total; ver Gráfico 2.5). Otras ramas de actividad, si bien con menor incidencia, también presentan una elevada exposición a este socio comercial. Cabe destacar que a través de las exportaciones se generan efectos derrame sobre el resto del aparato productivo local (ver sección 3. Actividad económica).

Gráfico 2.5 | Manufacturas de Origen Industrial



Nota: El tamaño de los círculos expresa la importancia del sector en las exportaciones industriales totales

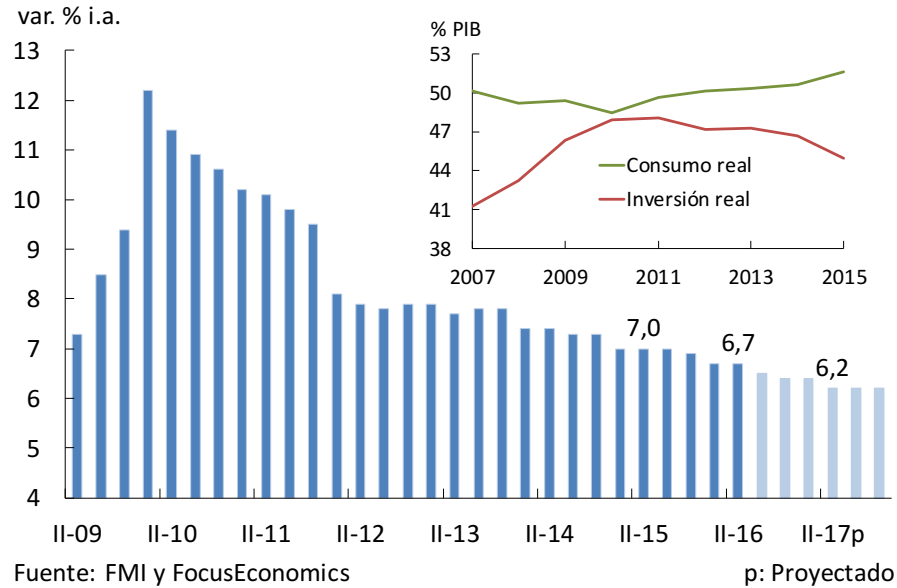
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En la zona del euro se mantuvieron estables las perspectivas para 2016 y 2017 (1,5% y 1,4%, respectivamente), pese a la desaceleración de los últimos trimestres. La moderación estuvo influida en gran parte por factores temporarios, como una serie de huelgas en Francia, mientras que Alemania había tenido un crecimiento extraordinario durante el primer trimestre del año. Por su parte, el impacto negativo inicial del *Brexit* perduró, entre otros efectos, en el valor relativo de la libra esterlina —que no se recuperó e incluso mostró nuevas correcciones a inicios de octubre— y en las menores expectativas de crecimiento para el Reino Unido (-0,4 p.p. para 2016 y -1,8 p.p. en 2017 respecto de los pronósticos previos al referéndum). Cabe destacar que el efecto directo para Argentina sería limitado, dado que la ponderación de este destino en el comercio exterior de manufacturas argentinas es baja.

China continuó con su sendero de desaceleración gradual y sostenida del ritmo de crecimiento económico, en línea con su meta de expansión para 2016 de entre 6,5% y 7%. Para limitar la desaceleración del aumento de la inversión, el Gobierno le dio un significativo impulso a la inversión pública en el primer semestre. Esta medida permitió estabilizar el incremento de la inversión hasta aproximadamente 8% i.a. (el menor ritmo de expansión en 16 años). No obstante, persiste la incertidumbre respecto a la evolución futura del rebalanceo hacia un mayor consumo con una disminución del peso y reorientación gradual de la inversión<sup>4</sup> para lograr una trayectoria más sostenible e inclusiva en el largo plazo (ver Gráfico 2.6).

<sup>4</sup> Hacia los servicios y ramas de mayor complejidad tecnológica (más intensivas en innovación y conocimiento).

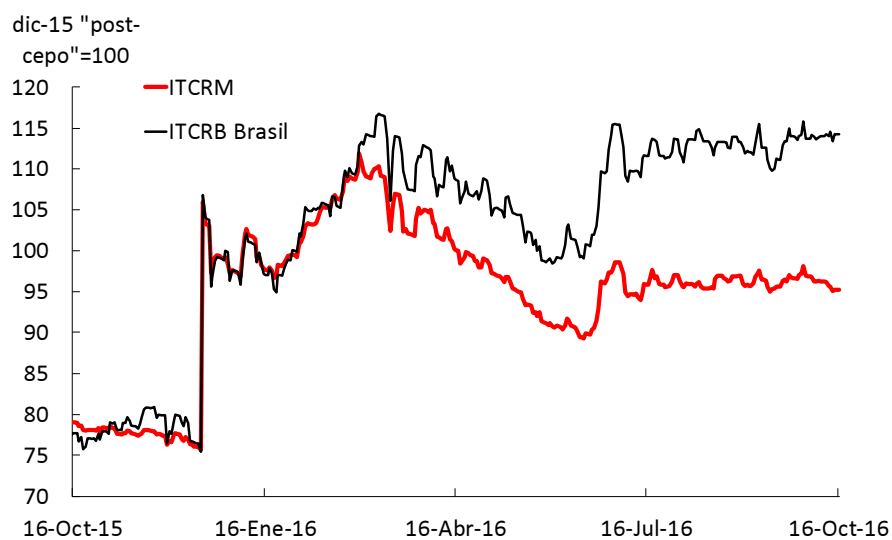
**Gráfico 2.6 | China. Crecimiento**



### 2.1.2 Tipo de cambio real multilateral estable

El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se mantuvo estable en el tercer trimestre, con una apreciación de 3% respecto a los últimos días de diciembre de 2015 tras la unificación cambiaria (ver Gráfico 2.7). En las relaciones bilaterales, el tipo de cambio real se depreció cerca de 14% con Brasil (fundamentalmente por la apreciación del real brasileño), en tanto que se apreció entre 8% y 11% respecto de los demás principales socios comerciales (Estados Unidos, zona del euro y China).

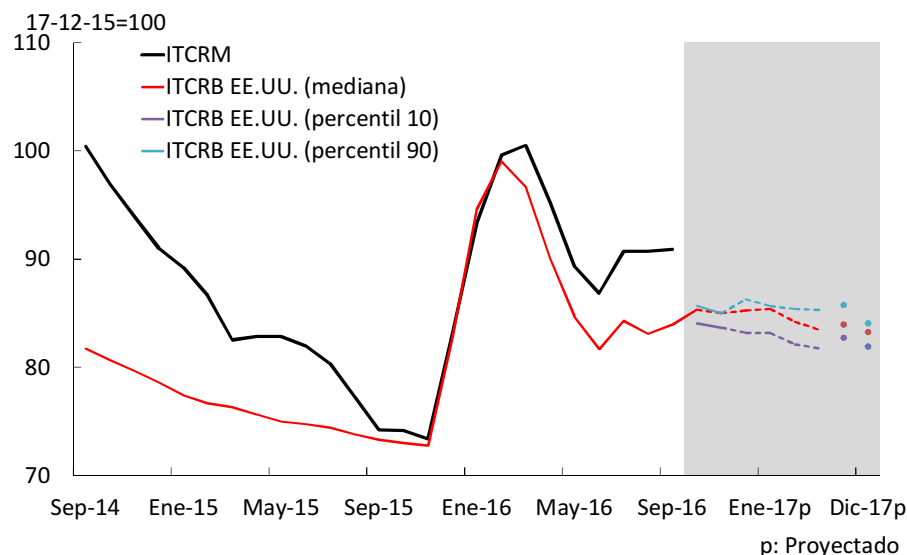
**Gráfico 2.7 | Índices de tipo de cambio real multilateral y bilateral con Brasil**



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

Los analistas del mercado<sup>5</sup> esperan que en los próximos meses el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos se ubique en torno a los niveles actuales (ver Gráfico 2.8).

**Gráfico 2.8 | Índices de tipo de cambio real multilateral y bilateral con Estados Unidos**



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

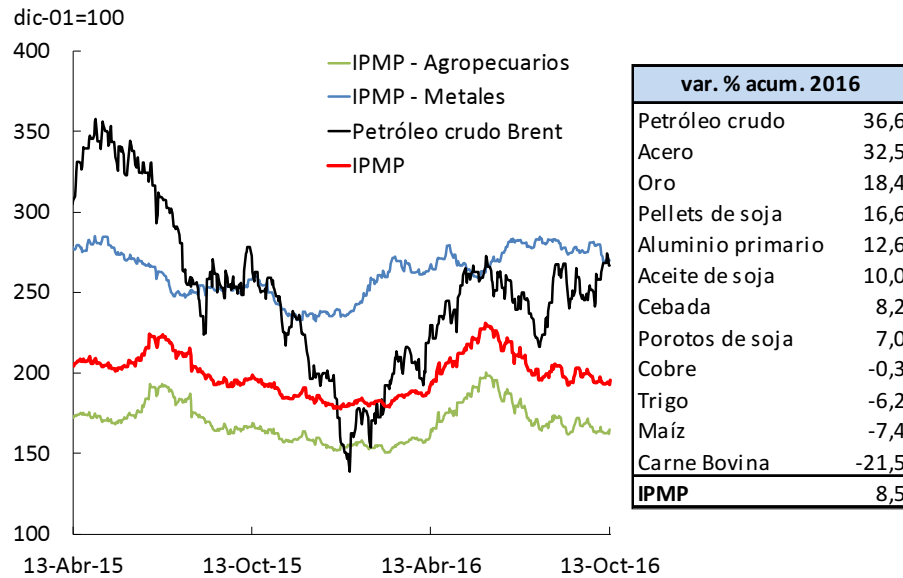
### 2.1.3 Los precios internacionales de los productos primarios cayeron en el tercer trimestre

Las cotizaciones internacionales de los productos primarios —que representan cerca de la mitad de las exportaciones argentinas— se redujeron durante el tercer trimestre. De todas formas, se mantienen por encima de los niveles mínimos que se registraron al cierre de 2015.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) —que refleja la evolución de las cotizaciones internacionales de los principales productos primarios que exporta Argentina— cayó 12% durante el tercer trimestre, revirtiendo en parte el incremento de 23% registrado en el primer semestre. A nivel de agrupados, en lo que va del año, los bienes agropecuarios acumularon en promedio un alza de 7% (-5% i.a.), los metales subieron 15% (-1% i.a.) y el petróleo —con una baja participación sobre las exportaciones— se incrementó 37% (-23% i.a.). Entre los productos agrícolas, las cotizaciones internacionales del complejo sojero subieron 13%, mientras el maíz y el trigo se retrajeron 7% y 6%, respectivamente (ver Gráfico 2.9). Si los precios permanecieran en torno a los niveles actuales durante el cuarto trimestre, el incremento del IPMP sería de 4% i.a.

<sup>5</sup> Esto se desprende de los pronósticos individuales de tipo de cambio nominal bilateral y precios del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA y de las proyecciones de inflación para Estados Unidos utilizando estimaciones de FocusEconomics.

**Gráfico 2.9 | Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA (IPMP) y principales agrupados**



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

Entre los precios de los productos básicos que importa Argentina, se destacó la suba de la cotización internacional del petróleo crudo, que afecta negativamente al país por tratarse de un comprador neto externo de energía, pese a que en términos interanuales siguió registrando una merma de 23% desde inicios de año<sup>6</sup>.

La prevalencia de un escenario de abundante oferta mundial de los principales productos básicos (petróleo, granos y metales) y de exceso de capacidad global en algunos sectores (tales como el acero, el aluminio, el cemento, el cobre y el petróleo) actuará como un límite sobre los precios en los próximos meses. Asimismo, respecto a los factores estructurales, la trayectoria de los precios de los productos básicos está siendo significativamente afectada por la actual transición gradual de la estructura económica de China anteriormente mencionada<sup>7</sup>. Esta evolución contribuye a explicar la mayor desaceleración del comercio global de las materias primas energéticas e industriales, especialmente metales y minerales. En contraste, el mayor foco chino sobre el consumo mejora la perspectiva para los países exportadores de productos alimenticios, como Argentina.

<sup>6</sup> El 28 de septiembre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un acuerdo para reducir su producción a un rango de 32,5 a 33 millones de barriles diarios durante 2017. Este acuerdo deberá ser refrendado en la próxima reunión de la organización del 30 de noviembre en Viena, en la que también deberá acordarse el reparto de cuotas. De concretarse, sería el primer recorte de la oferta realizado por la OPEP desde 2008. De todas formas, la Agencia Internacional de Energía (AIE) evaluó que aún es demasiado temprano para distinguir si tendrá impacto sobre los precios, dado el exceso de oferta que prevalece en el mercado.

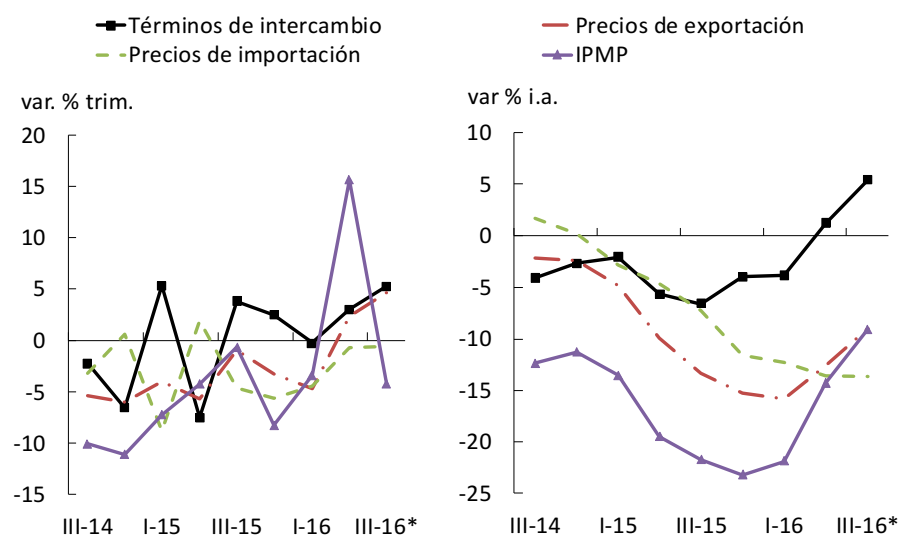
<sup>7</sup> El modelo chino de desarrollo tiende a depender en menor medida de la producción de bienes transables y de la inversión, ambos procesos intensivos en importaciones de productos básicos. Cabe señalar que, en 2015, la participación de China en la demanda mundial de metales representó más del 40%, en granos más del 20% y en petróleo 11%. En soja la participación ascendió al 60%.

## 2.2 El sector externo se vio transitoriamente favorecido por las condiciones internacionales

### 2.2.1 La mejora del saldo comercial obedeció a los mayores términos de intercambio

Con datos parciales del tercer trimestre, los términos de intercambio mejoraron por segundo período consecutivo, por la inusualmente sostenida caída de los precios de importación. Como se anticipó en el anterior IPOM, la mejora que se había evidenciado durante el segundo trimestre en los precios internacionales de los productos básicos que exporta Argentina se reflejó con cierto rezago en los datos del comercio exterior. En tanto, los precios de importación se estabilizaron en el margen, si bien continuaron registrando caídas interanuales significativas y superiores a las de las exportaciones (ver Gráfico 2.10).

**Gráfico 2.10 | Términos de intercambio, precios del comercio exterior e IPMP**



\* Datos del III-16 de términos de intercambio, precios de exportación e importación a ago-16

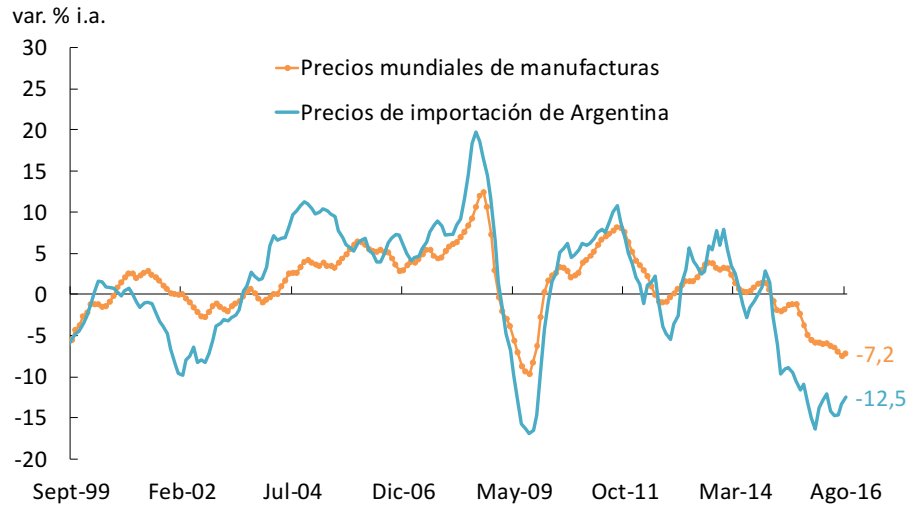
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Datastream

La debilidad de los precios de importación se dio en un contexto en el que influyó la trayectoria de los precios de los hidrocarburos y la deflación global de las manufacturas en un mundo con amplias capacidades ociosas (ver Gráfico 2.11). Naturalmente, los precios de importación de Argentina muestran una mayor volatilidad que los precios globales de las manufacturas debido a que corresponden a una canasta de bienes más acotada<sup>8</sup>. Se espera que este efecto se atenúe paulatinamente, en línea con los recortes de caídas que registran los precios de los productores de manufacturas de las principales potencias industriales. Cabe destacar que la mayor parte de las importaciones de Argentina son productos industrializados (ver Cuadro 2.2).

<sup>8</sup> Este fenómeno puede observarse en otros países, como por ejemplo en Brasil.



**Gráfico 2.11 | Precios de globales manufacturas\* y precios de importación**

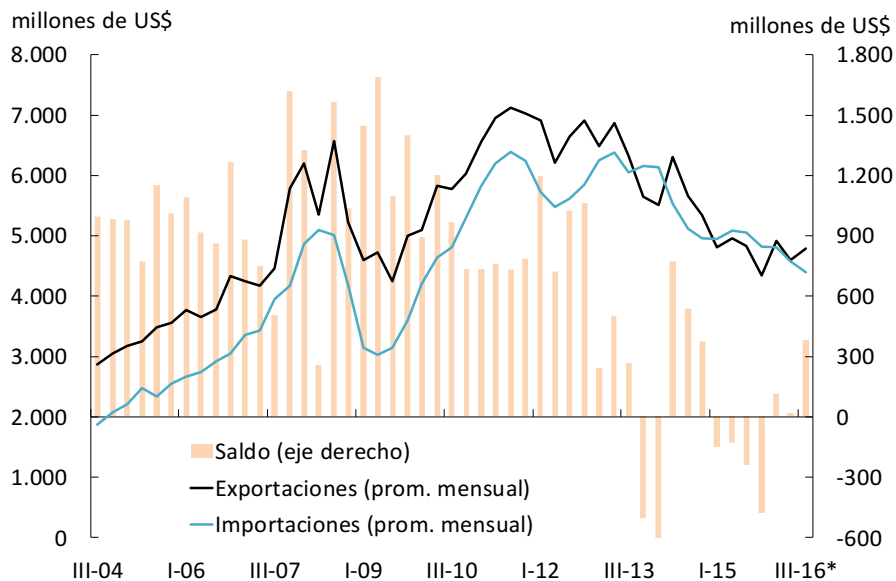


\*Promedio de precios del productor de manufacturas en dólares de Estados Unidos, Japón y China, ponderado según su participación en la producción industrial de 2014  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, FMI y Datastream

**2.2.2 El saldo comercial mejoró en el trimestre**

Respecto del trimestre anterior, el valor desestacionalizado de las exportaciones aumentó, al tiempo que las importaciones cayeron. Entre julio y agosto de 2016, las ventas externas se mantuvieron en un nivel similar al de igual período del año previo (0,1% i.a.), en tanto que el valor de las importaciones mostró una significativa caída (12,3% i.a.). Como resultado, se verificó una mejora del saldo comercial (ver Gráfico 2.12).

**Gráfico 2.12 | Comercio exterior de bienes (series desestacionalizadas)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

\* Datos a ago-16

En los primeros ocho meses del año se verificó un superávit comercial de US\$1.466 millones —de los cuales el 67% se acumuló en el período julio-agosto—. Esto contrasta con el déficit de US\$886 millones verificado entre enero y agosto de 2015.

En lo que va del tercer trimestre, se destaca el incremento interanual de las exportaciones de Productos Primarios (PP) —en particular cereales— y el recorte en las caídas de los volúmenes exportados de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), que parecen estar encontrando un piso luego de 2 años consecutivos de bajas (ver Cuadro 2.2). Por su parte, las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) presentaron un marcado descenso en relación al mismo período de 2015, influenciadas por las menores ventas externas de aceite y *pellets* de soja. En efecto, la producción local de derivados de soja se vio afectada por la reducción de los márgenes del sector industrial ocasionada por los altos precios internos de la oleaginosa, a pesar de los elevados stocks. Este desempeño podría modificarse en los últimos meses del año, tras el reciente anuncio del Gobierno Nacional de la decisión de mantener inalteradas durante 2017 las alícuotas vigentes de los derechos de exportación que gravan al complejo sojero.

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

Rubro	% del total*	II-16			III-16**			
		Total	Precios	Cantidades	Total	Precios	Cantidades	
<b>EXPORTACIONES</b>	Productos primarios	26	-4,6	-7	3	28,7	-1,1	30,1
	MOA	41	-4,4	-7	1	-11,9	1,7	-13,4
	MOI	29	-9,9	1	-6	-5,4	-3,8	-1,8
	Combustibles y energía	3	-19,6	-24	8	-14,7	-15,3	1,4
<b>TOTAL EXPORTACIONES</b>			<b>-6,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>
<b>IMPORTACIONES</b>	Bienes de capital	21	4,0	-6	11	1,3	-6,2	8,2
	Bienes intermedios	29	-11,5	-14	3	-20,0	-15,7	-5,2
	Combustibles y lubricantes	10	-35,6	-38	1	-22,0	-33,3	16,9
	Piezas y acc. para bienes de capital	21	-14,8	-11	-4	-21,6	-5,8	-16,5
	Bienes de consumo	13	15,0	-11	29	5,2	-8,3	14,6
	Vehículos automotores de pasajeros	7	31,5	-6	40	9,7	-5,6	15,8
<b>TOTAL IMPORTACIONES</b>			<b>-7,9</b>	<b>-14,6</b>	<b>7,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-12,4</b>	<b>0,1</b>

\*Acum. últimos 12 meses a ago-16 \*\*datos a ago-16

Fuente: INDEC

Se desaceleró el incremento interanual de las cantidades importadas, con un comportamiento ampliamente difundido (con excepción de las compras externas de combustibles y lubricantes). Las importaciones ligadas al consumo y a la adquisición de vehículos continuaron registrando un dinamismo superior al del resto, en un marco de recomposición de los niveles importados tras la definición de las nuevas reglas para el comercio exterior, las cuales se ajustaron a la normativa de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

En lo que queda del año podría verificarse una expansión de los volúmenes de exportación, tanto por la mayor cosecha prevista de cereales como por una eventual mejora de las exportaciones de vehículos a Brasil. Estos desempeños se sumarían a los dinámicos despachos de biodiesel y de otras manufacturas de origen industrial. Por su parte, las importaciones también podrían exhibir un aumento similar, a medida que la actividad doméstica se fortalezca y demande mayor cantidad de insumos (ver sección 3. Actividad económica).

### 2.2.3 La cuenta corriente de la balanza de pagos se mantiene estable

Al segundo trimestre de 2016, la cuenta corriente acumuló un déficit de 2,5% del PIB en los últimos 4 trimestres, producto de los egresos netos por rentas mientras que el balance comercial de bienes y servicios se mantuvo relativamente equilibrado. En relación a igual período del año previo, el comercio de servicios fue más deficitario —influido por el turismo—, en tanto que se verificaron menores egresos netos de utilidades y dividendos.

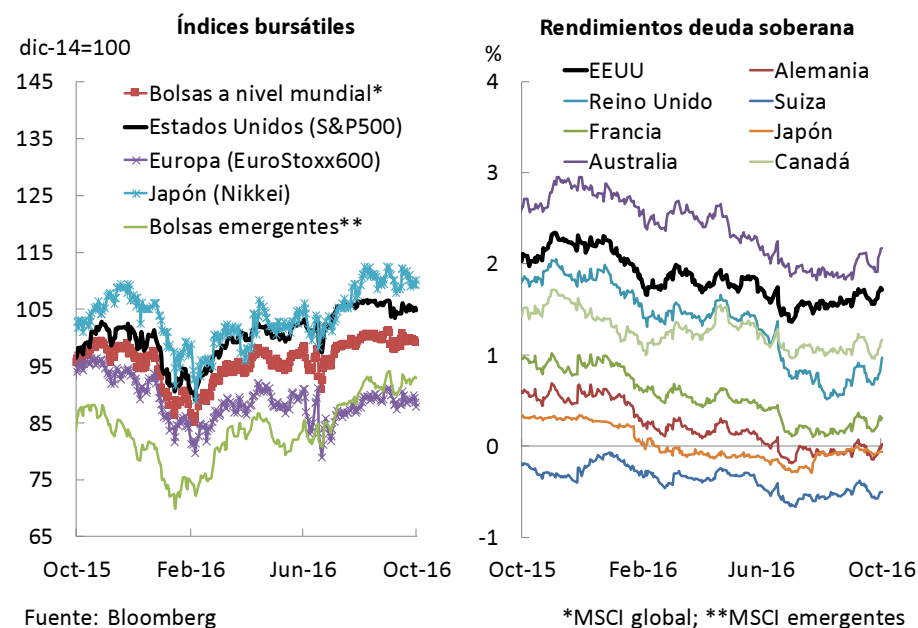
La evolución esperada de la balanza comercial no insinúa modificaciones sustanciales en el déficit de la cuenta corriente para los próximos trimestres. Luego de la recomposición del acceso a los mercados internacionales, se estima que estas necesidades de financiamiento del sector externo de la economía podrán ser satisfechas sin mayores sobresaltos.

## 2.3 Condiciones financieras internacionales muy favorables

### 2.3.1 Apetito por activos de economías emergentes en los mercados financieros globales

Las condiciones financieras globales siguen siendo muy favorables, observándose una menor volatilidad durante el tercer trimestre, tras la incertidumbre transitoria asociada al *Brexit*. Desde el anterior IPOM los mercados internacionales marcaron una tendencia general positiva y un mayor apetito global por los activos financieros de las economías emergentes. Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas continúan implementando medidas de estímulo, con un sesgo expansivo en Europa y Japón, al tiempo que en los Estados Unidos los incrementos en las tasas de política monetaria se darían en forma muy gradual. En este contexto, se observó una recuperación generalizada de los precios de los activos, lo que se reflejó en los mayores índices bursátiles —que alcanzaron niveles récord en los Estados Unidos—. Por su parte, los rendimientos de los títulos públicos de largo plazo de estas economías desarrolladas tendieron a ampliarse en los últimos meses, si bien aún se mantienen en torno a los niveles mínimos históricos (ver Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Índices bursátiles y rendimiento de deuda soberana a 10 años

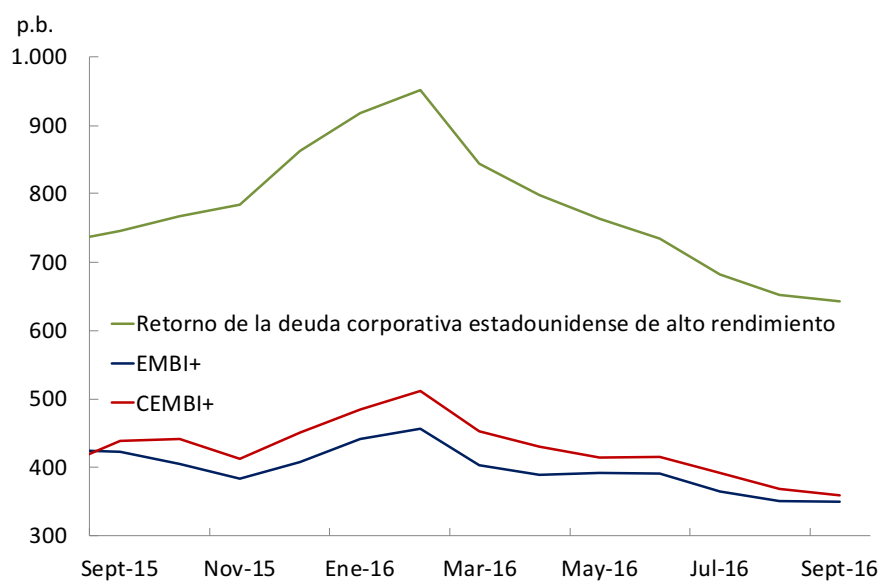


La favorable evolución que marcan los precios de los activos financieros en las economías avanzadas no exhibe un correlato con el desempeño de la economía real, caracterizado por bajos niveles de inversión y limitados incrementos de la productividad. Sobre esta dinámica, influyeron las políticas monetarias excepcionalmente expansivas que se observaron con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2008-2009.

En este marco, desde mayo de 2016 el dólar estadounidense se apreció en términos multilaterales, aunque sin retornar a los valores de inicios de año. En agosto volvió a depreciarse, especialmente contra el yen. Más recientemente, a principios de octubre se observaba una apreciación contra la libra, al reavivarse la incertidumbre con respecto a la implementación del *Brexit*.

En este escenario de significativos flujos de capitales hacia las economías emergentes, con bajas tasas de interés globales, aumentaron los precios de las acciones y volvió a reducirse el costo de financiamiento externo para estos países. Esta evolución se evidenció claramente en la contracción de los retornos sobre la deuda corporativa de alto rendimiento de los Estados Unidos —activo que suele utilizarse para comparar la deuda de las economías en desarrollo— y de las primas de riesgo de las deudas corporativas y soberanas emergentes (EMBI+ y CEMBI+<sup>9</sup>; ver Gráfico 2.14). Los ingresos de capitales no implicaron modificaciones generalizadas sobre las principales monedas emergentes, las cuales se mantuvieron relativamente estables respecto del dólar en el trimestre.

**Gráfico 2.14 | Riesgo percibido, deuda corporativa de alto rendimiento de los Estados Unidos y prima de riesgo de deuda soberana de emergentes**



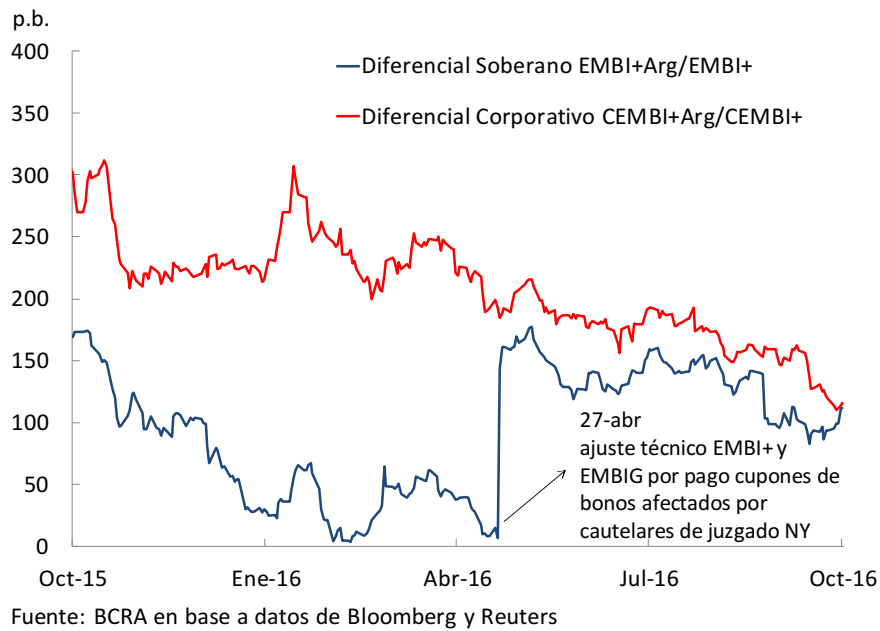
Fuente: Bloomberg

### 2.3.2 Argentina mejora su perfil financiero

En el tercer trimestre del año siguió reduciéndose el costo de financiamiento externo tanto corporativo como soberano para la Argentina. La sobretasa exigida para instrumentos argentinos respecto de los de otros emergentes continuó cayendo tanto en términos absolutos como en relación al agregado de los emergentes (ver Gráfico 2.15).

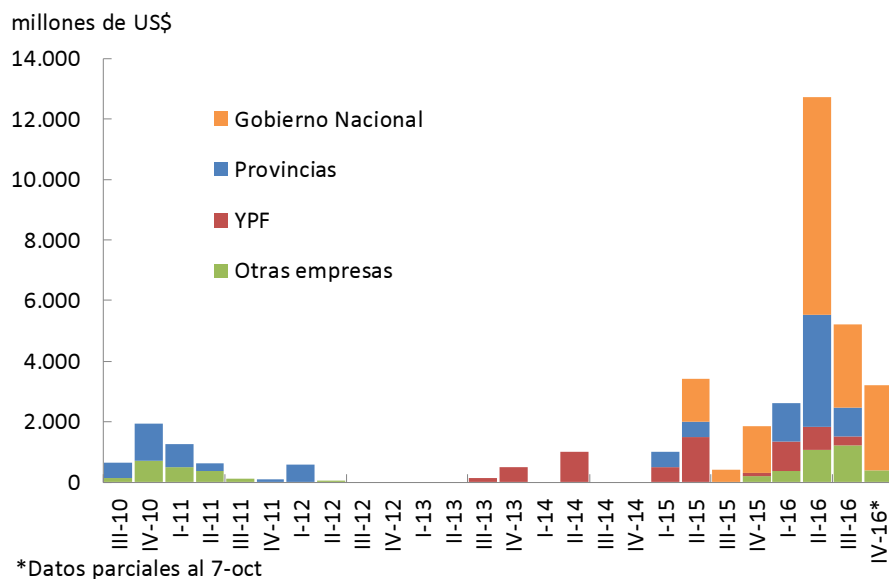
<sup>9</sup> Emerging Market Bond Index y Corporate Emerging Market Bond Index

**Gráfico 2.15 | Prima de riesgo para deuda argentina relativa a otros países emergentes**



Las mejores condiciones de acceso a los mercados internacionales se reflejaron en la evolución de las colocaciones corporativas y soberanas en el exterior: en los primeros nueve meses del año el monto de emisiones se constituyó en un máximo de al menos los últimos 10 años (ver Gráfico 2.16<sup>10</sup>). Cabe señalar que más allá de los mayores montos involucrados, se observaron mejoras en los perfiles de vencimiento, con menores tasas y alargamiento de plazos.

**Gráfico 2.16 | Deuda soberana y corporativa emitida en mercados internacionales**



<sup>10</sup> Excluye operaciones por canjes directos y refinanciaciones 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.

Entre las provincias las emisiones de bonos en el exterior durante el tercer trimestre se realizaron por volúmenes mucho más acotados que los registrados en mayo-junio. En lo que va del año se colocaron más de US\$6.000 millones, a un plazo promedio ponderado superior a los 8 años, con una mejora en las condiciones financieras de las operaciones (extensión en los plazos y recorte en los rendimientos; ver Cuadro 2.3).

**Cuadro 2.3 | Colocaciones de provincias en los mercados internacionales\* en los últimos 7 años**

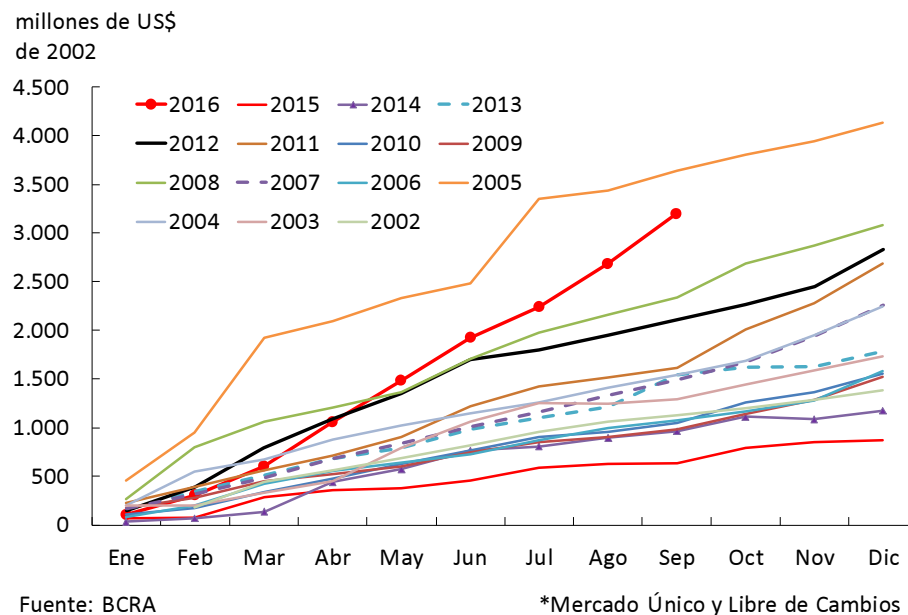
Fecha colocación	Distrito	Monto (millones de US\$)	Vida promedio (años)	Rendimiento de colocación (%)
1-Mar-10	Ciudad Autónoma de Buenos Aires	475	5	12,50
17-Ago-10	Córdoba	400	7	12,38
5-Oct-10	Provincia de Buenos Aires	550	5	12,00
5-Oct-10	Provincia de Buenos Aires	250	5	10,88
5-Oct-10	Provincia de Buenos Aires	250	5	11,50
21-Oct-10	Córdoba	196	7	11,72
26-Ene-11	Provincia de Buenos Aires	750	9	11,25
26-Abr-11	Neuquén	260	6	8,00
1-Mar-12	Ciudad Autónoma de Buenos Aires	415	5	9,95
16-Mar-12	Salta	185	6	9,50
11-Feb-15	Ciudad Autónoma de Buenos Aires	500	5	8,95
2-Jun-15	Provincia de Buenos Aires	500	6	10,25
9-Mar-16	Provincia de Buenos Aires	1.250	6	9,38
5-May-16	Neuquén	235	8	8,63
12-May-16	Mendoza	500	7	8,63
25-May-16	Ciudad Autónoma de Buenos Aires	890	10	7,62
8-Jun-16	Provincia de Buenos Aires	500	3	5,75
8-Jun-16	Provincia de Buenos Aires	500	10	7,79
3-Jun-16	Córdoba	725	5	7,13
30-Jun-16	Salta	300	7	9,13
18-May-16	Chubut	50	6	8,88
19-Jul-16	Chubut	650	8	7,75
10-Ago-16	Chaco	250	7	9,50
19-Ago-16	Salta	50	7	7,75
14-Oct-16	Provincia de Buenos Aires	250	3	4,50
14-Oct-16	Provincia de Buenos Aires	500	10	7,38

(\*) excluye operaciones de canje

Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias

En el caso de las empresas, en julio hubo diversas transacciones básicamente para mejorar el perfil financiero del endeudamiento y posteriormente el ritmo de colocaciones se apaciguó. En lo que va del año las empresas llevan colocados bonos por más de US\$5.000 millones, a un plazo promedio ponderado cercano a los 5,5 años.

El ingreso de capitales también se reflejó en un incremento de la liquidación de ingresos de inversiones extranjeras en el país con respecto a los últimos 14 años de acuerdo a los datos del Mercado Único y Libre de Cambios. La inversión extranjera (tanto de cartera como directa) acumulada en el período enero-septiembre medida en dólares constantes se ubicó entre los registros absolutos más elevados desde el inicio de la serie en febrero de 2002 (ver Gráfico 2.17).

**Gráfico 2.17 | Ingresos de inversión extranjera (acum. en el año; MULC\*)**

Si se mantiene el contexto de bajas tasas de interés en los mercados internacionales y a medida que se avance en el ordenamiento del contexto macroeconómico local continuará facilitándose el acceso al financiamiento externo para las firmas residentes de gran tamaño. De esta forma, se liberarán recursos para otras empresas en el mercado doméstico. A mediano plazo, podría verificarse el efecto adicional de factores técnicos que alentarían la demanda de activos locales de renta fija (por un incremento en la ponderación de los instrumentos argentinos en índices como el EMBI+ o el EMBIG) y de acciones (si Argentina vuelve a ser considerada como economía emergente para el MSCI<sup>11</sup> *Emerging Markets Index*).

## 2.4 Perspectivas favorables del contexto internacional para la Argentina

La incipiente recuperación del crecimiento de los socios comerciales —especialmente en Brasil— y las extraordinarias condiciones de financiamiento externo constituyen los principales factores positivos del contexto internacional para la Argentina.

Entre los principales riesgos del escenario internacional se contempla un eventual agotamiento del efecto desinflacionario global sobre las manufacturas que podría restar impulso a la reciente evolución favorable de los términos de intercambio. Además, la posibilidad de cambios en las expectativas con respecto a las acciones de política monetaria en las economías desarrolladas (por ejemplo, la probabilidad de nuevas subas en las tasas de interés por parte de la Fed) podría influir sobre los flujos de capitales hacia los países en desarrollo. Asimismo, una potencial mayor desaceleración de la actividad en China y la evolución de la situación en Brasil resultarán críticas para las perspectivas de Argentina. El contexto de bajo crecimiento económico global, con baja inversión y acotado aumento de la productividad plantean un escenario aún más desafiante. Estos riesgos se suman a los elevados niveles de endeudamiento público y privado de las economías avanzadas (en especial en Europa) y de muchas de las emergentes (destacándose el caso de China) y seguirán planteando significativos desafíos para la estabilidad financiera global a mediano plazo. En el caso particular de la zona del euro, además persisten dudas sobre la solvencia de algunos bancos europeos. Por último, no se descarta que eventuales correcciones en los precios de los activos conduzcan a nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que, dependiendo de su intensidad y duración, podrían modificar el apetito de los inversores internacionales por los activos de los países emergentes.

<sup>11</sup> Morgan Stanley Capital International

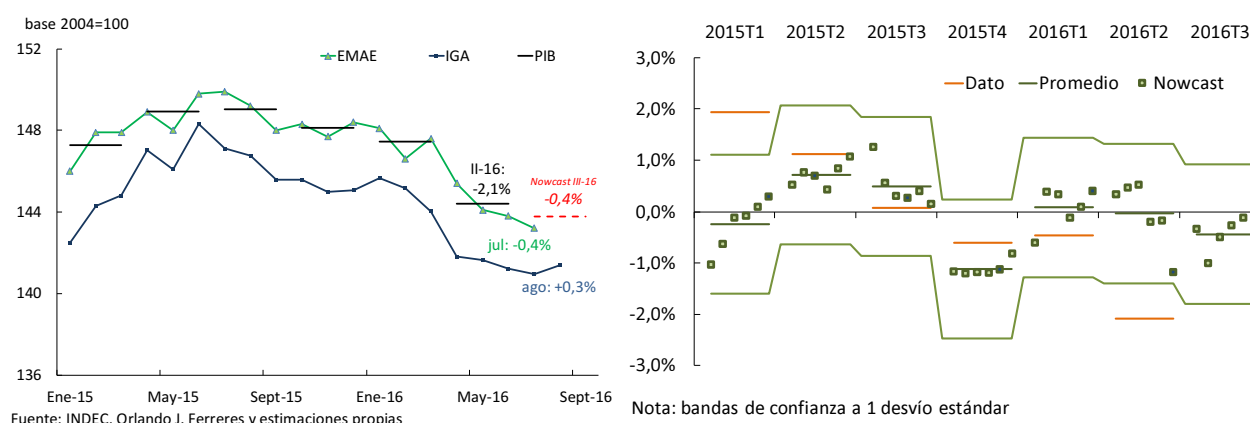
### 3. Actividad económica

Durante el tercer trimestre surgieron las primeras señales de que la recesión iniciada en agosto de 2015 estaría llegando a su fin y aumentan las posibilidades de que antes de fin de año la economía empiece a crecer. El proceso de desinflación observado en los últimos meses contribuyó al entorno macroeconómico más favorable que configuraron la unificación cambiaria, la eliminación de trabas al comercio exterior y de derechos de exportación, la apertura de la cuenta capital y la normalización de las relaciones financieras con el mundo. En este contexto, sectores que lideran el ciclo económico, como la industria y la construcción, mostraron sus primeros indicios de reactivación. Las mejoras se acentuarían en los próximos meses en aquellas actividades industriales orientadas al mercado externo, a partir de la mayor demanda brasilera prevista. El consumo de los hogares también evidenció una incipiente recuperación. El compromiso de consolidar el proceso de desinflación, a partir de la entrada en vigencia del esquema de metas de inflación, refuerza las condiciones necesarias para una pronta recuperación de la economía.

#### 3.1 Aunque la recesión continúa, aumentan las posibilidades de que concluya antes de fin de año

Desde agosto de 2015 la economía argentina transita por una etapa recesiva, según datos del EMAE. En el segundo trimestre, los datos del INDEC mostraron una contracción del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,1% s.e., mayor a la anticipada en el último IPOM<sup>12</sup>. Para el tercer trimestre, los resultados de la predicción contemporánea del BCRA (*Nowcast*)<sup>13</sup> al 14 de octubre anticipan una nueva contracción de la actividad (-0,4% s.e.)<sup>14</sup>. En igual sentido, el Indicador General de Actividad (IGA) de Orlando J. Ferreres acumuló en el promedio de julio y agosto un menor nivel de actividad que en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.1).

**Gráfico 3.1 | Crecimiento económico**



<sup>12</sup> En la publicación del IPOM de julio se incluyó la quinta Predicción contemporánea del II-16 (última información disponible en ese momento) que proyectaba una caída de la actividad económica trimestral s.e. de -0,1%. La sexta y última predicción contemporánea del BCRA de la actividad económica indicó para ese periodo una caída de -1,2% s.e. El valor finalmente publicado por el INDEC de -2,1% estuvo alejado de nuestra predicción, así como de otras proyecciones del mercado.

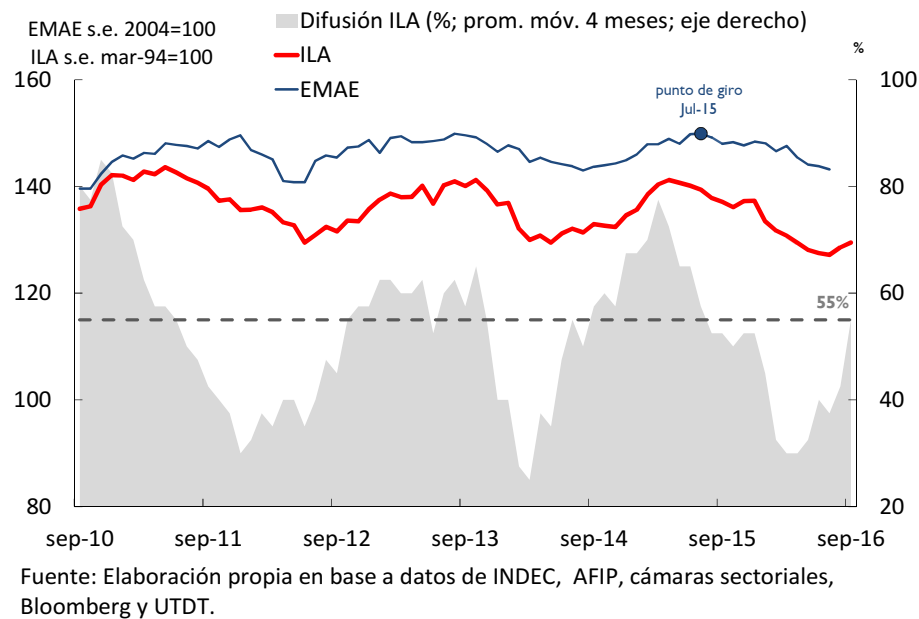
<sup>13</sup> Ver Metodología ([http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Investigaciones/WP\\_69\\_2015e.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Investigaciones/WP_69_2015e.pdf)) y apartado 3 / *Nowcast* de actividad económica en el BCRA, en el Informe de Política Monetaria de Julio de 2016.

<sup>14</sup> La quinta predicción correspondiente al III-16, con información al 14 de octubre, indica una caída de la producción de bienes y servicios en el tercer trimestre de 2016 de 0,1% desestacionalizado, de -0,44% considerando el promedio de las cinco predicciones contemporáneas disponibles para III-16.



En los últimos meses, sin embargo, aparecieron algunas señales de que se estaría alcanzando un piso. El Indicador Líder de la Actividad (ILA)<sup>15</sup> elaborado por el BCRA, muestra algunos resultados auspiciosos: en agosto y septiembre el ILA registró variaciones mensuales positivas, tras varios meses de bajas ininterrumpidas, atenuándose la profundidad de su caída. Además, el porcentaje de componentes del ILA con variaciones mensuales positivas —es decir, la difusión— mejoró considerablemente ubicándose en 52,5% en los últimos 4 meses (ver Gráfico 3.2). Si bien estos resultados aún no son suficientes para anticipar la salida de la recesión, constituyen una buena señal que podría reforzarse en los próximos meses.

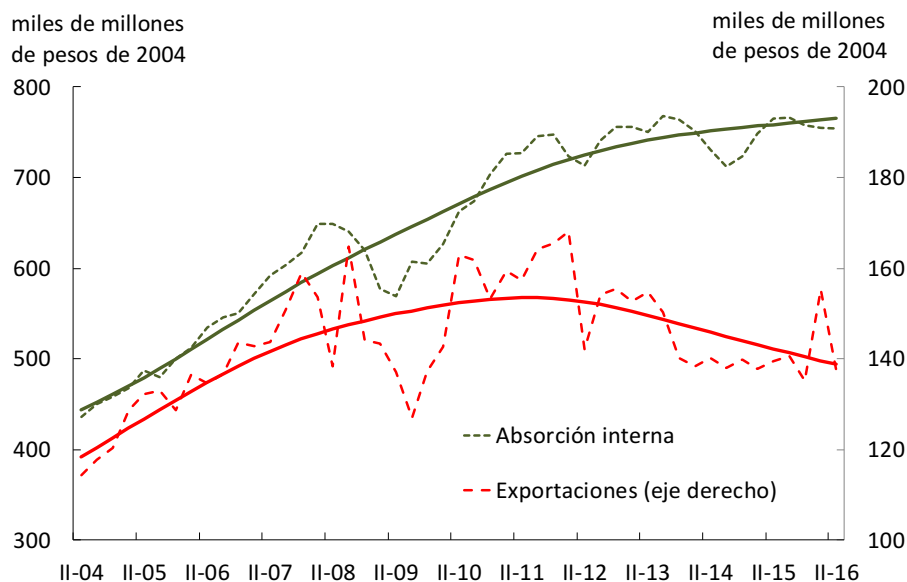
**Gráfico 3.2 | Indicador Líder (ILA) y Actividad Económica (EMAE)**



### 3.1.1 El ciclo recesivo de la economía se moderó en el tercer trimestre del año

La recesión de la economía se profundizó en el segundo trimestre de 2016, pero se atenuó en el tercero. Tanto la demanda externa como la absorción interna —la inversión más el consumo público y privado— mostraron caídas en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.3), dinámica que no habría logrado revertirse en el promedio entre julio y septiembre.

<sup>15</sup> El ILA es un indicador mensual compuesto por 10 variables financieras, reales y de expectativas, construido con el objetivo de anticipar los cambios de fase del ciclo económico, desde una recesión a una expansión y viceversa. Este indicador permite evaluar la salida de la recesión analizando simultáneamente un conjunto de señales: las variaciones mensuales de los últimos 3 meses, el porcentaje de recuperación acumulado en los últimos 6 meses y la difusión de la mejora, es decir el número de componentes que suben como porcentaje del total. De esta manera, 3 incrementos mensuales consecutivos del ILA constituyen una señal temprana de la existencia de un punto de giro en la actividad, medida por el EMAE. Si, además, la magnitud de la recuperación del ILA en los últimos 6 meses —criterio de profundidad— supera un valor crítico y la recuperación se encuentra muy difundida entre las series que lo componen —criterio de difusión— se refuerza la señal de que el ILA habría alcanzado un mínimo. Los criterios utilizados para anticipar los puntos de giro han sido calibrados analizando el comportamiento de las series históricas del ILA y del EMAE intentando minimizar la emisión de falsas alertas.

**Gráfico 3.3 | Exportaciones y Absorción Interna. Tendencia-ciclo**

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Las exportaciones de bienes y servicios, que habían mostrado un crecimiento excepcional en el primer trimestre por la liquidación extraordinaria de los stocks sojeros, cayeron 12% s.e. en el segundo trimestre, ubicándose en niveles inferiores a los del mismo lapso de 2015<sup>16</sup>. En el tercer trimestre, las exportaciones volverían a contraerse según se infiere de la evolución de las cantidades exportadas de mercancías, que acumularon en el bimestre julio-agosto una caída de 1% s.e. respecto al segundo trimestre (ver Cuadro 3.1).

**Cuadro 3.1 | PIB trimestral y contribuciones por componentes de demanda**

Var. % trim. desestacionalizadas	I-16	contr. p.p.	II-16	contr. p.p.
<b>PIB</b>	<b>-0,5</b>		<b>-2,1</b>	
Consumo privado	0,8	0,6	0,4	0,3
Consumo público	-0,2	-0,0	-1,5	-0,2
IBIF	-4,2	-0,8	-1,0	-0,2
Exportaciones	14,8	2,8	-11,9	-2,6
Importaciones	4,0	-1,0	0,9	-0,2
Discrepancia estad. y var. de stocks		-2,0		0,9

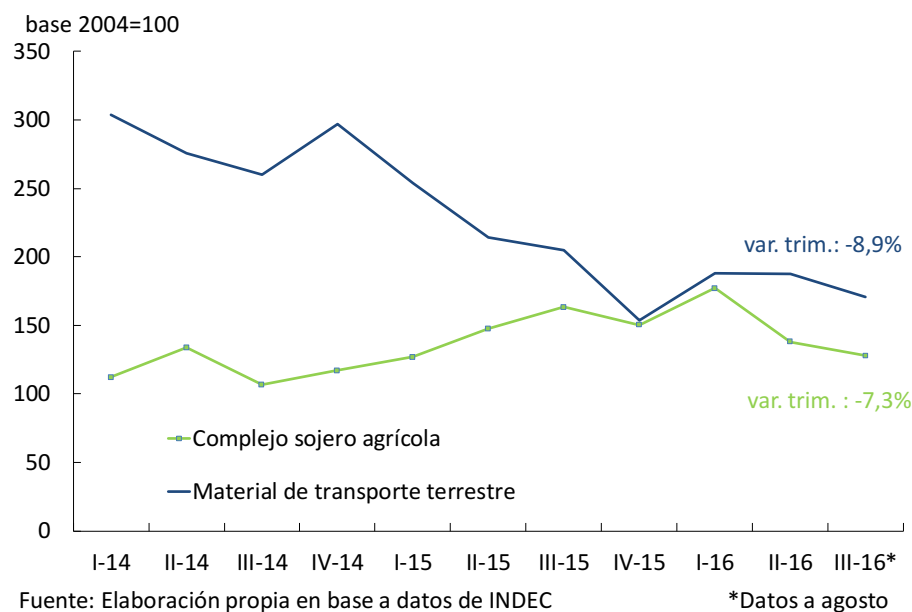
Fuente: INDEC

Entre los factores que debilitaron la demanda externa y, consecuentemente, a los sectores transables y servicios asociados como el transporte y el comercio, se encuentran el bajo dinamismo de nuestros socios comerciales y la caída en los precios de las materias primas agrícolas. La incidencia de Brasil, cuyo ciclo económico está altamente correlacionado con el nuestro al ser el principal socio comercial del país, fue particularmente

<sup>16</sup> La incidencia de la caída de las exportaciones de bienes y servicios en el PIB a precios de 2004 no sólo se explicó por la contracción de los niveles respecto al extraordinario primer trimestre, sino que también influyó una alta ponderación de las mismas. A precios corrientes las exportaciones de bienes y servicios representan 12,3% del PIB, pero a pasar a precios constantes su participación asciende 7,3 p.p.

relevante en la industria automotriz<sup>17</sup>. Este sector representó en los últimos 12 meses el 30% de las exportaciones de bienes manufacturados de origen industrial. Por su parte, el complejo sojero fue uno de los más afectados por las bajas cotizaciones internacionales. Las ventas externas de porotos, aceites y *pellets* de soja reunieron el 31% de las exportaciones totales de bienes en los últimos 12 meses<sup>18</sup> (ver Gráfico 3.4).

**Gráfico 3.4 | Cantidades exportadas desestacionalizadas**



Al interior de la demanda interna, el consumo público y la inversión mostraron comportamientos similares: se contrajeron durante el segundo trimestre y, aunque pudieron recuperarse en el margen, no impactarían significativamente en la evolución del PIB del tercer trimestre. El consumo público disminuyó 1,5% s.e. en el segundo trimestre aunque podría evidenciar cierta recuperación durante el tercer trimestre a partir de los mayores niveles de empleo público conocidos<sup>19</sup>. La inversión se contrajo 1% s.e. en el segundo trimestre, principalmente por la caída de la actividad de la construcción afectada por el récord de lluvias en el mes de abril<sup>20</sup>. Los indicadores adelantados disponibles no permiten estimar con claridad la evolución de la inversión en el tercer trimestre. Por un lado, la formación de equipo durable de producción se debilitó pero hay indicios de recuperación en la construcción (ver sección 3.1.2; ver Gráfico 3.5).

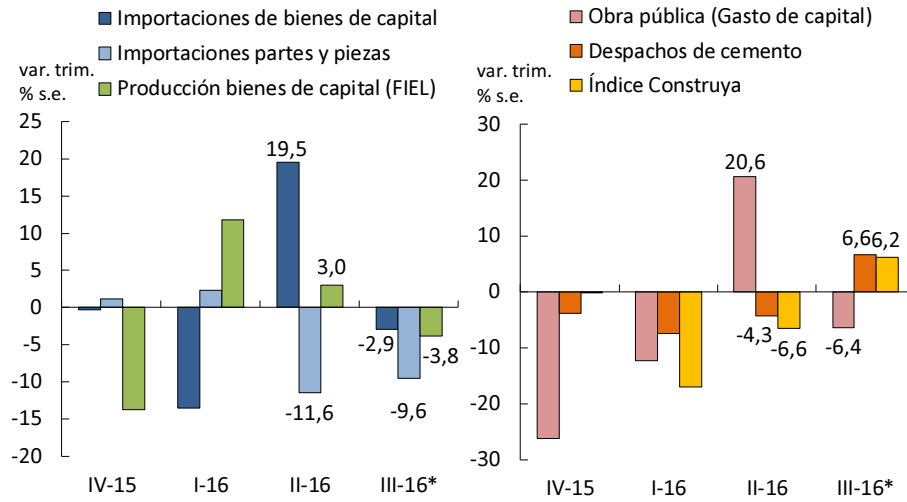
<sup>17</sup> Ver sección 2. Contexto internacional.

<sup>18</sup> En efecto, los informes de la Bolsa de Comercio de Rosario durante agosto y septiembre indicaron que los niveles actuales de precios llevaron a los productores a retener grano a la espera de una recuperación de los precios. Por su parte, la industrialización del poroto se redujo por la caída de los márgenes de rentabilidad (ver Informativo Semanal N° 1779. Bolsa de Comercio de Rosario). Asimismo, también hubo un efecto sustitución a favor de otros granos: la mejora relativa del precio interno del maíz (por la eliminación de 25% de retenciones) en relación a la soja (-5% de retenciones) incentivó las ventas del cereal en lugar de la oleaginosa.

<sup>19</sup> El consumo público refleja principalmente la evolución del empleo y el gasto real de bienes y servicios del sector público consolidado (nación, provincias y municipios). Respecto al empleo, la información recientemente publicada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social indicó que el empleo público alcanzó a 3,458 millones de personas en junio un nivel similar a diciembre 2015, con una tendencia creciente desde el mínimo de febrero. Con sólo mantenerse en ese nivel hasta septiembre significaría un aumento en el tercer trimestre. La información de la AFIP en base a SIPA señala que aumentaron los puestos de trabajo del sector público en julio y agosto.

<sup>20</sup> De acuerdo al Servicio Meteorológico Nacional, durante el mes de abril se registraron anomalías en varias zonas de país (centro, norte, región cuyana), con desvíos positivos del nivel de precipitación mensual con respecto a los valores medios de 1981-2010. Del mismo modo, fue récord la cantidad de días con lluvia, superando los 21 días en varias de las estaciones relevadas. <http://www.smn.gov.ar/serviciosclimaticos/clima/archivo/clim-abril16.pdf>

**Gráfico 3.5 | Indicadores de inversión. Series desestacionalizadas**



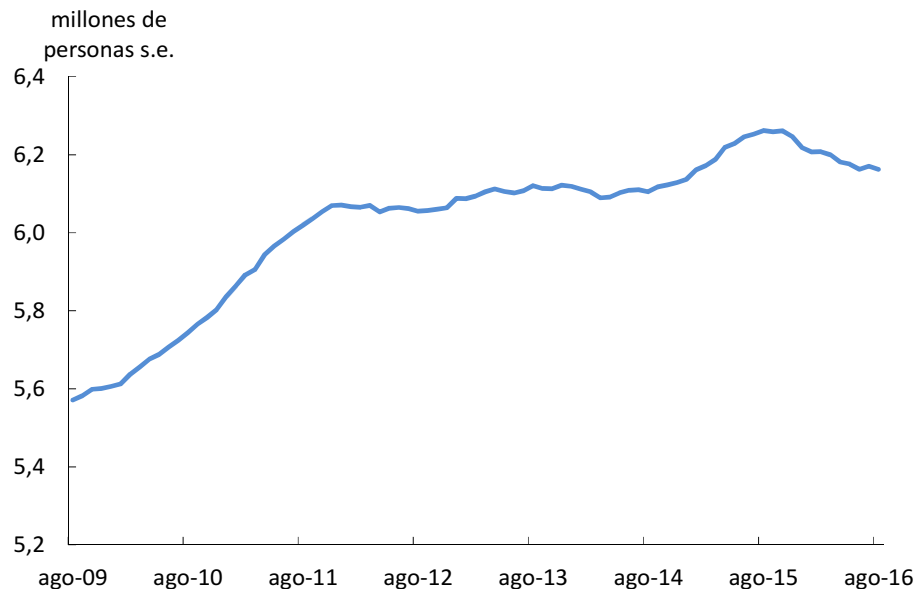
\*Obra pública, FIEL e importaciones datos a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, FIEL, Grupo Construya, AFCP, y Secretaría de Hacienda

El consumo de los hogares a precios de 2004 subió 0,4% s.e. en el segundo trimestre, a diferencia de lo anticipado en el anterior IPOM. Este crecimiento se explicó principalmente por la incidencia de las importaciones de bienes de consumo.

La debilidad de la demanda, interna y externa, llevó a los sectores a producir por debajo de su capacidad instalada y a reducir la ocupación laboral. La utilización de la capacidad instalada de la industria en el bimestre julio-agosto fue baja (62,8%) con algunos sectores produciendo a la mitad de sus posibilidades. Por su parte, los indicadores de empleo formal anticiparían una caída de los puestos en el sector privado en el tercer trimestre (ver apartado 3 / Salarios e inflación; ver Gráfico 3.6).

**Gráfico 3.6 | Nivel de empleo privado registrado**

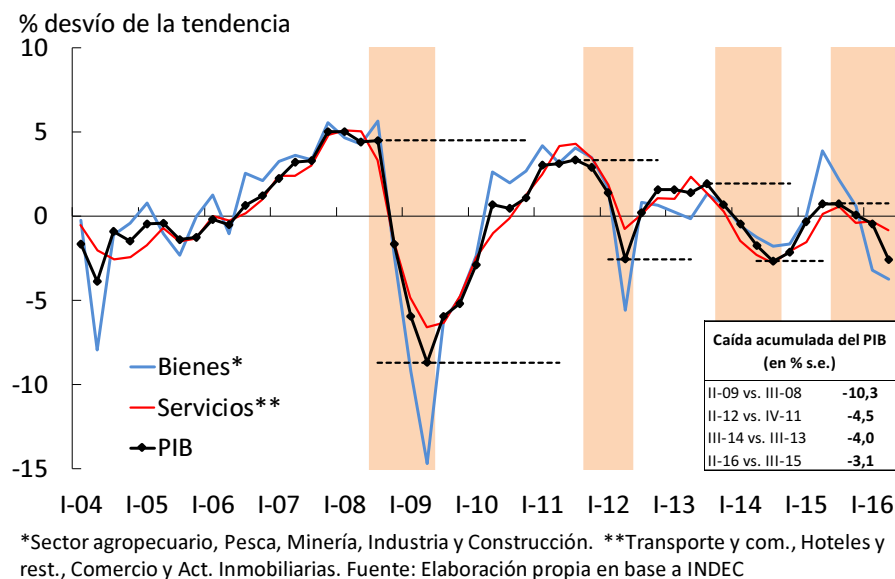


Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y AFIP

### 3.1.2 Surgen indicios de que la economía alcanzó un mínimo pudiendo recuperarse antes de fin de año

La industria y la construcción, mostraron una incipiente recuperación en los últimos meses que incidió en el desempeño de los principales servicios, como transporte y comercio. Estos sectores productivos, representan el 76% de la actividad y son los principales responsables de los vaivenes del ciclo económico<sup>21</sup> (ver Gráfico 3.7).

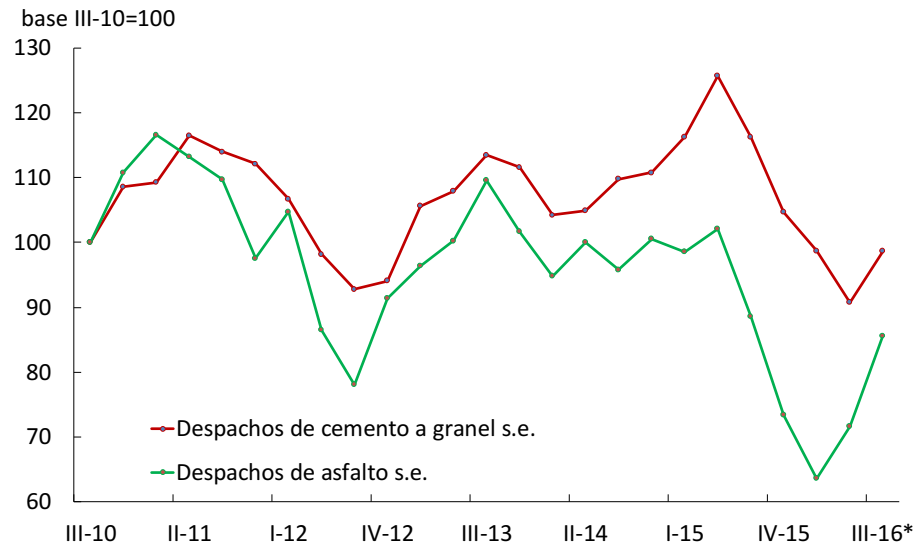
**Gráfico 3.7 | Componente cíclico del PIB desagregado por sectores**



Los indicadores adelantados de la construcción preanuncian una recuperación de la actividad del sector en el tercer trimestre. Los despachos de cemento y el Índice Construya acumularon entre julio y septiembre un crecimiento superior al 6% s.e. respecto del trimestre anterior. Por su parte, el crecimiento de los despachos de asfalto (+19,5% s.e.) y de cemento a granel (+8,7% s.e.) en el período julio-agosto respecto al segundo trimestre sugiere una recuperación de la obra pública, en línea con lo anticipado en el IPOM de julio. Esta dinámica aún no se reflejó en los gastos de capital del sector público nacional (ver Gráfico 3.5 y Gráfico 3.8).

<sup>21</sup> En este grupo se encuentra la producción de la mayoría de los bienes y la provisión de algunos servicios: comercio, transporte, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y los hoteles y restaurantes. Otros sectores de oferta no presentan una dinámica cíclica o muestran más bien un desempeño más independiente, como salud, educación, producción de electricidad, gas y agua, entre otros. El sector de intermediación financiera —que refleja principalmente el valor agregado por los bancos, compañías de seguro y financieras— si bien tiene un comportamiento cíclico, se encuentra en cierta medida desincronizado del PIB.

**Gráfico 3.8 | Despachos de cemento a granel y asfalto**

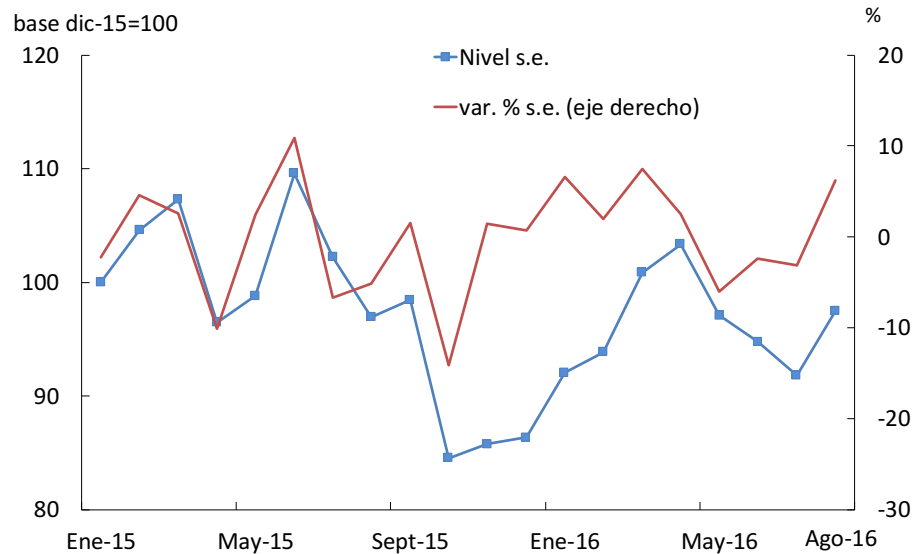


\*Datos a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de AFCP y Secretaría de Energía

A las señales positivas de la construcción se suman algunos indicadores favorables respecto a la adquisición de equipo durable de producción, dejando perspectivas alentadoras para la inversión en el cuarto trimestre. En primer lugar, las importaciones de bienes de capital y de partes y piezas crecieron 16,7% s.e. y 21% s.e. en agosto en relación a julio. En segundo lugar, la producción nacional de bienes de capital, de acuerdo a FIEL, se incrementó 6,2% s.e. en el mismo lapso (ver Gráfico 3.9). Por último, la producción de maquinaria agrícola mostró un sostenido crecimiento en el año, reflejo del impacto de las políticas que favorecieron al sector: según la información de ADIMRA, tras exhibir una suba de 7% i.a. en el primer semestre del año, registró un incremento de 16% i.a. en julio.

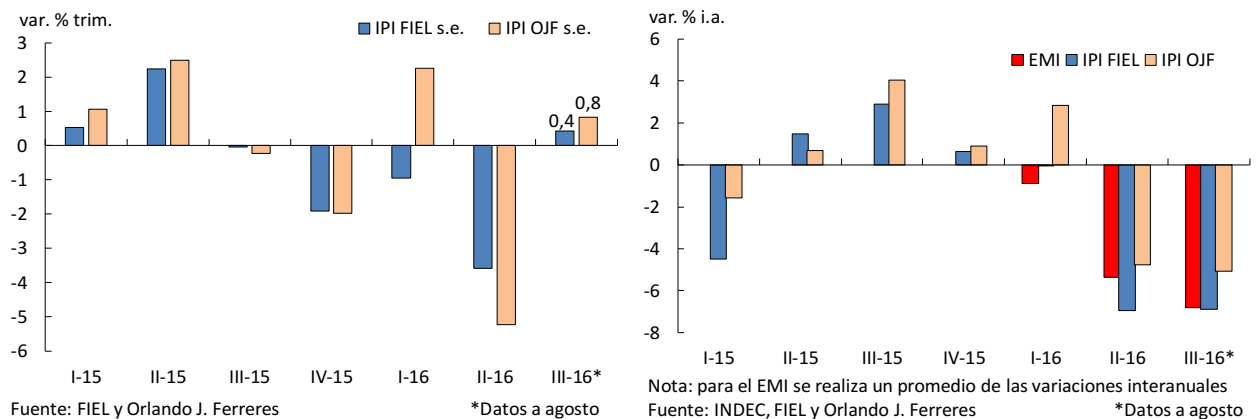
**Gráfico 3.9 | Producción de bienes de capital**



Fuente: Elaboración propia en base a FIEL

Distintos indicadores señalan también para la industria una mejora en el tercer trimestre. Las estimaciones de FIEL indican que la actividad industrial se expandió en promedio entre julio y agosto 0,4% s.e. respecto al segundo trimestre. Según el indicador de Orlando J. Ferreres, el incremento habría sido de 0,8% entre iguales períodos (ver Gráfico 3.10). Asimismo, la difusión del crecimiento mejoró: mientras que en el segundo trimestre todas las ramas industriales relevadas por FIEL se contraían respecto al período anterior, en el tercer trimestre la mitad mostró una expansión en sus niveles de producción.

**Gráfico 3.10 Indicadores de industria**

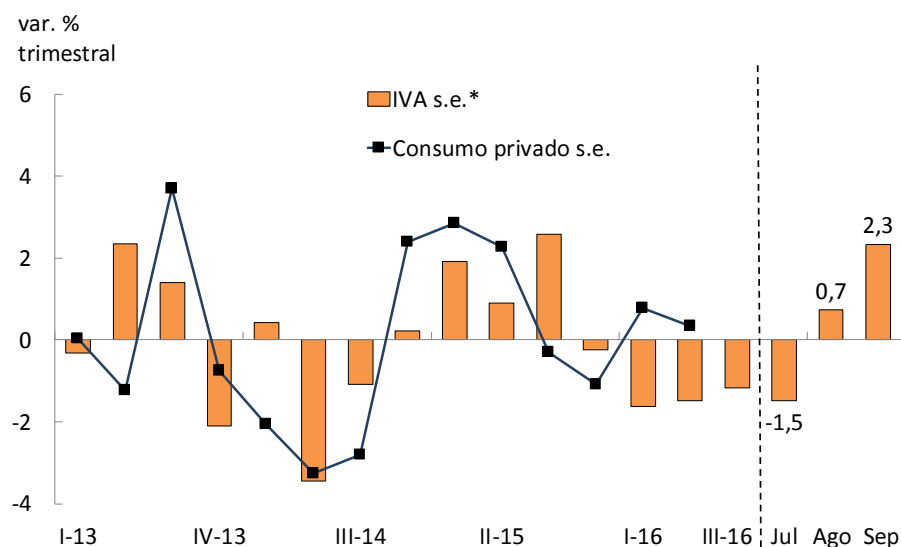


Los resultados de la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC)<sup>22</sup> mostrarían otra faceta de la incipiente reactivación de los sectores productivos. Los datos reflejaron un tercer trimestre mejor al que los bancos esperaban: enfrentaron una mayor demanda de crédito, mientras mostraron un leve sesgo a la flexibilización de los estándares de aprobación y condiciones crediticias. Este comportamiento se verificó tanto en el financiamiento a familias como a empresas. Para el cuarto trimestre, el mismo relevamiento indica que a nivel agregado el sistema financiero espera que la demanda de crédito vuelva a crecer a la vez que mostraría una nueva flexibilización de los estándares de aprobación a aplicar.

Finalmente, el consumo privado habría crecido en el tercer trimestre, favorecido por la desaceleración de la inflación. Las ventas minoristas según la Confederación Argentina de Mediana Empresa (CAME) se mantuvieron en el promedio de julio a septiembre en el mismo nivel de ventas del segundo trimestre, en términos desestacionalizados. La recaudación del IVA en términos reales subió 1,5% en el promedio mensual agosto-septiembre. Del mismo modo, las ventas en supermercados, de cobertura nacional, experimentaron una suba en términos reales de 1,1% s.e. en julio (último dato disponible) en relación al nivel del segundo trimestre. Si bien las ventas en shoppings en CABA en términos reales mostraron un nivel en julio por debajo del promedio del segundo trimestre, crecieron respecto de junio en 1,2% s.e. (ver Gráfico 3.11).

<sup>22</sup> El relevamiento fue realizado entre el 16 de septiembre y el 6 de octubre de 2016. La ECC es un relevamiento trimestral de tipo cualitativo que realiza el BCRA entre los bancos con el objetivo de recabar información adicional sobre el comportamiento y las tendencias observadas en el mercado de crédito bancario, tanto de la oferta como de la demanda que enfrentan. Se contempla el desempeño del crédito a las empresas y a los hogares, haciendo foco en los cambios observados en el trimestre en curso respecto al período inmediato anterior, así como en aquellos esperados durante los próximos tres meses. Para mayor información ver: [http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta\\_de\\_condiciones\\_crediticias.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp).

Gráfico 3.11 | Evolución del consumo privado



\*IVA corresponde al IVA bruto (IVA DGI+IVA DGA), deflactado por IPC Nacional.

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

### 3.2 Perspectivas

El reordenamiento económico que significó la normalización cambiaria, la eliminación de restricciones al comercio exterior y de derechos de exportación, la apertura de la cuenta capital y el restablecimiento de las relaciones financieras con el mundo, sentó las bases para impulsar el aumento de la productividad, la inversión y las exportaciones.

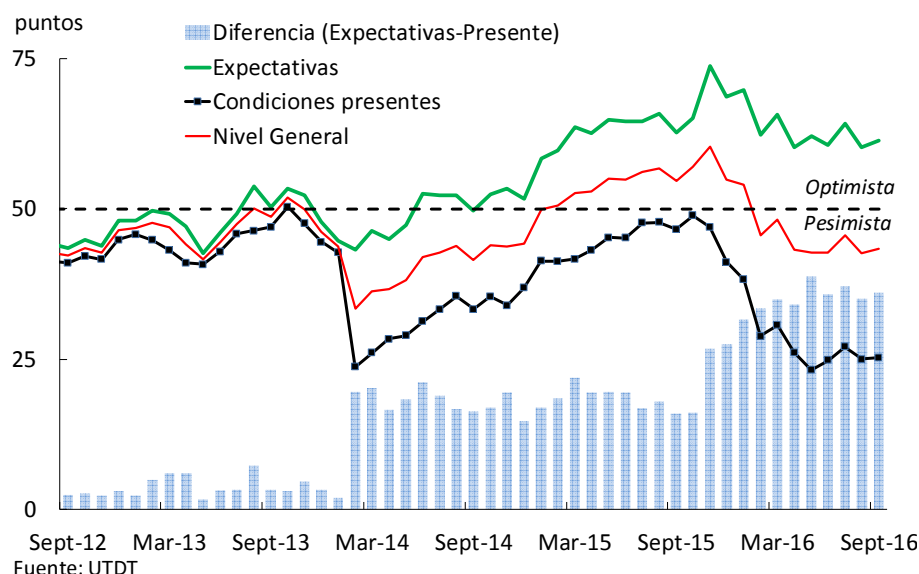
La expectativa de una mayor demanda tanto interna como externa estimularía a los sectores productivos de la economía. La consolidación del proceso de desinflación en curso a partir de la adopción formal del régimen de las metas de inflación (ver apartado 7 / Aspectos operativos del régimen de Metas de Inflación), afianzará la recuperación de la economía (ver apartado 1 / Inflación y crecimiento).

Los sectores transables se beneficiarían con la recuperación de nuestros socios comerciales, principalmente Brasil. El resto de los sectores se favorecería con la mejora de los ingresos reales a partir de las menores tasas de inflación<sup>23</sup>. El indicador de la confianza del consumidor elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella muestra que los hogares comparten esta visión, manifestando expectativas optimistas respecto a la situación personal dentro de un año y la situación macroeconómica con un horizonte de hasta 3 años (ver Gráfico 3.12).

<sup>23</sup> El impuesto inflacionario representa un quinto del ingreso de una familia del decil de menores ingresos. Ver Capello, M., Grión, N. y Degiovanni, P. (2015): "El impuesto inflacionario compensa el beneficio que reciben las familias por el gasto en subsidios económicos". Monitor Fiscal, año 10, N° 25, Fundación Mediterránea.

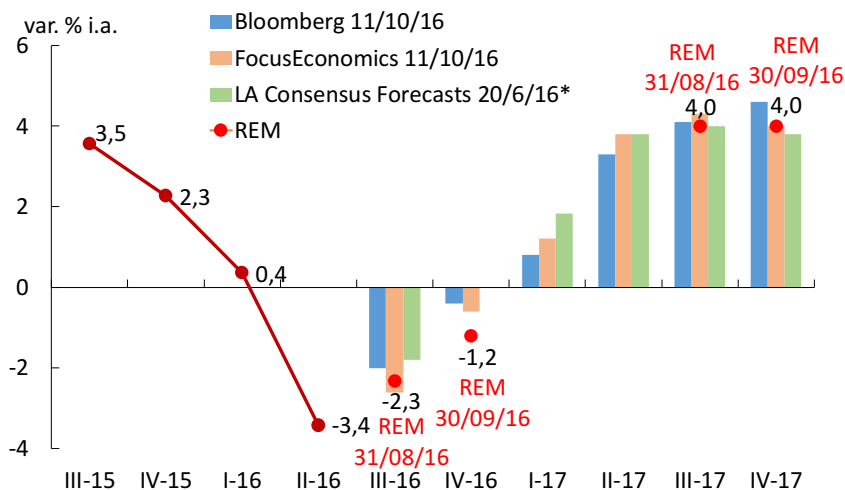


**Gráfico 3.12 | Índice de confianza al consumidor**



Entre los analistas de mercado predominan las expectativas de recuperación de la economía argentina a partir de fines de 2016. Según el Relevamiento de Expectativas (REM) realizado por el BCRA a fines de septiembre, la economía se expandiría 3,2% en 2017, con una previsión aún mayor para el último trimestre de ese año: 4% i.a. (ver Gráfico 3.13).

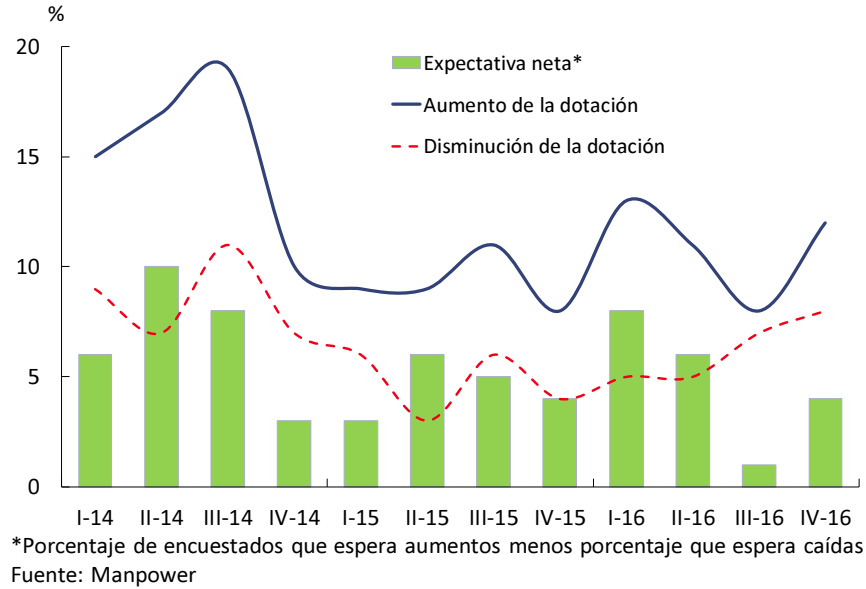
**Gráfico 3.13 | Expectativas de crecimiento**



\*Última actualización trimestral disponible  
 Fuente: REM, INDEC, Bloomberg, Latin Focus Consensus Forecast, Latin American Consensus Forecasts

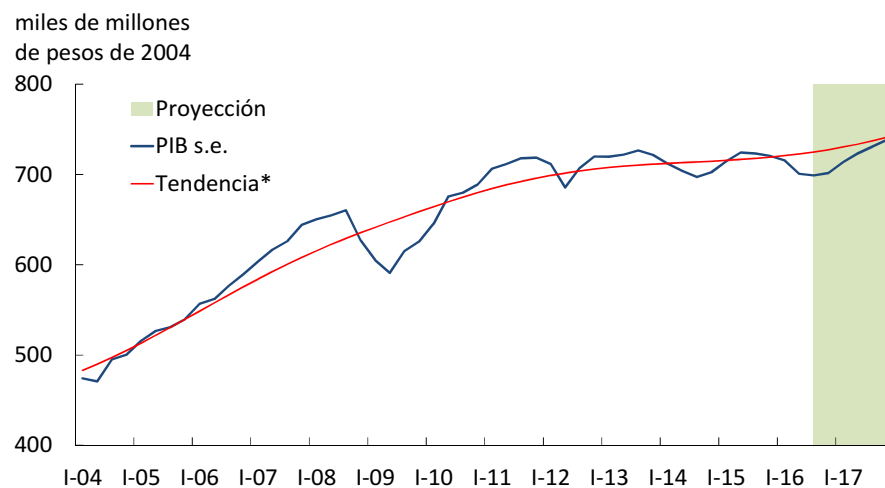
Estas perspectivas son compartidas por el sector empresario, que espera una recuperación del empleo en el cuarto trimestre del año. La Encuesta Manpower, realizada a más de 800 empleadores de todo el país, da cuenta de una expectativa neta positiva en la dotación de trabajadores, superior a la del trimestre previo (4% vs. 1%; ver Gráfico 3.14).

**Gráfico 3.14 | Expectativas de creación de empleo**



Finalmente, el BCRA espera que la recuperación de la actividad económica prevista no comprometa al proceso desinflacionario en curso a través de presiones de demanda, dados los aún elevados niveles de capacidad instalada ociosa y de desocupación. De acuerdo a las proyecciones de los analistas de mercado, el PIB se ubicaría por debajo de su nivel potencial en 2017 (ver Gráfico 3.15). A mediano plazo, las políticas orientadas a dinamizar la productividad y las inversiones permitirán ampliar la capacidad productiva de la economía e impulsar el crecimiento sin generar presiones inflacionarias.

**Gráfico 3.15 | Proyección brecha de producto**



\*La tendencia se estimó mediante el filtro HP Lambda=1600. Se proyectó el PIB para 2016 y 2017 según la mediana de las expectativas del REM y para 2018-2020 con el promedio de crecimiento esperado según Focus Economics.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, REM y LatinFocus.

## *Apartado 1 / Inflación y crecimiento de largo plazo*

Un aspecto en el que la disciplina económica parece haber alcanzado un amplio consenso es sobre los efectos positivos que la inflación baja tiene sobre el crecimiento económico de largo plazo. La discusión se encuentra enraizada en un arduo debate teórico, respecto a los efectos reales de largo plazo de la política monetaria sobre la tasa de inflación, originado hacia fines de la década del sesenta a partir de los trabajos de James Tobin (1965)<sup>24</sup> y Miguel Sidrauski (1967)<sup>25</sup>.

A lo largo de los últimos treinta años, la literatura empírica enfocada en estudiar los efectos de la inflación sobre el crecimiento se ha desarrollado extraordinariamente. Fischer (1993)<sup>26</sup> y De Gregorio (1993)<sup>27</sup> constituyen trabajos pioneros en encontrar una relación negativa, que fue posteriormente confirmada por Barro (1995, 1996)<sup>28</sup>. Más recientemente, numerosos estudios han encontrado que la inflación se vuelve perjudicial para el crecimiento cuando sobrepasa cierto nivel. Por ejemplo, Khan y Senhadji (2000)<sup>29</sup>, utilizando datos de 140 países para el período 1960-1998, encuentran que el nivel del umbral por encima del cual la inflación desacelera significativamente el crecimiento se ubica entre el 11% y 12% anual para las economías en desarrollo. Por su parte, Sepehri and Moshiri (2004)<sup>30</sup>, analizando economías con distintos niveles de ingreso, encuentran que los umbrales varían ampliamente, desde una inflación anual del 15% en los países de ingresos más bajos, siendo del 11% en los países de ingresos bajos y del 5% en los países de ingresos medios y altos.

### ***¿Por qué la inflación elevada es perjudicial para el crecimiento económico?***

El principal mecanismo por el que la inflación elevada afecta negativamente el crecimiento económico es a través de sus efectos distorsivos sobre las decisiones de ahorro e inversión. Esto se debe a que las mayores tasas de inflación vienen asociadas a una mayor incertidumbre de precios relativos, lo que dificulta a los individuos estimar con relativa precisión la evolución que tendrán en el mediano y largo plazo aquellos precios relevantes para los resultados de sus decisiones económicas. Una respuesta recurrente de los agentes económicos que se observa en economías expuestas a alta inflación es el acortamiento de los plazos de contratación. A modo de ejemplo, tomemos el caso de una empresa que está evaluando –en un hipotético contexto de inflación elevada– ampliar su planta. Si el nivel futuro del precio del bien que produce es incierto respecto a los precios futuros de sus insumos, tendrá asociada mucha incertidumbre sobre el retorno de la inversión. En otras palabras, el acortamiento de la estructura contractual asociado con tasas de inflación elevadas implica que muchas decisiones económicas que por su naturaleza implican plazos largos de maduración (típicamente la inversión), se vean desalentadas.

Del lado de las decisiones de ahorro, el efecto disruptivo de las tasas de inflación elevadas opera a través de la erosión de las reservas de valor. Aceleraciones en las tasas de inflación no contempladas en las tasas nominales contractuales de aquellos activos pagaderos de interés como los depósitos bancarios o los títulos públicos implica una pérdida del poder de compra de la riqueza del sector privado. Por otro lado, en el caso del mercado accionario, la mayor incertidumbre sobre la evolución de los precios relativos asociada con las tasas de inflación elevadas desalienta la demanda de acciones, y de esta manera el financiamiento disponible en tal mercado. Dado que la inflación reduce la eficiencia de las reservas de valor para preservar el poder de compra de la riqueza a lo largo del tiempo, una consecuencia que recurrentemente se ob-

<sup>24</sup> Sidrauski, M. (1967): "Inflation and Economic Growth", *Journal of Political Economy*, 75, 6, pp. 796-810.

<sup>25</sup> Tobin, J. (1965): "Money and Economic Growth", *Econometrica*, 33, 4, pp. 671-84.

<sup>26</sup> Fischer, S. (1979). "Capital Accumulation on the Transition Path in a Monetary Optimizing Model", *Econometrica*, 47, 6, pp. 1433-1439.

<sup>27</sup> De Gregorio, J. (1993). "Inflation, Taxation, and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, 31, 3, pp. 271-298.

<sup>28</sup> Barro, R. J. (1995). "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Quarterly Bulletin* 35, pp. 166-176. Barro, R. J. (1996). "Inflation and Growth", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 78, pp. 153-169.

<sup>29</sup> Khan, M. S. and Senhadji, A. S. (2000). "Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth", *IMF Working Paper* 00/110.

<sup>30</sup> Sepehri, A. and Moshiri, S. (2004). "Inflation-Growth Profiles Across Countries: Evidence from Developing and Developed Countries," *International Review of Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 18, 2, pp. 191-207.

serva en economías expuestas a inflación elevada es la búsqueda de reservas de valor por fuera del sistema financiero, como los activos externos y los inmuebles, como así también una caída en su tasa de ahorro. Ambos comportamientos tienen como corolario una reducción en la intermediación financiera. En otras palabras, economías con alta inflación presentan sistemas financieros pequeños.

### ***¿Qué muestra la experiencia de aquellas economías que lograron una desinflación exitosa?***

La evidencia que se presenta a continuación corresponde al desempeño en términos de crecimiento e inversión de aquellas economías que en el período 1980-2015 han logrado procesos de desinflación exitosos a partir de inflaciones moderadamente altas. La muestra está compuesta por economías que cumplen las siguientes condiciones:

- Han tenido al menos una década con una tasa de inflación promedio superior al 10%, pero sin experimentar ningún año con inflación superior al 50% (los denominaremos procesos de inflación moderadamente alta).
- Han sido exitosas en desinflacionar, entendiéndose por ello que una vez lograda una inflación inferior al 10 %, han logrado mantenerse por debajo de este nivel.

Se identifican para el análisis dos momentos relevantes para cada una de las economías consideradas. El primero, el año en que lograron reducir la inflación por debajo del 20%. El segundo, el año en que lograron reducirla por debajo del 10%. Condicional a tales requisitos, la muestra total identificada consta de 18 economías<sup>31</sup>, mientras que la sub-muestra de países que experimentaron inflaciones superiores al 20% se compone de 13 economías<sup>32</sup>. Nótese que la muestra seleccionada no considera economías que durante el período considerado hayan experimentado procesos de alta inflación e hiperinflación, como en los casos de Argentina, Brasil, Israel, México y Perú. El objetivo es describir los efectos de la reducción de la inflación en experiencias menos disruptivas.

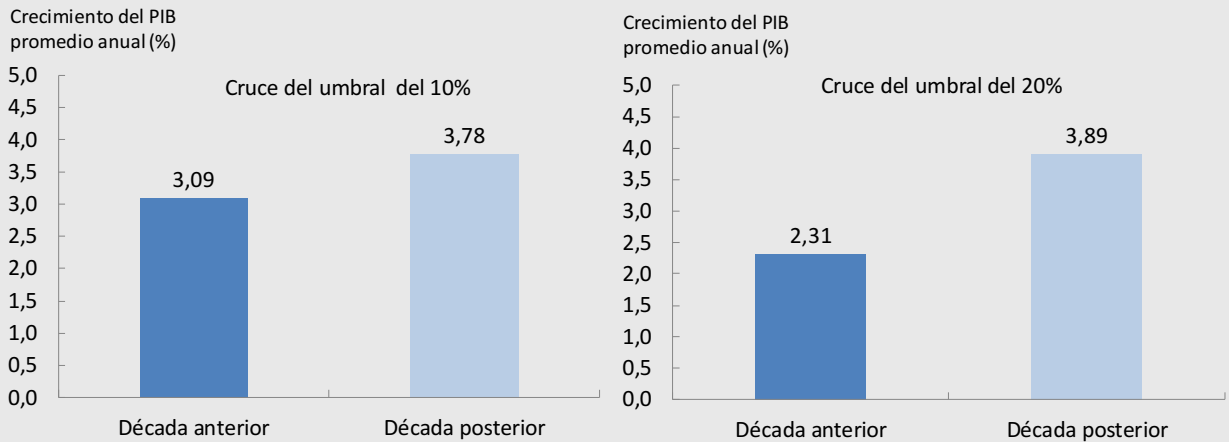
Los resultados obtenidos son los siguientes:

#### **1. Relación entre inflación y crecimiento**

- a. El 61% de las economías que perforaron el piso del 10% de inflación vieron incrementar el crecimiento promedio de su producto durante la década que siguió al año del quiebre, respecto a la década inmediatamente anterior. Mientras que el crecimiento promedio de las 18 economías en la década previa fue del 3,09%, durante la década posterior alcanzó el 3,78%.
- b. Las economías que experimentaron inflación más alta, evidenciaron una ganancia en términos de crecimiento aún mayor por desacelerar su inflación y alcanzar niveles inferiores al 20% anual. En el 85% de los casos se evidenciaron aumentos en el crecimiento promedio, pasando del 2,3% en la década previa al 3,89% en los diez años posteriores al cruce del umbral del 20%.

<sup>31</sup> Argelia, Botswana, Chile, Colombia, El Salvador, Grecia, Guatemala, Honduras, Hungría, Madagascar, Nueva Zelanda, Paraguay, Portugal, Samoa, Islas Salomón, Sri Lanka, Tanzania y Trinidad y Tobago.

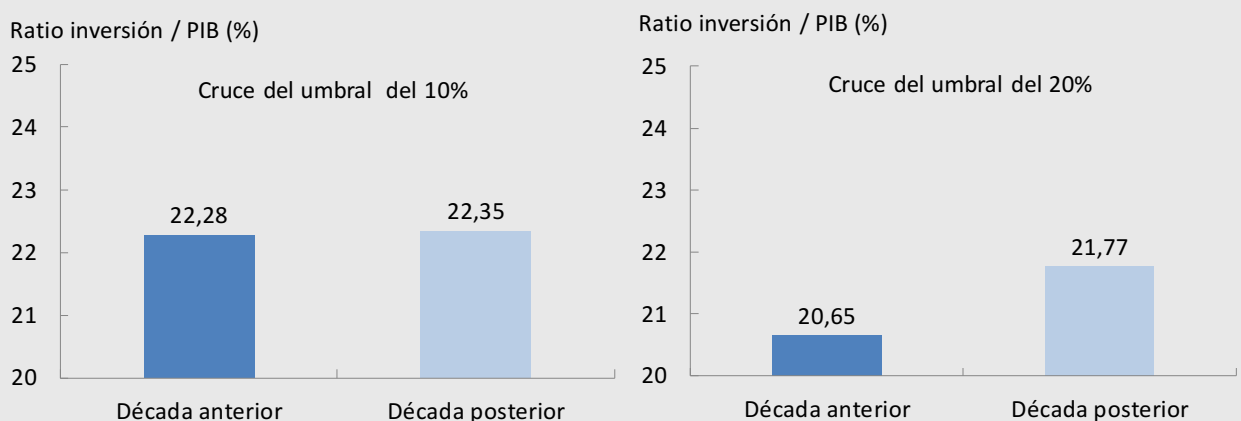
<sup>32</sup> Argelia, Chile, Colombia, El Salvador, Grecia, Guatemala, Honduras, Hungría, Madagascar, Paraguay, Portugal, Sri Lanka y Tanzania.

**Gráfico 1 | Umbrales, inflación y crecimiento**

## 2. Relación entre inflación y ratio inversión/PIB

Por disponibilidad de información, las muestras se reducen a 15<sup>33</sup> y 12<sup>34</sup> economías para los países que cruzaron los umbrales del 10% y 20% de inflación anual respectivamente.

- El 58% de las economías incrementó el ratio inversión / PIB al reducir la tasa de inflación por debajo del 20%. El promedio de la década previa fue del 20,65% del PIB, mientras que en la década posterior alcanzó el 21,77% (+ 1,1 p.p. del PIB).
- Al reducir la tasa de inflación por debajo del 10%, el 67% de las economías vieron aumentar la participación de la inversión en el producto. Mientras que el ratio promedio para las economías durante la década previa a perforar el piso del 10% fue del 22,28%, alcanzó el 22,35% en la década posterior.

**Gráfico 2 | Umbrales, inflación e inversión**

<sup>33</sup> De las 18 economías mencionadas previamente, no se dispone de información para Paraguay, Samoa e Islas Salomón.

<sup>34</sup> De las 13 economías mencionadas previamente, no se dispone de información para Paraguay.

Los resultados obtenidos pueden resumirse de la siguiente manera:

1. El efecto positivo de la desinflación sobre el crecimiento es mayor a niveles más elevados de inflación (perforar el umbral del 20%).
2. El efecto positivo de la desinflación sobre el ratio inversión / PIB es mayor al reducir la inflación por debajo del 20%. No obstante, el aumento en el ratio alcanza a un mayor número de economías (67%), al reducir la inflación por debajo del 10%.

## Apartado 2 / Mercado de trabajo

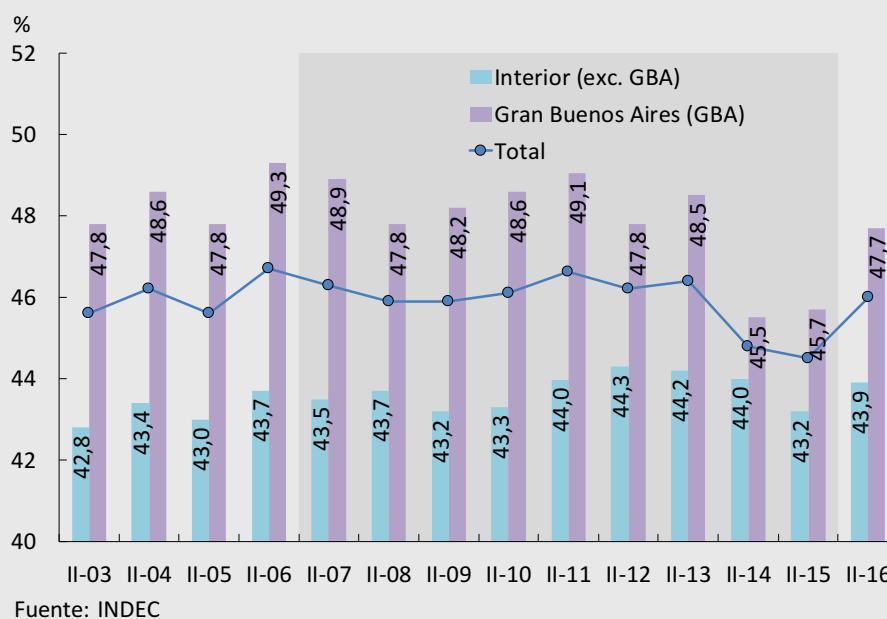
Luego de un período de revisión y evaluación exhaustivo iniciado en diciembre de 2015 de la Encuesta Permanente de Hogares –EPH –, en agosto del presente año el INDEC publicó los primeros resultados referidos al mercado laboral basados en la misma. Esta publicación había sido discontinuada en diciembre de 2015, en el marco de la emergencia estadística declarada a comienzos de 2016<sup>35</sup>. La recuperación de esta encuesta también permitió difundir con posterioridad, en septiembre, las cifras relativas a pobreza e indigencia.

La EPH es un programa nacional cuyo objetivo es la producción sistemática y permanente de indicadores sociales, permitiendo conocer las características sociodemográficas y socioeconómicas de la población. La EPH es el principal instrumento para el análisis del mercado de trabajo, de la distribución del ingreso y de la pobreza, entre otras variables referentes a las características socioeconómicas de la población. Asimismo constituye una fuente de información valiosa que alimenta un amplio espectro de áreas de investigación.

Las deficiencias encontradas en todas las dimensiones de la encuesta entre 2007 y 2015 llevaron a los responsables actuales del programa EPH a desestimar la utilización de los datos correspondientes a dicho período. Se destacan los problemas en el diseño muestral, las proyecciones de población, las prácticas operativas y de capacitación, los lineamientos conceptuales y metodológicos, y los procedimientos informáticos, entre otros. Cabe aclarar que los problemas detectados tuvieron distintos alcances en las respectivas Direcciones Provinciales de Estadística, por lo que no deben atribuirse a la totalidad de la estructura de la EPH en el país.

Así, al analizar los datos publicados por el INDEC entre 2007 y 2015 se observan importantes inconsistencias tal como una reducción significativa y atípica de la tasa de actividad en los últimos años<sup>36</sup> (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Tasa de actividad



<sup>35</sup> El 7 de enero de 2016 fue declarado en estado de emergencia administrativa al Sistema Estadístico Nacional (SEN) y a su órgano rector, el INDEC, hasta el 31 de diciembre de 2016.

<sup>36</sup> Existe un amplio consenso entre analistas del mercado respecto a que la reducción de la tasa de actividad se debió a que se clasificaron como inactivos a personas sin trabajo que buscaban empleo y, por definición, tendrían que haberse categorizado como desempleados.

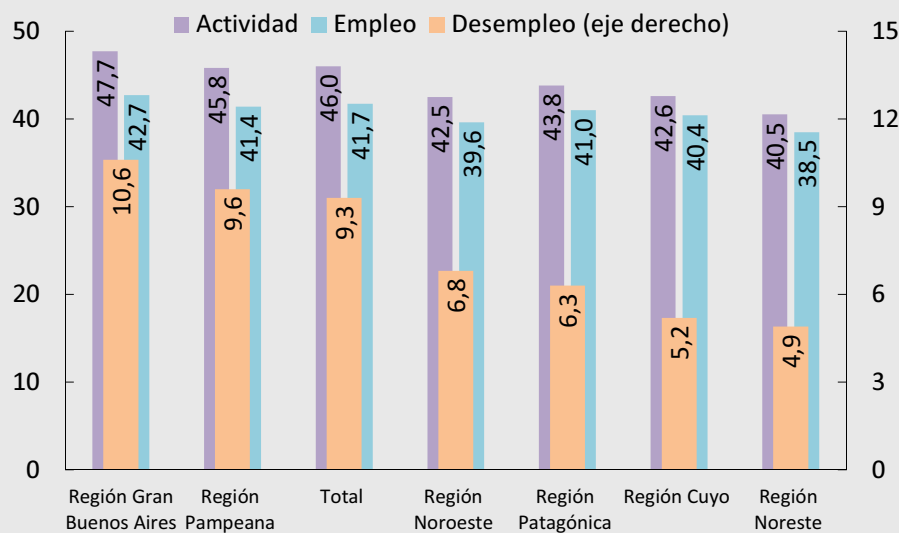
Dadas las deficiencias mencionadas, los indicadores publicados en el informe del mercado laboral correspondientes al segundo trimestre de 2016 sólo permiten un análisis de corte transversal, entre regiones, grupos etarios, sexo y una única comparación válida en términos temporales, a realizarse con los datos del segundo trimestre de 2006.

Los resultados de la encuesta ubican la tasa de desocupación en 9,3% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el segundo trimestre de 2016. Esto significa que 1,16 millones de personas, de un total de 27,2 millones que constituyen la población de referencia de la EPH, buscaron activamente trabajo y no lo consiguieron.

Existen diversas características idiosincráticas del mercado laboral en las distintas regiones del país. El desempleo en el Gran Buenos Aires (GBA)<sup>37</sup> y en la región Pampeana se ubica por encima del promedio nacional, con tasas de 10,6% y 9,6%, respectivamente, duplicando las de las regiones de Cuyo y Noreste. Las mayores tasas de desempleo en las regiones del GBA y Pampeana respecto al resto, se explican por tasas de actividad más elevadas, reflejando en parte la mayor presión existente en estas regiones sobre el mercado laboral (ver Gráfico 2).

El mercado de trabajo exhibe cierta heterogeneidad entre los distintos grupos de edad y sexo. En el primer caso, se verifica un nivel de desempleo más alto entre los más jóvenes. Las personas de entre 14 y 29 años exhiben una tasa de desocupación de 18,9%, significativamente superior a la de los segmentos de mayor edad y experiencia laboral, como los de entre 30 y 64 años (5,8%) o incluso a las personas mayores a 65 años (4,4%). En lo relativo a la estratificación por género, se observa una mayor tasa de desocupación entre las mujeres, que supera en 2 puntos porcentuales a la de los varones (10,5% vs. 8,5%).

**Gráfico 2 | Mercado de trabajo por regiones. Segundo trimestre de 2016**



Fuente: INDEC

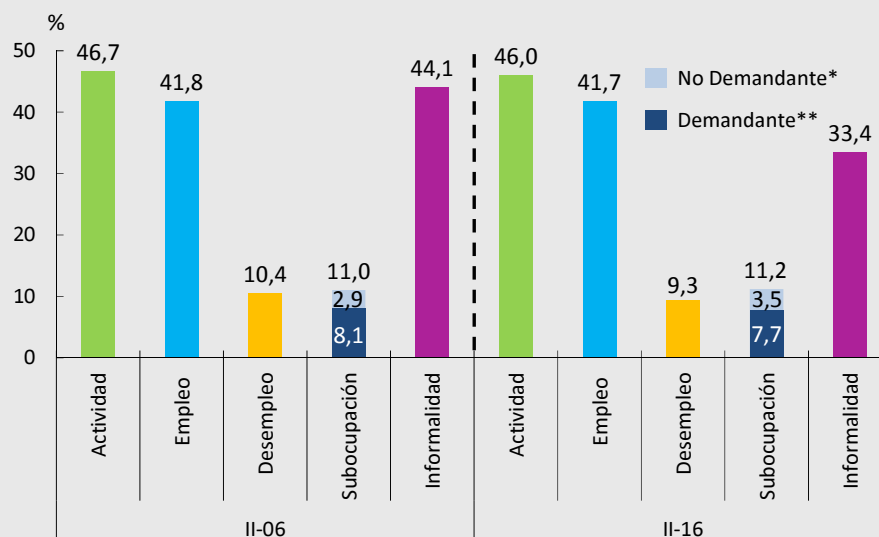
Si realizamos un análisis entre los indicadores laborales del segundo trimestre de 2016 con los últimos datos confiables correspondientes a igual trimestre de 2006, no se aprecian mejoras significativas en el mercado laboral, a excepción de los niveles de informalidad. La tasa de actividad se ubicó 0,7 p.p. por debajo de aquel año, la tasa de empleo se mantuvo estable (-0,1 p.p.), siendo la creación de puestos de trabajo similar al ritmo de crecimiento de la población, mientras que la tasa de desempleo se redujo sólo

<sup>37</sup> Abarca la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los partidos del GBA.



1,1 p.p. Cabe destacar que entre ambos períodos se verificó una caída en la tasa de informalidad<sup>38</sup>, aunque permanece aún en niveles elevados (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Principales indicadores del mercado laboral**



\*Subocupados (involuntarios) que **no buscaron** activamente otra ocupación \*\*Subocupados (involuntarios) que **buscaron** activamente otra ocupación.

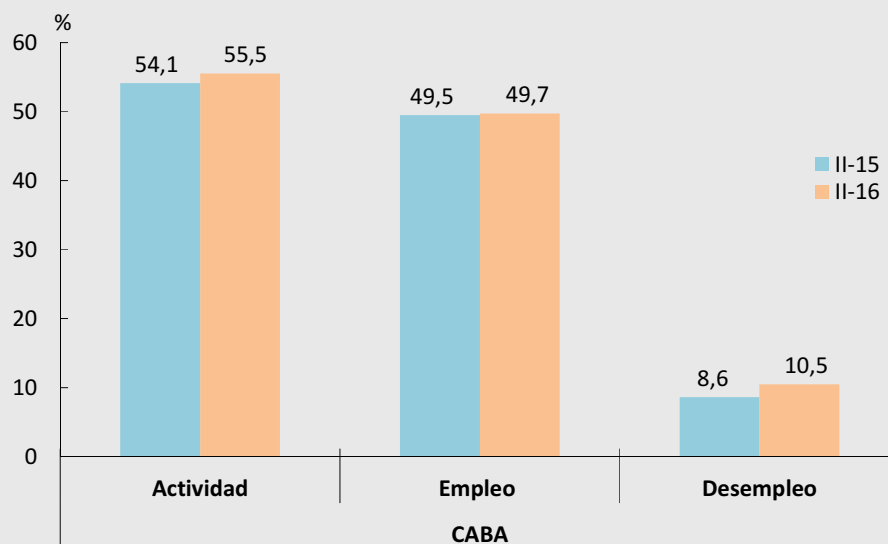
Fuente: INDEC

Si bien no es válida la comparación de las actuales estimaciones con lo publicado oportunamente para 2015, se puede realizar un ejercicio teórico de corrección de los datos del año previo. Puede computarse la tasa de desempleo del segundo trimestre de 2015, suponiendo un crecimiento de la población en torno a 1% i.a. y utilizando una tasa de actividad promedio del período I-03 a I-07, estableciéndose los límites estimados del cálculo a partir del promedio de los desvíos respecto de esa media. La tasa de desempleo resultante de este ejercicio para el segundo trimestre de 2015 se ubica entre 2 y 3 puntos por encima del dato publicado originalmente en dicho período.

Este ejercicio es consistente con la dinámica observada en el mercado laboral de la Ciudad de Buenos Aires y con los datos reportados por el Ministerio de Trabajo en relación al empleo privado formal. En el primer caso, según los datos de la Encuesta Trimestral de Ocupación e Ingresos (ETOI) de la Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, la tasa de desempleo en esta área se elevó 1,9 p.p. en su comparación inter-anual, hasta 10,5% en el segundo trimestre de este año, debido a un incremento de la tasa de actividad, mientras que la tasa de empleo se mantuvo constante. Este comportamiento no se puede extrapolar a todo el país, dadas las particularidades del mercado laboral en las distintas regiones (ver Gráfico 4).

<sup>38</sup> Refiere a la población ocupada asalariada que no tiene descuento jubilatorio como atributo del puesto de trabajo.

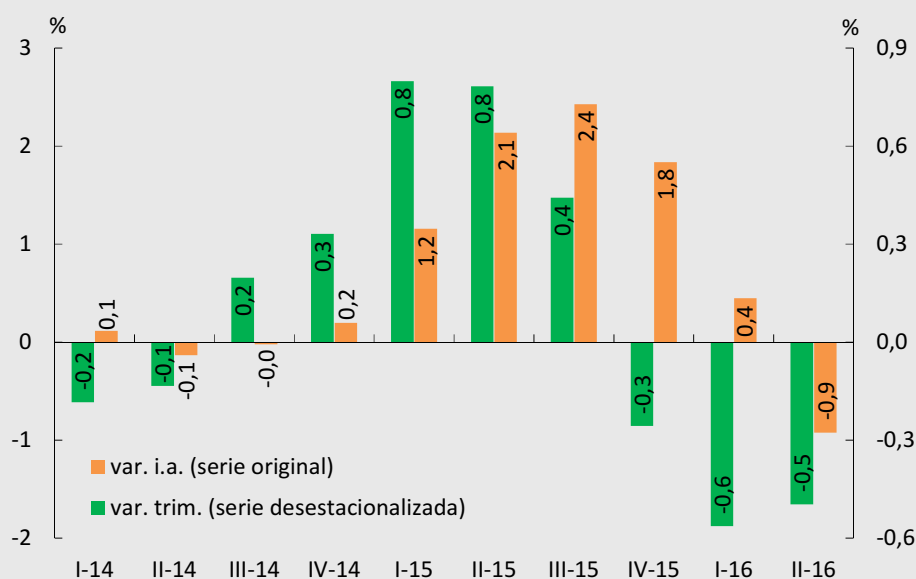
**Gráfico 4 | Principales indicadores del mercado laboral en la Ciudad de Buenos Aires**



Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA

Por último, a nivel nacional la evolución del empleo privado formal, según información del Ministerio de Trabajo sobre datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), cayó 1,0% en relación al segundo trimestre de 2015, en un contexto de caída del nivel de actividad (ver Gráfico 5). Cabe destacar que este resultado estuvo particularmente afectado por una disminución de los puestos laborales en el sector de la construcción (-11,7% i.a.). En tanto, el resto de los sectores mostró un comportamiento más estable en el margen (-0,1% i.a. en promedio).

**Gráfico 5 | Crecimiento del empleo privado formal**



Fuente: MTEySS

## 4. Precios

El sesgo antiinflacionario de la política monetaria del Banco Central adoptado desde fines de diciembre de 2015 logró que la eliminación de las distintas distorsiones que afectaban a la economía no tuviera efectos permanentes sobre la inflación. En el tercer trimestre la inflación medida por el IPC GBA del INDEC se desaceleró a 1,1% promedio mensual, 2,5 p.p. menos que en el bimestre mayo-junio<sup>39</sup>. Para el último trimestre del año, las expectativas de inflación de los analistas de mercado incorporaron el impacto del incremento de la tarifa de gas residencial en octubre, ubicándose por encima del objetivo del BCRA de alcanzar una inflación de 1,5% mensual para el período. Las políticas implementadas junto con la comunicación transparente de los objetivos y decisiones contribuyeron a que la inflación núcleo prevista por el mercado se mantuviera anclada en torno al 1,5% mensual para el último trimestre del año. La adopción formal del régimen de Metas de Inflación en septiembre último busca fortalecer la transparencia de este proceso y consolidar la desinflación de la economía. Para 2017 se establece una meta de inflación anual de entre 12% y 17%, para el año 2018 entre 8% y 12% y para el año 2019 una meta de 5% anual.

### 4.1 La adopción del régimen de Metas de Inflación

El 26 de septiembre, el BCRA anunció formalmente la adopción del régimen de Metas de Inflación (MI), estableciendo un rango objetivo de inflación anual entre 12 y 17% para el año 2017, entre 8 y 12% para 2018 y una meta de 5% anual para 2019. En todos los casos la meta se refiere a la inflación del nivel general medida por el índice de mayor cobertura geográfica que publique el INDEC (actualmente es el IPC-GBA; ver apartado 6 / Sobre la velocidad de la desinflación ¿Qué dice la evidencia?).

El régimen adoptado busca dar mayor transparencia a la relación entre las decisiones de política monetaria y las metas de inflación. El BCRA busca que el lanzamiento oficial de este esquema permita alinear las expectativas de inflación de los agentes de la economía con las metas de anunciadas para los próximos años, permitiendo que las partes las incorporen en las negociaciones de los distintos contratos nominales (ver apartado 2: Mercado de trabajo).

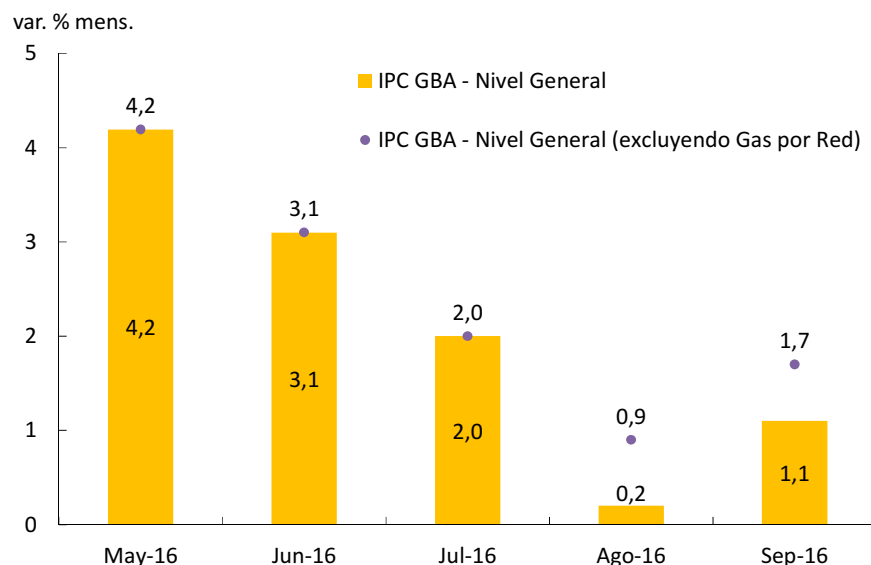
### 4.2 La inflación del tercer trimestre

Los indicadores de precios disponibles confirmaron una fuerte desaceleración de la inflación durante el tercer trimestre, como se previó en el IPOM de julio (ver Gráfico 4.2). Esta dinámica reflejó la efectividad de la política monetaria para contener los efectos de la eliminación de las distorsiones que afectaban a la economía (ver apartado 4 / El impacto regresivo del impuesto inflacionario).

Según el IPC GBA – INDEC, la inflación promedio mensual fue de 1,1% durante el tercer trimestre, notablemente inferior a la del bimestre mayo-junio. Esta tendencia también se observa si se excluye del índice el impacto de la reversión transitoria de la tarifa de gas residencial durante agosto (-0,7 p.p.) y septiembre (-0,6 p.p.; ver recuadro Tarifa de gas). La inflación núcleo<sup>40</sup> se redujo a 1,7% promedio mensual, aproximadamente la mitad de la registrada en el período previo (2,8%; ver Gráfico 4.1 y Cuadro 4.1).

<sup>39</sup> Tras la suspensión de las estadísticas a inicios de año, el INDEC retomó la publicación del IPC GBA en mayo de 2016. En este marco, el primer dato disponible es la variación mensual del índice a mayo.

<sup>40</sup> La inflación núcleo es aquella que no considera los precios de los bienes y servicios estacionales y regulados.

**Gráfico 4.1 | IPC GBA. Nivel General**

Fuente: INDEC

**Cuadro 4.1 | Variaciones mensuales IPC GBA. Por capítulos y categorías**

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

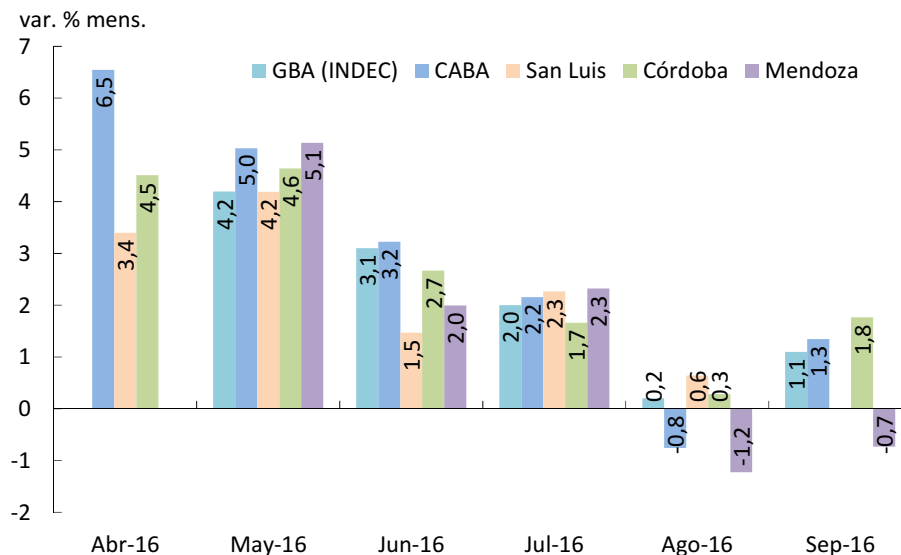
Fuente: INDEC

Esta desaceleración también fue capturada por distintos índices de precios de otros distritos subnacionales con metodologías similares a las de INDEC (ver Gráfico 4.2). El Nivel general del indicador nacional (IPC-NP)<sup>41</sup>, que incluye el IPC de la Ciudad de Buenos Aires, el de Córdoba y el de San Luis, mostró un menor ritmo de aumento, ubicándose en 1,2% promedio mensual durante el tercer trimestre. Si

<sup>41</sup> 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 IPCBA 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).

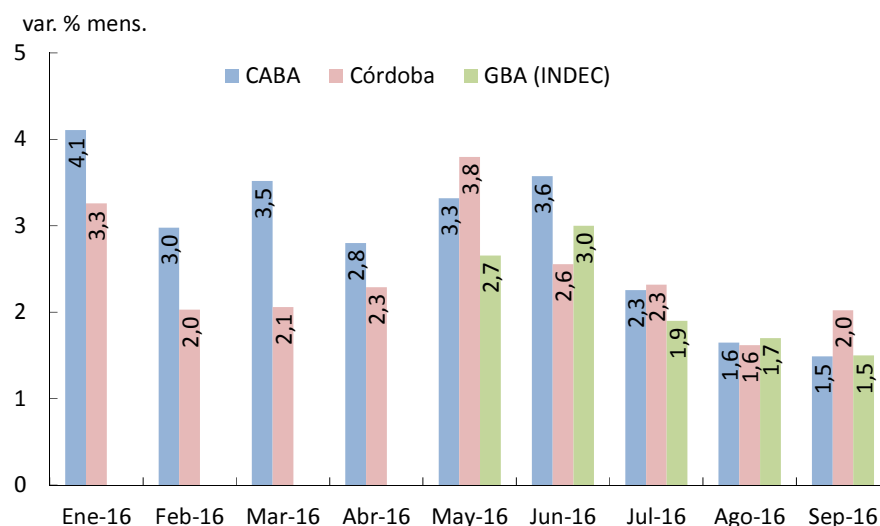
bien en estos distritos también incidió la reversión de las tarifas de gas, la desaceleración de la inflación núcleo fue destacable, ubicándose en 1,8% promedio mensual durante el tercer trimestre, -1,2 p.p. por debajo del trimestre anterior (ver Gráfico 4.3).

**Gráfico 4.2 | Índices de precios minoristas. Nivel General**



Fuente: Direcciones provinciales de estadísticas y censos de San Luis, Córdoba, Mendoza y Dirección General de Estadística y Censos - GCBA e INDEC

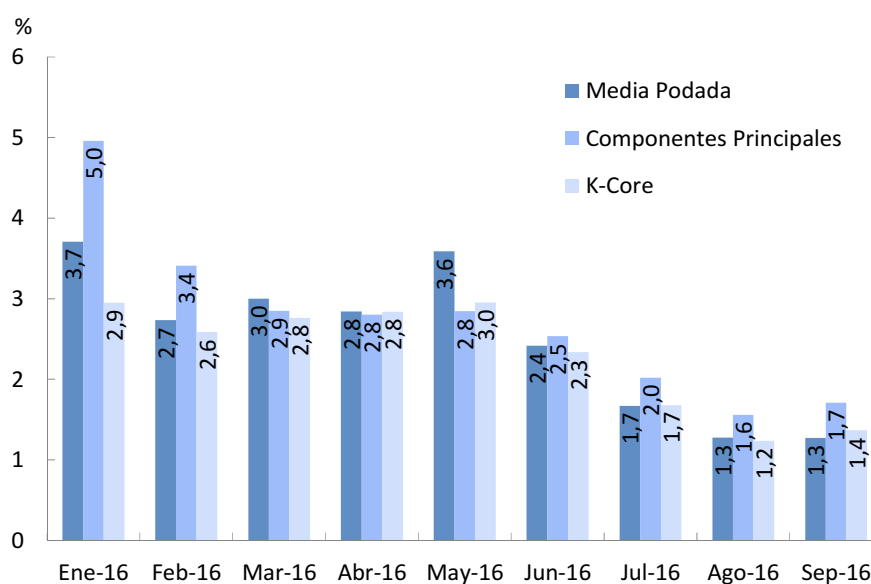
**Gráfico 4.3 | Índices de precios minoristas. Inflación núcleo**



Fuente: Dirección Provincial de Estadística y Censos de Córdoba y Dirección General de Estadística y Censos - GCBA e INDEC

Por su parte, también se evidencia una disminución en la tasa de inflación núcleo que es calculada por el BCRA mediante la aplicación de diversos métodos estadísticos<sup>42</sup> a la información disponible para la Ciudad de Buenos Aires (ver Gráfico 4.4). La tasa de inflación obtenida mediante el método de componentes principales pasó de un promedio de 2,7% en el segundo trimestre a 1,8% en el tercero; en tanto, la tasa media podada (*trimmed-mean*) de inflación<sup>43</sup> pasó de 2,9% a 1,4%, y la medida *K-Core*<sup>44</sup> de 2,7% a 1,4%. De esta forma, las medidas de inflación núcleo calculadas por el BCRA coinciden con la evolución observada en los índices núcleo de los distritos subnacionales durante el tercer trimestre ampliando así el alcance de la tendencia a la baja de la tasa de inflación.

**Gráfico 4.4 | Medidas de inflación núcleo calculadas por BCRA. CABA**



Fuente: BCRA en base a datos de la DGEyC de la Ciudad de Buenos Aires

### 4.3 Precios por distrito, categoría y capítulo<sup>45</sup>

En línea con la desaceleración capturada por el IPC GBA del INDEC, el Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires –IPCBA– registró una suba promedio mensual de 0,9%, considerablemente menor al dato del segundo trimestre (4,9%). Esta tendencia se confirma también sin considerar la incidencia negativa de la reversión de la tarifa de gas por red residencial de agosto (ver recuadro Tarifa de gas). En este último escenario, el IPCBA registró un alza promedio mensual de 1,5% entre julio y septiembre, desacelerándose 3,4 p.p. respecto al período previo.

La inflación núcleo disminuyó su ritmo de suba mensual a casi la mitad, desacelerándose 1,4 p.p. hasta 1,8% promedio mensual en el tercer trimestre del año, de acuerdo al IPCBA. La desaceleración fue más significativa en el caso de los bienes, en un contexto de recomposición de precios relativos de los servicios privados. En efecto, los bienes subieron a una tasa mensual promedio de 1,5%, tras haberse expandido

<sup>42</sup> Ver referencia metodológica en el apartado 5 del Informe de Política Monetaria – Julio de 2016.

<sup>43</sup> En un análisis en corte transversal, es la tasa promedio de inflación una vez desechado un cierto porcentaje en ambos extremos de la distribución de los cambios de precios.

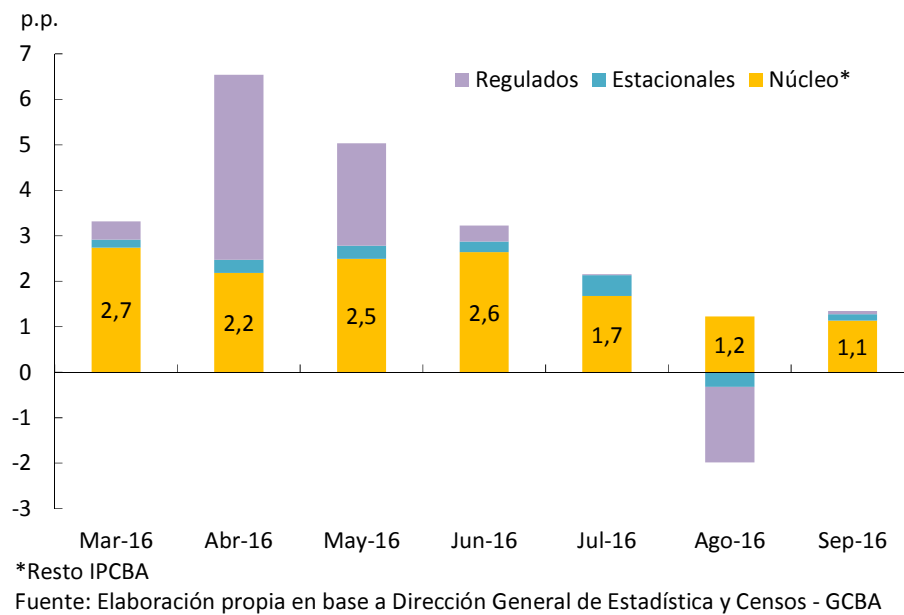
<sup>44</sup> Para su cálculo se determina un cierto valor óptimo “k” al que se acota la variación de los precios de las distintas componentes en relación al índice agregado.

<sup>45</sup> Los índices de precios al consumidor se pueden descomponer en tres categorías: 1) “estacionales” que capturan precios mayormente afectados por efectos 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, la evolución de precios más permanente.

3,7% en el segundo trimestre del año, mientras que los servicios privados lo hicieron al 1,9% (-1,3 p.p. respecto al trimestre previo).

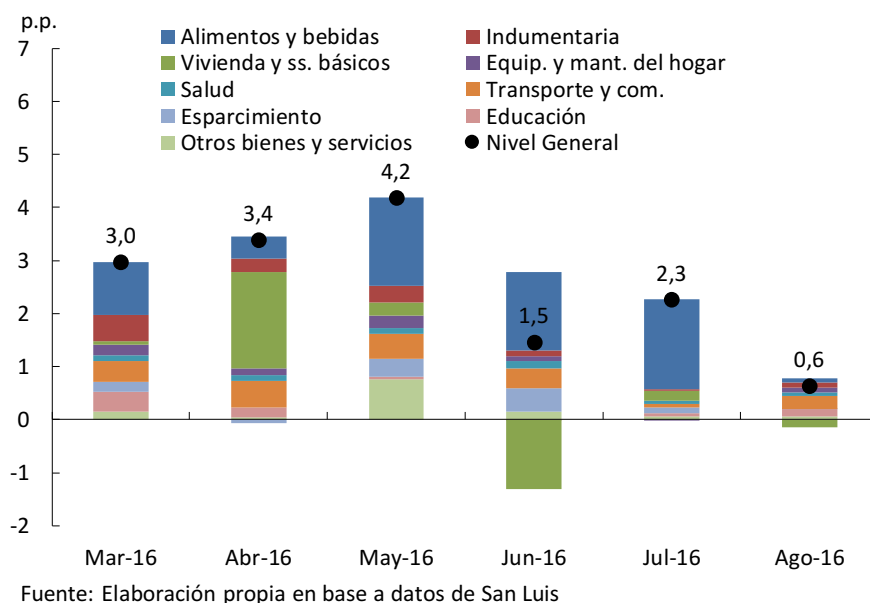
En la desaceleración de los bienes incidió principalmente la evolución de los alimentos. En particular, algunos de los precios más volátiles como los de las verduras, que habían tenido incrementos importantes a lo largo del segundo trimestre, revirtieron parcialmente esas alzas durante el tercero. Dentro del componente IPCBA Núcleo también se observa un ajuste de precios relativos a favor de los servicios. En cuanto a este último grupo, aquellos relacionados con el cuidado personal, la telefonía celular y los servicios financieros ganaron dinamismo respecto al período abril – junio (ver Gráfico 4.5).

**Gráfico 4.5 | Incidencias por mes IPCBA**

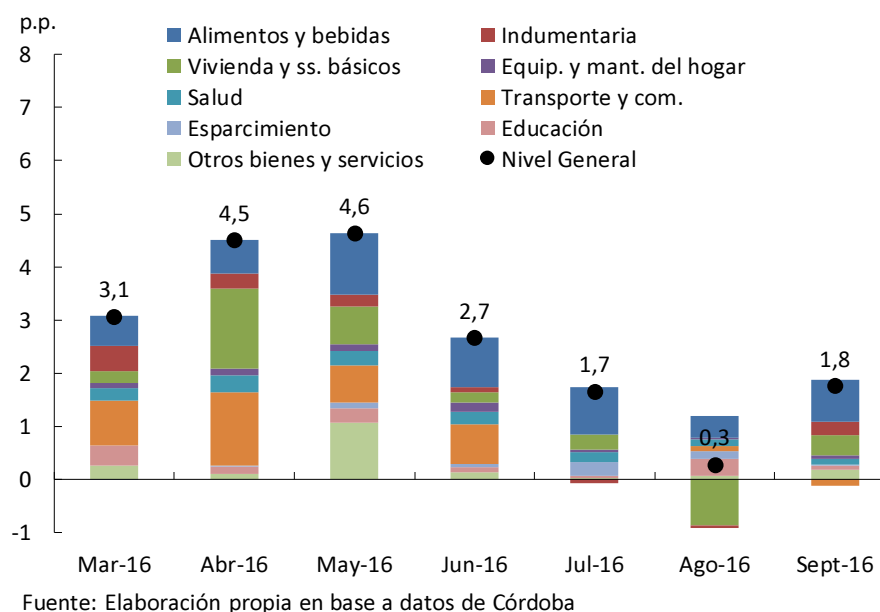


En la provincia de San Luis, la variación promedio mensual de precios se redujo de 3,0% en el segundo trimestre hasta 1,5% en el bimestre julio-agosto. A nivel desagregado, se observó una desaceleración generalizada sobre la cual incidió en mayor medida la dinámica de los Alimentos y bebidas. No obstante, este capítulo fue el que más contribuyó al incremento general de los precios en el trimestre, dada su importancia relativa en la canasta de consumo.

En esta provincia el impacto de la decisión de la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) sobre los cuadros tarifarios de gas por red en la tasa de variación del Nivel General del IPC de agosto fue menor al de otros distritos. Esto es así porque en junio el índice había reflejado una caída en este servicio al impactar una medida cautelar que limitaba el incremento de esta tarifa a un máximo de 70% (ver Gráfico 4.6).

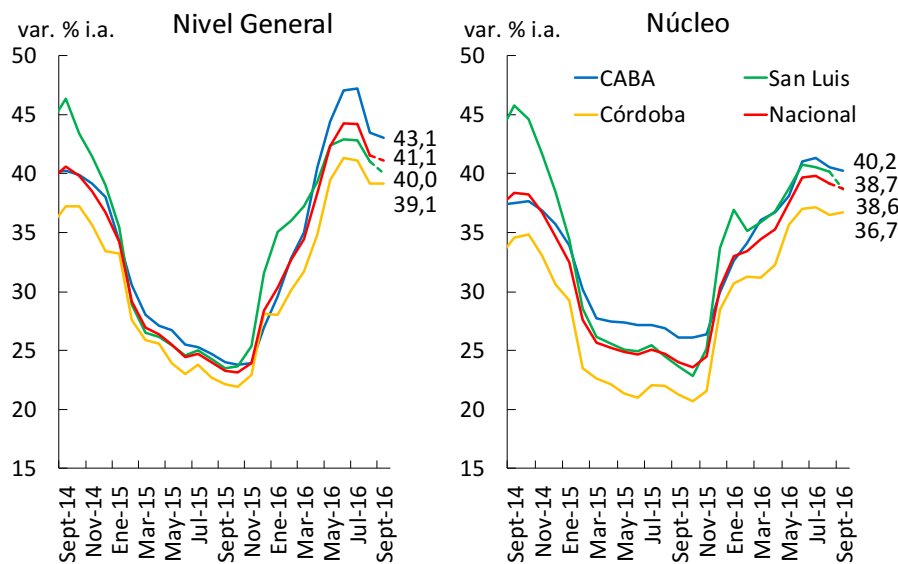
**Gráfico 4.6 | Incidencias por mes IPC San Luis**

En Córdoba, tanto la inflación Nivel General como la núcleo se desaceleraron durante el tercer trimestre, 2,7 p.p. y 0,9 p.p. respectivamente, por debajo del período abril-junio. Excluyendo la incidencia negativa de la tarifa de gas, en agosto el Nivel General se incrementó 1,5% y el trimestre se desaceleró 2,2 p.p. respecto del previo (ver Gráfico 4.7).

**Gráfico 4.7 | Incidencias por mes IPC Córdoba**

En términos interanuales, todos los índices de precios al consumidor se desaceleraron respecto a junio. Esta dinámica se observó tanto en el Nivel General como en la inflación núcleo. Así, el IPC Nacional alcanzó una expansión de 41,1% i.a. y una de 38,7% i.a. en el componente subyacente (ver Gráfico 4.8).



**Gráfico 4.8 | Inflación Interanual**

Fuente: Elaboración propia en base a Dirección de Estadísticas de CABA y DPEs

## Tarifas de gas

El 18 de agosto la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) dispuso la nulidad de las resoluciones que modificaron los cuadros tarifarios en abril pasado, debiendo retrotraerse a los valores vigentes previos al aumento dispuesto por las resoluciones que se invalidaron. Esta medida alcanza exclusivamente a los usuarios residenciales del servicio, mientras que los usuarios comerciales e industriales no fueron alcanzados por el fallo.

Según el fallo de la CSJN, la audiencia pública es obligatoria para modificar las tarifas de transporte y distribución de gas debido a su carácter de monopolio. Originalmente, la producción y comercialización de gas fue concebida como una actividad económicamente desregulada, siendo su precio (Precio de Ingreso al Sistema de Transporte —PIST—) el resultante de la libre negociación entre la oferta y la demanda. Sin embargo, desde el dictado de la Ley de Emergencia<sup>46</sup> este precio pasó a estar regulado por el Estado. En consecuencia, la CSJN resolvió que mientras se mantenga la intervención estatal sobre el precio es necesaria para su modificación la celebración de una audiencia pública.

Una vez conocido el fallo, el ENARGAS instruyó<sup>47</sup> a las prestadoras del servicio público de distribución de gas por red de todo el país que a los efectos de la facturación a los usuarios residenciales por los consumos registrados a partir del 1° de abril de 2016, apliquen los cuadros tarifarios vigentes al 31 de marzo de 2016. Esta medida se vio reflejada en los distintos índices de precios disponibles, afectando la tasa de variación promedio mensual del tercer trimestre del año (ver Cuadro 4.2).

El 16 de septiembre el ENARGAS realizó la audiencia pública requerida por la CSJN. La propuesta oficial presentada prevé una reducción progresiva de los subsidios durante los próximos tres años. Bajo la nueva propuesta recién a inicios de 2018 se alcanzaría el ajuste de subsidios implícito en el aumento de abril.

<sup>46</sup> Ley 25.561 de 2002.

<sup>47</sup> Resolución N°3961/16 del 23 de agosto de 2016.

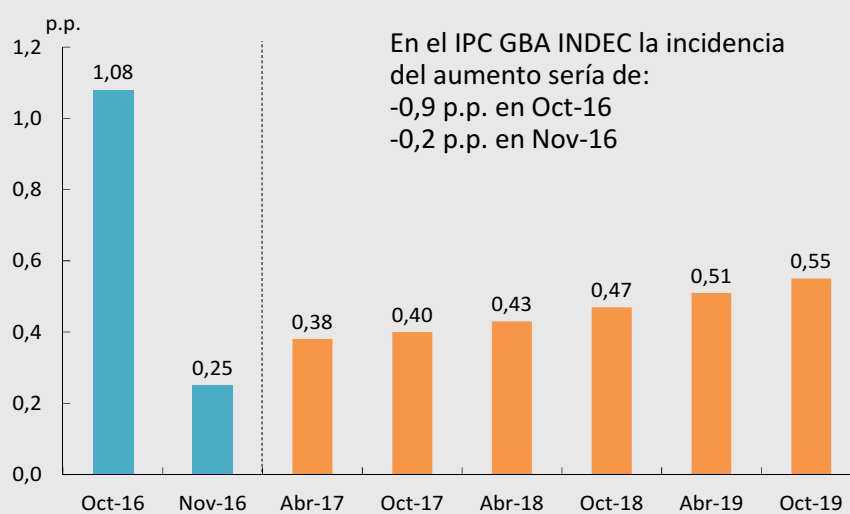
**Cuadro 4.2 | Aumento de precio del gas para usuarios residenciales**

	Usuarios de consumo bajo R1-R21-R22-R23 US\$/MMBtu	Usuarios de consumo medio R31-R32-R33 US\$/MMBtu	Usuarios de Consumo alto R34 US\$/MMBtu	Precio promedio ponderado US\$/MMBtu	% del Subsidio
Dic-15	0,52	1,37	2,55	1,29	81
Propuesta Abr-16	2,86	5,04	7,00	4,72	30
Oct-16	2,17	3,82	5,29	3,42	50
Abr-17	2,62	4,21	5,52	3,78	44
Oct-17	3,17	4,63	5,75	4,20	38
Abr-18	3,83	5,09	5,99	4,69	31
Oct-18	4,63	5,60	6,25	5,27	22
Abr-19	5,60	6,16	6,51	5,95	12
Oct-19	6,77	6,78	6,79	6,78	0

Fuente: Ministerio de Energía y Minería

El 7 de octubre se publicaron en el boletín oficial las resoluciones con los nuevos cuadros tarifarios vigentes desde ese día para todo el país. Las resoluciones contemplan un incremento máximo para los usuarios residenciales de entre 300% y 400%, dependiendo en qué segmento de consumo se ubiquen, siempre y cuando la tarifa supere los \$250. Según la propuesta presentada en la audiencia, este aumento reducirá en promedio el subsidio que los hogares reciben en su factura de 81% al 50%, lo cual implica un alza en la tarifa promedio abonada por los hogares de aproximadamente 200%. Esto dio lugar en octubre a una reversión parcial de caída del precio del gas que se verificó en agosto en los diversos indicadores de precios minoristas, dejando un pequeño arrastre para noviembre. Hacia adelante, se realizarán ajustes según porcentajes fijos en abril y octubre de cada año (teniendo en cuenta el tipo de cambio vigente en cada período del tiempo). Así, se prevé una eliminación completa de los subsidios para 2019<sup>48</sup>.

El impacto de los ajustes de la tarifa de gas en los próximos años añadiría aproximadamente 0,4 p.p. dos veces por año, suponiendo una trayectoria de inflación consistente con las metas del BCRA (ver Gráfico 4.9). Sin embargo, dado que el precio del gas en boca de pozo de la propuesta oficial es superior a los precios interaccionales, se podría verificar a futuro una caída dando lugar a una incidencia menor sobre los índices de inflación. Más allá de esto, la estrategia del BCRA contempla el sendero de aumento y considera que es consistente con las metas de inflación fijadas para los próximos años.

**Gráfico 4.9 | Incidencia en el IPC CABA de los aumentos programados de gas**

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ENARGAS e IPC CABA

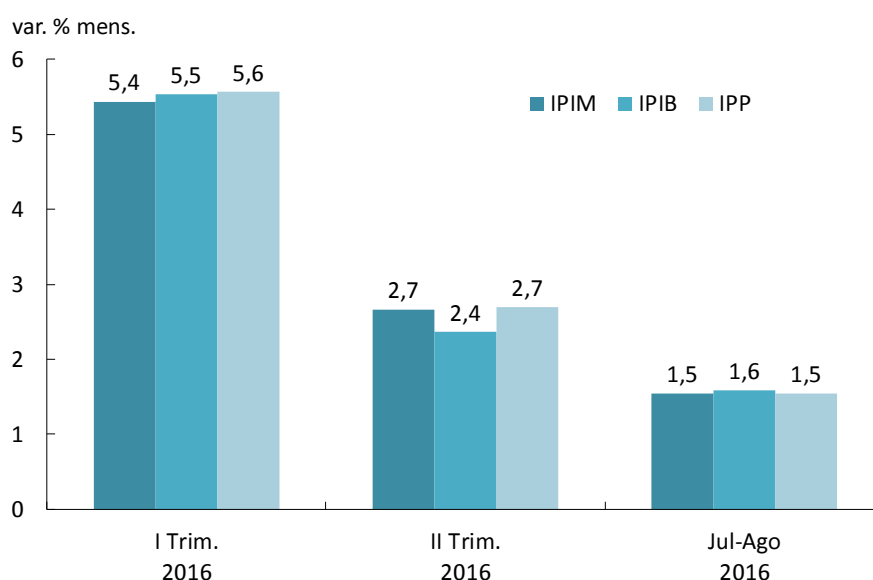
<sup>48</sup> Dado los mayores subsidios vigentes para la Patagonia, Puna y Malargüe se propone un esquema diferencial para estos, con una reducción más gradual y escalonada de los subsidios. En estas regiones la eliminación plena de los subsidios se alcanzaría recién en 2022.

## 4.4 Costos y salarios

### 4.4.1 Precios mayoristas y costos de la construcción

Los índices de precios mayoristas también exhibieron una desaceleración. En el bimestre julio-agosto, 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 1,5% y 1,6%, respectivamente. Los precios de los productos manufacturados continuaron desacelerándose, en gran medida por la dinámica de algunos insumos claves como minerales no metalíferos, caucho y plástico, y en particular, por algunos rubros como tabaco y máquinas y equipos. La mayor apertura de la economía desde inicios de 2016 permitió que la caída en los precios internacionales en dólares de bienes intermedios se traslade a menores precios internos mayoristas (ver Gráfico 4.10 y sección 2. Contexto internacional).

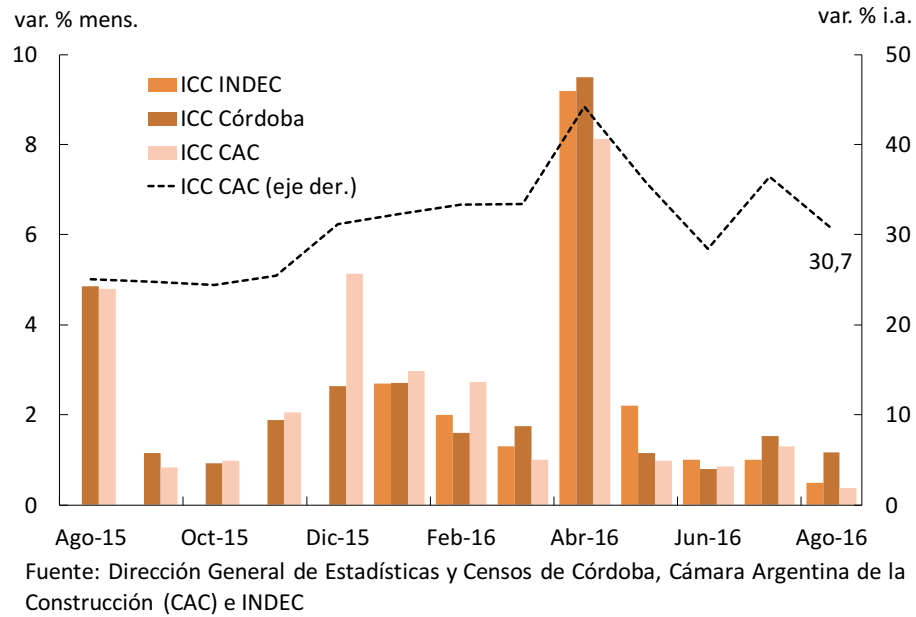
**Gráfico 4.10 | Sistema de Índices de Precios Mayoristas (SIPM)**



Fuente: INDEC

Los costos de la construcción mostraron variaciones acotadas durante el bimestre julio-agosto, tanto por leves subas en los precios de los materiales como por la ausencia de variaciones salariales. Durante julio, el índice de costo de la construcción elaborado por el INDEC (ICC-INDEC) se incrementó 1,0% respecto a junio, mientras que tanto el índice elaborado por la Cámara Argentina de la Construcción (ICC-CAC) como el de Córdoba (ICC-Córdoba) subieron: 1,3% y 1,5% respectivamente. En agosto la baja en la variación mensual del costo de la construcción fue difundida a los tres indicadores INDEC (0,5%), Córdoba (1,2%) y CAC (0,4%, ver Gráfico 4.11).

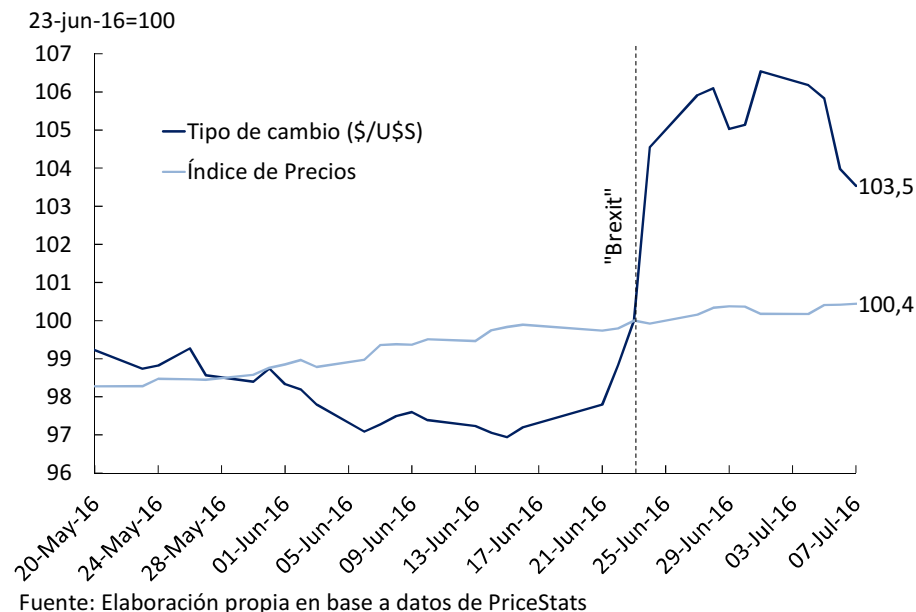
**Gráfico 4.11 | Costos de la construcción**



#### 4.4.2 Precios del comercio exterior

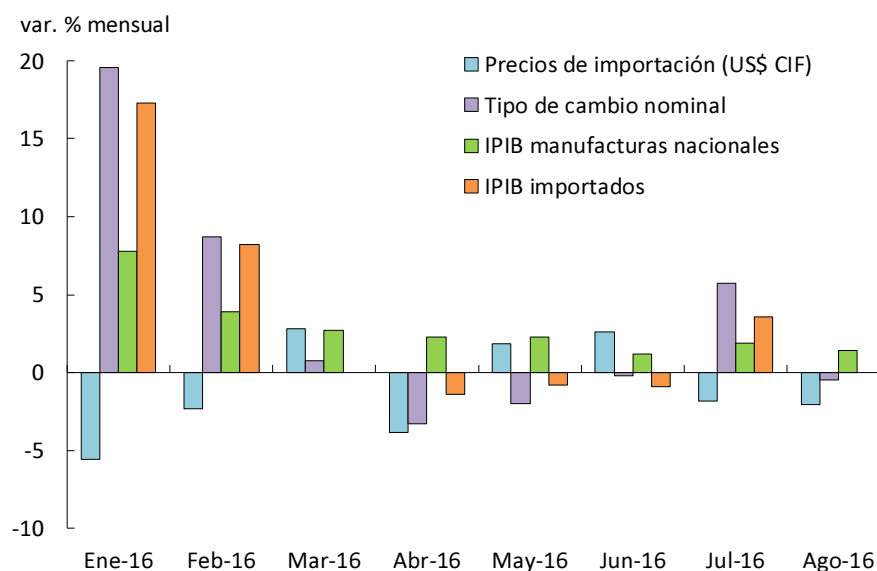
La adopción de un régimen de flotación en diciembre de 2015 incrementó la volatilidad cambiaria, en línea con lo esperado. La utilización de la tasa de interés como instrumento de política monetaria fue esencial para iniciar el proceso de desinflación de la economía, desvinculándolo de las fluctuaciones del tipo de cambio (ver Gráfico 4.12). El BCRA espera que se profundice esta disociación entre la evolución de los precios internos y el tipo de cambio a partir de la adopción formal del régimen de metas de inflación en un marco de flexibilidad cambiaria.

**Gráfico 4.12 Tipo de Cambio Nominal y Precios**



En el tercer trimestre, los precios en dólares de los productos importados prolongaron su tendencia bajista, lo que contribuyó a acotar la suba de los costos de los productos manufacturados (ver sección 2. Contexto internacional; ver Gráfico 4.13).

**Gráfico 4.13 | Precios de productos importados, tipo de cambio y precios mayoristas**



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

#### 4.4.3 Salarios

La incertidumbre a inicios de 2016 respecto de los posibles efectos de la eliminación de las distintas distorsiones que afectaban a la economía sobre la inflación dio lugar a que aproximadamente un tercio de los sectores prefirieran acuerdos salariales con vigencia menor al año<sup>49</sup> (ver Cuadro 4.3). Esta dinámica llevó a una mayor heterogeneidad en la estructuración, implementándose acuerdos trimestrales, semestrales, anuales y en algunos casos con un mayor grado de escalonamiento.

El incremento observado en la frecuencia de las negociaciones aumenta la flexibilidad salarial y permite incorporar con mayor velocidad el proceso de desinflación de la economía. Para los acuerdos con tramos pendientes de definición<sup>50</sup>, la progresiva baja de la inflación hace prever subas inferiores a las acordadas en los primeros meses del año. En la medida en que la economía retorne a tasas de inflación de un dígito, las instancias de negociación se irán reduciendo por los costos asociados a las mismas (Álvarez, et al. 2016)<sup>51 52</sup>.

Se espera que el poder adquisitivo promedio de los salarios aumente junto con la productividad de la economía, mientras el incremento salarial nominal se desacelera al ritmo de la inflación descendente (ver apartado 2 / Mercado de trabajo).

<sup>49</sup> Estos representan aproximadamente el 20% de los trabajadores formales de la economía.

<sup>50</sup> Los gremios que restan por resolver el segundo tramo del aumento semestral son: mineros, marítimos, maestranza, vestido, papeleros, madereros, gráficos, estacioneros y dos acuerdos trimestrales del gremio de autopartes.

<sup>51</sup> Álvarez, Beraja, González-Rozada y Neumeier (2016). "From hyperinflation to stable prices: Argentina's evidence on menu cost models".

<sup>52</sup> En escenarios de alta inflación, aumentan significativamente la frecuencia de cambio de precios y la dispersión de precios relativos, dejando de ser los shocks en las condiciones de mercado de cada bien el principal motor de la variación de precios. Golosov, M. and Lucas, R. (2007) "Menu Costs and Phillips Curves." *Journal of Political Economy* 115:171–199.

Cuadro 4.3 | Paritarias cerradas 2016

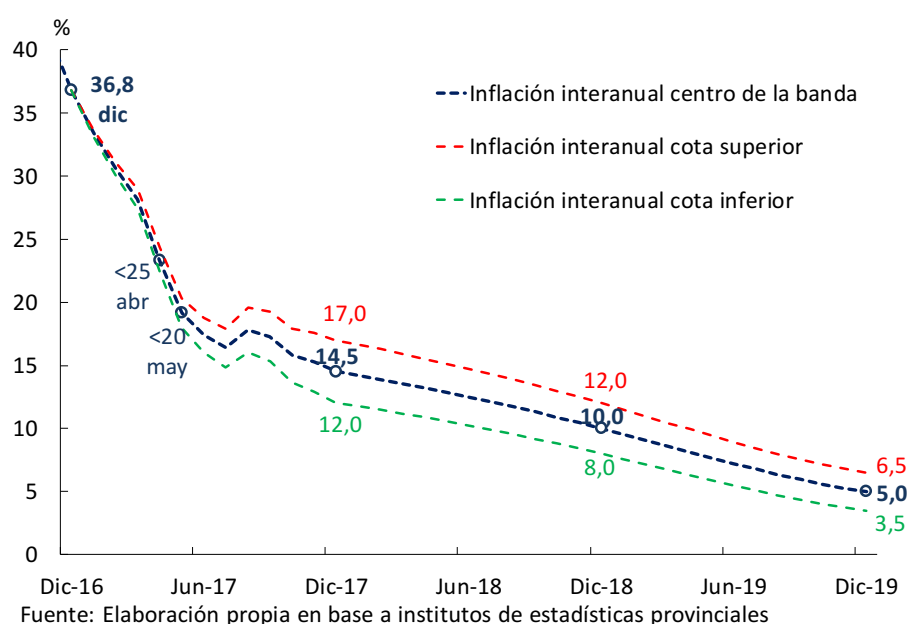
Gremios más representativos		Vencimiento acuerdo anterior	% del Aumento obtenido	Detalle del ajuste	Suma fija
<b>Acuerdos anuales 2016</b>					
Adm. pública (SINEP)	UPCN	Mar-16	31	7% a Jun-16 9% a Jul-16 12% a Ago-16	
Agrarios	UATRE	Nov-15	28	Dic-15 a Sep-16	
Alimentación	STIA	Abr-15	36,5	22% a May-16 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
Petroleros	SPGPChubut	Jun-16	30	18% a Jul-16 5% a Nov-16 7% a Ene-16	\$15.000 Jul-16 a Mar-17
Calzado	UTICRA	May-16	22	Dic-15 / Dic-16	
Carne	FGPICD	Abr-16	32	Abr-16 a Sep-16 20%	\$2.000 en seis cuota
<b>Acuerdos semestrales 2016</b>					
Comercio	FAECyS	Abr-16 Sep-16	20 12	Abr-16/Sep-16 Sep-16/Dic-16	\$2.000 en tres cuota
Construcción	UOCRA	Abr-16 Sep-16	22 17	Abr-16/Sep-16 Sep-16/Abr-17	
Estacioneros	SOESGIP	Mar-16	17	Abr-16 a Sep-16	\$740 Jul-16 \$740 Ago-16
Encargados	SUTERH	May-16	25	Jun-16 a Nov-16	\$1.800 en Mar-16 \$1.800 en Abr-16 \$2.000 en May-16
Gráficos Bonaerenses	FGB	Abr-16	25	Abr-16 a Sep-16	\$2.000 en dos tram
Papel	FOEIPCyQ	Abr-16	20		
Vestido	SOIVA	Abr-16	21	Abr-16/Sep-16	\$ 1.500
Automotriz	SMATA	Dic-15	18,5	7,5% a Mar-16 11% Abr-16 a Jun-16	

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

## 4.5 Perspectivas

El BCRA seguirá manteniendo el sesgo antiinflacionario de su política monetaria para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación mensual de 1,5% o menor para el último trimestre del año. Para 2017 prevé que continúe la desinflación en curso, con una abrupta caída de la tasa de inflación interanual durante el primer semestre<sup>53</sup> para luego ir convergiendo progresivamente hacia la meta de diciembre. Dado que las estimaciones privadas aún se ubican por encima de las metas, el Banco Central seguirá conduciendo su política monetaria con el objetivo de que las expectativas se sitúen lo antes posible dentro de las bandas fijadas para 2017. Para lograrlo se requiere que el descenso gradual en la tasa mensual de inflación sea sólo levemente más pronunciado al esperado por los analistas (ver Gráfico 4.14).

**Gráfico 4.14 | Evolución de la inflación interanual consistente con las metas del BCRA**



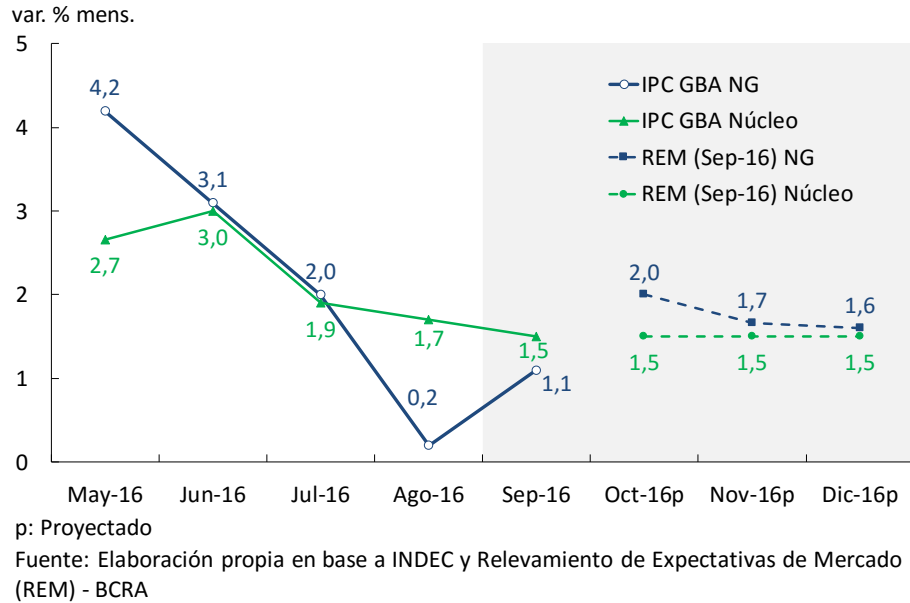
El último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) disponible (septiembre) incorporó a las proyecciones de inflación el impacto del incremento de la tarifa de gas residencial en octubre. De manera similar, el reporte de septiembre de *Consensus* también dio cuenta de que los analistas de mercado descontaban que el ajuste de la tarifa se daría en octubre, aunque en este último caso habrían además incorporado un arrastre para noviembre. Finalmente, el Gobierno Nacional oficializó el aumento de la tarifa de este servicio público el día 7 de octubre, dejando un arrastre para noviembre (ver recuadro de Tarifas de gas).

Según la estimación del REM, la tasa de inflación IPC GBA se ubicará en 2,0% en octubre y se reducirá hasta 1,6% en el último mes del año; 0,1 p.p. por sobre el objetivo asumido por el BCRA para el último trimestre del año. *Consensus* reporta una inflación mensual esperada de 2,2% para octubre, con una desaceleración hasta 1,7% para diciembre (0,2 p.p. por sobre la meta). Las perspectivas de inflación núcleo, que excluyen —entre otros— el impacto del aumento de la tarifa del gas, se ubican en 1,5% para los últimos tres meses del 2016, según el REM (ver Gráfico 4.15). La comunicación transparente de los objetivos y decisiones del BCRA contribuyó a mantener las expectativas del mercado en torno a la meta planteada para este año<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> La variación interanual sería inferior a 25% en abril y perforaría el 20% en mayo.

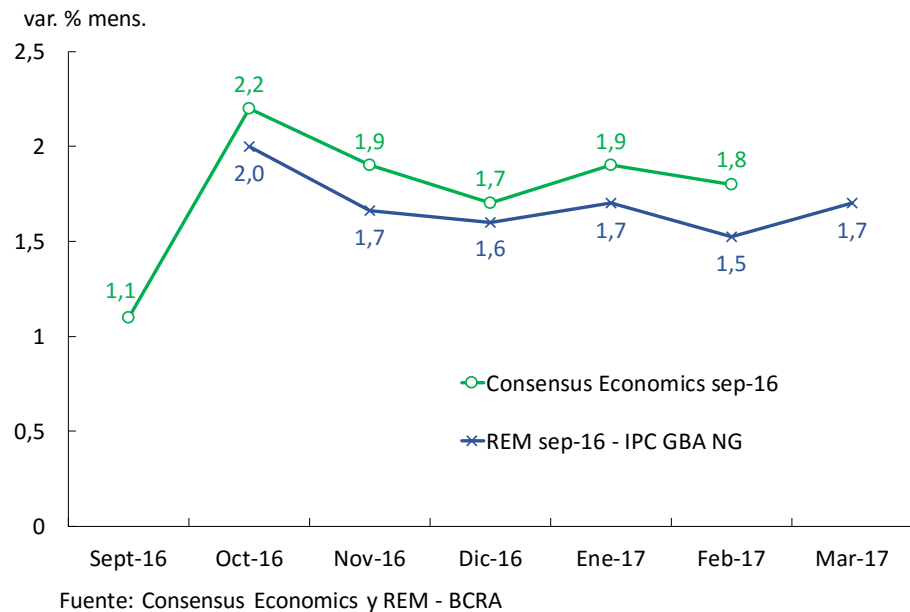
<sup>54</sup> Ver comunicados semanales de política monetaria y los Informes de Política Monetaria de Mayo y Julio.

**Gráfico 4.15 | Nivel general de precios minoristas y expectativas de inflación**



Para los primeros meses de 2017, tanto el REM como *Consensus* esperan una inflación aún por encima de lo esperado por el BCRA. El REM estima una inflación promedio de 1,6% para el primer trimestre. *Consensus*, por su parte, prevé una inflación promedio de 1,8% para el primer bimestre del año (ver Gráfico 4.16).

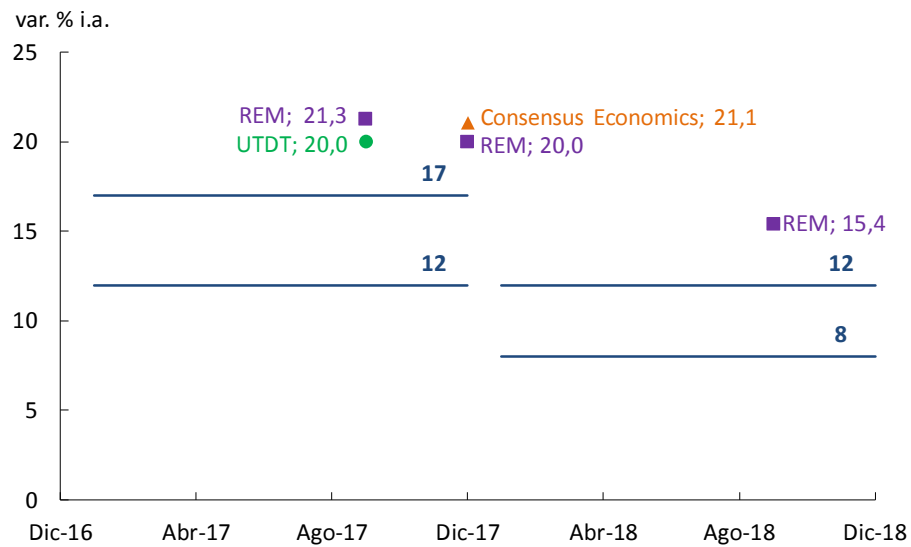
**Gráfico 4.16 | Expectativas de inflación IPC GBA**





A mediano plazo, las proyecciones tanto del REM como de *Consensus* aún se sitúan por encima de la meta fijada por el BCRA. Puntualmente, el REM estima una inflación de 20% i.a. para dic-17 (3 p.p. por encima de la cota superior de las bandas de las MI). La mediana del relevamiento de *Consensus* se ubicó en 21,1% i.a. para igual período (ver Gráfico 4.17). En el caso de la inflación núcleo, las expectativas del REM se ubicaron en 17,7% i.a. para dic-17. La diferencia de 2,3 p.p., entre la inflación Nivel General y la núcleo del REM esperadas podría estar asociada al impacto sobre los precios de los ajustes en la tarifa de gas ya paudados para abril y octubre, entre otros factores. Por otra parte, el relevamiento que la Universidad Torcuato di Tella (UTDT) realiza a los consumidores dio cuenta que en septiembre la mediana de las expectativas de inflación 12 meses vista se redujo 5 p.p. hasta 20% i.a.

**Gráfico 4.17 | Relevamiento de expectativas de mercado**



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

## Apartado 3 / Salarios e inflación

Desde fines de 2005 la inflación en Argentina no sólo se situó en niveles de dos dígitos sino que también tuvo oscilaciones de ese orden de magnitud de un año a otro. La inflación alta y volátil es un problema para los agentes que escriben contratos nominales que se extienden en el tiempo. La alta inflación hace que el poder adquisitivo de las sumas de dinero pautadas en los contratos se achique con el tiempo, lo cual obliga a las partes a tener en cuenta la inflación futura a la hora de negociar. La volatilidad de la tasa de inflación dificulta la tarea de predecir el valor futuro de la inflación que debe incorporarse en los contratos y puede crear diferencias importantes entre el poder adquisitivo del contrato previsto por las partes y el efectivamente realizado. El esquema de metas de inflación adoptado por el BCRA tiene el doble fin de bajar la inflación al 5% anual en 2019 y de proveer a la sociedad pautas de inflación para guiar las negociaciones de contratos nominales en la transición hacia la baja inflación.

Los contratos de trabajo sufren los problemas de la inflación alta y volátil. El alto costo de negociar convenios colectivos de trabajo hace que estos se negocien con poca frecuencia, haciendo que las expectativas de inflación de las partes sean un aspecto central de estos acuerdos. En el ejemplo ilustrado en el Gráfico 1, los salarios se negocian una vez al año. A modo ilustrativo, considera que a través de los años el poder adquisitivo del salario (salario real) promedio de cada año se mantiene constante en el nivel de 100. A partir del cuarto año, la inflación comienza a descender<sup>55</sup>.

La inflación esperada es esencial en la negociación de los contratos nominales. Por ejemplo, a diferencia de los primeros tres años del Gráfico 1 en los que la inflación es constante, cuando la inflación comienza a descender el aumento salarial necesario para mantener el salario real promedio constante es menor que la inflación del período previo. Asimismo, las fluctuaciones del poder adquisitivo del salario producidas por la inflación se acotan a medida que la inflación se reduce hasta eliminarse cuando la inflación alcance 0% en el año 7.

Más precisamente, una vez que las partes involucradas acuerdan el cambio en el salario real promedio que desean para el nuevo período contractual (cero en el ejemplo del Gráfico 1), el cambio nominal se deriva de las expectativas de inflación hacia adelante de acuerdo a la siguiente fórmula<sup>56</sup>:

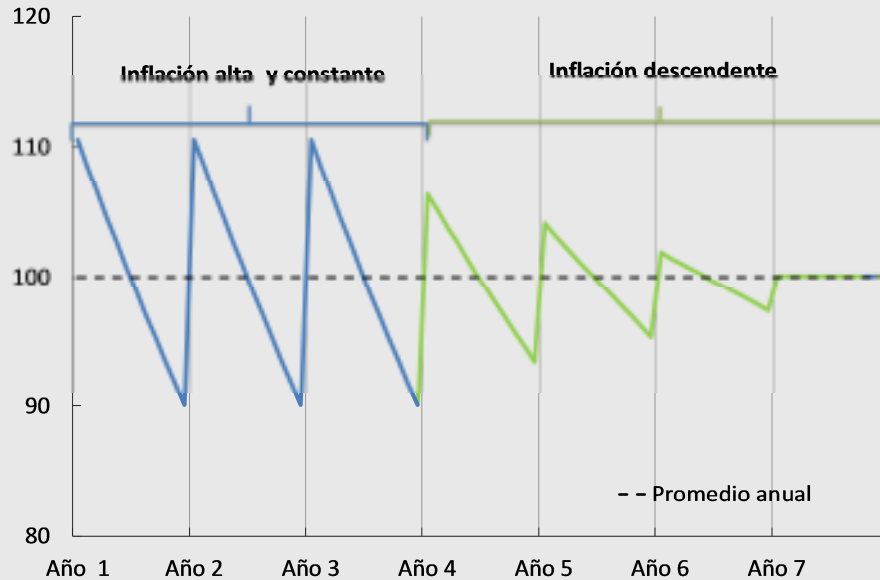
$$\Delta W_{t+1}^e = \pi_{t+1}^e + \Delta w_{t+1}^e$$

donde  $\Delta W_{t+1}^e$  representa la variación salarial en términos nominales para el siguiente período,  $\pi_{t+1}^e$  denota la inflación promedio esperada para  $t+1$ ; y  $\Delta w_{t+1}^e$  la variación del salario real promedio anual acordado para  $t+1$ .

<sup>55</sup> El ejemplo fue construido a partir de una negociación que entra en vigencia el 1 de enero y tiene una duración de doce meses. En este caso, las inflaciones relevantes son la esperada para el año calendario en curso y la observada en el año anterior. Si el acuerdo también durara doce meses, pero entrara en vigencia en alguna otra fecha durante el año, la inflación relevante sería la promedio de los doce meses siguientes. Si la duración fuera de seis meses, la inflación relevante sería la inflación promedio esperada para los seis meses de vigencia. Las inflaciones promedio se calculan como la tasa porcentual de variación de los precios promedio del período que comienza en relación a los precios promedio del período que finaliza.

<sup>56</sup> Esta fórmula es una aproximación válida para tasas de inflación bajas y pierde precisión a medida que la inflación aumenta. La fórmula más precisa, pero más compleja, para calcular el ajuste nominal de salarios consistente con un salario promedio deseado es  $\frac{W_{t+1}}{W_t} = \frac{w_{t+1} P_{t+1}}{w_t P_t}$  donde  $W_t$  es el salario nominal del período contractual,  $w_t$  es el promedio geométrico de los salarios reales mensuales y  $P_t$  es el promedio geométrico del nivel de precios de cada mes.

Gráfico 1 | Salario Real e Inflación



Los cambios en el salario real promedio acordado entre un año y otro dependerán de las condiciones de mercado de cada sector de la economía. Entre otros, responden a cambios previstos en la productividad del trabajo y a desvíos producidos por *shocks* sectoriales no anticipados en el período previo.

El análisis también muestra los costos que la inflación les impone a los trabajadores y a las firmas. Una inflación alta hace que las firmas tengan que pagar un salario real más alto que el deseado al principio del período y que los trabajadores tengan un salario real menor al deseado al final del mismo. En la medida que las firmas y los trabajadores no tengan acceso al crédito o a activos protegidos de la inflación, las fluctuaciones en el salario real descritas en el Gráfico 1 son costosas para la sociedad. Para bajar esos costos, algunos sectores respondieron a la alta inflación acortando el período contractual a un semestre o un trimestre, aumentando los costos de negociación. Otros acordaron aumentos escalonados en el tiempo. Los desvíos de la inflación realizada respecto de la inflación prevista también son costosos al redistribuir recursos entre las distintas partes de un contrato nominal.

El esquema de metas de inflación adoptado por el BCRA es una contribución institucional que facilita la coordinación de las expectativas de inflación en las negociaciones de contratos nominales que se extienden en el tiempo. En los convenios colectivos de trabajo, por ejemplo, las metas de inflación proveen una guía para acordar la corrección nominal de los contratos permitiendo que las partes concentren su esfuerzo en negociar los salarios reales. La autoridad monetaria es la responsable de usar todas sus herramientas de política económica para cumplir con los objetivos anunciados. Asimismo, el descenso gradual de la inflación, incorporado en los objetivos plurianuales de la autoridad monetaria, reducirá el costo social de la inflación asociado a la volatilidad del poder adquisitivo de los salarios.

## Apartado 4 / El impacto regresivo del impuesto inflacionario

Uno de los efectos de la inflación es su impacto en el poder adquisitivo de los activos financieros, en particular, de aquellos activos que no generan un rendimiento nominal ni están protegidos contra la inflación (como sí lo están los depósitos en unidades de valor adquisitivo). Entre éstos se destacan los billetes y monedas, los depósitos en cuenta corriente y los de caja de ahorro.

Para apreciar el impacto de la inflación sobre esta clase de activos, obsérvese el siguiente ejemplo: si una familia dispone de \$ 100 en dinero y el costo mensual de la canasta de bienes y servicios que consume es de \$10, puede entonces cubrir 10 meses de consumo. Si se registrara una inflación del 25%, el valor mensual de dicha canasta de consumo se incrementaría a \$ 12,5, y la cantidad de meses de consumo que podrían financiarse con esos \$ 100 bajaría a 8. Esta pérdida del poder adquisitivo del dinero equivalente a 2 meses de consumo representa el impuesto inflacionario, del cual se beneficia el emisor del dinero.

Por tratarse de un impuesto, resulta interesante preguntarse si afecta de la misma manera a los hogares de distintos niveles de ingreso. En este sentido, es de esperar que el impacto sea regresivo, ya que se presume que los hogares de menores recursos tienen un menor acceso a las tarjetas de crédito y a activos protegidos de la inflación que los de mayores recursos y, por ende, poseen una mayor proporción de sus activos financieros expuestos al impuesto inflacionario.

Para medir la incidencia de la inflación en la economía de los hogares, resulta necesario conocer las tenencias de dinero de los hogares por nivel de ingreso. Con las tasas de inflación que enfrenta cada hogar podría calcularse entonces el respectivo impuesto inflacionario, para luego expresarlo como porcentaje del ingreso familiar, y poder comparar así la relevancia del mismo en las finanzas de los hogares con distintos niveles de ingreso. Lamentablemente, en el caso de Argentina no se cuenta con la información de las tenencias de dinero por hogar, por lo cual, esta forma directa de medir la carga fiscal que enfrentan las familias no es viable.

Sin embargo, existe evidencia indirecta para Argentina que puede utilizarse para analizar el grado de regresividad del impuesto inflacionario. Canavese y otros (1999) calcularon el impacto de la inflación en la distribución del ingreso durante los años ochenta en base a la estimación de una demanda de dinero<sup>57</sup>. Estos autores encontraron que el impuesto inflacionario es regresivo, ya que la carga fiscal generada por la inflación sobre el ingreso de los hogares del quintil de menores recursos resultó aproximadamente 2 veces la soportada por los del quintil de mayores ingresos<sup>58</sup>. Más recientemente, con una metodología similar y con datos de 2014, el IERAL concluyó también que la inflación es un impuesto regresivo: el peso del impuesto inflacionario sobre el ingreso de los hogares de menores recursos fue 4,7 veces el que enfrentaron las familias de mayores ingresos<sup>59</sup>. Estos trabajos tienen implícitos comportamientos en los cuales los agentes más ricos utilizan una menor proporción de dinero respecto a su ingreso total que los de menores recursos<sup>60</sup>.

Otra evidencia indirecta para Argentina puede obtenerse de la información contenida en la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares 2012-2013. En este relevamiento se observa que la relación entre el gasto de los hogares y su nivel de ingresos es decreciente a medida que aumenta el nivel de ingreso, y que la participación del pago al contado en el financiamiento de los gastos también es decreciente a mayor nivel

<sup>57</sup> Canavese, A., W. Sosa Escudero y F. González Alvaredo (1999). "El impacto de la inflación sobre la distribución del ingreso: el impuesto inflacionario en la Argentina en la década del 80", en *La distribución del ingreso en Argentina*, FIEL.

<sup>58</sup> El resto de los resultados presentados en este trabajo seguirá la misma lógica de comparación del peso del impuesto inflacionario en el quintil de hogares de menores ingresos con el de mayores ingresos.

<sup>59</sup> Capello, M., N. Grión y P. Degiovanni (2015). "El impuesto inflacionario compensa el beneficio que reciben las familias por el gasto en subsidios económicos". Fundación Mediterránea, IERAL, Monitor Fiscal, Año 10, Edición N°25, 6 de enero.

<sup>60</sup> En términos técnicos, esto significa que las elasticidades ingreso de la demanda de dinero son menores a 1, lo que refleja una economía de escala en el uso del dinero.

de ingresos<sup>61</sup>. Si se asimila el gasto financiado al contado con la demanda de dinero de los hogares, se concluye que el impuesto inflacionario es regresivo: para el período marzo 2014 - junio 2015, la carga fiscal de la inflación con relación al ingreso de las familias de menores recursos representó 2 veces la que soportaron los hogares de mayores ingresos.

La evidencia internacional ofrece también información para evaluar la regresividad del impuesto inflacionario, dentro de la cual se destacan una serie de trabajos que utilizan como fuente de información la Encuesta de Ingreso y Riqueza de los Hogares de Italia<sup>62</sup>. Esta encuesta releva información detallada de las características de los hogares en términos de ingreso, tenencias de dinero y otros activos financieros y acceso a servicios financieros. Aunque estos trabajos no buscan cuantificar los efectos distributivos de la inflación, estiman demandas de dinero sensibles a las características de los hogares. Si estos resultados se aplican a la distribución del ingreso de Argentina, se obtiene que la relación entre la carga fiscal de la inflación sobre los ingresos de los hogares de menores recursos respecto de los de mayores ingresos se ubica entre 2,4 y 3,4, en línea con lo evidenciado en los trabajos mencionados previamente.

Resumiendo, a pesar de que no contamos con evidencia directa sobre la incidencia del impuesto inflacionario para hogares con distintos niveles de ingreso, la evidencia indirecta para Argentina e Italia indica que los hogares de menores recursos tienen pérdidas de capital por la inflación que, como proporción del ingreso, son entre 2 y 4,7 veces más grandes que las de los hogares de mayores recursos.

---

<sup>61</sup> Contado incluye: efectivo, cheques a la fecha de adquisición, débito automático, bonos, y tickets entregados por el empleador.

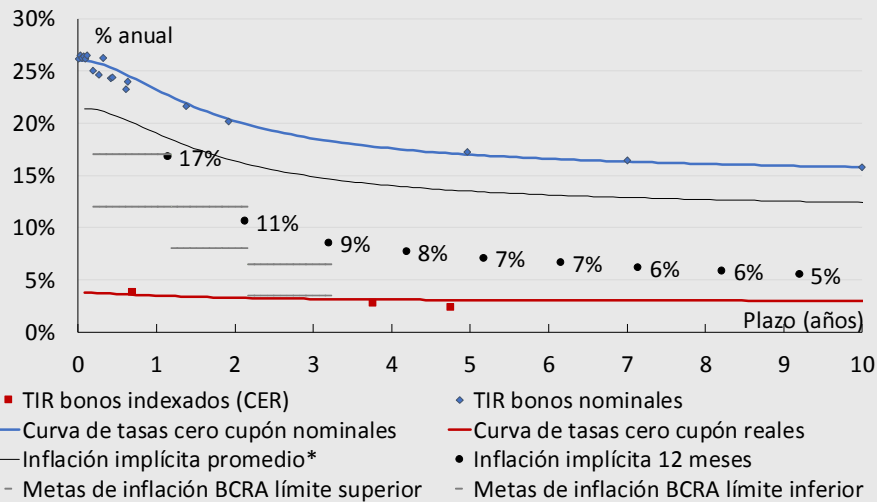
<sup>62</sup> Álvarez, F. E. y F. Lippi (2007). "Financial Innovation and the Transactions Demand for Cash", NBER, Working Paper 13416. Attanasio, O. P., L. Guiso y T. Jappelli (2002). "The Demand for Money, Financial Innovation, and the Welfare Cost of Inflation: An Analysis with Household Data", *Journal of Political Economy*, Vol. 110, N° 2, pp. 317-351. Lippi, F. y A. Secchi (2008). "Technological Change and the Households' Demand for Currency", *Journal of Monetary Economics*, 56, pp. 222-230.

## Apartado 5 / Expectativas de inflación en la curva de tasas en pesos

A partir de septiembre, la Secretaría de Finanzas comenzó a avanzar en la construcción de una curva de rendimientos en moneda local. A través de una serie de licitaciones, se fueron emitiendo bonos en pesos a tasa fija y amortización íntegra al vencimiento (Bontes) a 1,5; 2, 5; 7 y 10 años de plazo. Esta estrategia de colocar instrumentos a tasa fija por períodos cada vez más largos, factible en un contexto de expectativas de inflación más controladas, se diferencia de esfuerzos previos realizados con el mismo objetivo, que se habían focalizado en instrumentos en pesos por plazos más cortos y a tasa variable.

Además de permitir el financiamiento del sector público a través de instrumentos en moneda local (con menor riesgo de repago), la construcción de una curva en pesos nominales resulta útil por diversos motivos. Por un lado, sirve como parámetro para la valuación de otros contratos en moneda doméstica (por ejemplo, préstamos bancarios, bonos emitidos por el sector privado o distintos tipos de instrumentos derivados), facilitando la concreción de operaciones a mayor plazo y la creación de nuevos mercados. La existencia de un mercado de renta fija en moneda doméstica más profundo es además relevante para la implementación y la transmisión de la política monetaria bajo un esquema de metas de inflación. Adicionalmente, dada la existencia de instrumentos de diferentes características (bonos en pesos nominales, bonos que ajustan por inflación siguiendo al índice CER, bonos en dólares o *dollar-linked*), su comparación permite construir indicadores de expectativas de mercado implícitas en los precios transados.

**Gráfico 1 Inflación por año implícita en cotizaciones de instrumentos de renta fija**



Nota: TIR= tasa interna de retorno. Fuente: BCRA en base a cotizaciones de mercado secundario de instrumentos de renta fija en pesos nominales (TO23 y TO26 precios de colocación) y en pesos con ajuste CER (plazo en vida promedio). Precios de cierre del 13-Oct-16. \*Inflación implícita promedio hasta cada plazo que surge de la comparación entre las curvas cero cupón nominales y reales

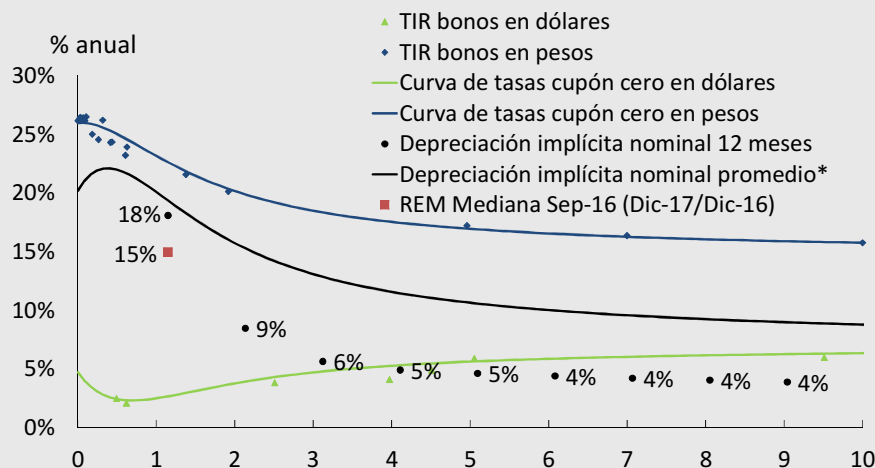
Los rendimientos de estos bonos revelan que las expectativas de inflación son consistentes con las metas del BCRA. El Gráfico 1 muestra la tasa interna de retorno de distintos activos, tanto nominales como ajustables por CER y las curvas de instrumentos con cupón cero que se derivan de ellos<sup>63</sup>. La curva negra es la curva de tasas de inflación promedio para distintos plazos que hace a los inversores indiferentes entre

<sup>63</sup> Curvas cupón cero elaboradas utilizando el modelo de Nelson y Siegel (1987). Para la curva en pesos se utilizan precios de mercado secundario de LEBAC y de bonos en pesos nominales (excepto los Bontes a 7 y 10 años, para los cuales se usan precios de licitación).

tener un bono cupón cero nominal o uno ajustable por CER. A partir de esta curva se pueden inferir las tasas de inflación implícitas (diciembre contra diciembre) en los precios de estos bonos para los próximos años. Esta aproximación a las expectativas de inflación arroja valores de 17% para 2017, 11% para 2018, y valores que van descendiendo desde 9% para los años posteriores, hasta alcanzar un nivel de 5%. A partir de 2019 estas expectativas superan la meta de 5% anual buscada por la autoridad monetaria. Cabe destacar que la inflación implícita entre diciembre de 2016 y diciembre de 2017 es menor al pronóstico de consultores económicos relevado en el REM en base a datos de septiembre de 2017 (20% para la mediana del IPC Nivel General, variación interanual dic-2017/ dic-2016).

La comparación de las curvas cupón cero de instrumentos en pesos nominales y en dólares permite aproximar un sendero de depreciación nominal implícita de la moneda local para cada año. La depreciación anual así estimada también evidencia un comportamiento decreciente a lo largo del tiempo (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 Depreciación nominal implícita en cotizaciones de instrumentos de renta fija**



Nota: TIR= tasa interna de retorno. Fuente: BCRA en base a cotizaciones de mercado secundario de instrumentos de renta fija en pesos nominales (TO23 y TO26 precios de colocación) y en dólares. Precios de cierre del 13-Oct-16. \*Depreciación implícita promedio hasta cada plazo que surge de la comparación entre las curvas cero cupón en dólares y en pesos.

Estos indicadores de expectativas en base a precios de mercado de instrumentos financieros tienen como ventaja su alta frecuencia, ya que pueden calcularse diariamente. Sin embargo, suelen tomarse a modo indicativo (es decir, en términos de su tendencia), dadas las limitaciones que presentan. Por ejemplo, en la medida en que los precios de mercado evidencien un patrón volátil, esta volatilidad se trasladará a los indicadores basados en ellos<sup>64</sup>. Otro factor mencionable es la posibilidad de que los indicadores incorporen un ruido vinculado a diferencias en las características de mercado de los diferentes bonos comparados (por ejemplo, diferencias en la liquidez de los distintos instrumentos<sup>65</sup>).

<sup>64</sup> Los resultados suponen una relación de arbitraje que no necesariamente se cumple todo el tiempo en un contexto de volatilidad en los precios.

<sup>65</sup> Este tipo de limitaciones se da también en mercados de economías desarrolladas. Por ejemplo, en los Estados Unidos los instrumentos indexados (TIPS), que se utilizan para el cálculo de inflación implícita, presentan una liquidez más acotada que los instrumentos nominales.

**Tabla I Anexo instrumentos de renta fija utilizados en las estimaciones**

LEBAC	TIR	Bonos en \$ Tasa Fija	TIR	Bonos con ajuste CER	TIR	Bonos en Dólares	TIR
1	26,2%			BOGAR 2018	3,8%	Bonar X	2,5%
12	26,5%	Bonte Mar-18	21,6%	PR13	2,8%	Global 17	2,1%
19	26,3%	Bonte Sep-18	20,2%	BONCER 2021	2,4%	Bono 2019	3,9%
26	26,5%	Bonte 2021	17,3%	Discount	3,9%	Bonar 2020	4,2%
33	26,2%	Bonte 2023	16,6%	Par	4,2%	Bono 2021	4,9%
40	26,5%	Bonte 2026	16,1%			Bonar 2024	6,0%
68	25,0%					Bono 2026	6,0%
97	24,6%					Bono 2028	6,2%
117	26,2%					Bono 2036	6,9%
153	24,4%					Bono 2046	7,0%
160	24,4%					Discount ley NY	7,0%
222	23,2%					Par ley NY	6,8%
229	23,9%						

Nota: para LEBAC se informa días de plazo residual de las especies. Bonte 2023 y Bonte 2026 corresponde a precios de colocación.

Fuente: BCRA en base a MAE, Bloomberg y Reuters



## 5. Política monetaria

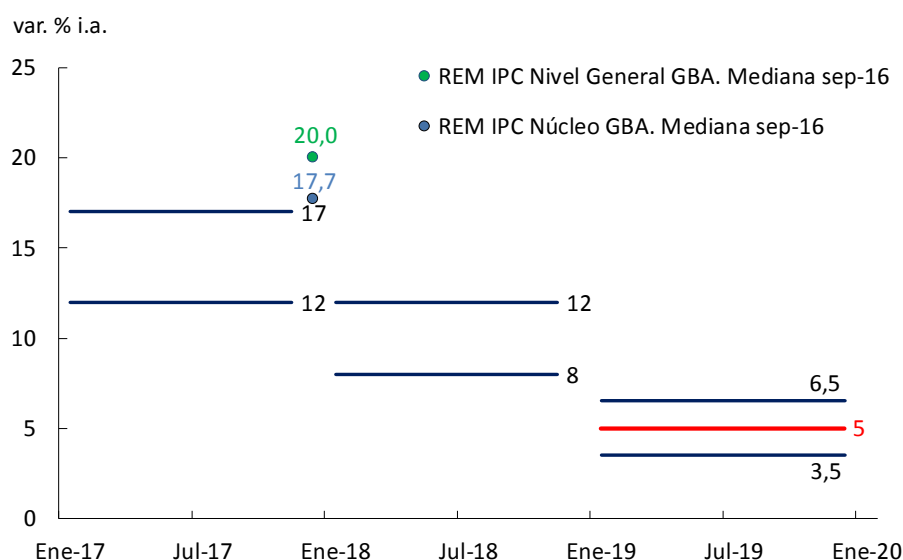
El Banco Central adoptó un régimen de metas de inflación, que regirá a partir de 2017. Oficializó un rango objetivo de inflación<sup>66</sup> decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019. A su vez, volvió a reafirmar su compromiso con el objetivo intermedio de una inflación mensual de 1,5% o menor para el último trimestre de 2016. Finalmente anunció la conformación de un Consejo de Política Monetaria encargado de decidir la tasa de interés de referencia (la cual a partir de 2017 pasará a ser el centro del corredor de las operaciones a 7 días entre el BCRA y las instituciones financieras) y la modificación de algunos aspectos operativos complementarios.

El BCRA 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.

### 5.1 El BCRA adoptó el régimen de Metas de Inflación

El Banco Central se encuentra atravesando una transición hacia un régimen de metas de inflación, que comenzará a regir formalmente a partir de 2017. En septiembre el BCRA oficializó su 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 (ver Gráfico 5.1). Esta trayectoria se suma al objetivo intermedio de una inflación mensual de 1,5% o menor para el último trimestre de 2016. También anunció que el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC será el que se empleará para evaluar el cumplimiento de sus metas (inicialmente el IPC de GBA, pero eventualmente se sustituirá por uno de cobertura nacional).

**Gráfico 5.1 | Metas de inflación y expectativas**



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

<sup>66</sup> Ver presentación <http://www.bcra.gob.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=208> y discurso [https://www.youtube.com/watch?v=iZmj4XB\\_ESE](https://www.youtube.com/watch?v=iZmj4XB_ESE)

Además, adelantó algunos cambios operativos de instrumentación (ver sección 5.2) y cambios en su diseño institucional: la conformación de un Consejo de Política Monetaria, que será el encargado de definir la tasa de política monetaria, detallando su composición y el cronograma de sus reuniones (ver apartado 7 / Aspectos operativos del régimen de Metas de Inflación).

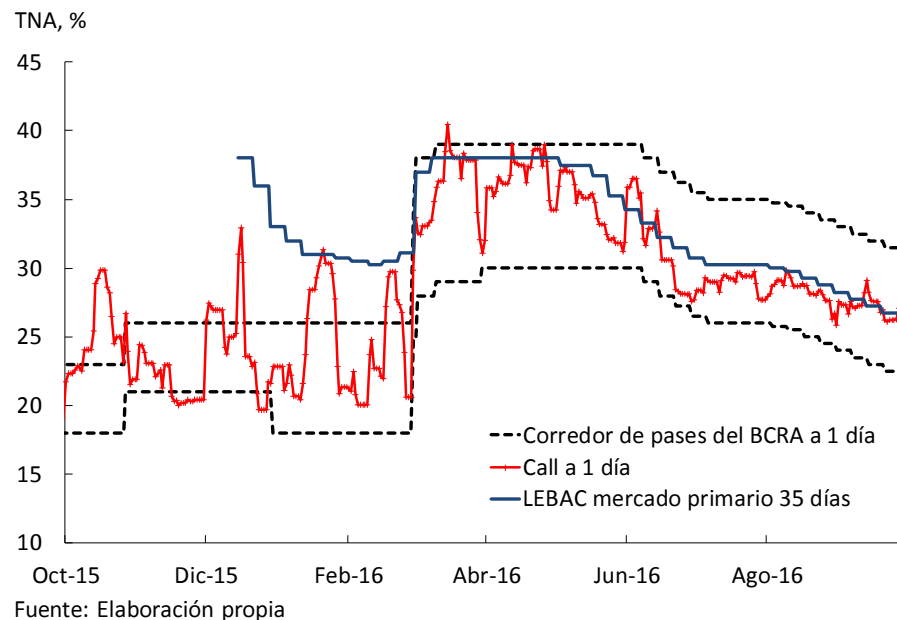
## 5.2 Readecuación de aspectos operativos de la política monetaria

En el marco de la transición de régimen, el BCRA ya había comenzado a modificar algunos aspectos operativos de la instrumentación de su política monetaria, migrando desde el control de cantidades hacia la adopción de una tasa de interés como principal instrumento de política<sup>67</sup>. Desde marzo dispuso que, transitoriamente, la tasa de interés de política monetaria fuera la de las LEBAC a 35 días de plazo. Complementariamente, comenzó a realizar operaciones en el mercado secundario, comprando y vendiendo estas especies, para mitigar la volatilidad de las tasas de interés.

Además, realineó las tasas de interés de sus pasivos y activos, con los que absorbe y otorga liquidez a las entidades financieras, a 1 y 7 días de plazo, determinando un corredor dentro del cual fluctúan las tasas de interés del mercado interbancario.

El BCRA anticipó que hasta fin de año irá haciendo más estrecho su corredor de tasas de pasivos, que actualmente tiene una amplitud de 9 p.p. (ver Gráfico 5.2). Y adelantó que desde enero de 2017 su tasa de política monetaria pasará a ser, definitivamente, la del centro del corredor de las operaciones a 7 días de plazo entre el BCRA y los bancos.

**Gráfico 5.2 | Corredor de pasivos del BCRA y tasa de interés interbancaria**



Por último, anunció que, a partir de febrero de 2017, las licitaciones de las LEBAC pasarán a tener una frecuencia mensual y las especies licitadas pasarán a tener un único vencimiento mensual, el tercer miércoles de cada mes. 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.

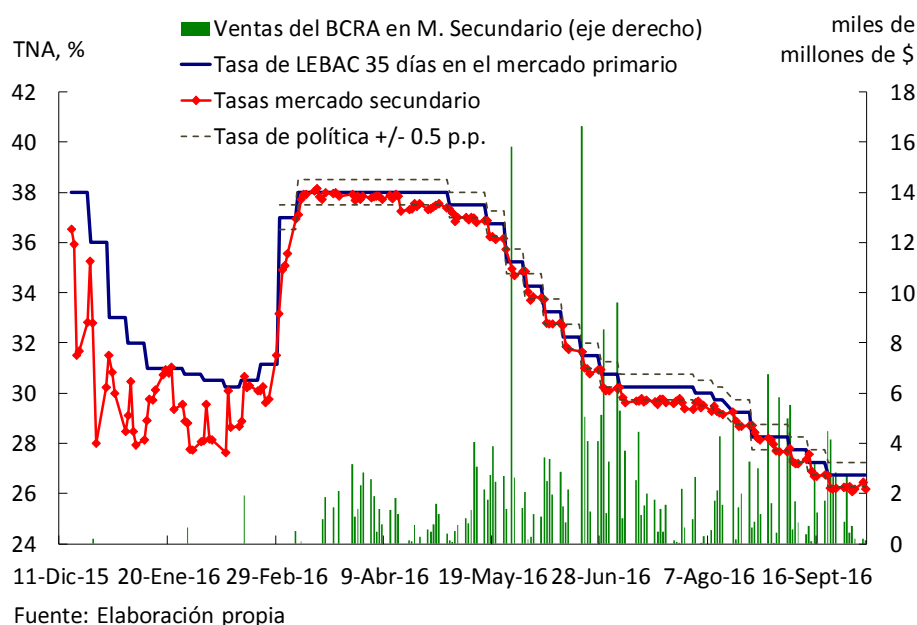
<sup>67</sup> Ver Informe de Política Monetaria de Julio de 2016.

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

La política del BCRA consiste en fijar una tasa de interés 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. En un contexto de expectativas de inflación decrecientes, esto es compatible con un descenso gradual de la tasa de interés nominal de política.

En efecto, el BCRA redujo su tasa de interés de política monetaria, la de las LEBAC a 35 días de plazo, en 11,25 p.p respecto de comienzos de marzo, llegando a 26,75% el 20 de septiembre (ver Gráfico 5.3). A partir de entonces, el Banco Central decidió mantener invariante en 26,75% su tasa de política monetaria, 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.

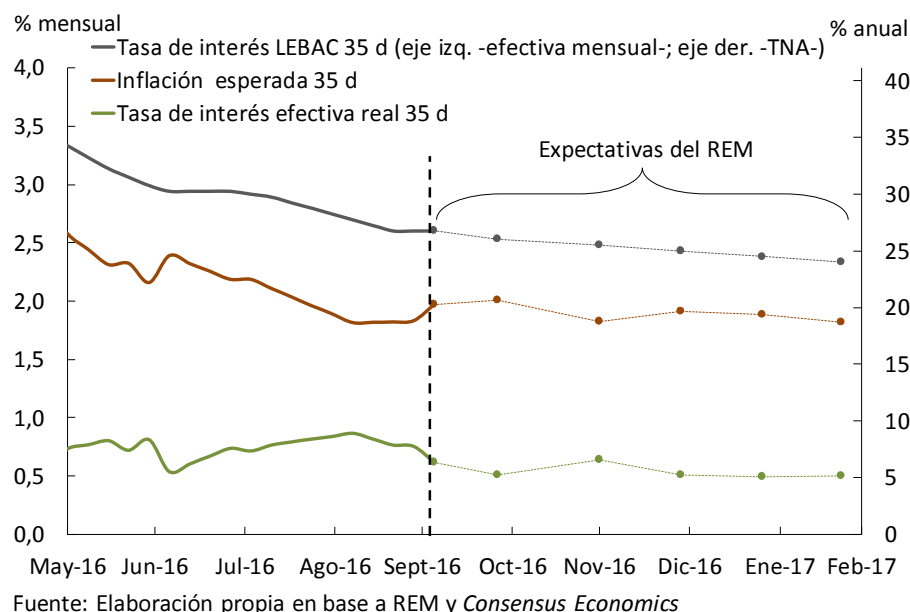
**Gráfico 5.3 | Tasa de interés de política y operaciones en el mercado secundario**



Esto no significó un cambio en la orientación de la política. 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 sesgo antiinflacionario de su política monetaria (ver Gráfico 5.4).

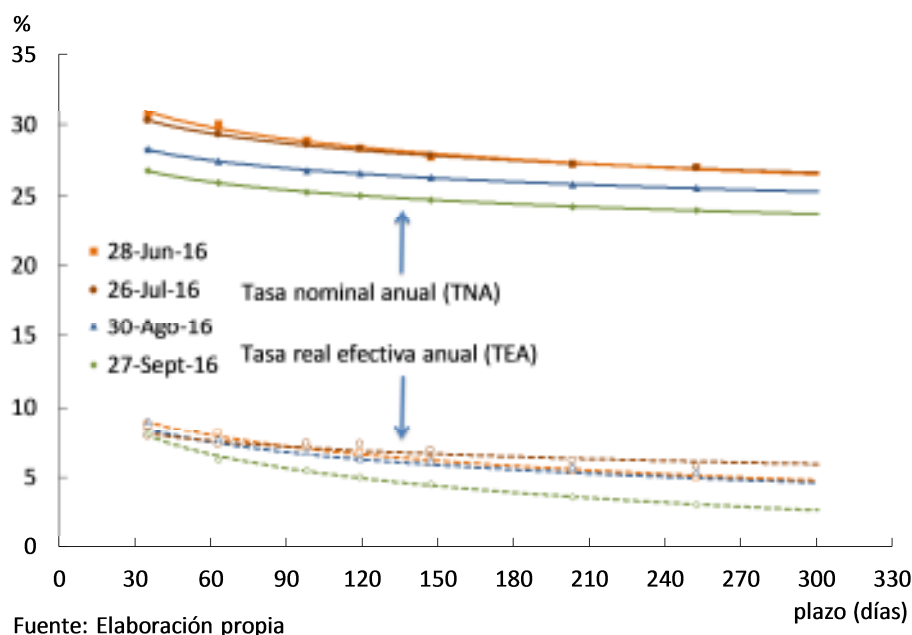
Según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del BCRA, para lo que resta del año se espera que las tasas de inflación mensuales continúen ubicándose en niveles cercanos al objetivo del BCRA. De acuerdo al REM, para los próximos meses se espera que, a medida que la economía siga transitando su proceso desinflacionario, las tasas de interés nominales de política vayan acompañando ese descenso.

**Gráfico 5.4 | Tasa de interés de política nominal y real**



Otra forma de inferir las expectativas del mercado es tratar de extraer información de la curva de rendimientos (ver apartado 5 / Expectativas de inflación en la curva de tasas en pesos). En efecto, las expectativas de inflación descendentes también pueden corroborarse al analizar las curvas de rendimiento de las LEBAC nominales y reales (ver Gráfico 5.5). En este caso, para cada licitación se debe comparar la tasa de interés de las LEBAC de cada plazo con la expectativa de inflación de aquel momento para esos mismos plazos. 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 5.5 | Curvas de tasa de interés de LEBAC nominales y reales**



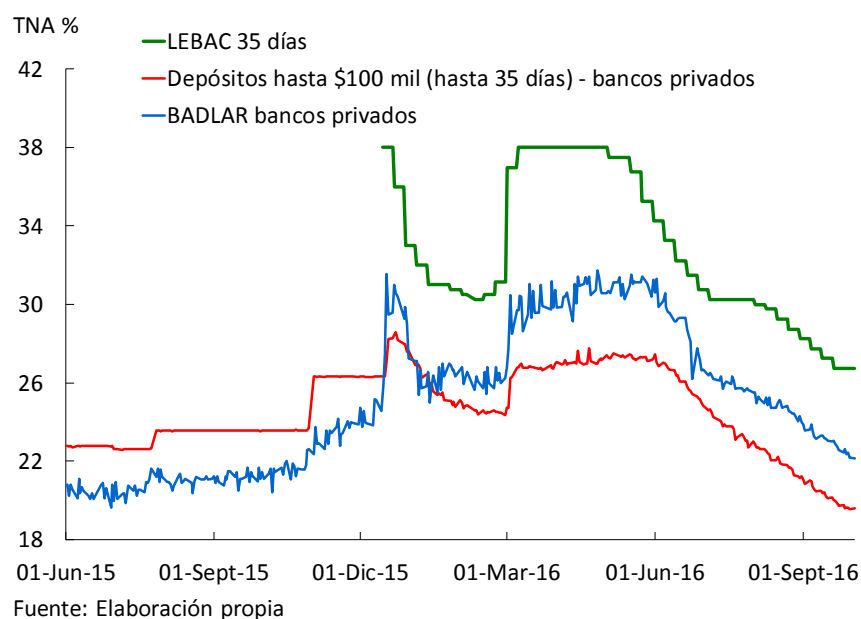
El BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario en su política monetaria, para asegurar que el proceso de desinflación materializado durante los últimos meses continúe en el futuro, acorde a las metas de inflación anunciadas.

#### 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 a las tasas de interés pasivas de las entidades parcialmente y con cierto rezago, tanto para los depósitos mayoristas como para los minoristas (ver Gráfico 5.6).

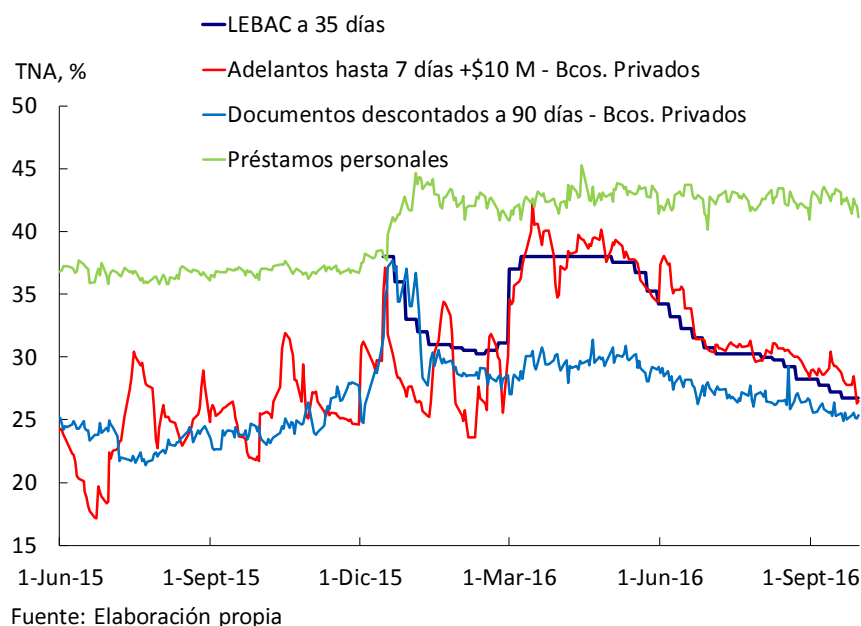
**Gráfico 5.6 | Tasa de política monetaria y tasas de interés pasivas**



Los movimientos en la tasa de interés de política también se trasladaron a las tasas de interés activas. En este caso el traslado fue más acentuado para los adelantos de corto plazo a las grandes empresas, mientras que para el resto de las tasas de interés activas fue menor (ver Gráfico 5.7). No obstante, a partir de septiembre, por disposición del BCRA las entidades financieras no pueden cobrar comisiones por seguros de vida sobre las nuevas financiaciones que otorguen<sup>68</sup>; por consiguiente, en el caso de los préstamos personales, la estabilidad observada en la tasa de interés implicó una disminución de su costo financiero total.

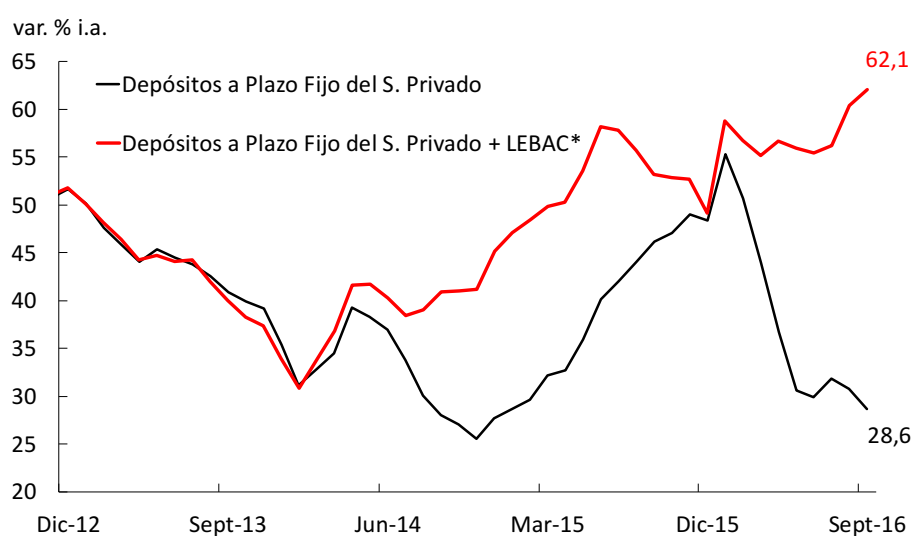
<sup>68</sup> Ver Comunicación "A" 5928.

**Gráfico 5.7 | Tasa de política monetaria y tasas de interés activas**



La mejora de los rendimientos 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 28,6% en septiembre, dicho comportamiento se debió al marcado incremento en las tenencias de LEBAC por parte del sector privado no financiero. Considerándolos conjuntamente, dichos instrumentos de ahorro en pesos registraron un aumento del 62,1% interanual en septiembre de 2016 (ver Gráfico 5.8).

**Gráfico 5.8 | Instrumentos de ahorro a plazo en pesos**



\*Saldo de LEBACs en circulación, a Valor Nominal, excluidas las tenencias de bancos, del sector público y de residentes del exterior.

Fuente: Elaboración propia

## 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 debe absorber 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. No obstante, se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para administrar la composición de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio.

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 el año 2016, y de \$150 mil millones para el año 2017. Como la expansión monetaria asociada a las transferencias de recursos al Tesoro acordadas resulta inferior al aumento previsto de la demanda de base monetaria para 2017, el Banco Central tendrá margen para abastecer la diferencia, o bien mediante la compra de divisas en el mercado cambiario, o bien no renovando totalmente las LEBAC a su vencimiento u otro mecanismo que considere conveniente.

### 5.5.1 Interacciones con la política cambiaria

Durante el segundo trimestre, el BCRA había aprovechado el contexto de sobreabundancia de oferta de divisas, producto de la liquidación de la cosecha gruesa y del ingreso de divisas asociado a la colocación de deuda del sector público y del sector privado, para comprar divisas en el mercado y fortalecer su hoja de balance con el fin de reconstituir su nivel de reservas internacionales. En cambio, durante el tercer trimestre el BCRA tuvo una escasa participación en el mercado, sólo realizando operaciones puntuales con el Tesoro Nacional (ver Gráfico 5.9).

**Gráfico 5.9 | Tipo de cambio y operaciones del BCRA en el mercado cambiario**



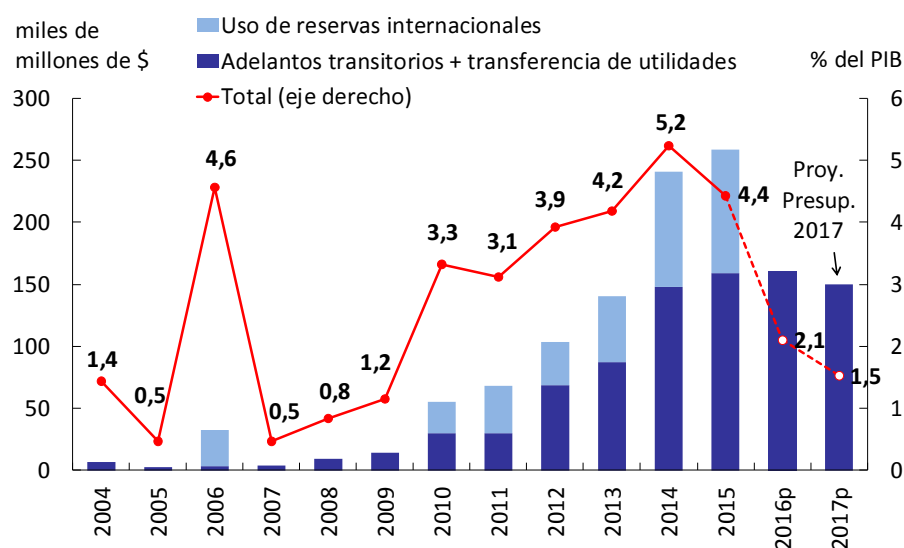
Fuente: Elaboración propia

### 5.5.2 Coordinación con el programa fiscal

En el marco del gradual proceso de reordenamiento fiscal y de regularización del acceso a los mercados de crédito, 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 el año 2016. Hasta mediados de octubre ya se encuentran transferidos \$153,9 mil millones, quedando \$6,1 mil millones a ser girados en lo que resta del año.

Los años previos, las transferencias anuales de recursos del BCRA al Tesoro (mediante el otorgamiento neto de adelantos transitorios, la transferencia de utilidades y el uso de reservas internacionales) habían mostrado una tendencia creciente, pasando de representar 0,5% del PIB en 2007 hasta un 4,4% del PIB en 2015 (casi \$260 mil millones) (ver Gráfico 5.10). En cambio, la transferencia de recursos acordada para este año resulta cerca de \$100 mil millones menor, -2,4 puntos porcentuales en términos del PIB.

**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

Para el año 2017 acordaron reducir ese límite a \$150 mil millones, cifra que resulta \$10 mil millones menor en términos nominales a las de 2016, y que implica una caída de 0,6 p.p. en términos del PIB. Ese monto fue incluido en el proyecto de Presupuesto para 2017 presentado en septiembre por el Poder Ejecutivo al Congreso Nacional.

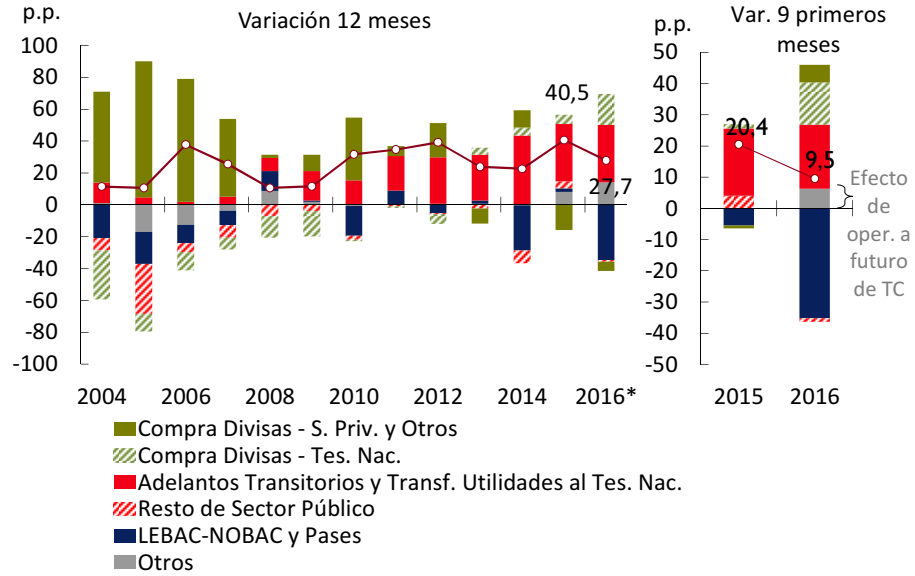
### 5.5.3 Instrumentos de regulación monetaria para adecuar la oferta de dinero a la demanda

Desde diciembre de 2015, el Banco Central realizó un fuerte esfuerzo de esterilización, para absorber los excedentes de liquidez iniciales, generados por una fuerte expansión monetaria pasada, asociadas al elevado financiamiento al Tesoro y a las pérdidas por las operaciones de futuros de tipo de cambio concertadas en 2015 (ver Gráfico 5.11).

Posteriormente, a partir de la adopción de una tasa de interés como instrumento de política, la cantidad de dinero pasó a ser endógena. Esto significa que, para mantener el nivel de tasas de interés en el valor requerido, el Banco Central debió automáticamente absorber mediante sus instrumentos de regulación monetaria (LEBAC y operaciones de pases) cualquier expansión monetaria que no estuviera convalidada con una mayor demanda de dinero.



**Gráfico 5.11 | Variación de base monetaria e incidencia de factores que la explican**

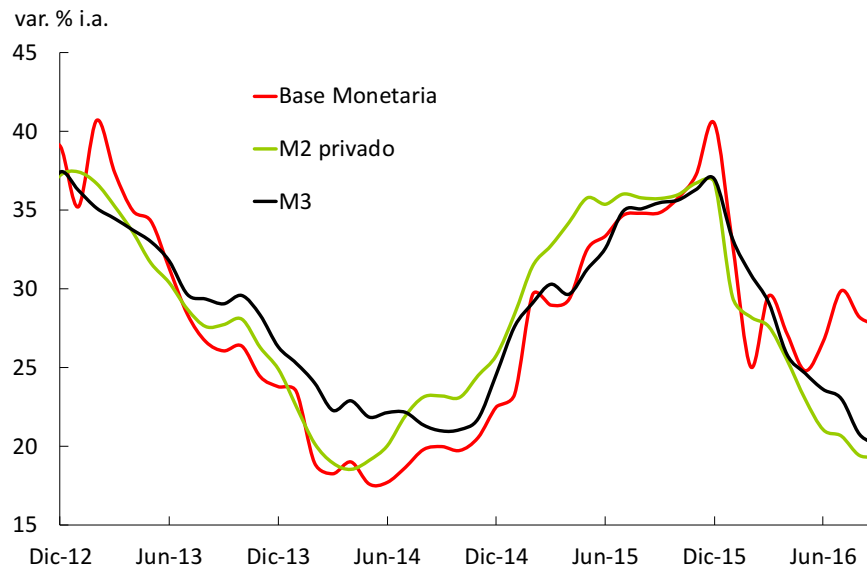


Fuente: Elaboración propia

\*Acum. últimos 12 meses a sep-16

Adicionalmente, con el objetivo de que el esfuerzo de esterilización sea compartido por los demás integrantes del sector financiero, el BCRA dispuso dos incrementos de los coeficientes de encaje, con vigencia a partir de junio y de julio, por el equivalente al 2% del total de los depósitos en pesos en cada uno de los casos. Este aumento de encajes explica la reciente evolución de la tasa de crecimiento interanual de la base monetaria, que, tras haberse desacelerado desde más de 40% interanual en diciembre a 24,8% en mayo, volvió a acelerarse a 27,7% en septiembre (ver Gráfico 5.12).

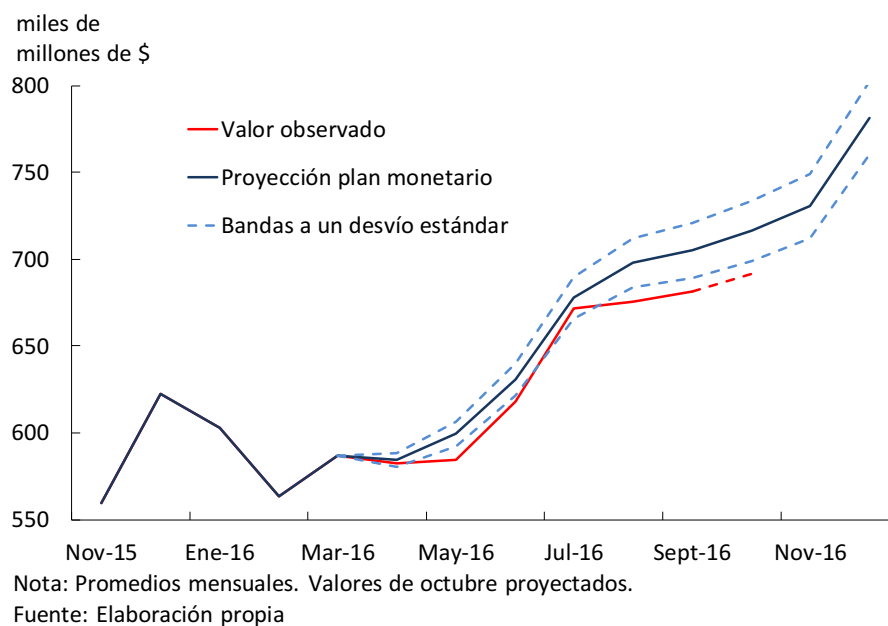
**Gráfico 5.12 | Evolución de los agregados monetarios**



Fuente: Elaboración propia

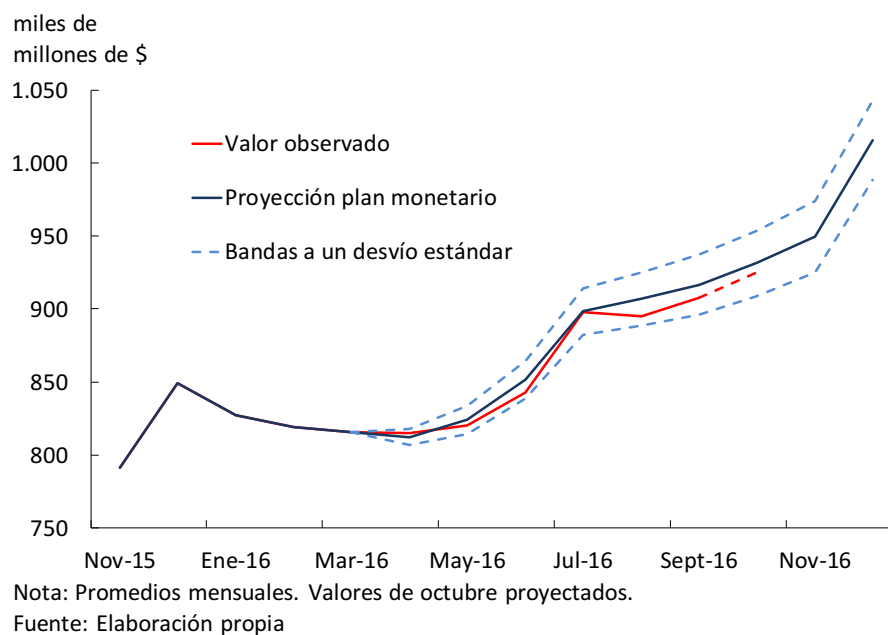
No obstante, esta evolución de la base monetaria resultó ligeramente menor que el límite inferior de las bandas de proyección del ejercicio de programación monetaria presentado en abril (ver Gráfico 5.13). El desvío responde a un menor aumento de circulante en poder del público y a una mayor sustitución de depósitos a plazo fijo por LEBAC que lo previsto en aquel entonces.

**Gráfico 5.13 | Demanda nominal de base monetaria**



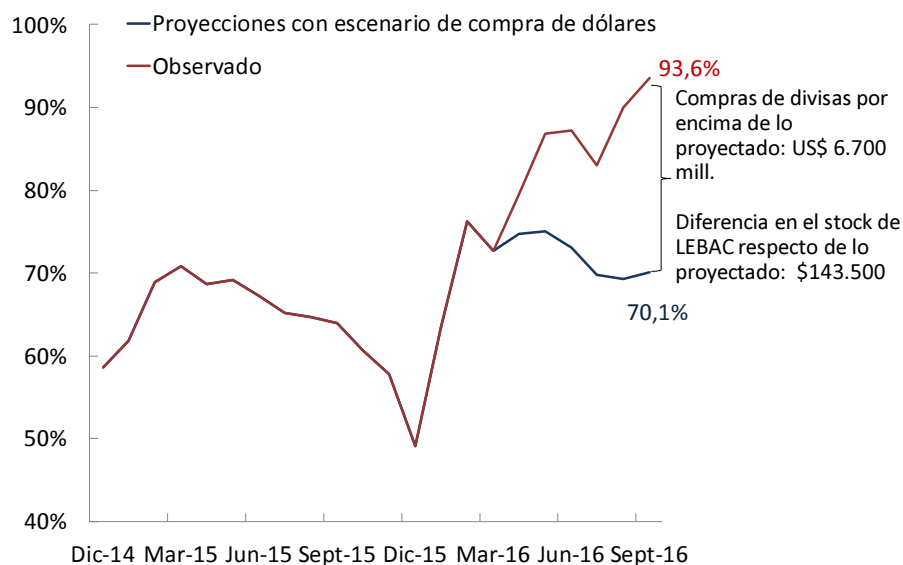
En cambio, el resto de los agregados monetarios continuó con una tendencia decreciente en su ritmo de aumento interanual, acorde con el proceso desinflacionario en marcha. El M3 mostró un aumento interanual de 20,1% en septiembre (16,8 p.p. menor que a fines del año pasado), mientras que el M2 privado registró un crecimiento de 19,4% (17,4 p.p. menor al de diciembre de 2015). De esta forma, el M2 privado se ubicó dentro de las bandas proyectadas a fines de abril (ver Gráfico 5.14).

**Gráfico 5.14 | Demanda nominal de dinero – M2 privado**



Por último, el saldo de LEBAC en circulación registró una dinámica diferente de lo previsto en el ejercicio de programación monetaria de abril. El ratio de las LEBAC en pesos en circulación como proporción de la base monetaria se ubicó en 93,6% en septiembre, mientras que estaba previsto que se ubique en 70,1% en las proyecciones (ver Gráfico 5.15). La diferencia se explica, principalmente, por mayores compras de divisas y una menor demanda de base monetaria respecto a lo inicialmente previsto, que generaron mayores necesidades de esterilización.

**Gráfico 5.15 | LEBAC en \$ como porcentaje de la base monetaria**



Fuente: Elaboración propia

Para 2017, como la expansión de base monetaria asociada a las transferencias de recursos al Tesoro acordadas (\$150 mil millones para todo el año) resulta inferior al aumento de la demanda de base monetaria previsto, el Banco Central tendrá margen para abastecer la diferencia, o bien mediante la compra de divisas en el mercado cambiario, o bien no renovando totalmente las LEBAC a su vencimiento u otro mecanismo que considere conveniente.

## *Apartado 6 / Sobre la velocidad de la desinflación*

### *¿Qué dice la evidencia?*

Desde comienzos de los años ochenta, se han observado alrededor del mundo numerosas experiencias de desinflación, con variados resultados en lo que respecta a la velocidad de convergencia hacia niveles bajos de inflación.

La mayor parte de las experiencias recientes de estabilización del nivel general de precios a menos de dos dígitos (un total de 45 economías<sup>69</sup>) indican que la duración del período de desaceleración de la inflación (ir de una inflación alta a una baja) difiere significativamente entre los distintos países.

Este resultado dispar en cuanto a velocidades de convergencia desde altas inflaciones hacia regímenes de baja inflación se debe a que los obstáculos que enfrentan las autoridades económicas para llevar adelante procesos de desinflación no son independientes de las características del proceso inflacionario subyacente.

Si bien el nivel de las tasas de inflación alcanzadas por las economías es relevante, la persistencia del proceso parece estar también asociada con su duración. ¿Por qué la duración de un proceso inflacionario es tan relevante a la hora de comprender las posibles dificultades para reducir con éxito la tasa de inflación? Básicamente, porque vivir en entornos inflacionarios prolongados lleva a los individuos a desarrollar comportamientos adaptativos que terminan modificando la estructura contractual de una economía.

Para poder brindar mayores precisiones acerca de las características de tales procesos adaptativos, un punto de partida útil es pensar a la economía como una malla de contratos de distintos plazos, que los individuos establecen en términos nominales. Ahora bien, todo contrato nominal tiene asociado incertidumbre real. Tal incertidumbre real se debe a que durante el plazo que dura el contrato, la evolución de los precios relevantes (por ejemplo los costos de producción de un determinado bien) pueden diferir respecto de la evolución del propio bien. En este sentido, para el análisis que se desarrolla en los párrafos siguientes resulta necesario considerar los siguientes elementos:

1. Cuanto mayor el plazo de contratación, mayor la incertidumbre real de un contrato nominal.
2. Cuanto mayor la incertidumbre sobre la evolución de los precios relativos de la economía, mayor la incertidumbre real de un contrato nominal.
3. Cuanto mayor la tasa de inflación de la economía, mayor la incertidumbre sobre la evolución de los precios relativos.

Nótese que en función de los tres puntos anteriores, **la consolidación de un proceso inflacionario le confiere mayor incertidumbre real a la estructura contractual de una economía**. Como la incertidumbre real de un contrato tiene una relación inversa con la duración del mismo, un mecanismo adaptativo que encuentran los agentes para reducir la incertidumbre de los contratos en tales contextos es acortar los períodos de contratación. De esta manera, llegamos a un primer corolario relevante que explica uno de los aspectos negativos de la inflación sobre la estructura económica de un país: **la consolidación de un proceso inflacionario acorta la estructura contractual de la economía**. Esto implica que muchas decisiones económicas con plazos largos de maduración (típicamente la inversión) se vean profundamente desalentadas.

<sup>69</sup> A partir de la base de datos del FMI, se tomó una muestra de las experiencias inflacionarias de diversas economías entre los años 1980 – 2015, que abarcan un total de 45 países. Se identificaron aquellas observaciones con inflación (o promedio móvil de inflación) mayor al 15%, incluyéndose experiencias hiperinflacionarias, y se consideró que un país adolecía de un período inflacionario si contaba con 4 años consecutivos o más de inflación superior a ese nivel. Posteriormente, se identificaron aquellas observaciones con inflación menor al 10%, y se consideró un período de estabilidad si un país contaba con 4 años consecutivos o más de inflación inferior a ese nivel. Para acotar las experiencias de cada país, se tomó como punto de inicio el primer año del último período inflacionario que fue seguido por uno de estabilidad y como final el último año del período de estabilidad consiguiente.

Ahora bien, durante procesos prolongados de inflación alta, el acortamiento de la estructura contractual implica que la economía debe afrontar elevados costos de recontractación. En otras palabras, las empresas y los individuos deben dedicar cada vez más tiempo y esfuerzo a recontractar. Por ejemplo, si una persona habitualmente iba al banco una vez al año para renovar su plazo fijo, ahora debe hacerlo mensual o semanalmente. Un mecanismo que desarrollan los individuos para reducir los costos de recontractación son las cláusulas de indexación. **La indexación aparece en las economías como un mecanismo de defensa para reducir los costos de la recontractación, que en tales contextos pueden resultar completamente restrictivos.**

La generalización de las estructuras indexatorias a una parte mayoritaria de la malla contractual de una economía afecta el éxito relativo de las políticas de desinflación. **Esto se debe a que la indexación confiere inercia al proceso inflacionario, dado que la recontractación automática necesariamente implica mirar el valor pasado de la inflación para ajustar contratos.**

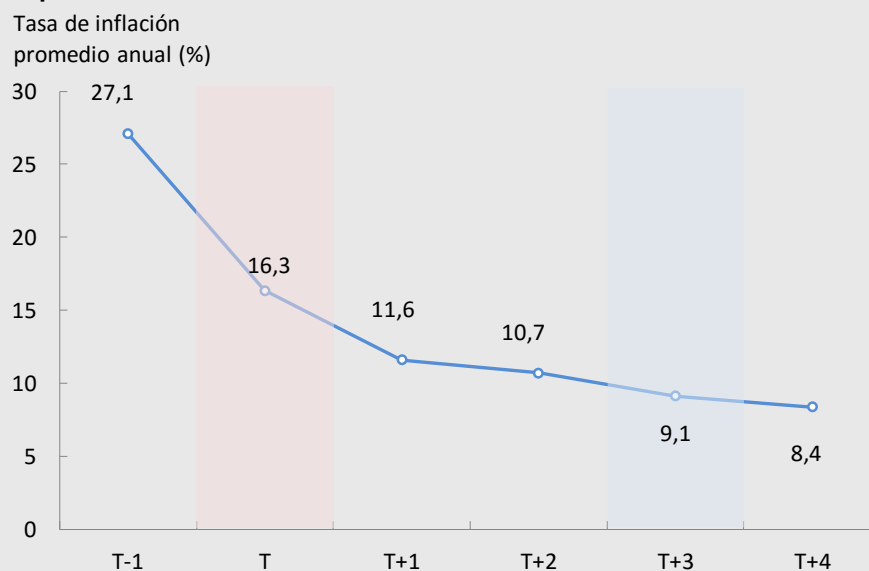
Durante los años setenta y fundamentalmente en la década del ochenta, la indexación ha sido un mecanismo adaptativo recurrentemente observado en América Latina, particularmente en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Uruguay. La fuerte persistencia de los procesos inflacionarios observados en estas economías por aquellos años es un elemento central que subyace tras la dificultad que encontraron las autoridades para implementar políticas de estabilización exitosas, de allí surge también la persistencia de los altos niveles de inflación encontrada en la evidencia empírica (la mayor parte de los procesos de desaceleración de la inflación se ubican temporalmente entre fines de los 80s e inicios del nuevo milenio).

Sin embargo, la actual configuración macroeconómica e institucional de la región en general y de nuestro país en particular dista mucho de las condiciones de antaño. Desde la convertibilidad, existen en Argentina restricciones para establecer cláusulas indexatorias en los contratos. **Como corolario, el proceso inflacionario observado en nuestro país durante los últimos años presenta una relativamente baja persistencia, comparado con nuestra experiencia pasada.** ¿Cómo ha sido la persistencia de la tasa de inflación en aquellas economías que lograron estabilizar con éxito procesos de inflación moderadamente alta?

Con el objeto de dar respuesta a esta pregunta, consideramos una submuestra de 12 economías<sup>70</sup> que entre los años 1980 y 2015 experimentaron procesos de inflación moderadamente alta, definiéndose como tal al menos diez años con una inflación promedio anual superior al 10%, pero sin haber superado ningún año el 50%. Se entiende como desinflación exitosa los casos en que lograron llevar a la tasa de inflación por debajo del 10% al menos durante diez años. De la muestra se extraen las economías latinoamericanas mencionadas previamente.

Definiremos como año “T” al año en que la economía bajo consideración logró bajar la tasa de inflación anual por debajo del 20%. Como puede observarse en el Gráfico 1, en promedio las economías consideradas lograron llevar exitosamente la tasa de inflación anual por debajo del 10% tres años después de haber perforado el piso del 20%.

<sup>70</sup> Argelia, El Salvador, Grecia, Guatemala, Honduras, Hungría, Madagascar, Paraguay, Portugal, Samoa, Sri Lanka y Tanzania.

**Gráfico I | Evolución de la tasa de inflación promedio para el conjunto de países considerados**

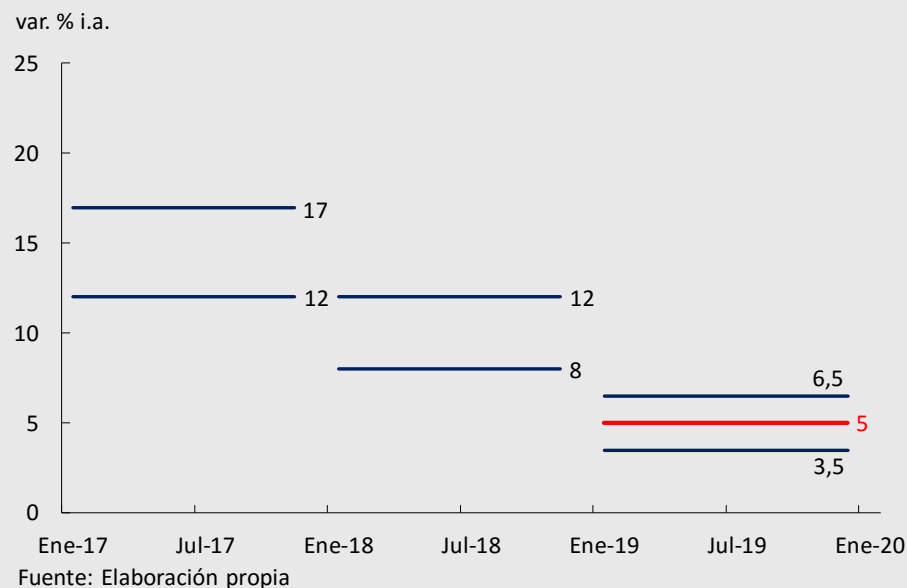
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI

En otras palabras, la evidencia sugiere que, en el caso de inflación moderadamente alta, y en ausencia de indexación generalizada, los procesos inflacionarios presentan una relativamente baja persistencia. En tales contextos, las políticas de desinflación lograron en promedio reducir a la mitad la tasa de inflación (desde niveles superiores al 20%) en sólo tres años.

## Apartado 7 / Aspectos operativos del régimen de Metas de Inflación

El 26 de septiembre pasado, el Presidente del Banco Central de la República Argentina brindó una presentación en la que ratificó la adopción de un régimen de metas de inflación en 2017 y dio detalles acerca de cómo funcionará el mismo en nuestro país. En ella, se ratificaron las metas del 12% al 17% para 2017, del 8% al 12% para 2018 y de 5% para 2019.

Gráfico I | Metas de inflación



En el apartado 4 del Informe de Política Monetaria de Mayo se muestra que la evidencia internacional indicaba que, tras introducir regímenes de Metas de Inflación, se vieron reducidos tanto el nivel como la volatilidad de su tasa de inflación. De esta manera, se redujeron las distorsiones asociadas a la alta inflación y se permitió a los agentes tomar decisiones menos sujetas a la incertidumbre. Así, la economía se vuelve más estable y previsible y se favorecen las decisiones de inversión que estimulan el crecimiento sostenido (ver apartado / Sobre la velocidad de la desinflación ¿Qué dice la evidencia?).

En este apartado, se repasan los aspectos operativos que el BCRA ha elegido al establecer el régimen de Metas de Inflación para nuestro país, y se observa cómo se comparan los mismos con la experiencia internacional, para lo que se efectúa un relevamiento de 27 países con metas de inflación<sup>71</sup>.

En primer lugar, se dispuso la conformación de un Consejo de Política Monetaria que estará integrado por el Presidente, el Vicepresidente, el Vicepresidente Segundo, el Gerente General, el Subgerente General de Investigaciones Económicas y el Subgerente General de Operaciones del BCRA. Este Consejo se estará reuniendo semanalmente para determinar la tasa de política monetaria, lo que constituye una frecuencia significativamente mayor que las de los países relevados, cuyos promedios son de 9 reuniones por año para los avanzados y 8 reuniones por año para los emergentes (con un máximo de 12 reuniones por año). Se espera que la frecuencia de las decisiones de política monetaria disminuya a medida que el proceso de desinflación se consolide.

<sup>71</sup> Se relevaron los casos de Armenia, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, Ghana, Guatemala, Hungría, Indonesia, Islandia, Israel, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Reino Unido, Rep. Checa, Rumania, Serbia, Sudáfrica, Suecia, Tailandia y Turquía.

La tasa de política monetaria, que determinará el Consejo, pasará a ser (a partir de 2017) la del centro del corredor de operaciones a 7 días entre el BCRA y las instituciones financieras, en lugar de la actual de Letras del Banco Central (LEBAC) a 35 días. Esto está en línea con la experiencia internacional puesto que casi la totalidad de los bancos centrales utilizan tasas de interés a un día hábil (la mayoría) o a 7 días<sup>72</sup>.

De esta manera, la determinación de la tasa de interés de política monetaria se separa de las licitaciones de LEBAC. Estas operaciones de administración de pasivos del Banco Central pasarán a realizarse una vez por mes, ya a partir de enero de 2017 habrá un sólo vencimiento en cada mes (el tercer miércoles). De esta manera, habrá menos especies y cada una tendrá mayor liquidez, incrementando su atractivo en el mercado secundario.

También se estableció que para verificar el cumplimiento de la Meta de Inflación se empleará la variación interanual del nivel general del índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC, que en este momento es el IPC del Gran Buenos Aires. La elección del nivel general del índice es común a todos los países analizados en la muestra.

Finalmente, la adecuada comunicación al público de los criterios de la política monetaria es fundamental para el éxito del régimen de metas de inflación. El Banco Central transmitirá de manera clara su visión sobre la evolución y las perspectivas de la economía y de los precios, sobre las que basa sus decisiones de política. El BCRA lo comunica a través de los Informes de Política Monetaria (que en 2017 publicará el 18 de enero, 18 de abril, 18 de julio y 18 de octubre), los Comunicados de Política Monetaria (todos los martes) y numerosas instancias adicionales, como los discursos y las presentaciones de las autoridades que pueden encontrarse en la página web del Banco.

---

<sup>72</sup> Entre los bancos centrales que utilizan el plazo de una semana se encuentran Armenia, Corea del Sur, la Eurozona, Indonesia, Islandia, Suecia, y Turquía. Una excepción es Suiza cuya tasa de política monetaria es la Libor a 3 meses de plazo.



## Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

**Acum.:** Acumulado

**ADEFA:** Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

**ADIMRA:** Asociación de Industriales metalúrgicos de la República Argentina

**AFCP:** Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AHORA 12:** Programa oficial de promoción del consumo interno mediante instrumentos financieros

**AMBA:** Área Metropolitana de Buenos Aires

**ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social

**AT:** Adelantos Transitorios

**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)

**Bbl:** Barriles

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCBA:** Bolsa de Comercio de Buenos Aires

**BCE:** Banco Central Europeo

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**Bim:** Bimestre

**BNDES:** Banco Nacional de Desarrollo

**Bonac:** Bono del Tesoro Nacional

**Bonad:** Bono atado en dólares

**Bonar:** Bono de la Nación Argentina

**BRIC:** Brasil, Rusia, India y China

**BTU:** *British Thermal Unit*

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**Call:** Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado

**CAME:** Confederación Argentina de la Mediana Empresa

**CCBCRA:** Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina

**CEDIN:** Certificados de Depósitos para la Inversión

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

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

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

**CGV:** Cadenas Globales de Valor

**CIADI:** Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones

**CNPHV:** Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**Contrib.:** Contribución

**DEG:** Derecho Especial de Giro

**DGA:** Dirección General de Aduanas

**DJVE:** Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**e:** Estimado

**EDP:** Equipo Durable de Producción

**EFSF:** *European Financial Stability Facility*

**EIA:** Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos

**ELA:** *Emergency Liquidity Assistance*

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

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

**EMBIG:** *Emerging Market Bond Index Global*

**EMEA:** Europa emergente, Medio oriente y África

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**ENARSA:** Empresa Energía Argentina S.A.

**ENERGAS:** Ente Nacional Regulador del Gas

**ENGH:** Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares

**ENRE:** Ente Nacional Regulador de la Electricidad

**EPA:** Agencia de Protección del Medio Ambiente de los Estados Unidos

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**ERM:** *Exchange Rate Mechanism*

**ETFs:** *Exchanged Traded Funds* (fondos negociables)

**excl.:** Excluyendo

**FBC:** Formación bruta de capital

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos

**FFS:** Fondo Federal Solidario

**FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

<b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (operaciones de compraventa que se realiza por barco)	<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos
<b>FOMC:</b> Comité Federal de Mercado Abierto	<b>ITCRB:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Bilateral
<b>FONDEA:</b> Fondo de Desendeudamiento Argentino	<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral
<b>FONDEAR:</b> Fondo de desarrollo económico argentino	<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas
<b>G-7:</b> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá	<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado
<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires	<b>kg:</b> Kilogramo
<b>HOGAR:</b> Programa de subsidios para adquirir la garrafa social	<b>LAC:</b> Latin American Consensus Forecasts
<b>i.a.:</b> Interanual	<b>LCIP:</b> Línea de Créditos para la Inversión Productiva
<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales	<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)
<b>ICA:</b> Intercambio Comercial Argentino	<b>LTRO:</b> <i>Long Term Refinancing Operation</i>
<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción	<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
<b>ICV:</b> Índice del Costo de Vida	<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$
<b>IFS:</b> <i>Institute of Fiscal Studies</i> (Instituto de Estudios Fiscales)	<b>MAGyP:</b> Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca
<b>IGA-OJF:</b> Índice General de Actividad de Orlando J. Ferreres	<b>MATBA:</b> Mercado a Término de Buenos Aires
<b>ILA:</b> Índice Líder de la Actividad	<b>Mbd:</b> Millones de barriles por día
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista
<b>INML:</b> Índice de Novillos del Mercado de Liniers	<b>MERVAL:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IOER:</b> <i>Interest on excess reserve balances</i>	<b>mill.:</b> Millones
<b>IPC Nacional:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional	<b>Min.:</b> Ministerio
<b>IPCBA:</b> Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires	<b>MIPyMEs:</b> Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IPCNu:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IPCSL:</b> Índice de Precios al Consumidor de San Luis	<b>MRO:</b> <i>Main Refinancing Operations</i>
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
<b>IPI-FIEL:</b> Índice de Producción Industrial de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas	<b>MTySS:</b> Ministerio de Trabajo y Seguridad Social
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>IPP:</b> Índice de Precios al Productor	<b>OEDE:</b> Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>OFEPHI:</b> Organización Federal de los Estados Productores de Hidrocarburos
<b>ISM:</b> <i>Institute for supply management</i> (índice de perspectivas los gerentes de compras en el sector manufacturero)	<b>OIT:</b> Organización internacional del trabajo
	<b>OMA:</b> Operaciones de mercado abierto
	<b>ON:</b> Obligaciones Negociables
	<b>ON RRP:</b> Overnight Reverse Repurchase Agreement Operations
	<b>ONU:</b> Organización de las Naciones Unidas
	<b>OPEP:</b> Países Exportadores de Petróleo

<b>p.b.:</b> Puntos básicos	<b>TN:</b> Tesoro Nacional
<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales	<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual
<b>p:</b> Proyectado	<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre
<b>PAMI:</b> Obra Social para Jubilados y Pensionados	<b>UE:</b> Unión Europea
<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa	<b>UOCRA:</b> Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina
<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto	<b>US\$:</b> Dólares Americanos
<b>PII:</b> Posición de inversión internacional	<b>USDA:</b> <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
<b>PIST:</b> Punto de Ingreso al Sistema de Transporte	<b>UTDT:</b> Universidad Torcuato Di Tella
<b>PIB: producto interno bruto.</b>	<b>UTEDyC:</b> Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles
<b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers' Index</i>	<b>VAD:</b> Valor Agregado Doméstico
<b>PP:</b> Productos primarios	<b>VAE:</b> Valor Agregado Extranjero
<b>PROCER:</b> Programa de Competitividad de Economías Regionales	<b>Var.:</b> Variación
<b>PROCREAR:</b> Programa de Crédito Argentino	<b>VAR:</b> Modelo de Vectores Autorregresivos
<b>PROCREAUTO:</b> Plan oficial para financiar la compra de vehículos	<b>VN:</b> Valor Nominal
<b>PROGRESAR:</b> Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina	<b>VNO:</b> Valor Nominal original
<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil	<b>Vol.:</b> Volumen
<b>Prom.:</b> Promedio	<b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i>
<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas	<b>WEO:</b> World Economic Outlook
<b>P5+1:</b> Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (Estados Unidos, Francia, China, Rusia y Reino Unido) más Alemania	<b>YPF SA:</b> Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima
<b>R\$:</b> <i>Real</i>	<b>ZLB:</b> <i>Zero Lower Band</i> (restricción de no negatividad)
<b>REPO:</b> <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)	
<b>RIPTE:</b> Remuneraciones Imponibles Promedio de los Trabajadores Estables	
<b>ROFEX:</b> Mercado a Término de Rosario	
<b>ROE:</b> Registros de Operaciones de Exportación	
<b>Rueda REPO:</b> Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado	
<b>S.A:</b> Sociedad Anónima	
<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad	
<b>SAC:</b> Sueldo Anual Complementario	
<b>SEDLAC:</b> <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>	
<b>Seg.:</b> Seguridad	
<b>SELIC:</b> Sistema <i>Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)	
<b>SENASA:</b> Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria	
<b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino	
<b>SMVM:</b> Salario mínimo vital y móvil	
<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero	
<b>SSN:</b> Superintendencia de Seguros de la Nación	
<b>TCNM:</b> Tipo de Cambio Nominal Multilateral	
<b>TFF:</b> Tasa de interés de los Fondos Federales	
<b>tn.:</b> Tonelada	