

Informe de Política Monetaria

Enero de 2019



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Enero de 2019

Informe de Política Monetaria
Enero de 2019

ISSN 2525-071X
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero de 2019

Banco Central de la República Argentina

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

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial | Gerencia Principal de Comunicación

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

Contenidos

- Pág. 5 | 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas
- Pág. 7 | 2. Contexto internacional
- Pág. 18 | *Apartado 1 / La curva de rendimiento como predictor de recesiones*
- Pág. 20 | 3. Actividad económica
- Pág. 39 | *Apartado 2 / Costo Laboral Unitario Relativo (CLUR)*
- Pág. 41 | 4. Precios
- Pág. 52 | *Apartado 3 / Expectativas de inflación implícitas en el mercado de renta fija*
- Pág. 54 | 5. Política monetaria
- Pág. 71 | Glosario de abreviaturas y siglas

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 23 de enero de 2019.

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Desde el 1° de octubre de 2018 entró en vigencia el nuevo régimen de política monetaria en el que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) se comprometió a no incrementar la base monetaria hasta junio de 2019, con excepción de los meses de diciembre de 2018 y junio de 2019 cuando se verifica un aumento de la demanda de dinero. Este régimen, que fue introducido en un momento de elevada inestabilidad nominal, establece un compromiso concreto y potente, inmediatamente observable y verificable por el público.

El BCRA implementa el nuevo régimen mediante la realización de subastas diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con las entidades bancarias. El BCRA sobrecumplió la meta de base monetaria en todos los meses desde el lanzamiento del nuevo régimen. Dichos sobrecumplimientos fueron de 19 mil millones de pesos en octubre, 15 mil millones de pesos en noviembre y 14 mil millones de pesos en diciembre.

La tasa de interés promedio de las LELIQ se ubicó en 73,5% anual a comienzos de octubre, y fue descendiendo hasta 56,9%, último dato disponible del 22 de enero. El mayor descenso de la misma se produjo durante el mes de noviembre, por efecto de la reducción en la volatilidad nominal, las expectativas de inflación y el nivel general de precios de septiembre y octubre. El descenso de la tasa de interés se hizo más lento a partir de diciembre, dada la recuperación evidenciada por el circulante en poder del público en dicho mes, que creció aún por encima del factor estacional habitual de dicho período y en contraste con la tendencia que venía verificando desde comienzos de 2018. Los depósitos a plazo fijo, por su parte, crecieron fuertemente en el trimestre, favorecidos tanto por el nivel de la tasa de referencia como por el incentivo a la transmisión de la misma a las tasas pasivas del sistema generado por la normativa de efectivo mínimo vigente desde el 1° de octubre.

Los registros de inflación mensuales descendieron desde 6,5% en septiembre y 5,4% en octubre, a 3,2% en noviembre y 2,6% en diciembre. El sesgo contractivo de la política monetaria, reforzado por el nuevo régimen vigente, ha permitido que se empezara a retomar el control nominal de la economía. De todas formas, la inflación todavía se encuentra en registros elevados. Es sabido que la política monetaria opera con rezagos. Los analistas esperan que la tasa de inflación mensual se mantenga alta en los próximos meses y los ajustes de precios regulados anunciados para el futuro cercano imponen un condicionamiento adicional en ese sentido.

En el esquema de política monetaria vigente, el objetivo de base monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria para el tipo de cambio. La zona de no intervención cambiaria quedó definida el 1° de octubre de 2018 para un tipo de cambio de 34 pesos por dólar en el límite inferior y 44 pesos por dólar en el superior. Estos límites se ajustaron diariamente a una tasa de 3% mensual en el último trimestre de 2018, y se están ajustando a una tasa de 2% mensual en el primer trimestre de 2019. Por encima de la zona de no intervención, el BCRA puede realizar ventas de moneda extranjera por hasta 150 millones de dólares diarios, generando una contracción monetaria adicional en momentos de mayor debilidad del peso. De manera opuesta, el BCRA puede realizar compras de moneda extranjera cuando el peso se aprecia y se ubica debajo de la zona de no intervención. Dentro de esta zona, el tipo de cambio fluctúa libremente. Este sistema combina adecuadamente los beneficios de la flexibilidad cambiaria para enfrentar shocks reales con la posibilidad de acotar fluctuaciones excesivas y disruptivas que puedan aparecer en un mercado cambiario aún poco profundo como el nuestro.

El tipo de cambio ha permanecido dentro de la zona de no intervención durante el último trimestre de 2018, aunque acercándose al límite inferior. Durante el mes de enero, en el que se combinan los efectos de la política monetaria vigente y un contexto internacional más favorable para los mercados emergentes, el tipo de cambio se ubicó por debajo de la zona de no intervención y el BCRA comenzó a comprar divisas, acumulando hasta la publicación de este informe un total de 290 millones de dólares. Tal como había anunciado a principios de mes, el BCRA se limitó a comprar durante enero no más de 50 millones de dólares diarios, por considerarlo el límite apropiado para la dinámica monetaria esperada para ese mes. La expansión monetaria asociada a las compras implica un aumento parcial de la meta de base monetaria en enero (5.360 millones de pesos), por estar vigente en sólo algunos días del mes a partir de los cuales se realizan las operaciones. Este aumento de la meta se vuelve pleno en febrero (10.819 millones de pesos).

Durante el último trimestre de 2018, con una paridad cambiaria más competitiva y un menor nivel de actividad, la economía argentina realizó un significativo ajuste de su déficit de cuenta corriente. El BCRA estima que el déficit anualizado del trimestre (sin estacionalidad) se ubicaría en niveles cercanos a 1,2% del PIB, cuando provenía de niveles superiores a 6%. Esta corrección del desequilibrio externo es un ingrediente fundamental a partir del cual se puede comenzar un proceso de crecimiento sobre bases más sólidas.

Los pasivos remunerados del BCRA, principalmente compuestos por LELIQ a partir del desarme de LEBAC, se mantuvieron estables en términos nominales en el trimestre. Los intereses pagados sobre dichos pasivos se compensaron con la reducción de su stock efectuada en diciembre para abastecer el incremento estacional de la base monetaria contemplado en el esquema monetario. En términos del PIB o reservas internacionales, los pasivos remunerados del BCRA cayeron significativamente.

La visión del BCRA es que el plan monetario vigente desde el 1º de octubre ha permitido comenzar a reducir la volatilidad nominal que se había presentado en los meses previos. La tasa de inflación mensual ha descendido desde los niveles de septiembre y octubre, pero aún se encuentra en un nivel elevado. El BCRA continuará actuando con prudencia y perseverancia para que esta evolución se consolide.

2. Contexto internacional

Las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales para las economías emergentes, que habían empezado a deteriorarse rápidamente en 2018, tuvieron una leve mejoría en el margen. Es así que la depreciación de las monedas de mercados emergentes se detuvo y se registró un ingreso neto de capitales hacia estos mercados. En parte esto se explica por la ralentización en el endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos, lo cual se traduce en perspectivas más favorables para 2019 para los emergentes. No obstante, las economías con desequilibrios externos pronunciados y/o elevados niveles de endeudamiento continuaron enfrentando condiciones financieras adversas.

Durante el último trimestre de 2018 continuó observándose un desempeño positivo de la actividad económica mundial, incluyendo a los mayores socios comerciales de la Argentina. En los principales mercados desarrollados (Estados Unidos, la zona del euro –Alemania en particular–, y Japón), y en China entre los emergentes, se registró una desaceleración en su tasa de expansión en la última parte de 2018. Sin embargo, el crecimiento estimado de los socios comerciales más importantes de Argentina, potenciado principalmente por el mayor nivel de crecimiento esperado para Brasil, *pari passu* con los niveles proyectados de tipo de cambio real, permiten esperar una mejoría en la *performance* del sector externo argentino, con impactos positivos en el nivel de actividad local para 2019.

Por ende, se observa para Argentina un escenario internacional mixto. Por un lado, el escenario financiero externo continúa siendo adverso para algunas economías emergentes, mientras que por el canal comercial se espera cierto impulso al nivel de actividad local en 2019. Condiciones financieras internacionales aún más contractivas, junto con una profundización de las medidas proteccionistas, continúan siendo los principales riesgos del escenario internacional que enfrenta la economía local, aunque como se analiza en el capítulo es menos probable con respecto a meses pasados que estos riesgos se materialicen. Un nuevo factor de riesgo que está surgiendo en el escenario internacional es un posible freno en el nivel de actividad global.

2.1 Mejora el nivel de actividad de nuestros socios comerciales, principalmente Brasil

Las [proyecciones](#) más recientes muestran una tasa esperada de crecimiento de la economía global de 3,5% para 2019, siendo el mismo menos sincrónico que en años anteriores. Los principales socios comerciales de Argentina incrementarían su crecimiento levemente (especialmente debido a Brasil), esperándose en 2019 el máximo valor de los últimos seis años (ver Gráfico 2.1). Esto tendría un impacto positivo en el nivel de actividad local. Sin embargo, algunos datos estarían empezando a mostrar chances crecientes de una recesión en la mayor economía del mundo (Estados Unidos), lo que claramente afectaría el nivel de actividad mundial. En efecto, el diferencial de tasas entre el bono a 10 años y el bono a 3 meses de los Estados Unidos indica que la probabilidad de tener una recesión en diciembre de 2019 sería del 21,4%, el doble de lo observado un año atrás (ver Apartado 1).

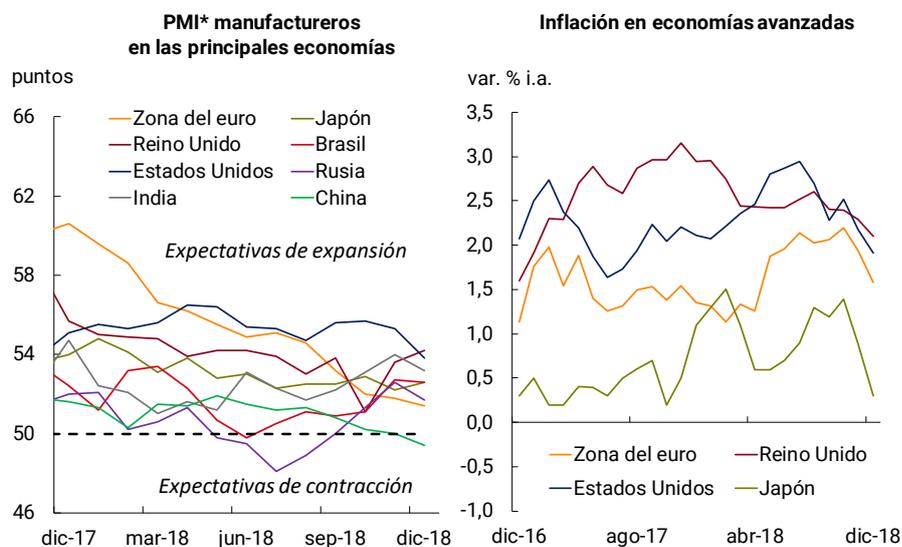
Gráfico 2.1 | Crecimiento de los socios comerciales de Argentina



p: Proyectado *Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas.
Fuente: FocusEconomics, Bloomberg, FRED, FMI y oficinas estadísticas nacionales.

Por otro lado, también se está empezando a observar un menor dinamismo en los indicadores líderes de la industria de las principales economías. En todos los casos los índices PMI, si bien están en zona de expansión (excepto en China que ya está en zona de contracción), a diciembre de 2018 se encuentran en valores marcadamente por debajo de un año atrás con una tendencia a ir a la zona de contracción (salvo en Brasil). Por su parte, a diferencia del trimestre anterior las tasas de inflación de las economías relevadas se encuentran por debajo de la meta, o en ella (Reino Unido, ver Gráfico 2.2). Esto les daría cierto margen a sus autoridades monetarias, lo que está en línea con la leve mejoría que se observa en las condiciones financieras globales.

Gráfico 2.2 | Indicadores líderes de la actividad manufacturera e inflación

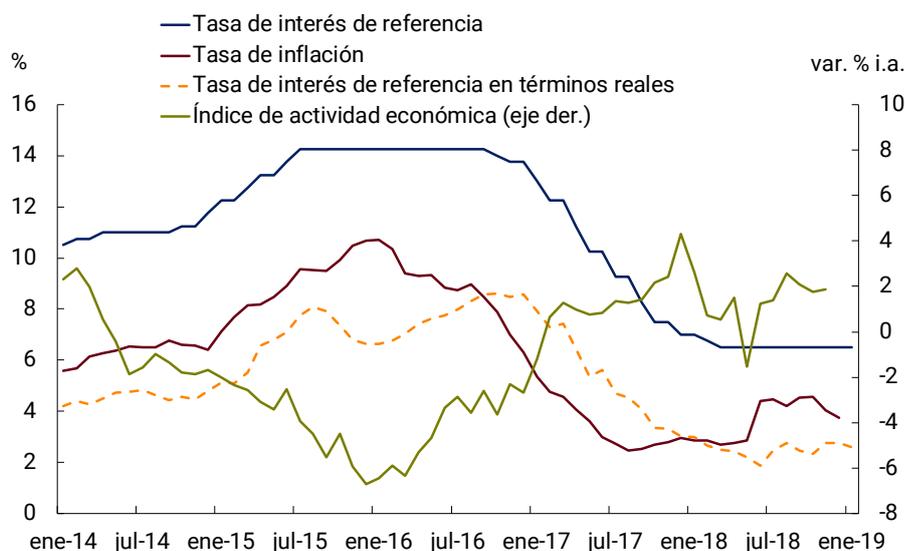


*Índice de gerentes de compras (PMI por sus siglas en inglés).
Inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor. Fuente: Bloomberg

Los indicadores de actividad de Brasil se recuperaron tras el mínimo de mayo (vinculado a medidas de fuerza gremiales). El PIB del tercer trimestre creció 0,8% sin estacionalidad (respecto del trimestre anterior) siendo la mayor tasa de crecimiento de los últimos seis trimestres. En igual sentido, los datos de actividad mensuales medidos por el estimador [IBC-Br](#) del Banco Central de Brasil (BCB) muestran tasas interanuales de crecimiento de 1,9% en noviembre (sin estacionalidad). Las últimas estimaciones para 2018 de la encuesta Focus del BCB [prevén](#) un crecimiento para 2018 de 1,3%, en tanto que para este año se [proyecta](#) un incremento del PIB de 2,5%, lo que sería el mayor crecimiento desde 2013. La concreción de estos pronósticos implicaría un impacto favorable en el comercio bilateral, y por ende en el PIB argentino de este año (ver Capítulo 3).

El BCB no realizó recientemente cambios en la tasa de interés de política monetaria, que se encuentra en 6,5% (ver Gráfico 2.3). Por su parte, la inflación interanual de diciembre fue de 3,8%, por debajo del centro de la meta (4,5% ± 1,5). De esta manera, tras el incremento de la inflación interanual de junio, vinculado a medidas de fuerza gremial, la tasa de inflación se mantuvo en los últimos siete meses en niveles cercanos al centro de la meta (4,3% en promedio). De acuerdo con las proyecciones de los analistas que releva Focus, la tasa de inflación finalizaría 2019 sin grandes cambios en 4%, mientras que el BCB incrementaría 0,5 p.p. la tasa de política monetaria (en octubre de 2018 los analistas de Focus preveían un aumento de 1,5 p.p.). Por su parte, la volatilidad del tipo de cambio que se había incrementado en vísperas del proceso electoral se redujo tras la finalización del mismo. El real tuvo una leve tendencia a depreciarse tras la segunda vuelta de las elecciones (fines de octubre), que se había revertido a mediados de enero de 2019.

Gráfico 2.3 | Brasil. Indicadores macroeconómicos



Fuente: Banco Central de Brasil y Bloomberg

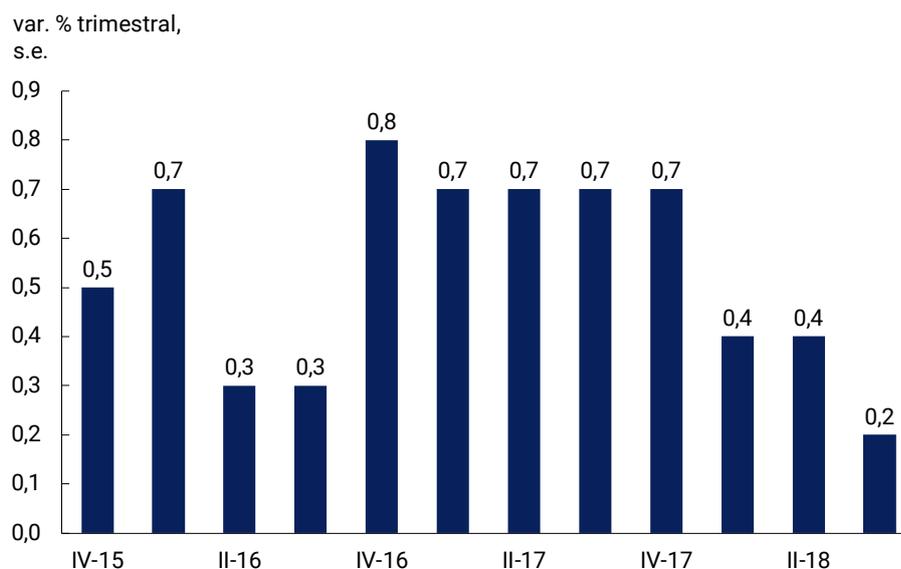
En la zona del euro continuó la ralentización de la actividad económica que comenzó a principios de 2018. Luego de haber crecido a una tasa de 0,7% (respecto del trimestre anterior y sin estacionalidad) en todos los trimestres de 2017, el PIB creció 0,4% en el primer y segundo trimestres de 2018, y 0,2% en el tercero (ver Gráfico 2.4). En parte, la desaceleración en el último trimestre estuvo vinculada, según el Banco Central Europeo (BCE), a una menor producción automotriz debido a la implementación de los *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure* (WLTP)¹. Principalmente por esta razón el PIB alemán se contrajo en el tercer trimestre un 0,2%². Una desaceleración de la demanda interna fue

¹ Para mayor sobre qué son los WLTP detalle véase este vínculo.

² La [estimación preliminar](#) del PIB alemán de 2018 difundida a mediados de enero muestra que el PIB habría crecido 1,5% en el año, el menor valor desde 2013.

otro de los factores que influyeron en el menor crecimiento de la zona del euro. No obstante, según las [últimas proyecciones](#), el nivel de actividad de la zona del euro tendría una leve mejora en 2019 y 2020, en torno a un crecimiento de 0,5% trimestral (1,7% anual) para 2019, y un 0,4% trimestral (1,7% anual) para 2020. A pesar de la desaceleración en la tasa de crecimiento, los datos del mercado laboral muestran la menor tasa de desempleo (7,9%) desde octubre de 2008.

Gráfico 2.4 | Zona del euro. Crecimiento del PIB

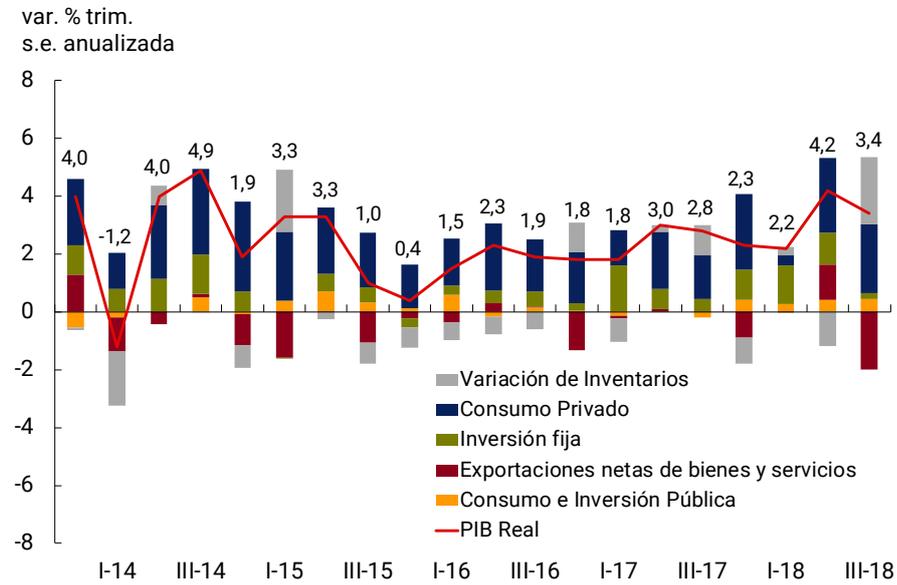


Fuente: Eurostat

Como se esperaba, a lo largo del trimestre el BCE no modificó su tasa de interés de política monetaria, la que aplica sobre las [Main Refinancing Operations](#) (MRO), y que sigue en el mínimo histórico de 0%, ni tampoco el corredor de tasas. Además, no se esperan cambios en las tasas de interés de política monetaria (MRO) para la mayor parte de 2019, pese a que el BCE finalizó su programa de expansión cuantitativa a fin de 2018³.

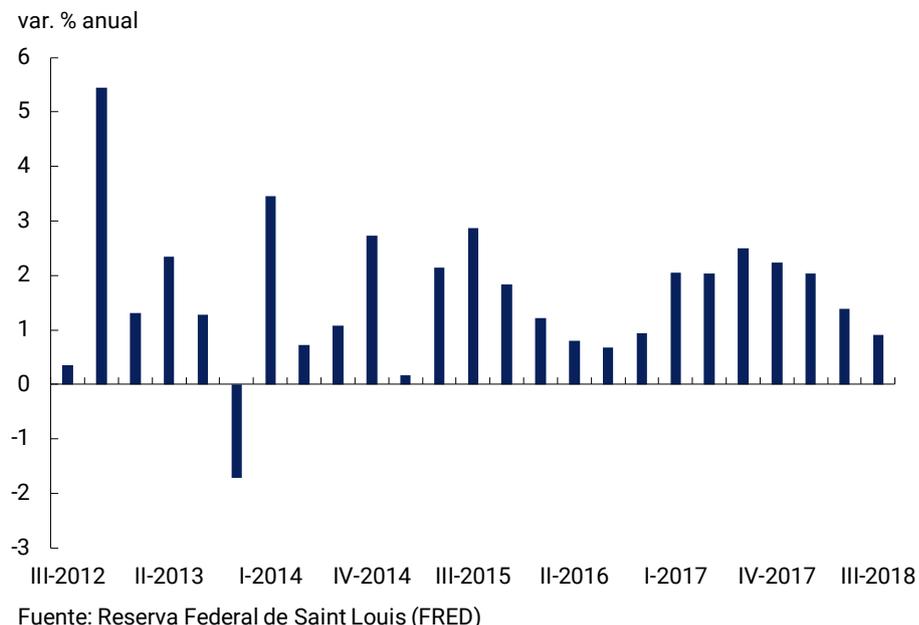
³ En octubre de 2017 el BCE redujo su programa de compra de activos de €60.000 millones mensuales a €30.000 millones, y desde septiembre hasta diciembre de 2018 a €15.000 millones mensuales.

Gráfico 2.5 | Estados Unidos. Variación desagregada del PIB



En los Estados Unidos la tasa de crecimiento del tercer trimestre fue de 3,4% (sin estacionalidad y anualizada, ver Gráfico 2.5). Esta menor tasa respecto al trimestre previo se explica, entre otros factores, por las exportaciones netas que pasaron de una contribución al crecimiento de 1,2 a -2 p.p. Algunos indicadores adelantados como el GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta están mostrando que la tasa de crecimiento de la economía norteamericana en el cuarto trimestre seguiría desacelerándose hacia valores en torno a 2,8%. El desempleo se ubicó en diciembre en 3,9% (el menor valor desde enero desde 1970). Por su parte, los costos laborales unitarios que desde el primer trimestre de 2017 hasta el segundo de 2018 venían creciendo a un promedio de 2% interanual, redujeron su ritmo de crecimiento a 0,9% en el tercer trimestre (ver Gráfico 2.6).

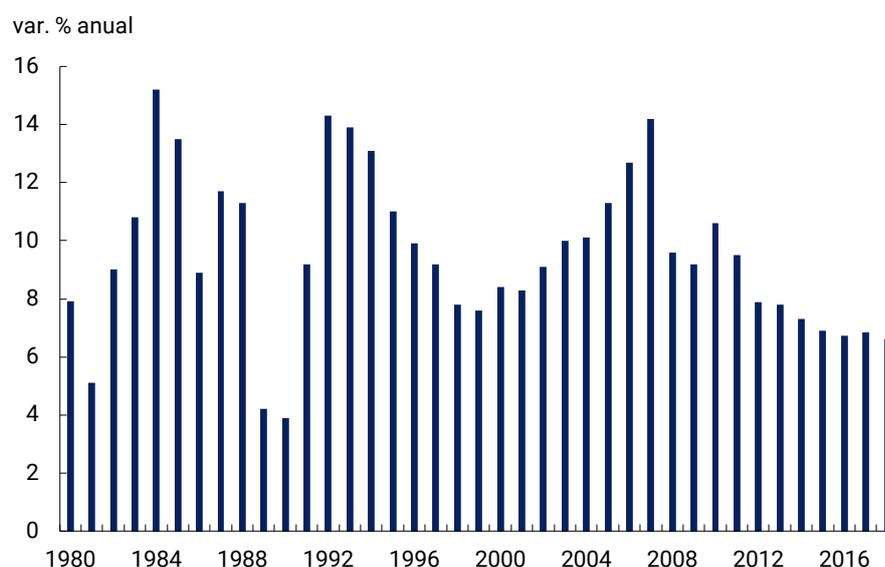
Gráfico 2.6 | EEUU. Costo laboral unitario no agrícola



El Comité de Política Monetaria (FOMC) de la Fed incrementó, nuevamente y como se esperaba, en su reunión de diciembre la tasa de interés de referencia⁴ al rango 2,25-2,5% (0,25 p.p.). De esta manera, a fines de 2018 la tasa de interés de referencia en términos reales habría vuelto a ser positiva por primera vez en más de una década (desde septiembre de 2008). El FOMC dejó de calificar a su política monetaria como expansiva desde el [comunicado de prensa](#) de septiembre. De las últimas [proyecciones](#) que difundió el FOMC, se espera que incremente en dos veces su tasa de interés de referencia en 2019 al rango de 2,75-3% (0,25 p.p. cada vez). De todas formas, a principios de enero surgieron señales tanto en los mercados de futuros como de parte de algunos miembros del FOMC, de que la tasa de interés de referencia de la Fed podría incrementarse sólo una vez en 2019 o incluso mantenerse sin cambios, y también, de ser necesario, el achicamiento del activo de la Fed (*quantitative tightening*) podría ponerse en pausa. Todo esto ayudó a la mejoría en los mercados financieros internacionales que se observó desde principios de enero, tal como se analiza en la próxima sección.

Además, en las proyecciones de diciembre de 2018 del FOMC, no hubo cambios significativos respecto de lo proyectado en septiembre, sea en actividad (crecimiento y desempleo), como en inflación. Es así que se espera que el PIB crezca 2,3% (-0,2 p.p.) en 2019, y 2% en 2020, que el desempleo sea de 3,5% en 2019, y de 3,6% en 2020, y que la inflación sea 1,9% (-0,1 p.p.) en 2019 y 2,1% en 2020. Sin embargo, algunos organismos multilaterales esperan un crecimiento del PIB menor al que espera el FOMC, especialmente para 2020 (1,8%). En parte, esto se puede deber a que en 2020 se extinguirían los efectos positivos sobre el crecimiento de la política fiscal expansiva y de las restricciones comerciales a China.

Gráfico 2.7 | China. Crecimiento del PIB



Fuente: FMI

El crecimiento de China, principal destino de las exportaciones argentinas de productos primarios, continuó desacele-rándose a lo largo de 2018, en parte debido al impacto de los aranceles comerciales impuestos sobre sus exportaciones hacia los Estados Unidos⁵. En concreto, el PIB en 2018 creció 6,6%, el menor valor desde 1990. Este menor crecimiento se debió principalmente al magro desempeño del sector externo, parcialmente compensado por la absorción doméstica. En este contexto, a principios de enero el banco central de China redujo nuevamente los encajes sobre el sistema financiero. En igual sentido, a mediados de enero las autoridades chinas anunciaron una reducción de la alícuota del IVA (y otros impuestos) a algunas ramas de la industria, junto con un aumento del gasto en infraestructura. Las [proyecciones](#)

⁴ El objetivo sobre la tasa de fondos federales.

⁵ En los primeros días de enero se estarían registrando avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China.

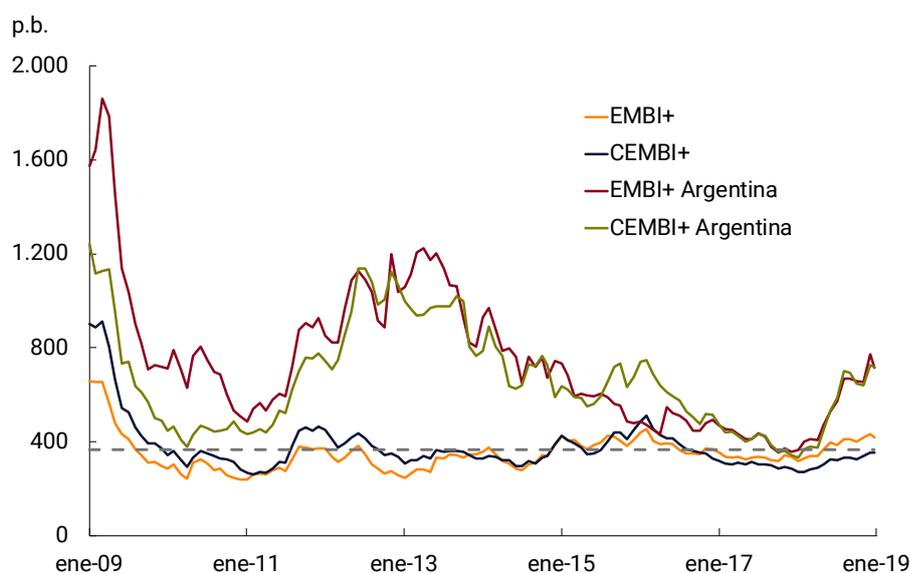
más recientes muestran que tanto para 2019, como para 2020, se espera un crecimiento del PIB de 6,2% (sin cambios respecto de las [proyecciones previas](#)).

2.2 El escenario financiero externo tuvo una leve mejora en el margen, la duda es si será sólo temporal

A pesar de que las condiciones globales de liquidez continúan siendo holgadas en términos históricos, en el último año se habían empezado a endurecer rápidamente. Sin embargo, algunos indicadores de los mercados financieros señalan que en las últimas semanas este proceso se estaría desacelerando. No obstante, para los próximos meses siguen existiendo considerables factores de riesgo, aunque menos probables que en el IPOM anterior por lo analizado hasta ahora. Entre ellos: 1) que presiones inflacionarias en los Estados Unidos lleven a un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias en dicho país, que se reflejen en un aumento en la tasa de rendimiento de sus bonos del tesoro de largo plazo; 2) que el dólar retome la tendencia a apreciarse de gran parte de 2018, impulsado por el desacople en los ciclos de la política monetaria, teniendo como contrapartida un renovado impulso a la salida de capitales de mercados emergentes; 3) que las tensiones comerciales vigentes produzcan una mayor desaceleración de la economía china que impulse un proceso depreciatorio del yuan, y que esto se propague al resto de los mercados emergentes; 4) por último, el nivel de endeudamiento público y privado en algunos países desarrollados, junto con el actual nivel del precio de los activos (tanto financieros, como reales) en algunos mercados, tiene el potencial de ser un factor disruptivo para los mercados financieros globales, si es que produce un deterioro de la confianza de los inversores.

Durante el cuarto trimestre de 2018, los países emergentes enfrentaron primas de riesgo soberano y corporativo superiores a las de los últimos años, reflejando la suba del costo de financiamiento externo en los mercados de capitales. El monto de las emisiones brutas de deuda (soberana y corporativa) de países emergentes en mercados internacionales evidenció una contracción de 33% interanual en el cuarto trimestre, básicamente por las colocaciones de las empresas (con una merma de 45% interanual), ya que las colocaciones soberanas se mostraron más estables (con un avance de 2%).

Gráfico 2.8 | Indicadores de riesgo de la deuda soberana y corporativa

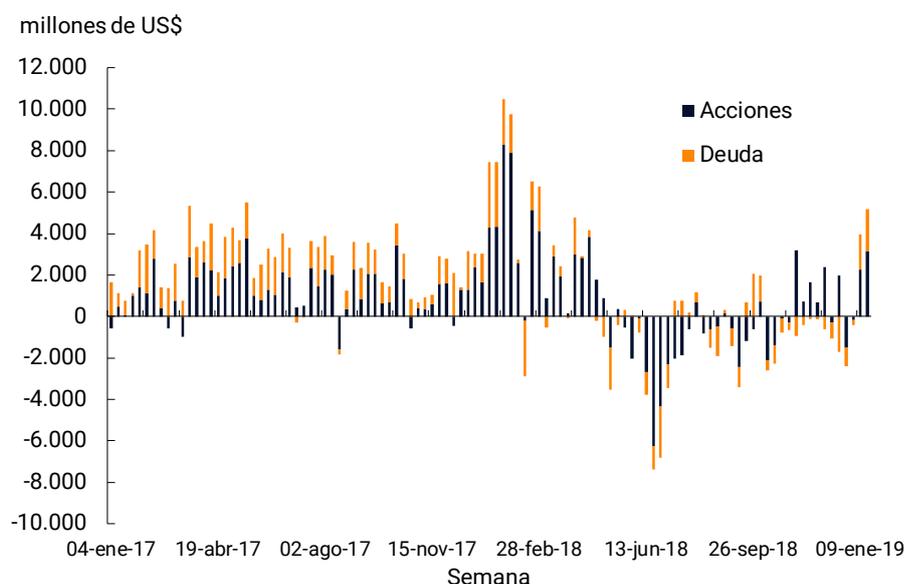


Fuente: Bloomberg

Para Argentina, las condiciones crediticias externas para el financiamiento en moneda extranjera exhibieron un deterioro en relación con el tercer trimestre. Las primas de riesgo soberano y corporativo de Argentina subieron así hasta niveles registrados en 2014, con ampliaciones de las brechas relativas con respecto al resto de los emergentes (ver Gráfico 2.8), tal como suele ocurrir en los ciclos preelectorales. También, el cambio en los precios relativos junto al desempeño de la actividad económica local condujeron a mayores niveles de endeudamiento público y externo en términos del PIB medido en dólares. De todas formas, junto con la implementación del nuevo programa monetario la economía argentina se encamina hacia una significativa reducción de los déficits gemelos (de cuenta corriente y fiscal). De esta manera, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos en términos de flujos contribuiría a un crecimiento económico basado en fundamentos más sustentables.

En este marco, el gobierno argentino priorizó la estrategia de financiamiento soberano de origen multilateral, privilegiando las colocaciones en el mercado local de deuda, especialmente en moneda nacional (Letras del Tesoro capitalizables y Letras del Tesoro indexadas por la inflación). En las últimas licitaciones las tasas de interés de rendimiento de estas letras se redujeron. Además, las tasas de refinanciamiento de los vencimientos (*roll over*) de letras de corto plazo se ubicaron en niveles incluso superiores a las previstas en el acuerdo de financiamiento con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En el último acuerdo con este organismo, el Gobierno Nacional obtuvo financiamiento oficial suficiente para no tener la obligación de acceder al financiamiento en los mercados internacionales prácticamente hasta 2020. En el cuarto trimestre de 2018 no hubo colocaciones de bonos en los mercados internacionales por parte de empresas con oferta pública local.

Gráfico 2.9 | Mercados Emergentes. Flujos de capitales

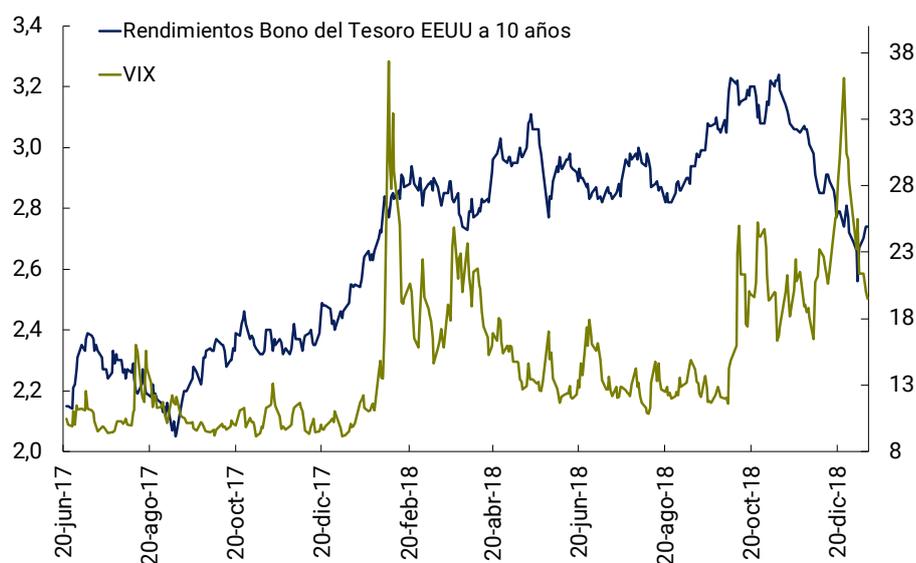


Fuente: JP Morgan, Standard Chartered en base a EPFR

Recientemente se detuvo la depreciación de las monedas de mercados emergentes, con una leve tendencia a apreciarse en el margen, junto con un ingreso neto de capitales hacia estos mercados (ver Gráfico 2.9). Además, el endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos también estaría empezando a disminuir. Como ya se mencionó se esperan menos aumentos (o inclusive ninguno) de la tasa de política monetaria de la Fed. Además, la tasa de interés del bono del tesoro a 10 años de dicho país empezó a disminuir tras el pico de principios de noviembre (ver Gráfico 2.10). Es por esto que gran parte del panorama financiero de 2019 va a estar influenciado por si este cambio de tenden-

cia se mantiene o es sólo temporal. Por último, en el mes de diciembre se registró un marcado incremento en la volatilidad de los mercados financieros (ver Gráfico 2.8) vinculado, en parte, al desempeño de las acciones de empresas tecnológicas.

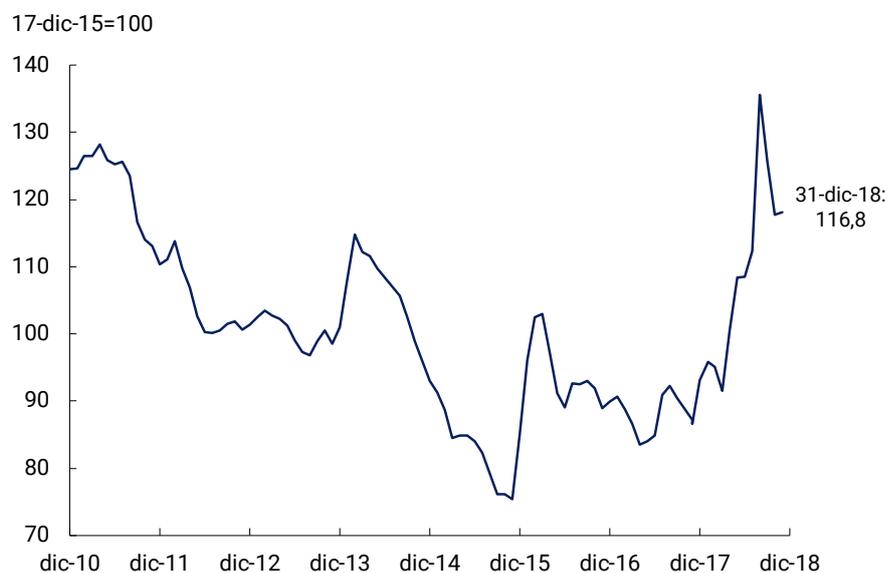
Gráfico 2.10 | Indicadores de los mercados financieros



Fuente: Reserva Federal de St. Louis

En el cuarto trimestre el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) subió 1,5% en promedio respecto al tercer trimestre (ver Gráfico 2.11), fundamentalmente por una depreciación nominal del peso frente al dólar parcialmente compensada por la inflación local. No obstante, a lo largo del trimestre (punta contra punta) se verificó una apreciación real del peso argentino de 17%. De esta manera, el ITCRM se ubicó en diciembre en torno a los niveles que se registraban en 2010, cuando la balanza comercial registraba un superávit cercano a 3% del PIB.

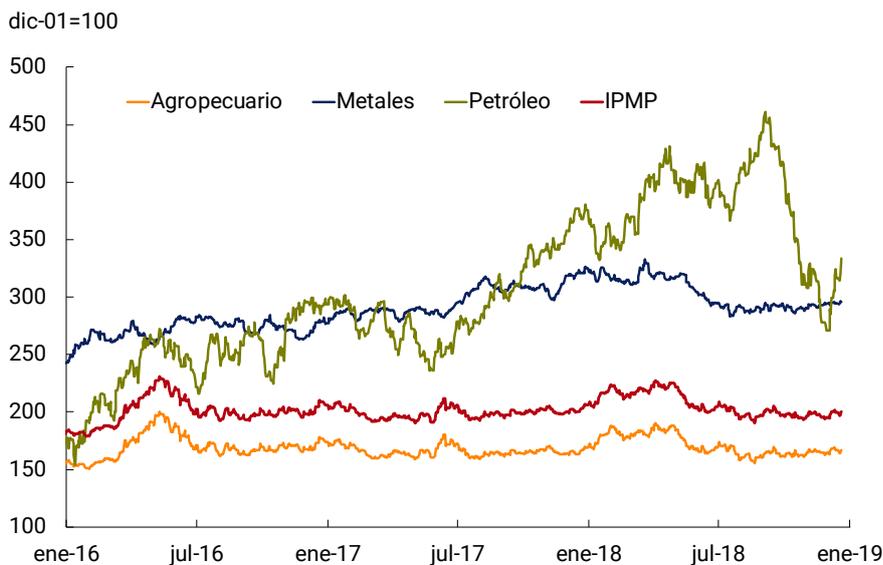
Gráfico 2.11 | Tipo de cambio real multilateral



Fuente: BCRA

Por otra parte, los precios internacionales de las materias primas medidos en dólares se mantuvieron relativamente estables en el cuarto trimestre de 2018, implicando valores que en el margen se ubican aproximadamente 2,7% por debajo de los niveles de igual período del año previo (ver Gráfico 2.12). Debido a que la economía argentina es importadora neta de energía y combustibles, la abrupta caída del precio internacional del petróleo desde los niveles máximos de los últimos años constituye un factor de mejora de los términos de intercambio.

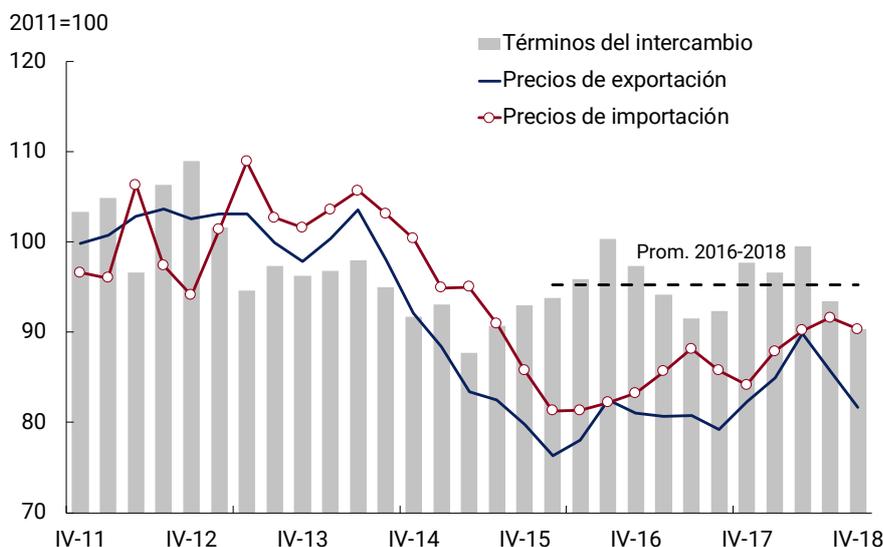
Gráfico 2.12 | Precios internacionales de las materias primas



Fuente: INDEC y Datastream

De todas formas, los términos del intercambio (cociente entre los precios de las exportaciones y de las importaciones argentinas) cayeron 3,3% en el último trimestre, producto de una caída en el precio de las exportaciones superior a la de los precios de las importaciones (ver Gráfico 2.13). Sobre esta evolución de los precios de exportación influyó la merma en los precios de los productos agropecuarios.

Gráfico 2.13 | Términos del Intercambio



Fuente: INDEC

Resumiendo, desde el último IPOM las condiciones financieras internacionales tuvieron una leve mejora en el margen, aunque continúan siendo marcadamente menos favorables que las vigentes hasta 2017 (inclusive). Por otro lado, se espera un buen desempeño del nivel de actividad de nuestros principales socios comerciales (principalmente debido a Brasil). Todo esto configuraría un escenario externo mixto para Argentina. Los principales riesgos de este escenario son que vuelva a tomar impulso el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, una profundización de las medidas proteccionistas⁶, y que se efectivice un deterioro en el nivel de actividad global.

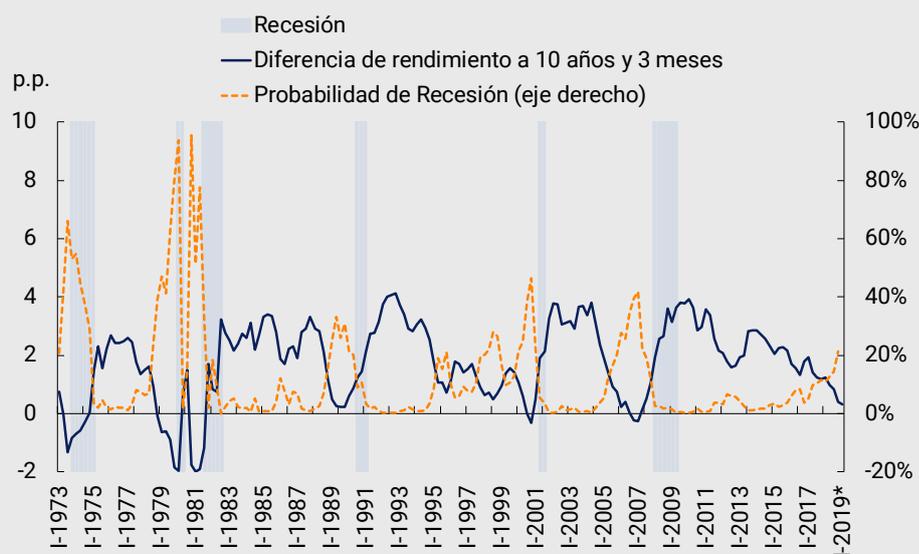
⁶ En el *World Economic Outlook* de octubre de 2018, el FMI realiza en el *Scenario Box 1. Global Trade Tensions* (página 33) un análisis del posible impacto global de estas medidas. En el *Box* se llega a la conclusión de que se produciría una pérdida del PIB mundial de 0,4% en el largo plazo, en el escenario más adverso de todos, si es que el mismo ocurriese.

Apartado 1 / La curva de rendimiento como predictor de recesiones

La pendiente de la curva de rendimientos de un mercado de bonos puede ser utilizada como predictor de futuras recesiones. En particular, es muy utilizada la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos para anticipar ciclos recesivos en ese país. La idea detrás de esta capacidad predictiva es que las tasas de interés de largo plazo reflejan, entre otros factores, las expectativas de los inversores sobre las tasas de interés de corto plazo futuras. De esta forma, cuando la curva se aplatina o se invierte, los inversores estarían anticipando un abaratamiento futuro del dinero de corto plazo, probablemente debido a que anticipan menores oportunidades de inversión, menor actividad económica y un sesgo más expansivo de la política monetaria (Ergungor, 2016).

Más allá de que esta teoría enfrenta algunos cuestionamientos, lo concreto es que de las últimas seis recesiones cinco fueron precedidas por una inversión de la curva de rendimientos, mientras que en la recesión de 1990/91, si bien la curva no llegó a invertirse sí se produjo un evidente aplanamiento. Esto puede observarse en el Gráfico 1 donde se muestra el diferencial de rendimientos entre el bono a 10 años y el correspondiente a 3 meses.

Gráfico 1 | Pendiente de la curva de rendimientos y probabilidad de recesión en EEUU



*Datos al 16 de enero de 2019.

Fuente: Johansson y Meldrum (2018) y Reserva Federal de Nueva York

Diversos estudios econométricos encontraron evidencia empírica que respalda esta hipótesis. Estrella y Hardouvelis (1991) encuentran que la pendiente de la curva de rendimientos tiene un poder predictivo mayor a otros leading indicators del PIB, mientras que Estrella y Mishkin (1996) concluyen que el diferencial de rendimiento entre los bonos de 10 años y 3 meses es un importante predictor de recesiones con dos a seis trimestres de anticipación. De todas formas, estos autores advierten que no es claro que este poder predictivo se mantenga en el futuro, sobre todo si la Reserva Federal comienza a observar la curva de rendimientos a la hora de tomar sus decisiones de política.

Una década después de estos estudios, ante una nueva inversión de la curva de rendimientos, Haubrich (2006) analiza si se está o no a las puertas de una nueva recesión. El autor repasa los argumentos de Alan Greenspan y otros detractores de la utilización de la curva de rendimientos como predictor de recesiones: a) hay que mirar tasas reales, no nominales; b) la inflación es mucho más baja que en los 90' por lo que se reduce el premium por inflación de las tasas

largas; c) la Fed ganó credibilidad en su lucha contra la inflación, la cual se volvió menos persistente y fácil de reducir. Si bien Haubrich admite que los datos muestran una relación entre curva de rendimientos y crecimiento del PIB diferente a la del pasado, no deja de mencionar que la posibilidad de recesión es “no trivial”. En efecto, un año y medio después de la publicación del artículo, la economía de EEUU entró en recesión al desatarse la crisis del mercado hipotecario *subprime* que gatilla la crisis financiera global.

Si bien la precisión de este predictor puede haberse visto afectada por el largo tiempo en que las tasas de interés de corto plazo permanecieron en cero (Ergungor, 2016), el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos está comenzando a generar incertidumbre, al punto de que el tema fue discutido en las reuniones del FOMC⁷. Más aún, la Reserva Federal de New York publica mensualmente una estimación de la probabilidad de recesión para los próximos 12 meses basada en la pendiente de la curva de rendimientos⁸. Allí se ve reflejada la caída en el diferencial de tasas entre el bono a 10 años y el bono a 3 meses observada durante 2018, pero sobre todo en el último trimestre. El último dato indica que la probabilidad de tener una recesión en diciembre de 2019 es del 21,35%, el doble de lo que se predecía un año atrás (Gráfico 1).

Referencias:

- Ergungor, O. E., 2016. “Recession Probabilities”. Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland. Disponible en: <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/2016-economic-commentaries/ec-201609-recession-probabilities.aspx>
- Estrella, A., y Hardouvelis, G. A. (1991). The term structure as a predictor of real economic activity. The Journal of Finance, 46(2), 555-576.
- Estrella, A., y Mishkin, F. (1996). The yield curve as a predictor of US recessions. Current Issues in Economics and Finance, Vol. 2, Number 7. Federal Reserve Bank of New York.
- Haubrich, J. G. (2006). Does the yield curve signal recession?. Federal Reserve Bank of Cleveland, 15.
- Johansson, P. y Meldrum, A. (2018). Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve. FEDS Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/predicting-recession-probabilities-using-the-slope-of-the-yield-curve-20180301.htm>

⁷ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20171213.pdf>

⁸ https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html

3. Actividad económica

La economía continuó contrayéndose durante el cuarto trimestre del año luego de la caída experimentada en los dos trimestres previos. En el tercer trimestre el producto “no agropecuario” profundizó su retracción en línea con el escenario adverso previsto en el anterior IPOM en un marco de renovadas tensiones financieras y cambiarias. El sector agropecuario se recuperó tras la sequía que afectó a la cosecha de la soja y maíz, atenuando la caída del PIB. El consumo y la inversión, tanto pública como privada, mostraron disminuciones que continuaron en el último trimestre de 2018, mientras que gradualmente comenzaron a notarse los aportes positivos de las exportaciones netas, en un marco de consolidación fiscal. A partir de diciembre, la aplicación de un conjunto de políticas de ingresos dirigidas a compensar a los sectores de menores ingresos junto con la reapertura de acuerdos paritarios en varias ramas de actividad permitieron apuntalar el consumo.

El plan monetario de control estricto de la base monetaria, en conjunto con el anuncio de aceleración de la convergencia fiscal, permitieron normalizar la situación en el mercado de cambios, reducir paulatinamente los registros inflacionarios y empezar a recuperar un ancla nominal para las expectativas. La posibilidad de brindar un horizonte de creciente certidumbre nominal es una de las principales contribuciones del BCRA para alcanzar un entorno macroeconómico estable que favorezca el crecimiento.

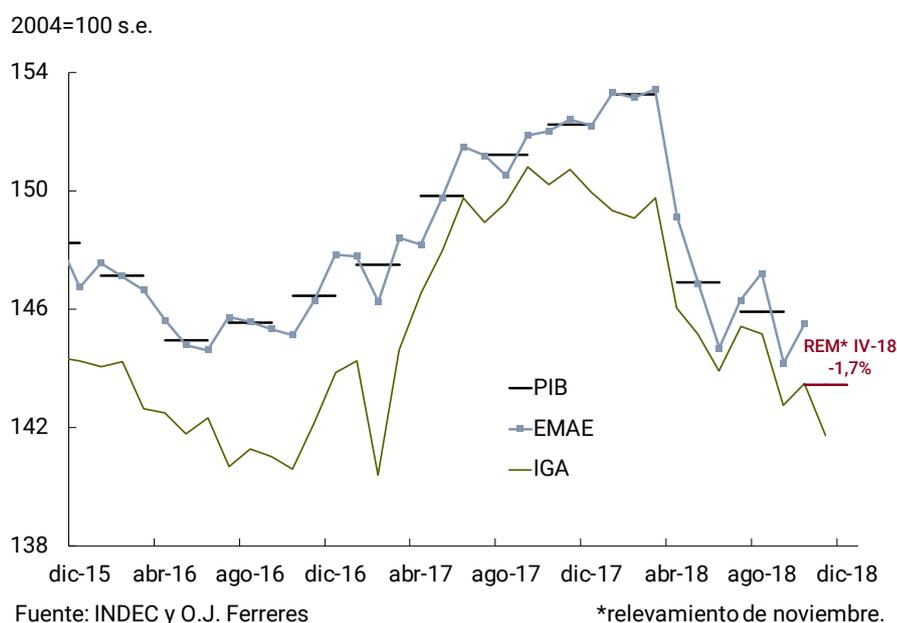
Para 2019, se espera que esta combinación de políticas monetarias y fiscales permita retomar el sendero de disminución de la inflación y posibilite una gradual recuperación del nivel de actividad. Esta visión es compartida por los analistas del REM que prevén que la actividad alcance un piso en el primer trimestre del año y que, a partir de allí, ingrese en una fase cíclica de reactivación. Un tipo de cambio real más competitivo permitirá impulsar la actividad de los sectores transables y, en conjunto con la reducción del déficit fiscal, está contribuyendo a una rápida reversión del desequilibrio de cuenta corriente. La corrección de estos desequilibrios permitirá reducir vulnerabilidades propias de la economía argentina y posibilitará iniciar una etapa de crecimiento sobre bases más sustentables.

3.1 La actividad alcanzaría un piso durante el primer trimestre de 2019

En un marco de renovadas tensiones financieras y cambiarias y de un fuerte aumento de la incertidumbre, la actividad económica se contrajo en el tercer trimestre del año (-0,7% s.e. y -3,5% i.a.), tras la fuerte caída experimentada en el segundo trimestre (-4,1% s.e. y -4% i.a.).

Los indicadores de actividad anticipan una nueva caída en el cuarto trimestre. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del INDEC registró un incremento de 0,9% mensual s.e. en octubre, pero volvería a contraerse en noviembre por el débil desempeño de la industria y la construcción. El Índice General de Actividad de O.J. Ferreres también aumentó en octubre (0,5% mensual s.e.) y volvió a caer en noviembre (-1,2% s.e.; ver Gráfico 3.1). La última Predicción Contemporánea del PIB del BCRA (PCP-BCRA) correspondiente al cuarto trimestre indica una caída de 2,3% trimestral s.e. en tanto que la mediana del REM arroja una disminución de 1,7% trimestral s.e.

Gráfico 3.1 | Evolución de la actividad económica



Si bien durante el último trimestre de 2018 la economía continuó contrayéndose—por la marcada reducción de los ingresos en términos reales y el acortamiento de los horizontes de toma de decisiones por incertidumbre—, gradualmente comenzó a evidenciarse la contribución positiva del sector externo. Al mismo tiempo, a partir de diciembre, la implementación de un conjunto de políticas de ingresos destinadas a hogares con alta propensión a consumir junto con la reapertura de acuerdos paritarios en varias ramas permitió apuntalar el consumo, dejando un nivel más alto para el inicio del primer trimestre de 2019.

En sintonía con ello, el Indicador Líder de la Actividad (ILA-BCRA) correspondiente al mes de diciembre mostró el primer crecimiento mensual luego de nueve meses consecutivos de caída, la difusión del crecimiento mejoró marginalmente y la profundidad de la caída acumulada en seis meses se recortó. Esta mejora del ILA no es suficiente para afirmar que la fase recesiva de la actividad llegó a su fin, por lo que deberían acumularse nuevas señales en los próximos meses para asegurar la existencia de un punto de giro de la actividad. Los analistas participantes del REM estiman que durante el primer trimestre el PIB alcance un mínimo y a partir allí retome una trayectoria de crecimiento paulatino.

3.1.1 Comienzan a notarse los aportes positivos de las exportaciones netas

Tal como se anticipó en el IPOM anterior, en el tercer trimestre las exportaciones de bienes y servicios comenzaron a recuperarse (+4,1% trimestral s.e.) mientras que las importaciones profundizaron la caída ya observada en el trimestre anterior (-7,5% trimestral s.e.). Como consecuencia, el sector externo contribuyó positivamente con 3 puntos porcentuales (p.p.) a la variación trimestral del PIB y se estima que el aporte fue aún mayor en el último trimestre del año pasado, compensando parcialmente la marcada retracción de la demanda interna (ver Tabla 3.1).

Tabla 3.1 | Variación trimestral del PIB y contribuciones de sus componentes

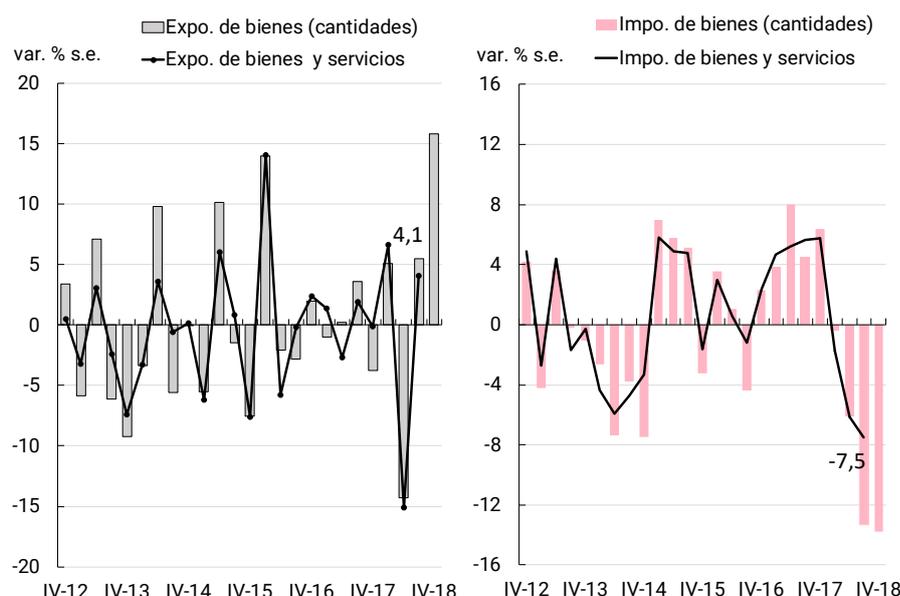
	II-18		III-18	
	var. % s.e.	incidencias*	var. % s.e.	incidencias*
PIB a precios constantes	-4,1	-4,1	-0,7	-0,7
Demanda interna	-3,2	-3,5	-4,5	-4,9
Consumo privado	-2,3	-1,7	-4,0	-3,0
Consumo público	-1,1	-0,1	-1,5	-0,2
Inversión bruta interna fija	-7,5	-1,6	-8,1	-1,7
Exportaciones netas		-1,2		3,0
Exportaciones	-15,1	-3,1	4,1	0,7
Importaciones	-6,2	1,9	-7,5	2,3
Var. de stocks y discrep. estadística		0,5		1,2

*Contribución en puntos porcentuales a la variación trimestral del PIB, calculada como la var. % del componente multiplicada por su participación en el PIB en el periodo anterior.

Fuente: INDEC

En el último trimestre de 2018, el desempeño observado en las exportaciones e importaciones se acentuó. Las cantidades exportadas de bienes crecieron 15,8% s.e. con respecto al trimestre anterior (+11,2% i.a.) mientras que los volúmenes importados cayeron 14,7% s.e. (-28,9% i.a.; ver Gráfico 3.2). Así, se prevé que la contribución de las exportaciones netas de bienes y servicios al crecimiento trimestral desestacionalizado del producto haya sido fuertemente positiva, mayor a los 4 p.p., reflejando la marcada corrección que experimentó el sector externo.

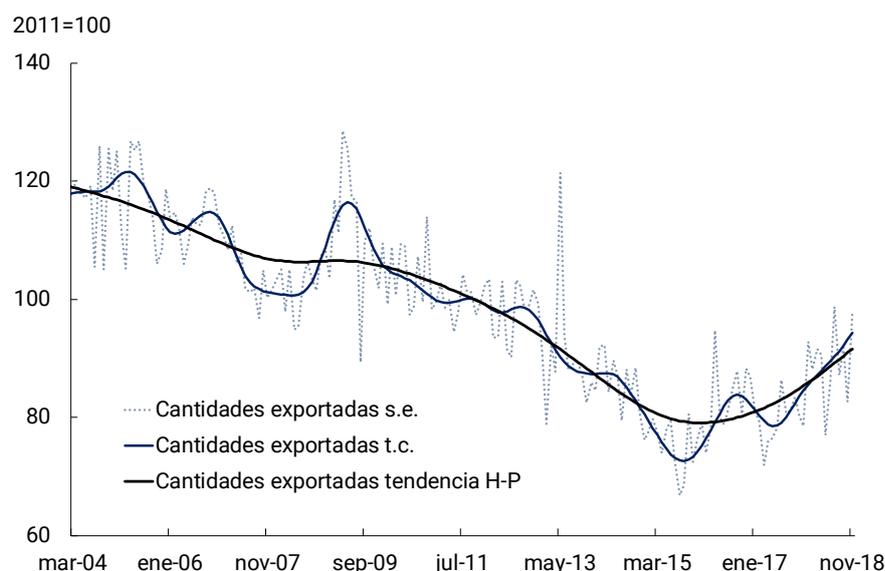
Gráfico 3.2 | Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios



Fuente: INDEC

En el cuarto trimestre las exportaciones no agrícolas sostuvieron el crecimiento que exhiben desde principios de 2016 cuando se revirtió la tendencia bajista que registraron durante más de diez años (ver Gráfico 3.3). En el margen, a ese buen desempeño de las exportaciones no agrícolas se le sumó el repunte de los envíos de porotos de soja a China en el contexto de sus disputas comerciales con Estados Unidos.

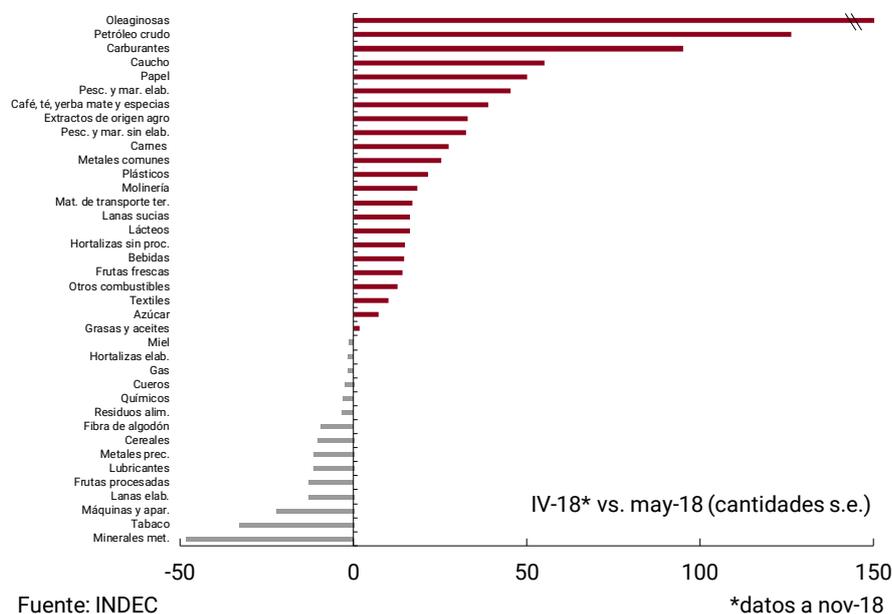
Gráfico 3.3 | Cantidades exportadas de bienes (excluyendo principales granos y derivados)



Fuente: INDEC

Desde junio en adelante el crecimiento de las exportaciones fue fuerte y difundido. La proporción de sectores cuyas exportaciones crecieron respecto al mes previo se sostuvo por encima del 50%, la expansión más prolongada desde 2009. Entre los sectores que exhiben las mayores tasas de crecimiento se encuentran las semillas oleaginosas, los combustibles, manufacturas industriales (caucho, papel, metales y plásticos) y manufacturas de origen agropecuario (pescados y mariscos, carnes y extractos vegetales; ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 | Cantidades exportadas de bienes



Fuente: INDEC

*datos a nov-18

Una serie de factores incidieron en el desempeño favorable de las ventas externas: la mejora en el tipo de cambio real, la mayor demanda externa—en particular desde Brasil y China— y el aumento de la producción no convencional de hidrocarburos en Vaca Muerta. Cabe destacar que este aumento de las exportaciones se produjo en un contexto de reducción de los costos de transacción propiciada por una batería de medidas que apuntaron a la eliminación y/o facilitación de los trámites necesarios para exportar, así como de una política de apertura de nuevos mercados.

En cuanto a las importaciones, la contracción continuó durante el cuarto trimestre. Luego de 3 trimestres de caídas consecutivas, las cantidades importadas se ubicaron en diciembre en niveles mínimos de los últimos 4 años. En línea con la merma de la absorción doméstica, se redujeron tanto las importaciones asociadas con el consumo como aquellas vinculadas con la inversión (ver Gráfico 3.5). Esta reducción de las importaciones se dio de manera difundida. En el período octubre-noviembre sólo 2 de 19 agrupaciones de bienes mostraron alzas respecto al trimestre anterior (insumos vegetales e insumos minerales). Las caídas más pronunciadas se registraron en las importaciones de equipo de transporte industrial, vehículos para el transporte de personas, bienes de consumo no durable y fibras textiles (-29% s.e., -25% s.e., -21% s.e. y 18% s.e., respectivamente).

Gráfico 3.5 | Cantidades importadas de bienes (s.e. prom. móv. 3 meses)



*incluye importaciones de bienes de capital y sus piezas y bienes intermedios

**incluye importaciones de bienes de consumo y de vehículos de pasajeros

Fuente: INDEC

El balance externo de servicios también mostró un ajuste en el tercer trimestre de 2018, el cual se consolidó en el último trimestre del año. Por su importancia dentro del balance de servicios, se destaca el recorte en el déficit por turismo, en el segundo semestre de 2018 estuvo en torno a los US\$ 1.800 millones, aproximadamente la mitad del registrado en el mismo período de 2017.

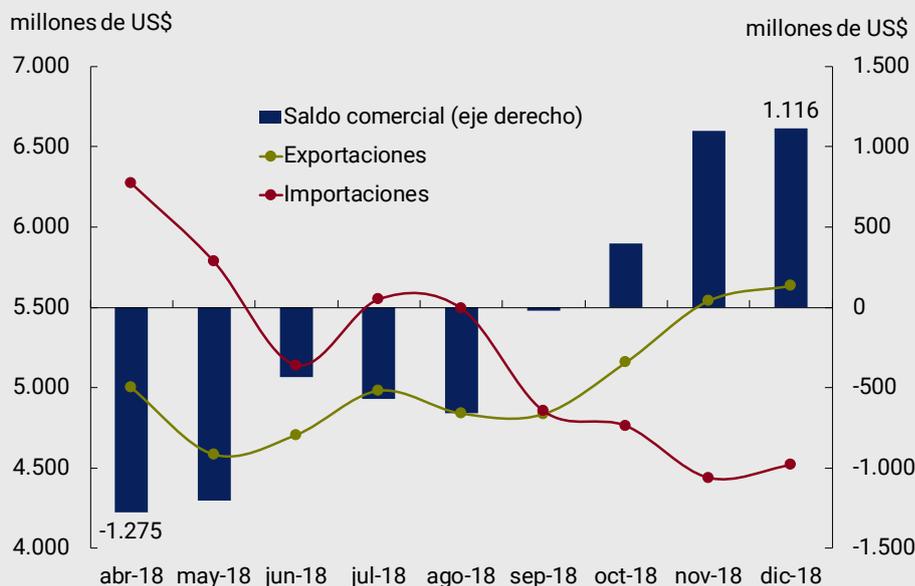
Como resultado de la mencionada corrección de los flujos de comercio de bienes y servicios, durante el segundo semestre se registró una importante reducción del déficit de cuenta corriente, una de las vulnerabilidades que exhibía la economía argentina en el último período y que estuvo en el origen del episodio de detención súbita del financiamiento voluntario experimentado a partir del segundo trimestre de este año (ver Recuadro).

Recuadro. La corrección del déficit de cuenta corriente

En el IPOM de octubre de 2018 se anticipó la estimación de un significativo ajuste de la cuenta corriente a partir del tercer trimestre de ese año como resultado principalmente de la depreciación real del peso y de la menor absorción doméstica. Los datos recientes de comercio exterior convalidaron esas expectativas. El saldo comercial de bienes ajustado por estacionalidad pasó de un déficit de US\$1.275 millones en abril a un superávit de US\$1.116 millones en diciembre. La magnitud de esta reversión –US\$ 2.390 millones en 8 meses– es inédita si se toma en cuenta la información disponible de los últimos 26 años.

El ajuste del saldo comercial se dio tanto por una caída de las importaciones como por un aumento de las exportaciones⁹ (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Comercio exterior de bienes (s.e.)



Fuente: INDEC

La corrección en los flujos externos no se limitó a los bienes. En el tercer trimestre del año 2018 el déficit de la balanza de servicios se redujo en US\$ 544 millones i.a., fundamentalmente por menores egresos por turismo emisor. Los datos adelantados permiten observar una profundización en el recorte del déficit en el cuarto trimestre.

La combinación de una reversión del saldo comercial de bienes y de una merma en el déficit de servicios dan como resultado una corrección significativa del balance de cuenta corriente de la economía. Ajustando por factores estacionales, en términos anualizados el saldo de cuenta corriente en el cuarto trimestre estaría en torno al -1,2% del PIB, lo que implica una reducción del déficit de 5,4% p.p. del Producto en tan sólo un trimestre. De esta manera, en términos desestacionalizados, la economía habría comenzado 2019 con un déficit de cuenta corriente similar al promedio de los últimos 13 años (ver Gráfico 3.7).

⁹ Cabe destacar que las exportaciones de bienes se vieron afectadas por los efectos de la sequía fundamentalmente en el segundo y tercer trimestre del 2018.

Gráfico 3.7 | Cuenta corriente y tipo de cambio real



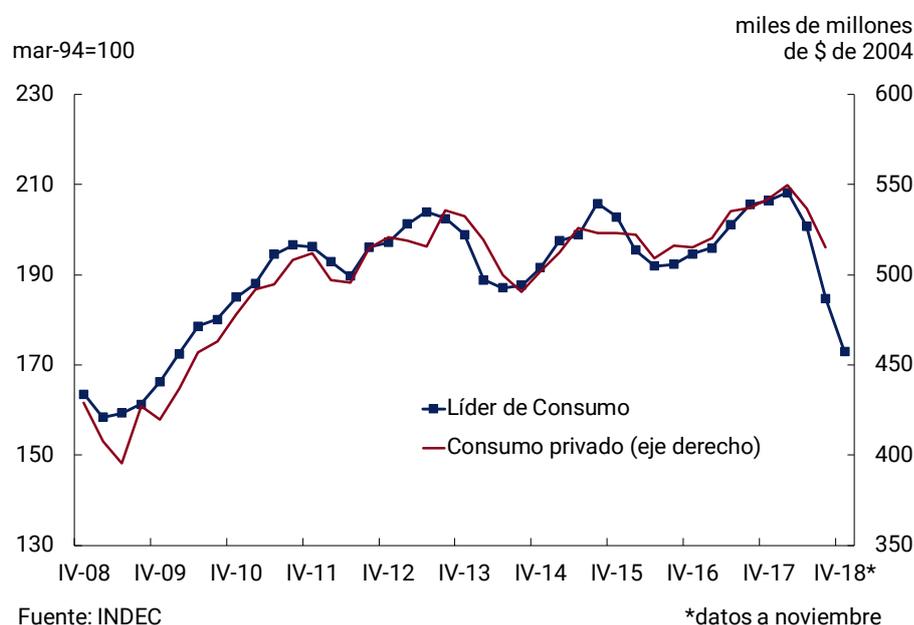
A comienzos de 2018 la dependencia del ahorro externo era una de las principales vulnerabilidades de la economía. Durante el primer semestre de ese año una serie de shocks externos e internos provocaron un cambio en el sentimiento de mercado que implicó una preferencia por activos externos y una marcada suba del tipo de cambio real. A partir del segundo semestre los flujos externos respondieron al cambio en el escenario macroeconómico. Los datos sugieren que una parte importante del ajuste a las nuevas condiciones ya se materializó. Tras esta corrección la economía podrá retomar una senda de crecimiento sobre bases más sustentables.

3.1.2 Durante el cuarto trimestre de 2018 continuó la caída de la absorción doméstica, pero en diciembre aparecieron algunas señales que apuntarían a una recuperación del consumo privado

Durante el tercer trimestre de 2018 el consumo privado profundizó su caída (-4% s.e.; -4,5% i.a.) afectado por el deterioro del ingreso real disponible de las familias y la negativa evolución de las expectativas de los consumidores, en un contexto de renovada incertidumbre y condiciones crediticias más restrictivas. Con datos de octubre y noviembre el Indicador Líder del Consumo privado del BCRA¹⁰ arroja una nueva caída del consumo para el cuarto trimestre (ver Gráfico 3.8).

¹⁰ Índice de frecuencia mensual que incluye indicadores tradicionales y no tradicionales del consumo de bienes y servicios. Para mayores detalles ver Apartado 1/ El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real, IPOM Julio 2017.

Gráfico 3.8 | Nivel de consumo privado



Sin embargo, a fines de 2018 se observaron aumentos de magnitud en los ingresos de los segmentos con elevada propensión a consumir. Una parte de esos aumentos fueron otorgados por el gobierno en tanto que, por la renegociación de algunos acuerdos paritarios a partir de noviembre, se elevaron los salarios del segmento formal. Ello en un contexto en el que la inflación de diciembre (2,6% mensual) fue la más reducida desde mayo de 2018.

Entre los ingresos extraordinarios de diciembre se destaca el otorgamiento de \$1.500 como refuerzo a las asignaciones familiares por hijo para alrededor de 4 millones de beneficiarios¹¹. También los jubilados y pensionados cobraron la actualización trimestral de haberes en diciembre, cuando el año anterior el ajuste era semestral y había ocurrido en septiembre. A ello se sumaron los bonos de fin de año otorgados a los empleados estatales provinciales (940 mil personas por un monto promedio de \$6.878), a las fuerzas de seguridad, fuerzas armadas y otros empleados estatales nacionales y los bonos que recibieron algunos empleados formales del sector privado¹². Se estima que en conjunto todos estos ingresos adicionales de diciembre habrían significado aproximadamente un aumento equivalente a 3 p.p. del consumo privado promedio mensual a precios corrientes.

De esta manera, si bien el promedio trimestral del consumo privado desestacionalizado continuaría contrayéndose durante el último cuarto de 2018, puntualmente el mes de diciembre podría dejar un nivel más elevado para el primer trimestre de este año, en el que se espera que la actividad alcance un piso. En ese sentido, los primeros indicadores de diciembre muestran algunas señales positivas respecto al comportamiento del consumo privado. En diciembre, se registró un crecimiento tanto de las ventas de autos en el mercado interno (10,2% mensual s.e.) como de las importaciones de bienes de consumo (9,2% s.e.), en un contexto de mejora de la confianza de los consumidores a nivel nacional (12,1% en diciembre; ICC-UTDT)¹³.

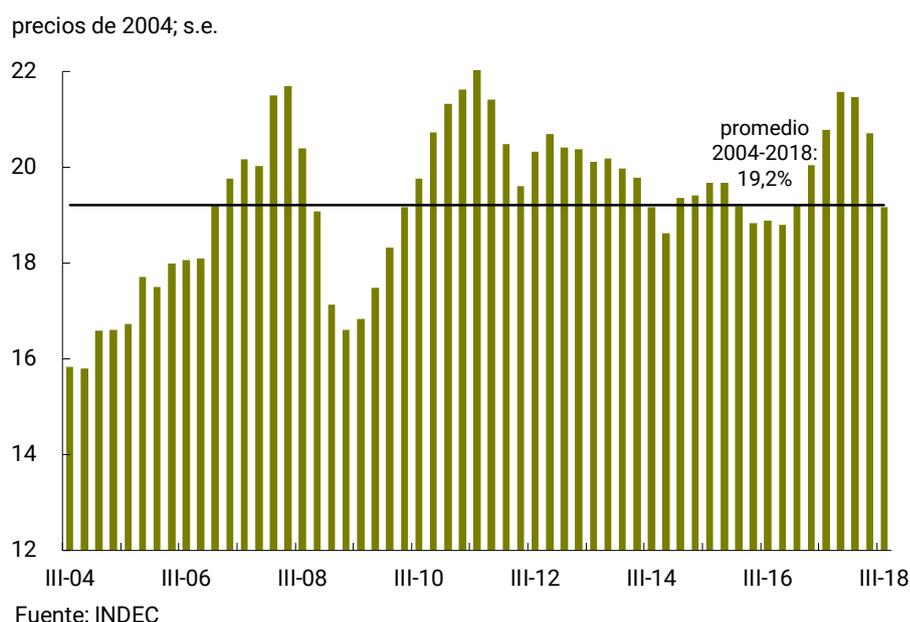
¹¹ El acuerdo del gobierno Nacional con el Fondo Monetario Internacional contempló la posibilidad de aumentar los programas de protección social focalizada para los grupos vulnerables ante condiciones económicas adversas. El ajustador que operó en 2018 fue de \$14.000 millones sobre la meta de resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero en base caja. Ese monto incluyó el otorgamiento extraordinario de las sumas por hijo por única vez de \$1.200 en octubre y de \$1.500 en diciembre 2018, tras los \$400 otorgados en marzo de 2018. Para 2019 el monto máximo de este ajustador asciende a \$37.000 millones.

¹² Decreto 1043/2018.

¹³ Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad Torcuato Di Tella.

La inversión reflejó el aumento del precio relativo de los bienes de capital, el deterioro de las condiciones financieras domésticas y las perspectivas desfavorables sobre la evolución de la demanda interna, mostrando una contracción en el tercer trimestre de 8,1% s.e. (-11,2% i.a.) luego de caer 7,5% s.e. en el segundo (+2,9% i.a.). El ratio de inversión sobre PIB se ubicó en el tercer trimestre de 2018 en 19,2% en términos desestacionalizados, reduciéndose en 2,4 p.p. desde el último máximo correspondiente al cuarto trimestre de 2017. En perspectiva histórica, dicho nivel de inversión es considerablemente más elevado que el mínimo de 16,6% alcanzado durante la crisis de 2009 y es igual al promedio de la serie iniciada en 2004 (ver Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9 | Formación bruta de capital fijo en porcentaje del PIB

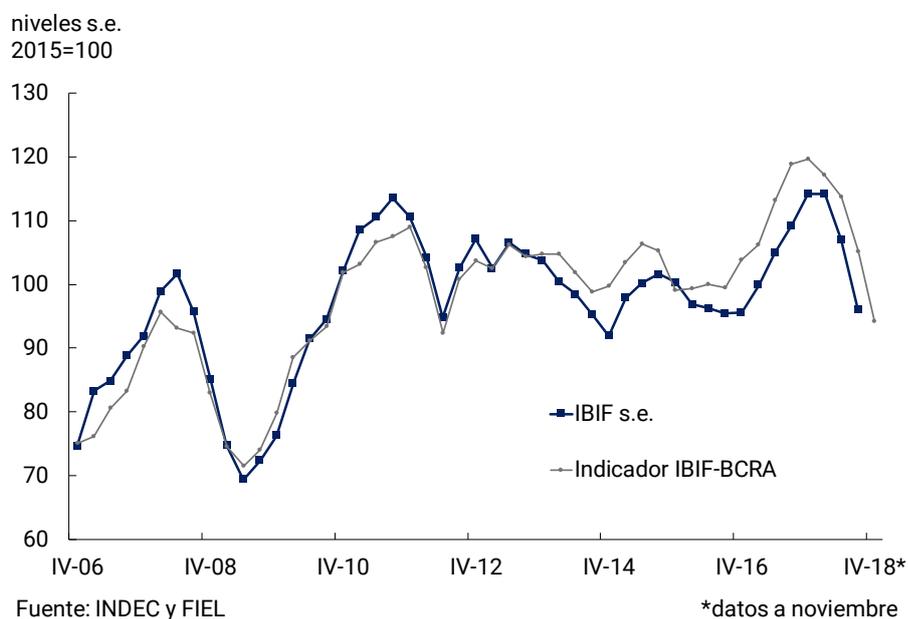


Entre los componentes de la inversión bruta, durante el tercer trimestre de 2018 se destacó la reducción del equipamiento durable (-15,5% trimestral s.e. y 18,5% i.a.) principalmente explicada por la fuerte contracción de las cantidades importadas de material de transporte (-32,1% trimestral s.e. y 36% i.a.). También cayó la construcción (-2,6% trimestral s.e. y -1,5% i.a.).

Los indicadores parciales señalan que en el cuarto trimestre la caída de la inversión se acentuó, por la reducción del gasto en equipamiento durable y la menor actividad de la construcción tanto pública como privada. Con datos a noviembre, el indicador IBIF-BCRA¹⁴ muestra una caída de 10,4% s.e. respecto del trimestre anterior (ver Gráfico 3.10).

¹⁴ Las variaciones trimestrales del indicador IBIF-BCRA son un promedio ponderado de las variaciones trimestrales desestacionalizadas del ISAC (INDEC), de las importaciones de bienes de capital (INDEC) y de la producción nacional de bienes de capital (FIEL). Los ponderadores se corresponden con el peso de la construcción, la inversión en equipo durable de producción (EDP) importado y EDP nacional en la IBIF del trimestre anterior. Entre octubre y noviembre, el ISAC cayó 7,4% s.e. con respecto al segundo trimestre, las importaciones de bienes de capital disminuyeron 18,1% s.e. mientras que la producción nacional de bienes de capital cayó 3,3% s.e.

Gráfico 3.10 | Evolución de la inversión



En los últimos meses de 2018 e inicio de 2019 se redujo la incertidumbre macroeconómica—en un contexto internacional relativamente más favorable— y se verificaron menores tasas de interés activas en el sistema financiero lo cual permitió que lentamente volvieran a registrarse emisiones de deuda y fideicomisos en el mercado de capitales doméstico.

3.1.3 En el último trimestre de 2018 se mantuvo el ritmo de caída del producto no agropecuario mientras que algunas actividades mostraron señales del inicio de la reactivación que se proyecta para comienzos de 2019

Tabla 3.2 | Evolución sectorial del PIB

	PIB	Sector agropecuario		No agropecuarios		Impuestos	
	var. % i.a.	var. % i.a.	incidencia p.p.	var. % i.a.	incidencia p.p.	var. % i.a.	incidencia p.p.
I-18	3,9	1,4	0,1	3,5	2,7	6,0	1,0
II-18	-4,0	-31,3	-4,2	0,4	0,3	-0,7	-0,1
III-18	-3,5	-5,2	-0,2	-3,0	-2,4	-5,5	-0,9

	PIB	Sector agropecuario		No agropecuarios		Impuestos	
	var. % s.e.	var. % s.e.	incidencia p.p.	var. % s.e.	incidencia p.p.	var. % s.e.	incidencia p.p.
I-18	0,7	-0,2	0,0	0,9	0,7	0,1	0,0
II-18	-4,1	-31,2	-2,2	-1,3	-1,0	-5,6	-1,0
III-18	-0,7	37,6	1,9	-2,9	-2,3	-1,6	-0,3

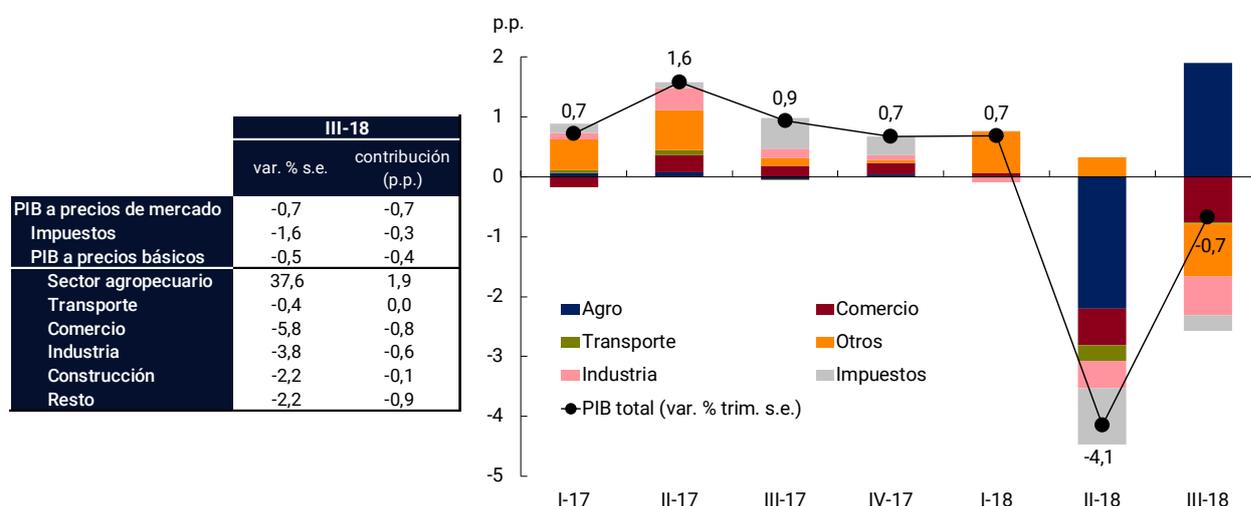
Fuente: INDEC

Los datos oficiales confirmaron lo previsto en el IPOM de octubre de 2018 con respecto a la evolución de la actividad en el tercer trimestre. Se aceleró la caída de los sectores no agropecuarios mientras que el agro evidenció un fuerte rebote, luego de la sequía, que compensó parcialmente la caída del resto de la economía (ver Tabla 3.2.)

La retracción en la actividad en el tercer trimestre fue altamente difundida: 13 de los 16 sectores del PIB cayeron en términos desestacionalizados con respecto al segundo, siendo el agro, la pesca y el servicio doméstico en hogares privados las únicas excepciones. Se verificaron fuertes contracciones en la industria y la construcción, mientras que el comercio fue el sector de servicios más afectado por la debilidad de la demanda interna. El aporte directo del rebote del agro al crecimiento desestacionalizado fue de aproximadamente 1,9 p.p. contribuyendo además a que los sectores asociados como el transporte¹⁵ reduzcan el ritmo de contracción (ver Gráfico 3.11).

Durante el cuarto trimestre de 2018 la contracción de la demanda interna continuó afectando negativamente a la actividad de los principales sectores. El producto no agropecuario habría caído a una tasa similar a la del trimestre anterior mientras que el agro habría permanecido relativamente estable, dejando atrás el rebote estadístico luego de la sequía. De esta manera la caída trimestral desestacionalizada del PIB total habría sido mayor en el cuarto trimestre que en el tercero (-1,7% según mediana del REM en tanto que la última estimación disponible del PCP-BCRA indica una contracción trimestral algo mayor, del orden de -2,3%).

Gráfico 3.11 | Evolución sectorial de la actividad

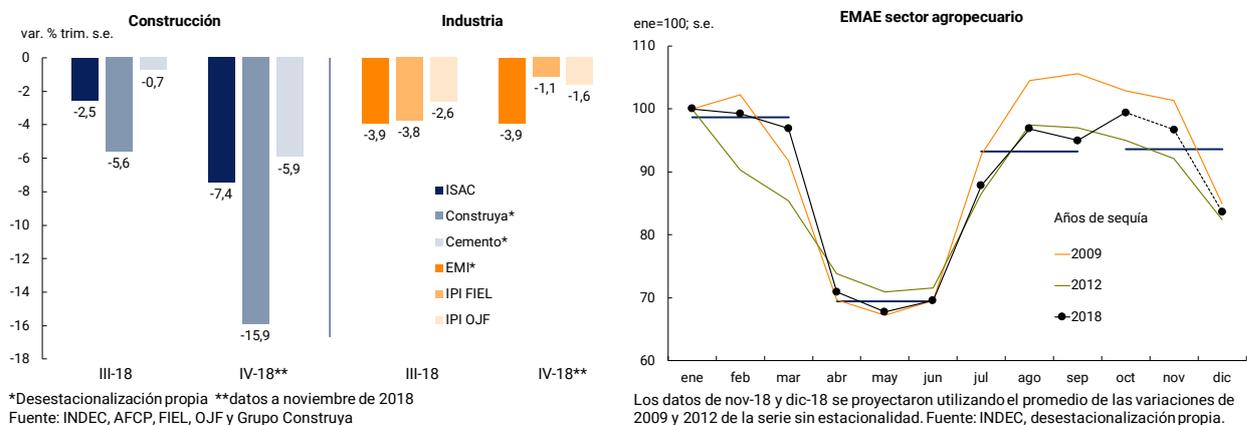


Fuente: INDEC

Distintos indicadores oficiales y privados dieron cuenta de una fuerte contracción de las principales actividades productoras de bienes no agropecuarios en el cuarto trimestre de 2018. El efecto negativo de la caída de la demanda interna no logró ser compensada por el incremento de las exportaciones. Con datos a noviembre se estima que la caída del sector manufacturero habría sido similar o levemente inferior a la del tercer trimestre, mientras que la construcción aceleró el ritmo de retracción. Según datos preliminares del EMAE y proyecciones para noviembre y diciembre de 2018 basadas en la evolución del indicador en los episodios de sequía en 2009 y 2012, puede estimarse que el producto del sector agropecuario se habría mantenido estable en el cuarto trimestre en términos desestacionalizados con respecto al tercero (ver Gráfico 3.12.)

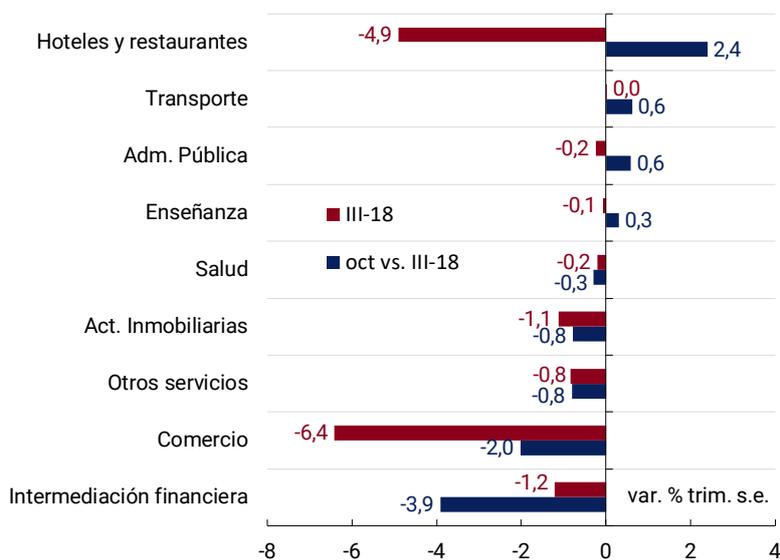
¹⁵ El Valor Agregado Bruto del sector de Transporte y Comunicaciones se contrajo 0,4% s.e. en el tercer trimestre de 2018, desacelerando la caída con respecto al -3,3% evidenciado en el segundo trimestre.

Gráfico 3.12 | Principales sectores productores de bienes



De acuerdo al EMAE de octubre de 2018, es probable que la caída trimestral (desestacionalizada) en la actividad de los sectores prestadores de servicios se haya desacelerado durante el cuarto trimestre. Si bien no se dispone de los datos de noviembre y diciembre, el arrastre estadístico de octubre para el cuarto trimestre permite suponer una desaceleración de la caída en comparación con las fuertes tasas negativas evidenciadas en el tercero. Las actividades vinculadas al turismo, como hoteles y restaurantes, y transporte habrían comenzado a recuperarse beneficiadas por la mejora del tipo de cambio real. La intermediación financiera, afectada por la menor demanda de préstamos, fue el único sector de servicios que habría acelerado su contracción con respecto a la evidenciada en el tercer trimestre (ver gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 | Actividad en los sectores productores de servicios



Fuente: INDEC. Desestacionalización propia.

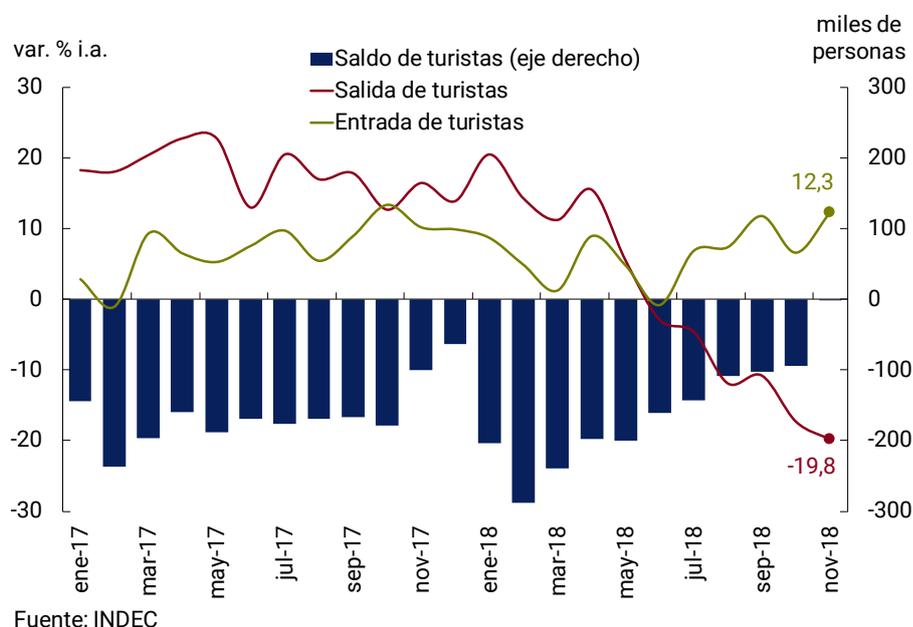
Los sectores de oferta pueden clasificarse en al menos cuatro grupos de acuerdo a su desempeño desde el comienzo de la recesión y sus perspectivas a mediano plazo.

Un primer grupo está conformado por las actividades afectadas directa e indirectamente por la sequía (sector agrícola, transporte, maquinaria agrícola, fabricación de equipo de transporte, entre otros). Estos sectores han comenzado a recuperarse desde el tercer trimestre y se espera que esta dinámica continúe ante las favorables proyecciones de cosecha para 2019¹⁶.

En el segundo grupo se encuentran un conjunto de actividades impulsadas por políticas económicas adoptadas desde el comienzo de la actual gestión como por ejemplo, apertura de nuevos mercados internacionales, desregulación e incentivos a la inversión privada. Entre estos sectores se destacan la faena de carne vacuna y carne porcina, la extracción de petróleo crudo y gas no convencionales, la producción de hierro y acero, la producción de lácteos no refrigerados y la actividad aerocomercial. Dado que la mayoría de estas actividades están orientadas a la exportación, se espera que su tendencia favorable se consolide a medida que continúe la apertura de nuevos mercados y la mejora del tipo de cambio real se traduzca en un incremento de su competitividad y rentabilidad.

Otro conjunto está conformado por actividades que se orientan a la producción de transables y que, si bien fueron afectadas por la retracción del mercado interno, podrían comenzar un proceso de crecimiento. Estas perspectivas favorables se sustentan en la mejora de la rentabilidad a partir de la corrección del tipo de cambio real evidenciada en 2018 y la mayor demanda externa desde Brasil. Las primeras señales en este sentido pueden observarse en el turismo receptivo. Los datos a noviembre de 2018 muestran una consolidación de la tendencia positiva de la cantidad de turistas extranjeros que visitan la Argentina y negativa en la cantidad de residentes que hacen turismo en el exterior del país. Esta dinámica favorable del turismo impacta en actividades vinculadas como transporte, hotelería, restaurantes y algunos rubros del comercio minorista. Los datos preliminares del EMAE disponibles a octubre de 2018 están en línea con esta previsión (ver Gráfico 3.14).

Gráfico 3.14 | Turismo internacional



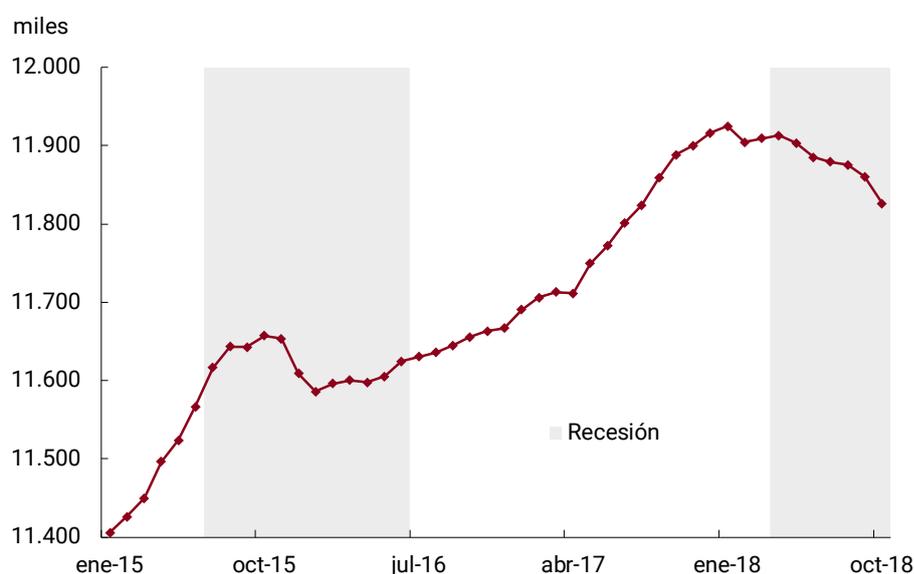
¹⁶ En particular, se espera que la cosecha de soja alcance al menos el nivel de la campaña 2016/2017 (54 millones de toneladas) lo cual significa un incremento de aproximadamente 44% i.a. explicado principalmente por mejores rindes. Por otro lado, la producción de maíz para esta campaña podría registrar un récord histórico (cerca de 53 millones de toneladas) creciendo en dicho escenario 24% i.a., impulsada tanto por mayores rindes como por una mayor superficie implantada.

Por último, el grupo de sectores orientados principalmente al mercado interno—el de mayor peso en el PIB—fue el más afectado por la caída de la masa salarial real, el incremento de tasas de interés reales y la incertidumbre asociada a la inestabilidad cambiaria durante 2018. La perspectiva es que estas actividades comiencen a recuperarse paulatinamente desde niveles históricamente bajos durante el primer trimestre de 2019, a medida que el consumo interno encuentre un piso y empiece a reactivarse en un contexto de mayor estabilidad financiera y certidumbre nominal.

3.1.4 La prolongación de la fase contractiva de la actividad se reflejó en un leve deterioro de las condiciones del mercado laboral

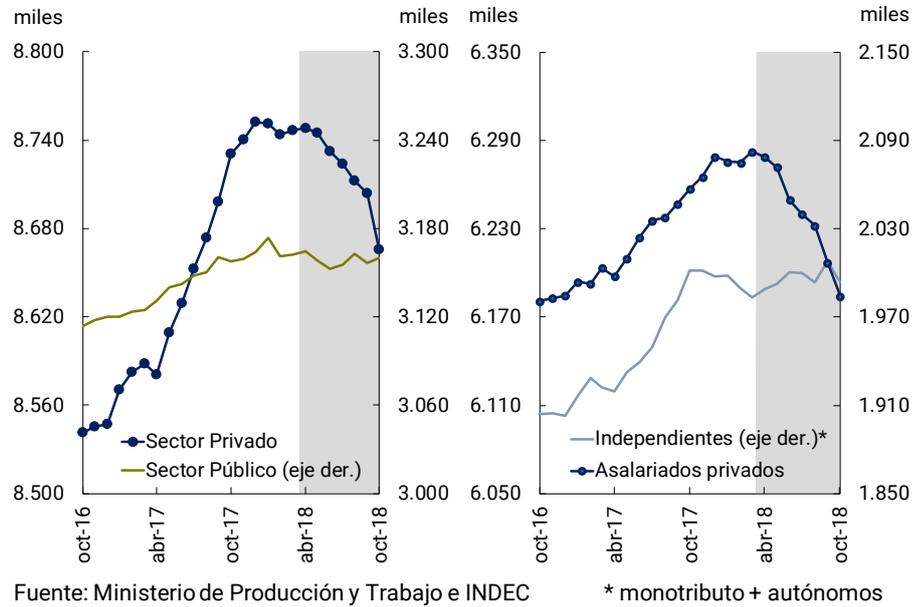
Durante el tercer trimestre de 2018, el empleo registrado mantuvo la tendencia levemente declinante. Esta disminución del empleo formal se explicó por la caída del empleo privado asalariado en un contexto en que se sostienen los niveles de empleo independiente privado y de empleo público. (ver Gráficos 3.15 y 3.16).

Gráfico 3.15 | Empleo registrado total (s.e.; excluido el monotributo social)



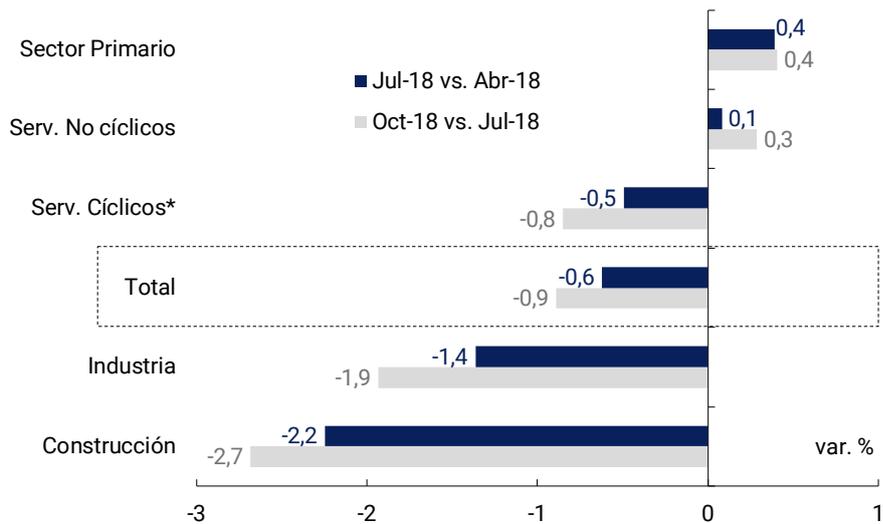
Fuente: Ministerio de Producción y Trabajo

Gráfico 3.16 | Empleo registrado por categoría (s.e.; excluido el monotributo social)



El empleo privado asalariado acentuó su caída por el comportamiento de sectores asociados al ciclo durante el período jul-18/oct-18. Las principales caídas del empleo se registraron en los rubros de la construcción, la industria y los servicios cíclicos, tales como transporte, comercio y hoteles y restaurantes. En contraste, los puestos de trabajo en el sector primario y en el resto de los servicios se incrementaron levemente. (ver Gráfico 3.17).

Gráfico 3.17 | Variación acumulada del empleo asalariado privado registrado por sectores (s.e.)

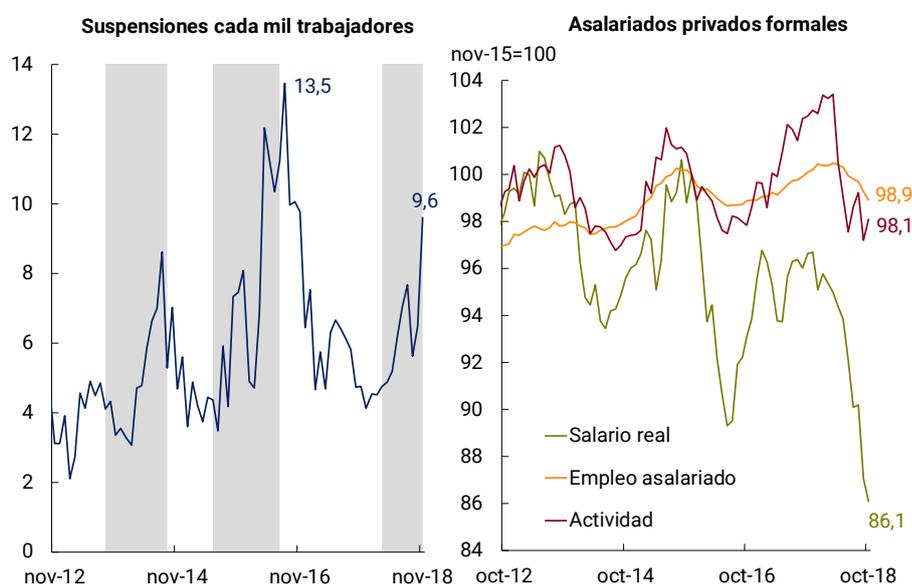


*Servicios cíclicos: Comercio y reparaciones, Hoteles y restaurantes, Transporte, almacenamiento y comunicaciones, Intermediación financiera y Act. inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

Fuente: Ministerio de Producción y Trabajo

Ante la significativa contracción de la demanda interna durante el segundo semestre de 2018, hasta el momento las empresas respondieron en parte subutilizando el factor trabajo -al evidenciar una creciente cantidad de suspensiones y reducción de horas trabajadas-, moderando las reducciones de dotación de personal (datos de la Encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Producción y Trabajo). Este comportamiento empresarial –que permitió que el ajuste de las cantidades demandadas del factor trabajo a nivel agregado haya sido menor que la contracción de la actividad económica durante el período- se facilitó por el ajuste de los salarios reales observado desde el inicio de la recesión. Adicionalmente, la flexibilidad que ha mostrado el tipo de cambio en la Argentina refuerza estas tendencias. La depreciación de la moneda local que resultó por encima de la suba de los salarios incrementó la competitividad externa de la economía, reduciendo así los incentivos a un ajuste en la cantidad de puestos de trabajo (ver Gráfico 3.18 y Apartado 2. de Costo Laboral Unitario).

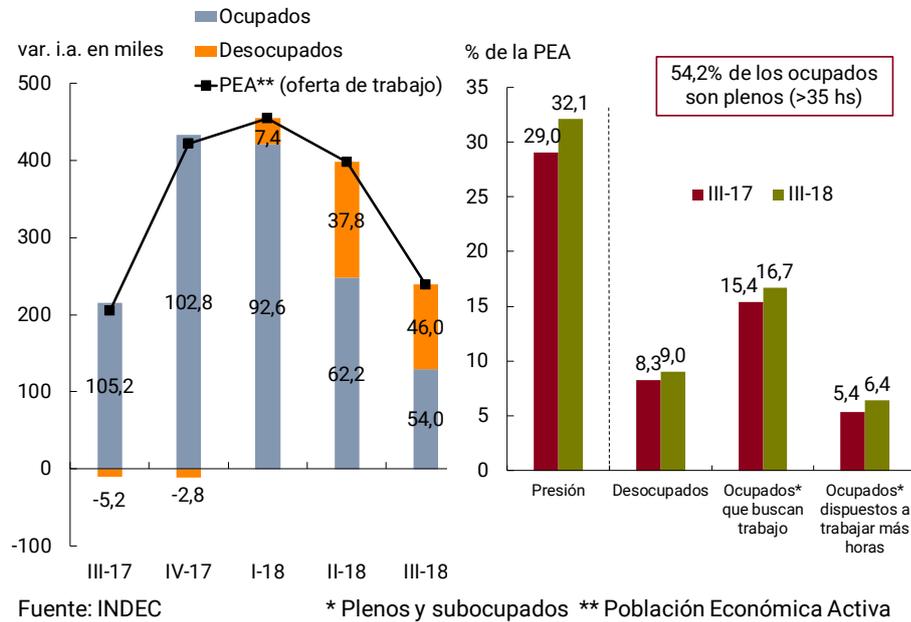
Gráfico 3.18 | Suspensiones y Salario real



Fuente: Ministerio de Producción y Trabajo e INDEC

Durante el tercer trimestre de 2018, la tasa de desocupación se ubicó en 9%, 0,7 p.p. por encima del mismo período del año anterior según datos de la EPH de INDEC. El aumento de la tasa de desempleo se explicó por la suba de la tasa de actividad (+0,4 p.p. i.a.) en un contexto en que la tasa de empleo se mantuvo prácticamente sin variantes (+0,1 p.p.; ver Gráfico 3.19). En el contexto descripto, la presión de la fuerza de trabajo sobre el mercado laboral se incrementó. Al incremento de las personas que buscan empleo se sumó un aumento de los ocupados demandantes y de los ocupados no demandantes que sin embargo están dispuestos a extender su jornada de trabajo.

Gráfico 3.19 | Población económicamente activa y presión en el mercado laboral

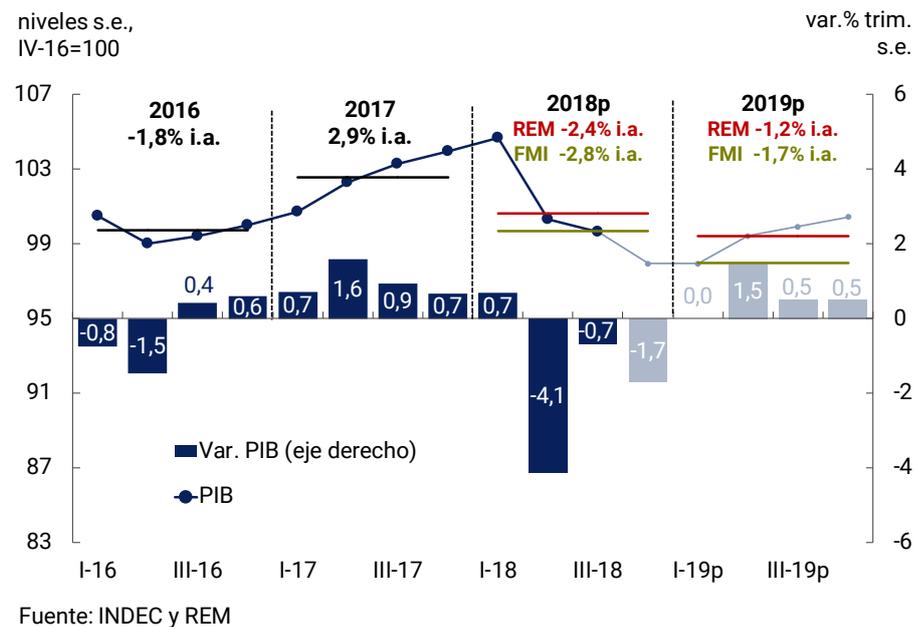


En términos de creación de empleo para los próximos meses, la EIL muestra perspectivas débiles de contratación. Para 2019 se prevé una recuperación gradual del empleo en línea con la mejora en la actividad a partir del primer trimestre.

Perspectivas

Los analistas del REM esperan que la economía alcance un piso durante el primer trimestre de 2019 y a continuación se dé inicio a una fase expansiva del ciclo (ver Gráfico 3.20).

Gráfico 3.20 | Proyecciones de mercado del PIB



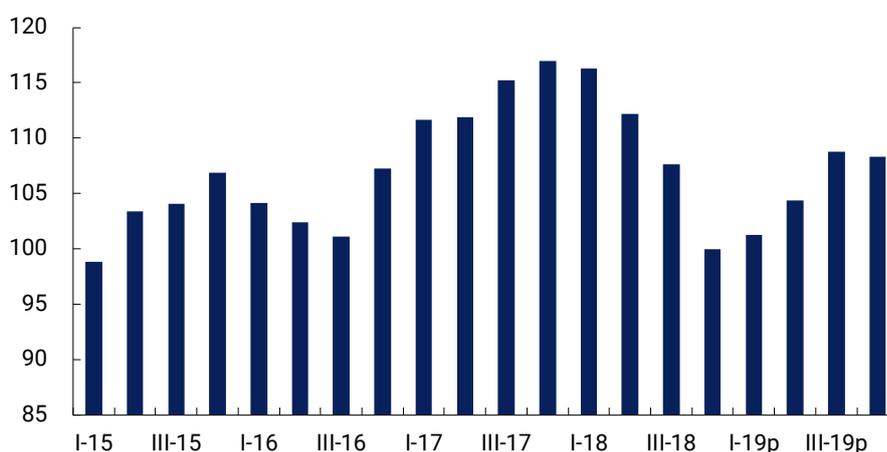
Entre los factores que sustentarían la visión de los analistas por el lado de la oferta se encuentran: la reversión de la caída en el sector agrícola luego de la sequía sufrida el año anterior y las perspectivas de una cosecha récord; la continuidad de la expansión de sectores en los cuales la desregulación promovió su desarrollo desde inicios de 2016 (como energía, producción agrícola, carnes, lácteos y actividad aerocomercial); y el impulso proveniente de las actividades productoras de bienes y servicios transables favorecidas por la depreciación del tipo de cambio real.

Durante 2019, la demanda externa aportaría positivamente al crecimiento (véase Sección 2, Contexto Internacional). En particular, el fortalecimiento de la economía brasileña (se estima un crecimiento de alrededor de 2,5% en 2019 frente al 1,3% registrado en 2018) impulsaría las exportaciones no agrícolas. Distintas estimaciones indican que, por cada punto de crecimiento del PIB de Brasil, el PIB de Argentina crece entre 0,2 p.p. y 0,7 p.p. en el mediano plazo (Adler y Sosa, 2012; De Cárdenas et. al. 2015; Chen 2016, entre otros)¹⁷.

Por el lado de la absorción interna, la visión de los analistas de una recuperación del PIB durante 2019 tendría implícita una paulatina reanimación del consumo privado. Esta expectativa estaría fundada en la recomposición real prevista en los salarios formales y las transferencias sociales¹⁸(ver Gráfico 3.21). A partir de la paulatina mejora de la actividad, la inversión privada también comenzaría a recobrar cierto dinamismo. La gradual recuperación del gasto interno irá revirtiendo parcialmente la fuerte compresión que las importaciones experimentaron en la segunda parte de 2018 y que contribuyeron a que la economía corrigiese aceleradamente su déficit de cuenta corriente (medido en forma desestacionalizada), pasando de -6,6% del PIB en el tercer trimestre a -1,2% en el cuarto. De todos modos, en un contexto de buenas perspectivas para el sector exportador, se prevé que la economía converja en el próximo período a un reducido déficit de cuenta corriente. A dicho resultado contribuirá también la reducción esperada del déficit fiscal, de modo que la economía argentina habrá eliminado de manera simultánea dos fuentes de vulnerabilidad que afectaron su desempeño agregado en la última etapa.

Gráfico 3.21 | Transferencias sociales del Sector Público Nacional no Financiero* (reales)

s.e. en términos
reales IV-18=100



p: Proyectado

* Incluye Prestaciones previsionales, asignaciones familiares y otros programas sociales.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Ministerio de Producción y Trabajo e INDEC

¹⁷ Ver IPOM de Enero 2017.

¹⁸ Las prestaciones previsionales y las asignaciones familiares cayeron en términos reales en el segundo semestre de 2018 —por la aceleración inflacionaria y el mecanismo normativo que indexa esos conceptos con cierto rezago. En un escenario de desaceleración de la inflación durante 2019, este mecanismo permite prever una recomposición en términos reales de dichas transferencias sociales.

Algunos factores de riesgo que podrían condicionar este escenario de recuperación progresiva de la actividad son los que provienen del contexto internacional, pese a la mejoría recientemente observada (Ver Sección 2. Contexto Internacional). En el plano interno, la próxima renovación de cargos en todos los niveles de gobierno es otro de los factores de riesgo a considerar. Tal como suele ocurrir en las economías emergentes, los ciclos preelectorales pueden adicionar elementos de volatilidad en los mercados financieros domésticos y, a través de esta vía, afectar las decisiones de gasto de los agentes.

Apartado 2 / Costo Laboral Unitario Relativo (CLUR)

La competitividad internacional de un país depende de la calidad de sus instituciones e infraestructura, nivel de seguridad jurídica, capacidad de innovación en productos y procesos, presión impositiva, los costos laborales y otros costos de producción, por citar solo algunos de los factores más relevantes y reconocidos en la literatura¹⁹.

Por sí sólo no existe ningún indicador único cuyas virtudes garantice suplir los problemas que puedan observarse en el resto de los factores determinantes. Una de las claves de competitividad de una economía es mantener brechas de costos salariales con países competidores en niveles sustentables. Ello suele depender de la evolución tanto de los costos salariales comparables en una moneda común²⁰, como de los niveles de productividad laboral. En este apartado se analizan para la última década los costos laborales unitarios (CLU) del sector manufacturero²¹ de Argentina y los comparamos con los publicados por el Banco Central de Brasil²².

Una de las medidas más utilizadas para la comparación internacional de competitividad son los CLU en una moneda en común (dólares) –véase recuadro más abajo–. Adicionalmente, el costo laboral unitario relativo (CLUR) de Argentina y Brasil resulta de calcular el ratio entre las series de CLU de ambos países.

Simplificando, el cálculo del CLUR se basa en la siguiente fórmula:

$$\text{CLU (Argentina)} = (\text{IS/TCN}) / (\text{IPI/T})$$

Donde;

IS= Índice Salarial del sector manufacturero (Fuente Indec y Ministerio de trabajo)

IPI= Índice de Producción Industrial (Índice de Volumen Físico del sector manufacturero empalmado con el Valor Agregado del sector Manufacturero, fuente INDEC)

TCN= Es la tasa de cambio entre el Peso y el USD, entendida como tantos pesos por unidad de moneda extranjera.

T= Es el índice de Trabajadores Industriales Ocupados (Fuente Indec y luego Ministerio de Producción y Trabajo)

Finalmente; con las series de individuales de Argentina y Brasil obtenemos:

$$\text{CLUR} = \text{CLU (arg)} / \text{CLU (bra)}$$

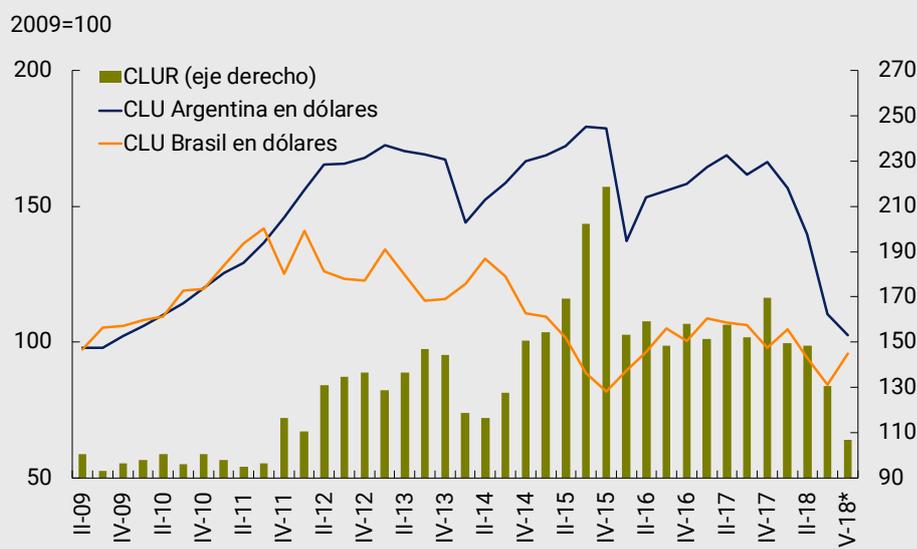
¹⁹ (<https://ideasdespeso.com/2017/08/30/el-desafio-de-incrementar-la-productividad-laboral-en-argentina/>)

²⁰ Dicha comparación de costos salariales debe efectuarse necesariamente en moneda común (USD) dado que lo que importa para un productor de bienes transables (ya sea que exporta o compite con importaciones) son sus costos salariales comparados con los de otros países similares, corregidos por la productividad de la mano de obra. Ello resultará relevante para sus posibilidades de inserción en los mercados externos, o para competir en el mercado interno con productos similares que llegan desde otros países del mundo

²¹ Debido a la disponibilidad de datos se suele utilizar el sector manufacturero, aunque también sería interesante llevar adelante este análisis para los sectores agrícola, servicios, comercial, etc. Sin perjuicio de lo anterior el sector manufacturero representa un 17% del PIB Argentino y el 33% de las exportaciones son manufacturas de origen industrial, adicionalmente el 18% de los empleados del sector privado formal corresponden a la industria motivo por el cual resulta revelador analizar este sector en Argentina.

²² <https://www.bcb.gov.br/en#!/home>

Gráfico 3.1 | Costo Laboral Unitario relativo entre Argentina y Brasil



*Argentina datos estimados para III y IV-trimestre de 2018. Brasil ultimo dato nov 2018.
Fuente: INDEC, Ministerio de Produccion y Trabajo y Banco Central de Brasil

Entre 2011 y 2015 se registró una progresiva ampliación de la brecha de costos laborales unitarios en dólares (CLU USD) en Argentina respecto a los de Brasil. Ello fue el resultado de una creciente suba relativa de los salarios de Argentina vis a vis los de Brasil que no fueron compensados por mayores incrementos relativos de la productividad en nuestro país. A partir de 2015, si bien los CLU USD en Argentina mostraron una leve reducción y los de Brasil mostraron una leve alza, el diferencial de costos se mantuvo en un nivel elevado. Recién en 2018, con la fuerte corrección cambiaria del peso, la brecha de costos laborales relativos entre Argentina y Brasil tuvo una convergencia significativa.

A mediano plazo, el desafío de elevar la competitividad consiste en profundizar las reformas que dinamicen el crecimiento de la productividad del trabajo en simultáneo con avanzar en la agenda de reformas más integral, que incluyen aspectos tales como la mejora de la calidad de sus instituciones, la infraestructura, innovación en productos y procesos, reducir los costos laborales no salariales, entre otros.

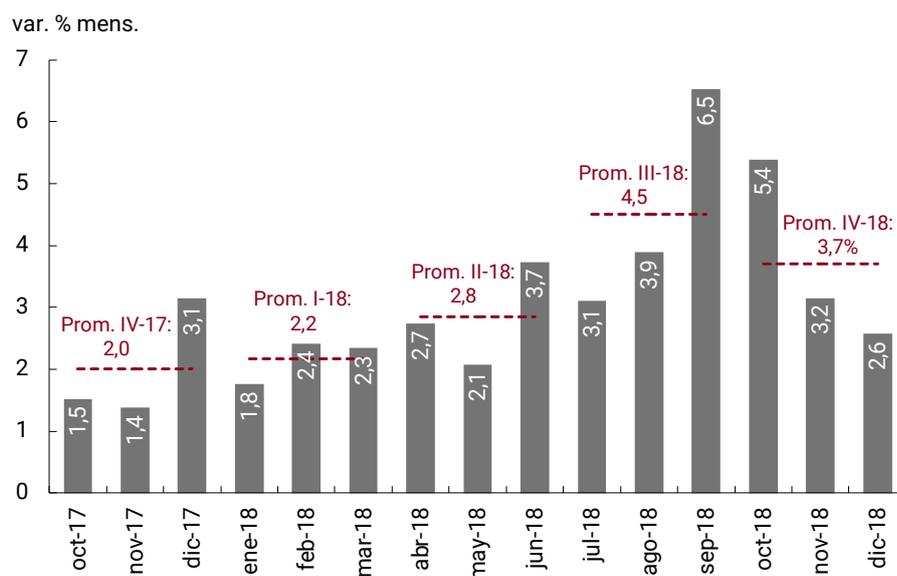
4. Precios

Luego de la fuerte aceleración de los registros inflacionarios y del potencial desancla de expectativas en septiembre y octubre las tasas de inflación del último bimestre de 2018 del año mostraron un claro descenso, aunque todavía se ubican en niveles elevados. El lanzamiento del nuevo esquema monetario, en conjunto con una convergencia más acelerada al equilibrio fiscal primario, contribuyó a estabilizar la situación financiera y cambiaria y, a través de esa vía, permitió comenzar a recuperar el ancla nominal para las expectativas de inflación. Pese a la disminución de los incrementos de precios en el último bimestre del año, 2018 cerró con una inflación acumulada de 47,6%, la tasa anual más elevada desde 1991. La fuerte alza de la inflación anual estuvo asociada a un cambio en la estructura de precios relativos en favor de los transables (en particular, alimentos), reflejando la depreciación real de la moneda doméstica. También se observó un aumento del precio relativo de los servicios públicos (particularmente en el rubro Transporte), aunque en menor medida que en los años previos. Tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria y las subas ya anunciadas de tarifas de servicios públicos (concentradas mayormente durante la primera parte de 2019) se prevé que el proceso de desinflación sea paulatino. Las expectativas de los analistas de mercado todavía anticipan que la inflación se ubique en 28,7% para fines de 2019, aunque con un descenso apreciable en los registros mensuales esperados durante la segunda parte del año.

4.1 El cambio de régimen de política monetaria dio lugar a una reducción de la inflación en la última parte del año

Hasta fines del tercer trimestre de 2018 se verificó una continua depreciación del peso que se tradujo en un alza sistemática de la inflación. El pico de ese proceso se verificó en septiembre/octubre del año pasado. Los registros de ambos meses se ubicaron en torno a los máximos valores desde la salida de la convertibilidad, con excepción del mes de abril de 2002 cuando la inflación marcó un alza de 10,4% (véase el gráfico 4.1). La componente núcleo de la inflación sufrió un nuevo incremento, y en los meses de mayor tensión cambiaria promedió un 4,5% mensual (con un máximo de 7,6% en septiembre, véase el gráfico 4.2).

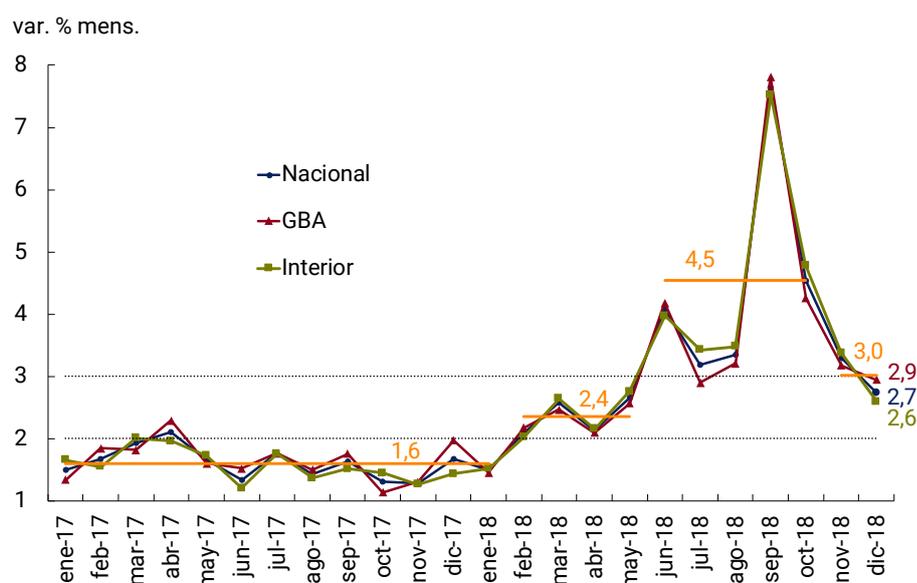
Gráfico 4.1 | Precios minoristas



Fuente: INDEC

Dentro de la inflación núcleo fueron los bienes –cuyas variaciones son más sensibles a los movimientos de tipo de cambio– los que reflejaron en mayor medida el alza. En contraste, los servicios privados, de naturaleza menos transable y cuya evolución está más vinculada al poder adquisitivo de los salarios, evidenciaron subas más acotadas en el período.

Gráfico 4.2 | Inflación núcleo

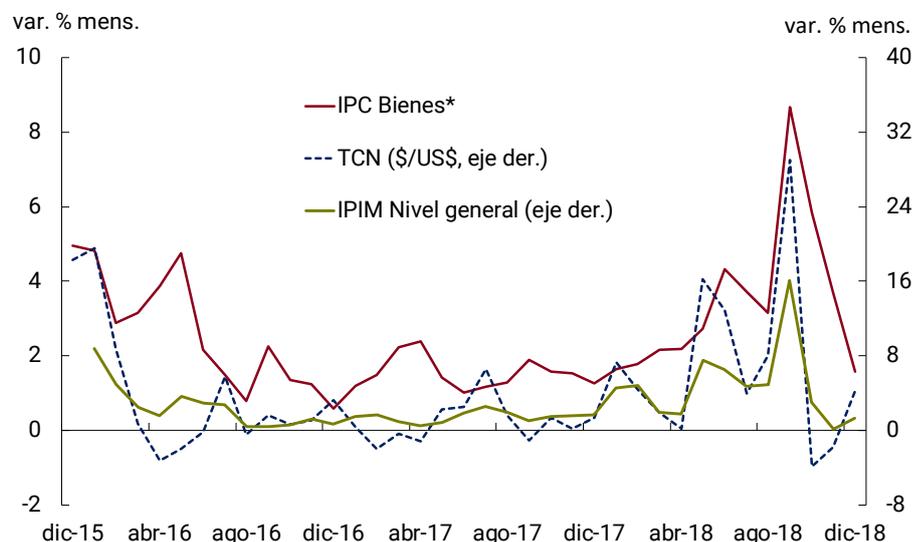


Fuente: INDEC

El lanzamiento del nuevo esquema monetario junto con una aceleración del esfuerzo fiscal en pos del equilibrio primario contribuyeron a reducir las presiones sobre el mercado de cambios, atenuando el principal mecanismo de impulso inflacionario reciente. El nivel general de precios redujo así su tasa de variación hasta un 2,6% mensual en diciembre. Aunque se ubicó considerablemente por debajo de los valores observados en los meses previos, esta tasa de inflación es todavía elevada y se ubica por sobre los registros de fines de 2017 e inicios de 2018.

La moderación de la tasa de aumento de los precios minoristas se explicó fundamentalmente por el comportamiento de los bienes, en un contexto de menor incertidumbre cambiaria. Luego de la suba de 8,7% que experimentaron en septiembre, los precios de los bienes del IPC redujeron paulatinamente su ritmo de suba hasta alcanzar una tasa de 1,9% mensual en diciembre. Este comportamiento también se verificó en los índices de precios mayoristas, compuestos prácticamente en su totalidad por bienes, que amplificaron la dinámica de los bienes del IPC (en ambos sentidos): después de haber marcado un pico de 16% en septiembre, en noviembre y diciembre el IPIM registró alzas de 0,1% y 1,3%, respectivamente (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | IPC Bienes, IPIM Nivel general y Tipo de cambio nominal



*IPC de cobertura nacional empalmado con el IPC GBA e IPC CABA.

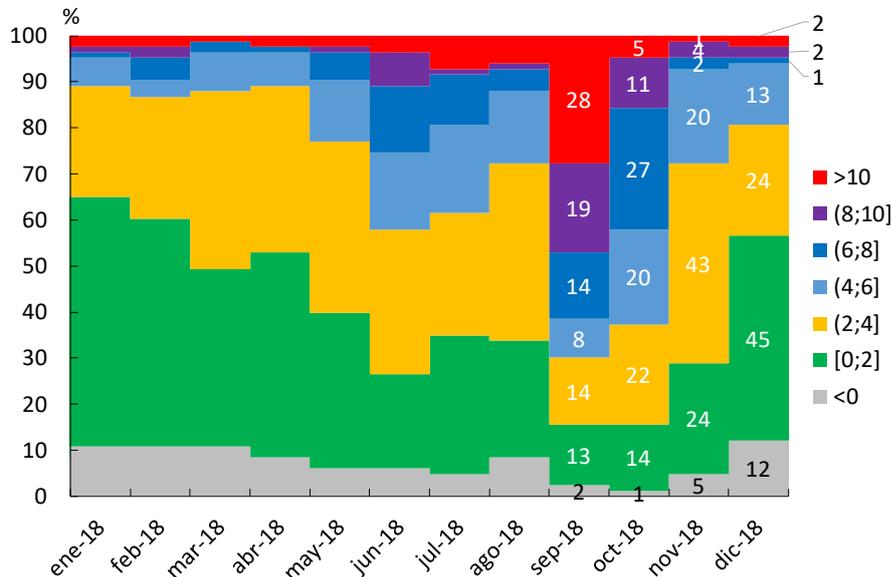
Fuente: INDEC, Com. "A" 3500 - BCRA y Dirección de Estadística de Ciudad de Buenos Aires

En este contexto, en el último bimestre de 2018 comenzaron a ganar algo de dinamismo los precios de los servicios privados, que en diciembre llegaron a promediar subas por encima de las de los bienes. Dicha evolución puede haber estado asociada a cierta recomposición del poder adquisitivo que habría tendido a producirse a fines de 2018, en el marco de las actualizaciones salariales y de las transferencias de ingresos ocurridas en la última parte del año (ver Capítulo 3 Actividad Económica).

La desaceleración de la inflación de los últimos meses del año vino acompañada por una reducción en la difusión de los aumentos de precios y en la magnitud de los mismos. Utilizando la clasificación por finalidad de gasto del IPC, al máximo nivel de desagregación disponible²³, se observó que, a partir de un mínimo en septiembre, la cantidad de clases del IPC con variaciones mensuales positivas menores a 2% se incrementó a partir de noviembre. La distribución de variaciones durante diciembre fue similar a la de inicios de 2018. Correlativamente, la cantidad de clases con aumentos mensuales superiores a 10% —que en septiembre habían llegado a representar el 28% del total— volvieron a ubicarse en diciembre entre los mínimos del año (2,4% del total; ver Gráfico 4.4).

²³ Sólo se dispone de esta información para el IPCBA y el nivel de desagregación utilizado es el de clase (nivel 3). La clasificación de gastos adoptada por la Ciudad de Buenos Aires es la Clasificación de Consumo Individual según Finalidad (CCIF) y según este criterio los bienes y servicios que conforman el IPC se agruparon en 12 Divisiones, 37 Grupos, 83 Clases, 145 subclases, 285 conjuntos de productos y 628 productos.

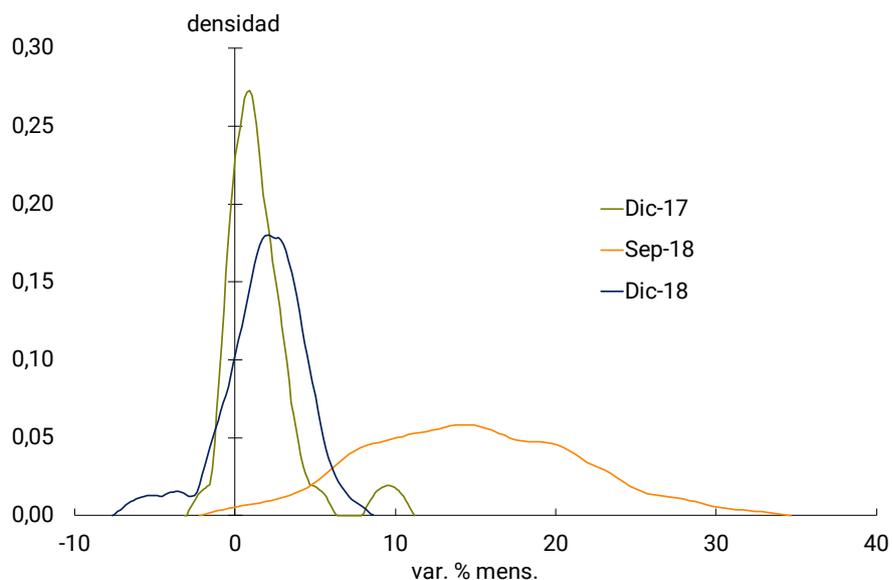
Gráfico 4.4 | Distribución de las variaciones mensuales de precios a nivel clase. IPC CABA



Fuente: Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Los índices mayoristas también registraron aumentos menos difundidos hacia fines de 2018. La distribución de las variaciones de precios a nivel de división del IPIM se concentró en diciembre de 2018 en valores próximos al 2%, con una baja en la dispersión, luego de haber exhibido un marcado incremento en la media y en la dispersión de la distribución en septiembre. Sin embargo, la distribución todavía no retornó a los valores de un año atrás (ver Gráfico 4.5).

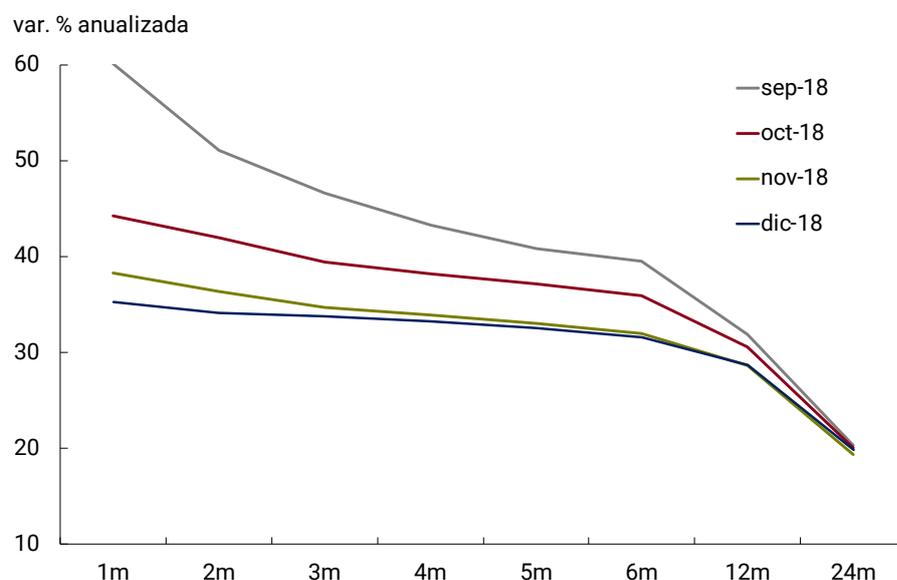
Gráfico 4.5 | IPIM. Funciones de densidad Kernel



Fuente: INDEC

El descenso de la tasa de inflación en los últimos meses del año vino acompañado de una progresiva estabilización de las expectativas inflacionarias, que habían escalado en el contexto del salto inflacionario de los meses previos. Así, tanto la mediana como el promedio de las previsiones inflacionarias formuladas a distintos plazos por los analistas del REM descendieron significativamente (ver gráfico 4.6). En particular, el promedio de la inflación esperada a 12 meses vista se redujo en más de 4 puntos porcentuales desde fines de agosto, lo que habilitó al BCRA a eliminar el piso de 60% anual en la tasa de interés de referencia, cumpliendo con el compromiso asumido en septiembre 2018 (véase Capítulo 5, Política Monetaria).

Gráfico 4.6 | Expectativas de Inflación del REM

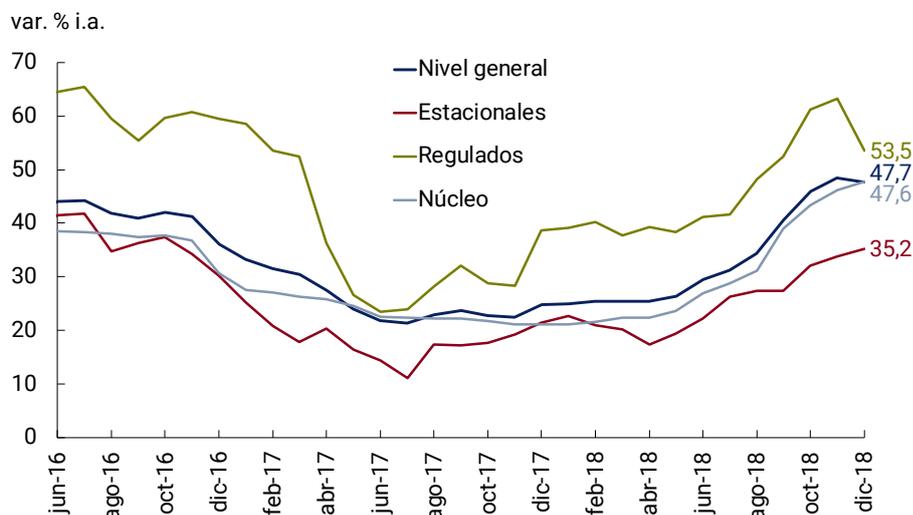


Fuente: REM-BCRA

4.2 Durante 2018 se verificó un cambio de precios relativos en favor de productos transables

De todos modos, pese a la reducción de los incrementos de precios registrada en el último bimestre del año, 2018 cerró con una variación interanual de los precios minoristas de 47,6%, la inflación más alta desde 1991. A nivel de subíndices, el ritmo de crecimiento interanual de la inflación núcleo fue similar al que exhibió el nivel general, reflejando principalmente los impulsos provenientes del tipo de cambio que se montaron sobre la tendencia previa que ya traía la inflación. En particular, los alimentos y bebidas no alcohólicas fueron el rubro de mayor incidencia en el alza del nivel general. Los regulados crecieron por encima del nivel general, acumulando una variación de 53,5% i.a. A través de su presión en la estructura de costos de las firmas y en los presupuestos de las familias y las consecuentes demandas salariales, los precios regulados habrían adicionado así efectos de segunda ronda a la trayectoria de la inflación subyacente. Por su parte, los bienes y servicios estacionales compensaron parcialmente la dinámica del nivel general, con una suba en el año de 35,2% (Ver Gráfico 4.7).

Gráfico 4.7 | IPC. Variaciones Interanuales

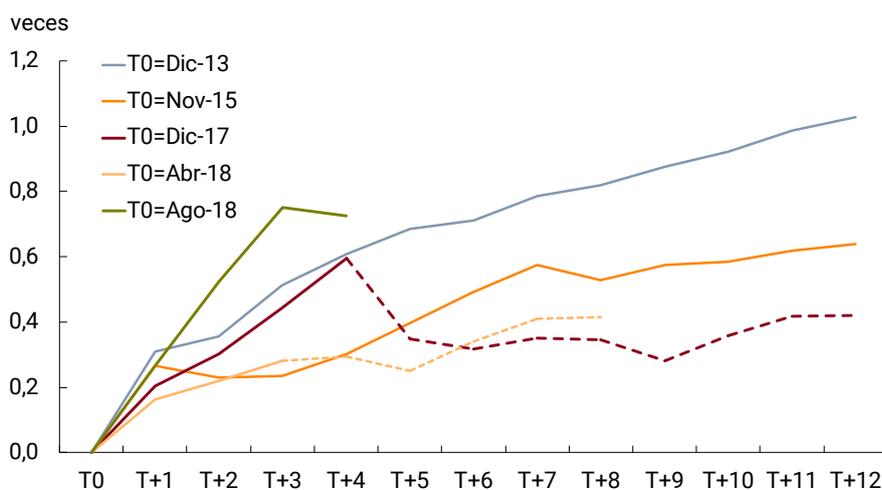


Nota: IPC de cobertura nacional empalmado con el IPC-GBA y el IPC-NP calculado por el BCRA.

Fuente: INDEC y Direcciones de Estadística de San Luis, Córdoba y CABA

Durante 2018, el traslado de la suba del tipo de cambio (113,2% i.a.) a los precios (47,6% i.a.) fue inferior al observado en los episodios previos. Ese menor *pass-through* (del orden de 40%) permitió una corrección significativa del tipo de cambio real (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Ratio entre Tipo de cambio nominal e inflación núcleo

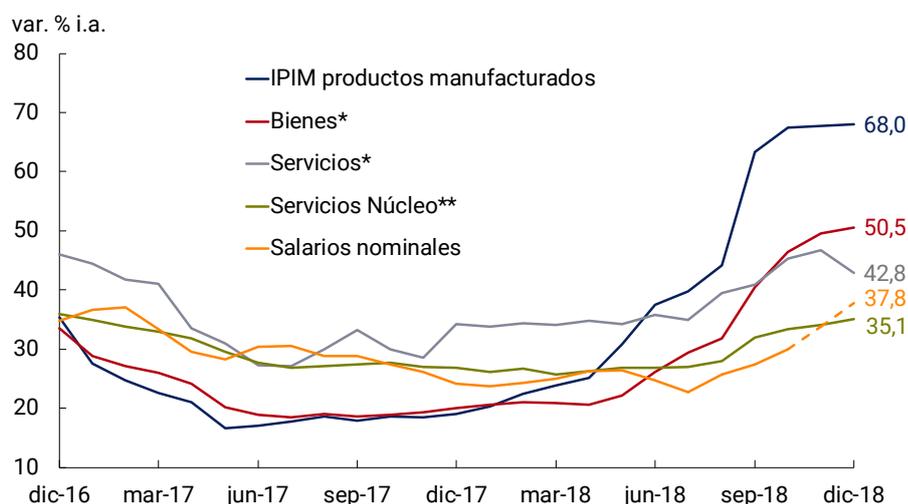


Ratio entre la variación acumulada del Tipo de Cambio Nominal contra el dólar y la variación acumulada del índice núcleo del IPC. En línea punteada se muestra como hubiera continuado la serie si se acumularan los sucesivos *shocks* de 2018.

Fuente: Com. "A 3500 - BCRA, INDEC y Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Naturalmente, fueron los ítems “transables” los que registraron en mayor medida el impulso alcista proveniente de los movimientos del tipo de cambio nominal, mientras que los rubros “no transables” (fundamentalmente servicios), y en particular los salarios, registraron variaciones más acotadas. En dicho contexto de cambio en la configuración de precios relativos los índices de precios mayoristas (con alzas interanuales de entre 73,5% y 76,4%), por su gran componente de transables, mostraron una mayor sensibilidad a la suba del tipo de cambio que los precios minoristas (47,6%). Al interior del índice mayorista, los rubros que más reaccionaron fueron los importados (105%) seguidos de los precios de los productos primarios más vinculados a la cotización de las *commodities* en los mercados internacionales (ej. cereales, oleaginosas y petróleo crudo, que exhibieron incrementos superiores al 80%), mientras que los productos manufacturados fueron, dentro de los precios en boca de fábrica, los que menor aumento acumularon (con variaciones del orden de 70%). Aun así, estos precios se situaron bien por encima de los precios de los bienes incluidos en el IPC, los cuales tienen incorporados una mayor cantidad de servicios (distribución, fuerza de venta, etc.), que aumentaron un 50,5% i.a. en diciembre pasado. Por último, atendiendo a su mayor componente no comerciable, se ubicaron los aumentos que verificaron los servicios privados (aproximadamente 35% i.a.; véase gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | Bienes y Servicios de la núcleo, IPIM manufacturados y salarios nominales



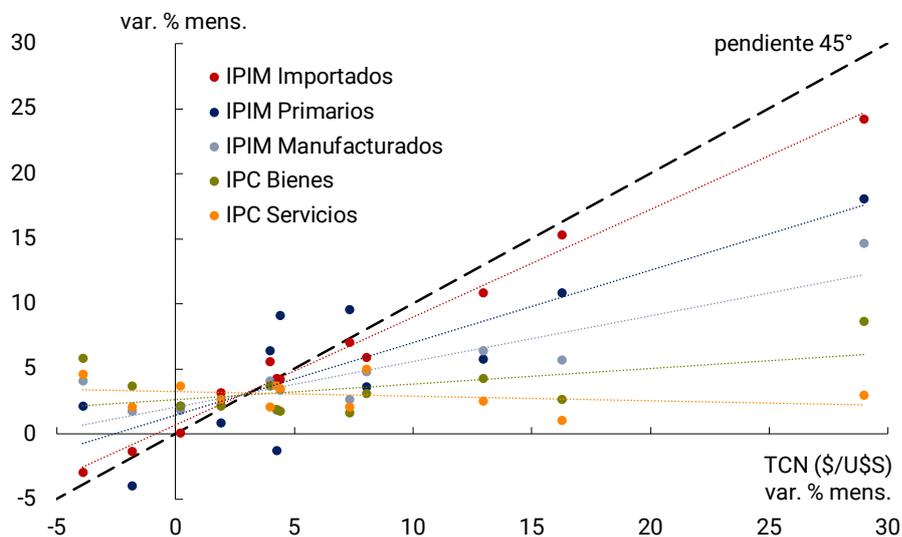
* IPC de cobertura nacional empalmado con IPC GBA e IPC CABA

**Aproximación en base al IPC CABA. Se excluye Educación formal y Medicina prepaga (Clasificación utilizada por INDEC).

Fuente: INDEC, MPyT y Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Esa asociación positiva entre tasa de variación del tipo de cambio nominal y tasa de variación de los precios domésticos según su diferente grado de transabilidad puede observarse con claridad en el gráfico 4.10 que muestra la intensidad de dicho vínculo para las variaciones mensuales ocurridas a lo largo de 2018.

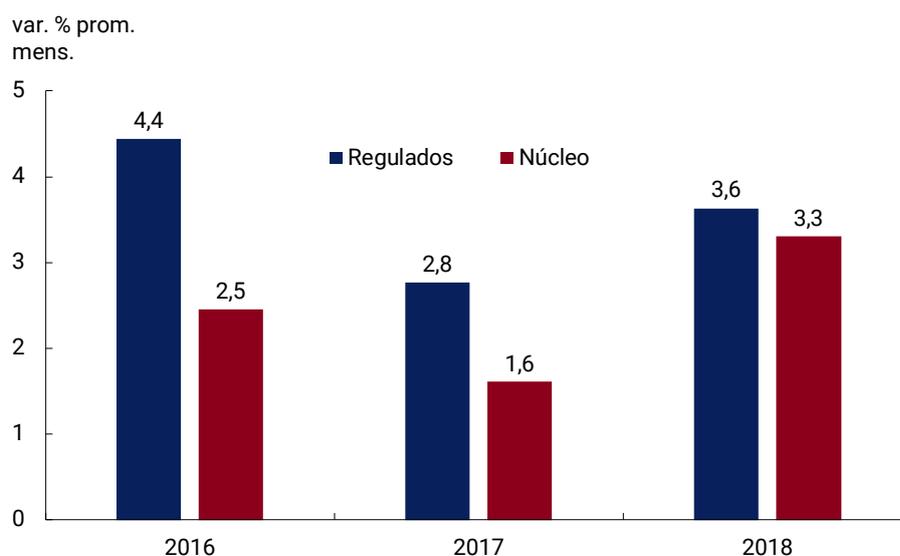
Gráfico 4.10 | Asociación entre Precios y Tipo de Cambio Nominal



Fuente: Com. "A" 3.500 - BCRA e INDEC y Dirección General de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

Con respecto a la recomposición de las tarifas de servicios públicos, aunque continuó, el cambio de precios relativos en favor de los servicios regulados fue considerablemente más bajo que el observado en el bienio previo. Mientras que en 2016 y 2017 la tasa promedio mensual de aumento de regulados prácticamente duplicó a la de la inflación núcleo, en 2018 sólo la superaron en un 10% (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11 | IPC Núcleo y Regulados*

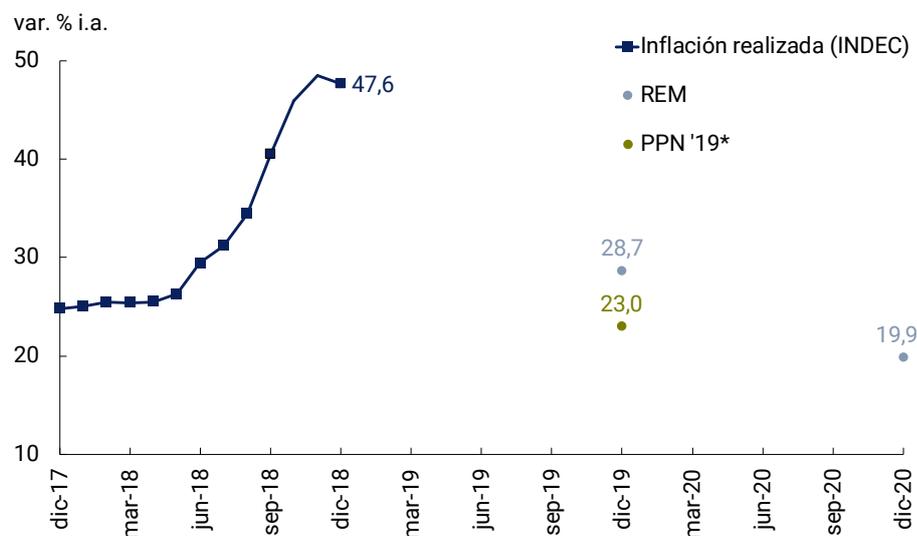


*IPC de cobertura nacional empalmado con IPC GBA e IPC de la Ciudad de Buenos Aires.
Fuente: INDEC y Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

4.3 Perspectivas: en el corto plazo la inflación se mantendría aún elevada, por correcciones pendientes de precios relativos, aunque con una tendencia descendente

La mediana del Relevamiento de Expectativas de Mercado de dic-18 anticipa una inflación 28,7% i.a. para 2019. Esto implica una desaceleración de 18,9 p.p. respecto de 2018. En este sentido, los analistas de mercado prevén una moderación de la inflación menor a la contemplada en el Presupuesto Nacional, que tiene incorporado un 23% i.a. para 2019 (ver Gráfico 4.12).

Gráfico 4.12 | Expectativas de inflación

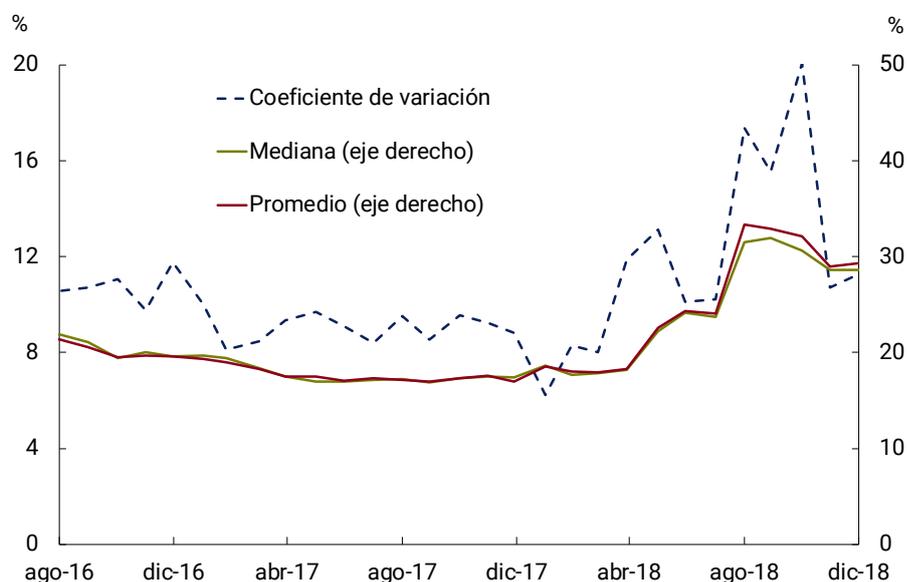


*Detallado en el Presupuesto del Poder Ejecutivo Nacional 2019 (PPN '19).
Fuente: INDEC, Oficina Nacional de Presupuesto (Ministerio de Hacienda), FMI y REM-BCRA (Dic-18)

Para la componente núcleo (que abarca aproximadamente el 70% de la canasta del IPC) el mercado anticipa una variación de 26,9% i.a., 1,8 p.p. por debajo del Nivel General. Dado este diferencial, y suponiendo que los bienes y servicios estacionales (que representan casi el 10% de la canasta) aumentan a una tasa idéntica a la de la componente núcleo, los analistas esperan implícitamente que los ítems regulados aumenten 34,4% i.a. en 2019.

Además de reflejar una disminución de los niveles esperados de inflación, los pronósticos de los analistas de mercado exhiben una dispersión mucho menor que en los meses de aceleración de la inflación, poniendo de manifiesto una reducción de la incertidumbre nominal. El coeficiente de variación de las respuestas se redujo fuertemente en los dos últimos meses del año, tras alcanzar un máximo en septiembre y octubre de 2018 (ver Gráfico 4.13). Aún así, esta dispersión de los pronósticos persiste en niveles todavía elevados, superiores a los observados durante 2017 y principios de 2018.

Gráfico 4.13 | Coeficiente de variación IPC Nivel general. Próximos 12 meses



Fuente: REM-BCRA

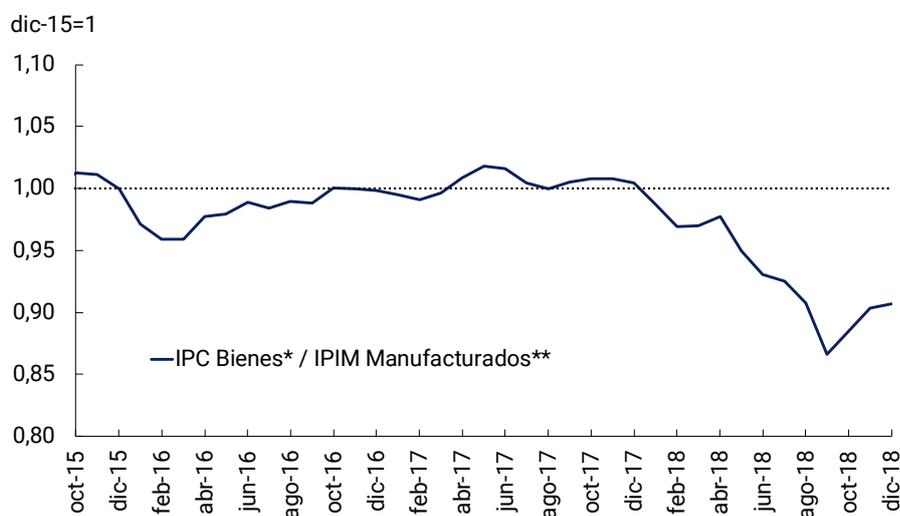
Otra fuente de extracción de señales sobre la inflación esperada es la que proviene de las cotizaciones de los instrumentos financieros, en particular de la comparación de los rendimientos de papeles a tasa nominal respecto de aquellos protegidos de los efectos de las alzas de precios. La inflación derivada de las curvas de rendimiento de los bonos en pesos (LECAPS y Bontes) respecto a la de los Bonos indexados por CER²⁴ al 7 de enero, se ubicó en 26,8% i.a. para 2019. Esta inflación implícita en los mercados de bonos también marca un sendero descendente en la trayectoria interanual de los precios y está en línea con las proyecciones de los analistas del REM (ver Apartado 3).

Todo ello parece reflejar que, con el cambio operado en el régimen monetario, el BCRA comenzó a recuperar el ancla nominal sobre las expectativas y que las previsiones del mercado financiero y de los analistas empiezan a alinearse con la guía que proveen las acciones de la política monetaria orientadas a alcanzar una inflación baja y estable.

No obstante, para los primeros meses de 2019 el REM da cuenta de una reducción paulatina de la inflación. La tasa promedio mensual en las expectativas de los analistas para el primer semestre del año se ubica 0,4 p.p. por encima de la tasa promedio mensual implícita en el segundo semestre. Los registros más elevados en la primera parte del año se explicarían básicamente por los habituales rezagos con los que opera la política monetaria y por la existencia de ciertos factores que pondrían presiones transitorias sobre la evolución del nivel general de precios. Por un lado, las tarifas de los servicios públicos continuarían recomponiéndose en términos reales, con subas concentradas en los primeros meses del año (ver Recuadro. Anuncios de aumentos en las tarifas de los servicios públicos). Por otro lado, cabe esperar que, en un contexto de progresiva recuperación de los niveles de actividad se produzca cierta recomposición de algunos precios que estuvieron más rezagados después del shock cambiario. En esta línea, es posible anticipar que, en los primeros meses de 2019, las negociaciones salariales intentarán recuperar parte de la pérdida de poder adquisitivo de las remuneraciones de 2018, y que ello podría dar espacio para una recomposición de márgenes minoristas comprimidos y, en particular, presionar al alza los precios de los servicios privados, cuya evolución tendió a estar más retrasada (ver Gráfico 4.14). De todos modos, cabe aclarar que las negociaciones salariales de cada sector estarán condicionadas por la situación inmediata y las perspectivas de las diferentes ramas de la actividad económica.

²⁴ La estimación de la inflación implícita 12 meses se basa en la comparación de las curvas de tasas cero cupón en pesos nominales y de tasas cero cupón en pesos reales. La primera se estima a partir de las cotizaciones del mercado secundario de las LECAP y de los bonos en pesos nominales (Bontes); para el caso de la curva de tasas cero cupón reales, se utilizan las cotizaciones del mercado secundario de los bonos en pesos con ajuste CER.

Gráfico 4.14 | Ratio IPC bienes e IPIM manufacturados como proxy de Márgenes minoristas



*Serie Bienes del IPC BA excluyendo frutas y verduras.

** Serie del IPIM Manuf. de INDEC desde dic-15, empalmada con IPI Manufacturados (IPI PIB de Industria manufacturera (INDEC) desestacionalizada y mensualizada).

Fuente: INDEC y Dirección de Estadística de Ciudad de Buenos Aires

Recuadro. Anuncios de aumentos en las tarifas de los servicios públicos

El anuncio de alzas de tarifas de servicios públicos, concentradas en la primera parte de 2019, pondría cierto piso a las subas del nivel general de precios de los próximos meses. Los recientes anuncios sobre actualizaciones de las tarifas de gas, electricidad, agua y transporte público aportarían aproximadamente 4 p.p. al IPC GBA en ese lapso.

El Ministerio de Transporte de la Nación dio a conocer los nuevos cuadros tarifarios para el sistema de transporte público del área metropolitana que implican un incremento de aproximadamente 40% para el tren y colectivo. Los aumentos se aplicarán en forma escalonada entre los meses de enero y marzo. Los cuadros tarifarios entrarán en vigor a mediados de cada mes, por lo cual las subas impactarán sobre el IPC de los cuatro primeros meses del año. El subte tendrá un incremento de 50,4%, distribuido entre enero y abril, sumándose en enero el arrastre del aumento de mediados de diciembre. En el primer mes del año a esto se le suma el arrastre que dejó el aumento del taxi en diciembre. Cabe mencionar que siguen vigentes los descuentos por tarifa social (55% de descuento sobre la tarifa plena) y por red sube (en los viajes combinados). El transporte público acumularía una suba de 35% en los primeros cuatro meses en el GBA y posiblemente se sumen aumentos similares en los aglomerados del interior del país.

Para el gas por red residencial se anunció un aumento de la tarifa de 35% en abril de 2019 a nivel nacional. El servicio de electricidad aumentaría 55,4% en el área metropolitana, con subas de 26% en febrero, 14% en marzo y 4% en mayo y agosto. El servicio de agua en el GBA tendría un alza de 49% aproximadamente, impactando en el primer bimestre del año y a partir de mayo.

Con los aumentos anunciados, los servicios públicos (gas, electricidad, agua y transporte público) del área metropolitana promediarían una suba del 40% durante el primer semestre del año. Este aumento de los servicios públicos es similar al observado entre nov-17 y jun-18. A nivel nacional (considerando los aumentos del GBA y gas a nivel Nacional) los servicios públicos se expandirían al menos a una tasa del 20% en el primer semestre.

Apartado 3 / Expectativas de inflación implícitas en el mercado de renta fija

Los precios de los activos financieros constituyen una fuente de información para hacer inferencia acerca de las percepciones y expectativas de los agentes económicos. En nuestro país, como en otras economías en desarrollo, los títulos públicos son en general los que presentan mayor liquidez dentro del universo de instrumentos cotizantes. Bajo esta premisa, en el presente apartado se utiliza el mercado de renta fija para analizar la evolución reciente de las expectativas de inflación en Argentina.

Con el objeto de obtener la evolución diaria de un indicador de expectativas de inflación 12 meses vista, se comienza calculando diariamente curvas cupón cero para los títulos en pesos y los títulos ajustables por CER. Para el cómputo de las curvas cupón cero para un día determinado se parte de las cotizaciones disponibles de los títulos considerados²⁵, y se obtienen puntos específicos de la curva mediante el método de *bootstrapping*. Posteriormente, para completar la curva para todos los plazos a vencimiento se ajusta el modelo de Nelson-Siegel²⁶-Svensson²⁷ a partir de los puntos obtenidos previamente. Este procedimiento se lleva a cabo para cada día del período comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 7 de enero de 2019. Como resultado, se obtienen dos curvas cupón cero (la correspondiente a los títulos en pesos y a los títulos en pesos ajustables por CER), para cada día.

Una vez calculadas las curvas cupón cero, el indicador de expectativas de inflación se computa como la diferencia entre la tasa cupón cero a 12 meses de la curva de los títulos en pesos (tasa nominal) y la de los títulos ajustables por CER (tasa real).

El gráfico 1 muestra los resultados obtenidos. La línea azul punteada representa el indicador diario de expectativas. Las líneas continuas azul oscuro y claro muestran los promedios móviles de 5 y 20 días respectivamente. Por último, los puntos verdes indican la mediana de las expectativas de inflación 12 meses vista relevadas por el REM. Los segmentos naranjas en torno a cada punto se corresponden con el percentil 10 y 90, y son incorporados como una medida de dispersión en la formación de expectativas.

Varios elementos merecen ser destacados. En primer lugar, en términos generales, el indicador de frecuencia diaria obtenido a partir de la estructura temporal de tasas de interés presenta un buen ajuste con las expectativas relevadas en el REM. En segundo lugar, el período en el que la discrepancia entre el indicador de expectativas y la mediana del relevamiento del REM es mayor, coincide con un incremento en la medida de incertidumbre asociada a la formación de expectativas –notar la amplitud promedio de los percentiles 10 y 90 entre agosto y noviembre de 2018—. Por último, a lo largo de los últimos dos meses ambas medidas de expectativas presentan una dinámica convergente.

Ahora bien, la evolución del indicador de expectativas para el período puede ser mejor analizado si se lo complementa con la información del gráfico 2, donde se muestra el promedio móvil de 20 días del indicador desagregado como la diferencia entre la tasa nominal de los títulos en pesos no ajustables por CER y la tasa real que resulta de los títulos ajustables.

La evolución de las series representadas en el gráfico 2 permite identificar claramente tres etapas. La primera, que se extiende desde fines de abril de 2018 hasta fines de agosto, está signada por el primer episodio de stress cambiario, y se caracteriza por el desanclaje gradual de las expectativas de inflación (con doce meses vista), que pasaron de ubicarse en torno del 20% al 30%. En esta etapa el incremento de las expectativas de inflación tuvo lugar a la vez que la curva de retornos nominal y real evolucionaban conjuntamente al alza, reflejando la tendencia a la sustitución de los activos denominados en moneda local por activos denominados en dólares. La segunda etapa se desarrolla durante el mes de septiembre, y tiene su origen en el stress cambiario de fines de agosto. Este episodio se vio reflejado en un nuevo aumento de las expectativas de inflación, que se ubicaron hacia fines de septiembre en torno del 40%. Con respecto a

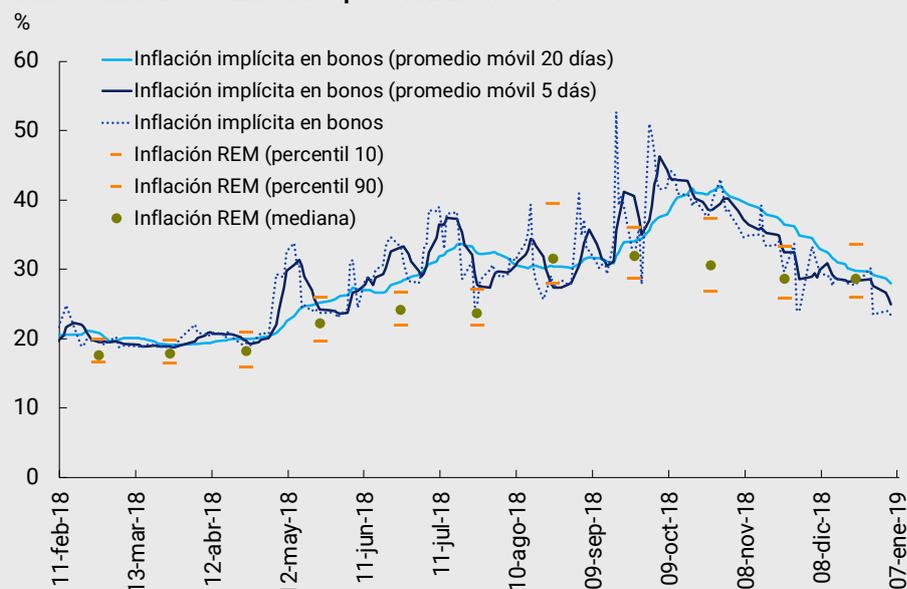
²⁵ Títulos en pesos no ajustables: Letes, Bonte: T021, T023, T026. Títulos en dólares ley Nueva York o extranjera: AA19, AA21, A2E2, AA26, A2E7. Títulos que ajustan por CER: TC20, TC21, PR13 y D1CP.

²⁶ Nelson, Charles R & Siegel, Andrew F, 1987. "Parsimonious Modeling of Yield Curves," The Journal of Business, University of Chicago Press, vol. 60(4), pages 473-489, October.

²⁷ Svensson, L.E.O., 1994. "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994," Papers 579, Stockholm - International Economic Studies.

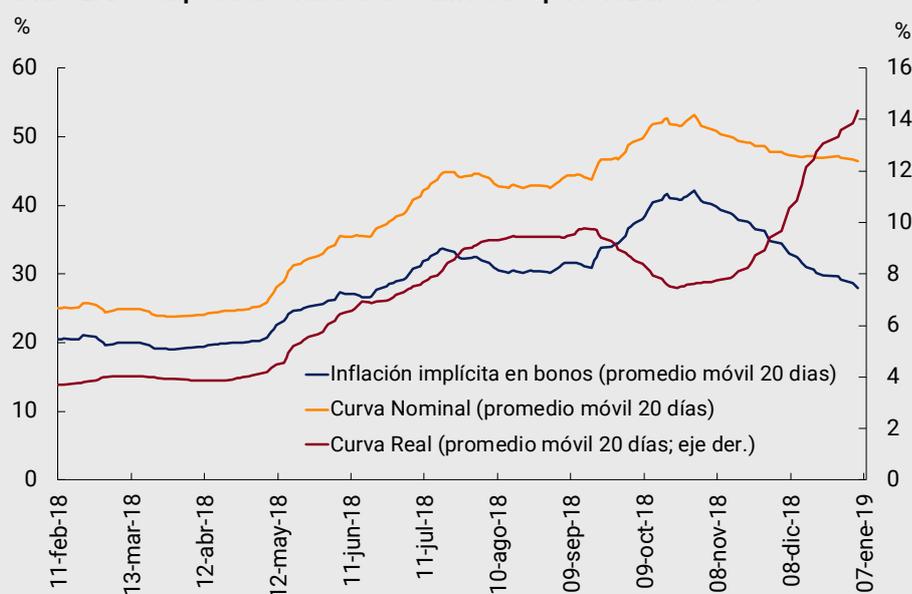
la evolución de las tasas nominales y reales, en esta oportunidad se evidenció una sustitución hacia títulos ajustables por CER, lo que presionó a la baja la tasa real, que se desacopló de la evolución de la tasa nominal. Este comportamiento se vio reforzado por el sesgo contractivo de la política monetaria, que elevó el retorno de los activos en pesos de corto plazo. La adopción del nuevo régimen monetario marca el inicio de la tercera etapa. En este período se observa una tendencia a la baja de las expectativas de inflación implícitas en el mercado de renta fija, que se ubicaron a partir de diciembre nuevamente en el nivel previo, en torno del 30%. En términos de las tasas nominales y reales, el comportamiento del último período es consistente con una mayor demanda por los activos en pesos, no ajustables por CER²⁸.

Grafico 1: Indicador de inflación esperada 12 meses vista



Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Mercado Abierto Electrónico y Bloomberg

Gráfico 2: Descomposición del indicador de inflación esperada 12 meses vista



Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Mercado Abierto Electrónico y Bloomberg

²⁸ En la última etapa la trayectoria de la tasa real está dominada por el comportamiento del tramo corto de la curva de pesos que ajustan por CER. El incremento sería menos marcado si se considerara el rendimiento de un instrumento con mayor liquidez, como por ejemplo el del Discount en pesos (DICP).

5. Política monetaria

Desde octubre de 2018, el Banco Central implementa un nuevo régimen de política monetaria basado en metas de agregados monetarios complementadas con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria.²⁹ El BCRA se comprometió a no aumentar la base monetaria hasta junio de 2019, permitiendo ajustes estacionales en diciembre de 2018 y junio de 2019, y correcciones por intervenciones no esterilizadas en el mercado de cambios.³⁰

En los primeros meses del nuevo esquema, el Banco Central logró un control efectivo de los agregados monetarios, sobrecumpliendo la meta monetaria. Dada la dinámica de la inflación en ese lapso, este cumplimiento implicó una reducción significativa de la cantidad de dinero en términos reales, lo que refleja el sesgo contractivo de la política monetaria.

Durante el último trimestre del año pasado, el tipo de cambio operó siempre dentro de la zona de no intervención, aunque acercándose al límite inferior de la misma a medida que se recuperaba la demanda de pesos. En enero, se ubicó por debajo de dicho límite, lo que le permitió al Banco Central comprar divisas en el mercado de cambios mediante la realización de subastas diarias no esterilizadas y aumentar así la meta monetaria.

El sesgo contractivo de la política monetaria posibilitó que el Banco Central empezara a retomar el control nominal de la economía. De esta forma, se normalizó el mercado de cambios y comenzaron a estabilizarse las expectativas de inflación. Pasado el impacto más fuerte de la depreciación cambiaria sobre los precios, la tasa de inflación mostró una tendencia descendente, ubicándose aún en niveles elevados.

En este contexto, la tasa de interés nominal de referencia (tasa de interés de las Letras de Liquidez - LELIQ) registró una tendencia a la baja desde el máximo de octubre, aunque en términos reales se ubica en niveles elevados. Por su parte, algunas tasas de interés del sistema financiero comenzaron a mostrar un sendero decreciente siguiendo la evolución de la tasa de interés de referencia, en un contexto en el que el crédito bancario continuó presentando una tendencia negativa.

Se espera que el sesgo contractivo del nuevo esquema monetario se refleje en una reducción de la tasa de inflación durante 2019. Sin embargo, debido a los rezagos naturales de la política monetaria y a los ajustes de precios regulados y acuerdos salariales pendientes en la primera parte del año, este proceso será gradual. Al mismo tiempo, se espera que las tasas de interés de la economía continúen cayendo a medida que vayan cediendo las expectativas inflacionarias.

5.1 El Banco Central comienza a recuperar el control nominal de la economía

5.1.1 El cumplimiento de la meta monetaria le imprimió un sesgo contractivo a la política monetaria

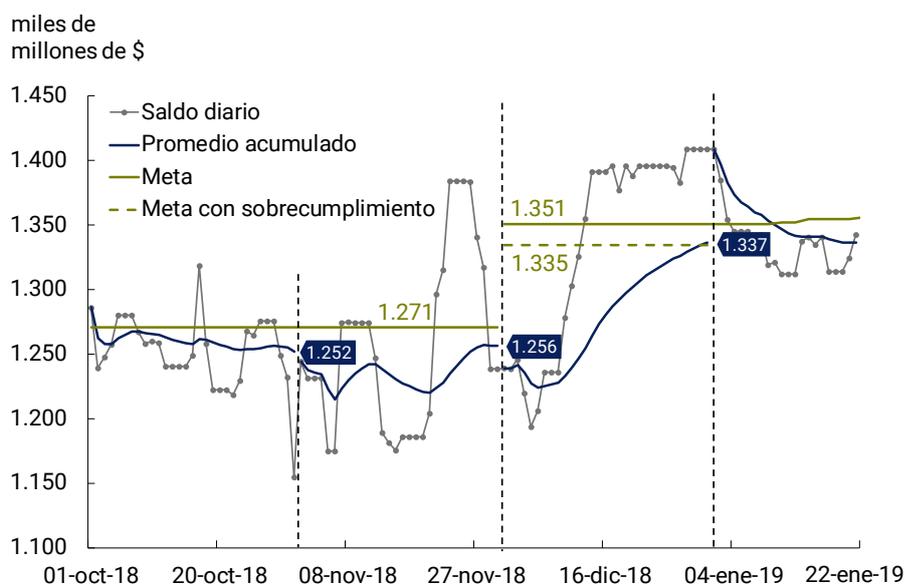
En los primeros tres meses de funcionamiento del nuevo esquema monetario, el Banco Central sobrecumplió el objetivo de base monetaria (BM) en alrededor de 1,2%. Para poder alcanzar estas metas, la autoridad monetaria realizó subastas diarias de LELIQ, las cuales constituyen el principal instrumento de regulación monetaria y sólo pueden ser adquiridas por las entidades financieras. Así, en octubre y noviembre, los promedios mensuales de la BM fueron \$19.000 y \$15.000

²⁹ Para más detalles sobre el esquema monetario implementado a partir del 1ro. de octubre, ver el Informe de Política Monetaria de octubre de 2018.

³⁰ La base monetaria está compuesta por la circulación monetaria (billetes y monedas en poder del público y en poder de los bancos) más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en el BCRA.

millones menores a la meta de \$1.271 mil millones, respectivamente. En diciembre, el esquema contemplaba un aumento en la meta de BM a \$1.351 mil millones, debido al crecimiento estacional de la demanda de dinero transaccional. El promedio mensual de la BM en ese mes se ubicó \$14.000 millones por debajo de lo comprometido (ver el Gráfico 5.1).³¹

Gráfico 5.1 | Seguimiento del objetivo de base monetaria



Fuente: BCRA

Dada la dinámica de la inflación en los primeros meses de implementación del nuevo esquema (ver la Sección 2), el cumplimiento de la meta monetaria implicó una reducción significativa de la cantidad de dinero en términos reales, lo que refleja el sesgo contractivo del nuevo esquema monetario. Así, la BM cayó 5,1% en términos reales y 10,5% en términos reales sin estacionalidad entre septiembre y diciembre de 2018.

En los primeros veintidós días de enero, el tipo de cambio se ubicó por debajo del límite inferior de la zona de no intervención. Esto le permitió al Banco Central comprar divisas en varias oportunidades y aumentar la base monetaria con los pesos resultantes de dichas operaciones, de acuerdo con el esquema de intervenciones cambiarias previsto en el nuevo régimen monetario. Así, el BCRA adquirió US\$240 millones en el mercado de cambios, que se reflejó en un incremento de la meta de BM del mes de enero de un promedio mensual de \$1.351 a uno de \$1.356 mil millones.³² Durante los primeros veintidós días de enero, el promedio acumulado de BM alcanzó a \$1.337 mil millones, \$19.000 millones por debajo de la meta prevista para el mes.

El cumplimiento del compromiso monetario tiene un pilar importante en la eliminación de las transferencias del Banco Central al Tesoro anunciada en junio del año pasado. De esta forma, el monto transferido en todo el año 2018 alcanzó \$30.500 millones (0,2% del PIB), con una contracción de \$39.400 millones en el tercer trimestre del año y con transferencias iguales a cero a partir de entonces. Este factor se refuerza con el objetivo del Ministerio de Hacienda de reducir a cero el déficit primario de las cuentas públicas en el presente año.

³¹ Este nivel de sobrecumplimiento fue marginalmente inferior al objetivo de sobrecumplimiento de \$16 mil millones que había sido determinado por el Comité de Política Monetaria del Banco Central de la República Argentina (COPOM) en su reunión del 5 de diciembre de 2018.

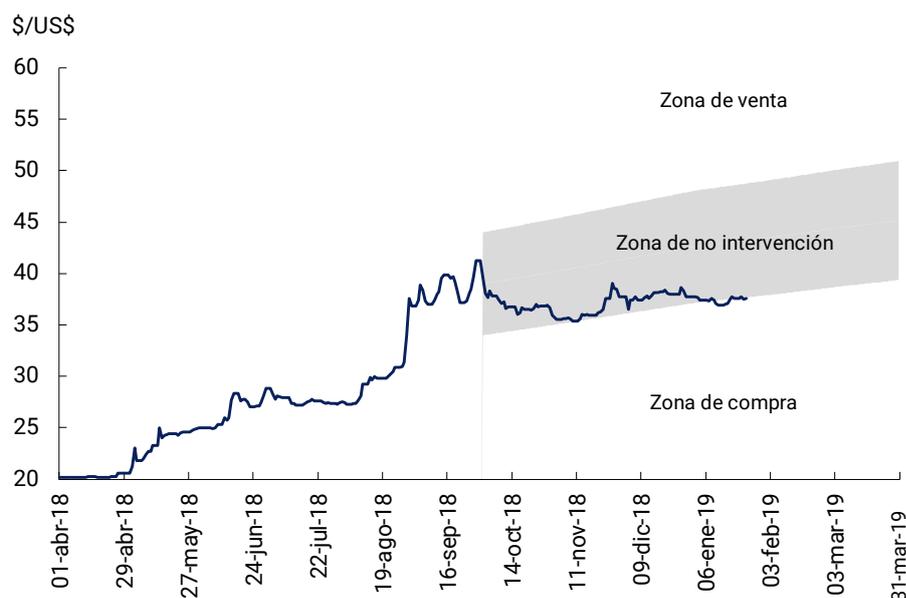
³² Para el mes de enero el COPOM definió un límite de US\$ 50 millones para las compras diarias de divisas con un tope de aumento de la base monetaria de hasta 2% de la meta original.

5.1.2 Se normalizó el mercado de cambios

La zona de no intervención cambiaria se ubicó inicialmente entre \$34 y \$44 por dólar, y durante el cuarto trimestre de 2018 se ajustó diariamente a una tasa de 3% mensual. Durante el primer trimestre de 2019, los límites de la zona de no intervención se actualizan diariamente a una tasa mensual del 2% tomando como referencia los límites vigentes al 31 de diciembre de 2018 (ver Gráfico 5.2).

La política monetaria contractiva junto con el diseño del nuevo esquema cambiario, contribuyeron a la normalización del mercado de cambios. Así, en el último trimestre del año pasado, el tipo de cambio operó dentro de la zona de no intervención, aunque acercándose al límite inferior de la misma a medida que se recuperaba la demanda de pesos. Esta dinámica del mercado cambiario se destaca aún más frente a la incertidumbre financiera internacional observada en diciembre de 2018 (ver la Sección 1). En enero, ayudado por un contexto financiero externo más favorable, el tipo de cambio se ubicó levemente por debajo de dicho límite, lo que llevó a la autoridad monetaria a comprar divisas en el mercado de cambios mediante subastas diarias que no se esterilizaron. De esta manera, el tipo de cambio pasó de \$40,9 por dólar a fines de septiembre a \$37,6 por dólar el 22 de enero, lo que implicó una caída de 8,1% de la divisa norteamericana (ver Gráfico 5.2). Asimismo, la reducción de la volatilidad financiera le permitió al Banco Central contraer a cero su posición vendedora de futuros de dólar, que a fines de septiembre de 2018 alcanzaba los US\$3.600 millones.

Gráfico 5.2 | Esquema de zonas de no intervención e intervención cambiaria



Fuente: BCRA

5.1.3 Se estabilizan las expectativas de inflación, se reducen la tasa de inflación y la tasa de interés de referencia

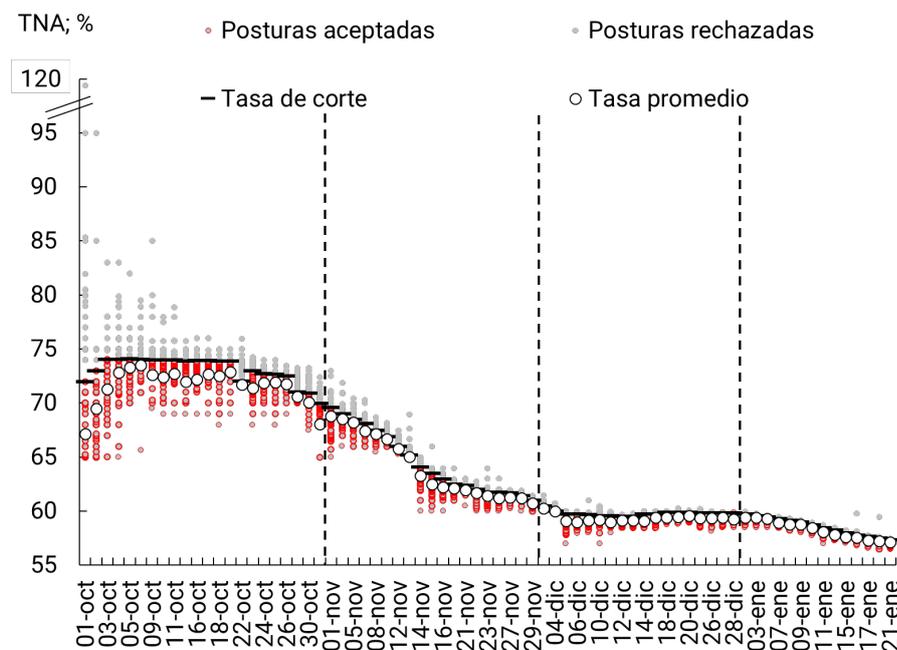
El nuevo esquema monetario le permitió al Banco Central empezar a retomar el control nominal de la economía. Así, las expectativas de inflación de doce meses vista cayeron desde la puesta en marcha del nuevo régimen, 2,9 p.p. para el IPC Nivel General y 4,1 p.p. para el componente Núcleo entre las mediciones del REM de agosto y diciembre de 2018.³³

³³ Corresponde a la mediana de las expectativas de inflación relevadas en el REM.

Por su parte, la tasa de inflación comenzó a mostrar una tendencia decreciente, pasado el impacto más fuerte de la depreciación cambiaria sobre los precios, aunque se mantiene en niveles elevados (ver la Sección 2).³⁴

Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia pasó a determinarse por la oferta y la demanda de liquidez en las subastas diarias de LELIQ, hasta alcanzar un nivel consistente con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. Luego de tocar un máximo de 73,5% anual el 8 de octubre como consecuencia de la implementación del nuevo esquema monetario, la tasa de interés de referencia comenzó a descender. La caída de las expectativas de inflación de doce meses vista permitió eliminar, el 5 de diciembre, el “piso” de 60% anual para la tasa de interés de las LELIQ, al que el Banco Central se había comprometido al inicio del nuevo esquema monetario. Sin embargo, a lo largo del mes, el aumento de la demanda de dinero transaccional por encima del ajuste estacional histórico interrumpió esta tendencia. Así, el circulante en poder del público (el principal componente de la BM) creció 0,7% real sin estacionalidad en diciembre, luego de mostrar una contracción real sistemática durante los primeros once meses de 2018 del orden de 30%.³⁵ La tendencia descendente fue retomada en enero de este año, cuando la tasa de interés de referencia volvió a bajar hasta alcanzar 56,9% anual el día 22 (ver Gráfico 5.3). A pesar de esta caída de la tasa nominal, la tasa de interés real (ex ante) se mantiene en niveles elevados.

Gráfico 5.3 | LELIQ: Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



Fuente: BCRA

5.1.4 Se mantienen los factores que apuntalan la sostenibilidad del régimen monetario

La paulatina recuperación del control nominal de la economía se está realizando sin deteriorar los principales factores que apuntalan la sostenibilidad del esquema monetario, como el ajuste de las cuentas externas y la dinámica de los pasivos no monetarios.

³⁴ El REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) es la encuesta de expectativas sobre las principales variables económicas que el BCRA realiza a las principales consultoras y centros de investigación locales, entidades financieras de Argentina y analistas extranjeros.

³⁵ El otro componente de la base monetaria son las reservas bancarias, que incluyen el circulante en poder de las entidades financieras y sus depósitos de cuenta corriente en pesos en el BCRA.

Si bien el tipo de cambio real multilateral cayó desde el pico de fines de septiembre del año pasado, a mediados de enero se ubicó 30% por encima del promedio registrado en el período que va desde mediados de 2016 hasta marzo de 2018 (previo al comienzo de la turbulencia cambiaria). Al mismo tiempo, se mantiene en niveles similares a los de fines de 2011, momentos en los que la economía registraba una balanza de cuenta corriente cercana al equilibrio (ver Gráfico 5.4).

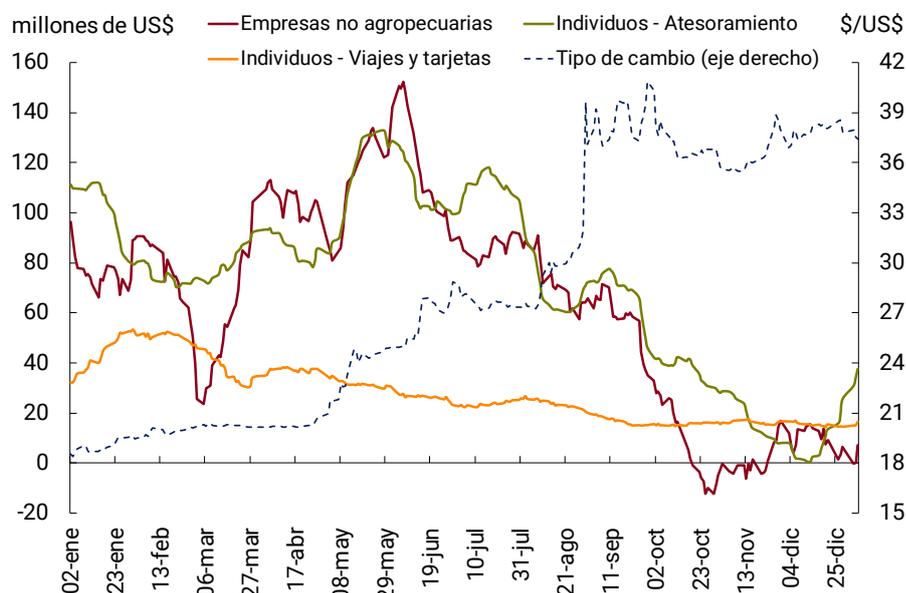
Gráfico 5.4 | Tipo de cambio real multilateral



Fuente: BCRA

El actual nivel del tipo de cambio real está contribuyendo al ajuste de las cuentas externas, a lo que se suma el impacto de la menor actividad económica sobre la demanda de importaciones (ver la Sección 3). En efecto, desde principios de octubre del año pasado se observa una menor demanda diaria de divisas de importadores netos y de individuos, ya sea para atesoramiento o por turismo, para los cuales la compra de divisas cayó de un promedio diario de US\$160 millones en el tercer trimestre de 2018 a US\$38 millones en el cuarto del mismo año (-76%) (ver Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5 | Compras netas diarias de billetes en el Mercado de Cambios (promedio móvil de 20 días)



Fuente: BCRA

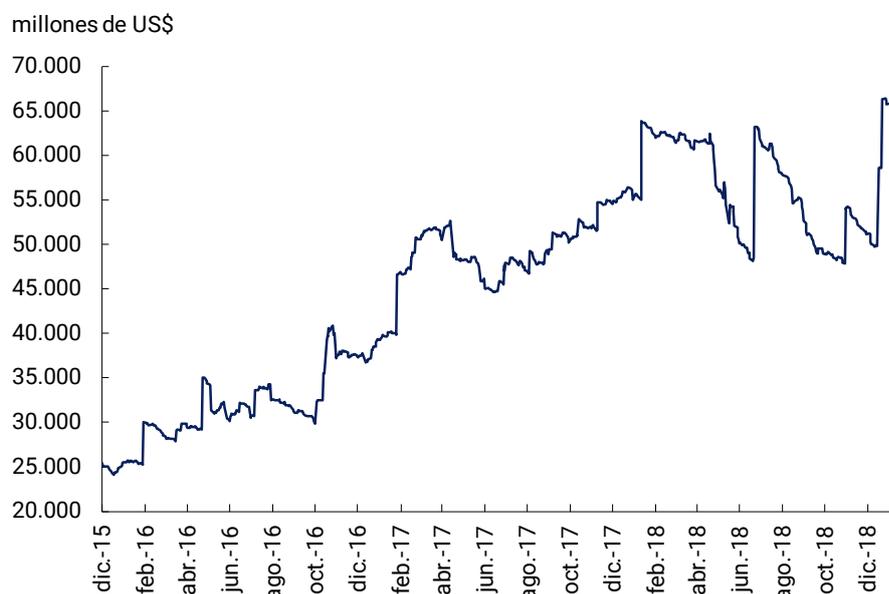
A mediados de enero de 2019, las reservas internacionales alcanzaron alrededor de US\$66.400 millones, un nivel superior al observado antes de iniciarse el período de turbulencia cambiaria en abril del año pasado (ver Gráfico 5.6). Dado que en el último trimestre de 2018 el tipo de cambio no se ubicó en ningún momento fuera de la zona de no intervención, la autoridad monetaria no realizó operaciones de compraventa en el mercado cambiario.³⁶ A partir de enero de este año, el tipo de cambio se ubicó por debajo del límite inferior de la zona de no intervención, lo que le permitió al Banco Central comprar US\$240 millones mediante subastas diarias de divisas en los primeros veintidós días del año.

De todas formas, los principales factores que explicaron la variación de las reservas desde septiembre del año pasado fueron fundamentalmente los tramos de apoyo del Fondo Monetario Internacional de octubre y diciembre de 2018 (2do. tramo: US\$5.700 millones y 3er. tramo: US\$7.600 millones), enmarcados en el acuerdo *Stand-by*, y el acuerdo suplementario de *swap* de monedas con el Banco de la República Popular de China por CNY60 mil millones alcanzado a principios de diciembre (equivalente a US\$8.800 millones).³⁷

³⁶ A fines de diciembre del año pasado, el Banco Central realizó una compra directa de divisas del Tesoro por US\$1.133 millones.

³⁷ Este acuerdo complementa el acuerdo bilateral de swap de monedas firmado en julio de 2017. El monto total de los swaps, incluyendo ambos acuerdos, asciende a CNY130 mil millones (US\$19.100 millones).

Gráfico 5.6 | Reservas internacionales del BCRA



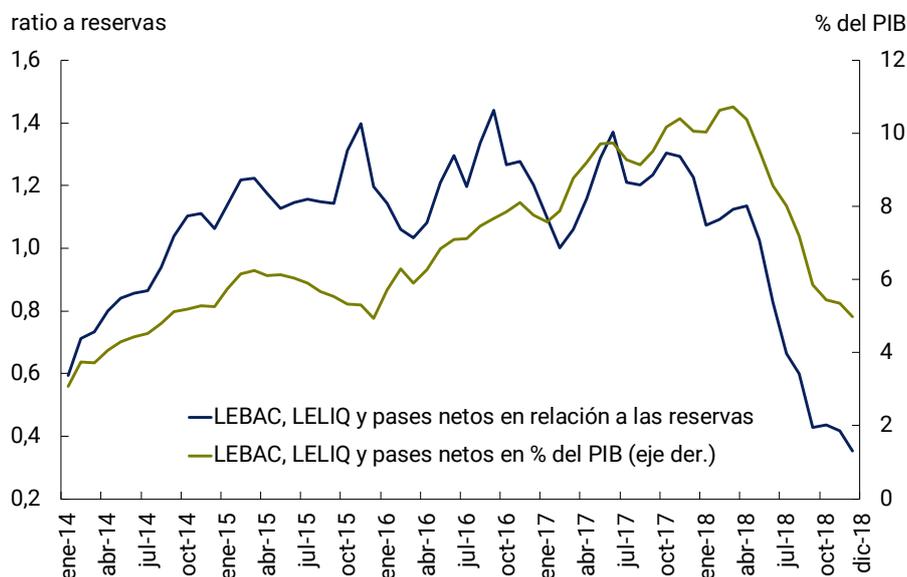
Fuente: BCRA

El nuevo esquema monetario implementado por el BCRA implicó una expansión reducida de sus pasivos remunerados en pesos, por lo que la autoridad monetaria cuenta con un margen razonable para cumplir con sus objetivos. Si bien el stock de LELIQ creció de \$432.851 millones hasta \$836.004 millones entre el 28 de septiembre de 2018 y el 17 de enero de 2019, en diciembre del año pasado concluyó el desarme de LEBAC, mediante el cual se cancelaron los \$340.581 millones de estos instrumentos (ver recuadro de desarme de LEBAC). En consecuencia, el total de pasivos remunerados en pesos (LEBAC, LELIQ, pases netos y NOCOM) aumentó sólo 4% en ese lapso.³⁸

Cuando la comparación se realiza contra el stock previo al inicio del desarme de LEBAC en agosto del año pasado, la caída de los pasivos remunerados fue de 22% en términos nominales. En términos del PIB, el saldo de estos instrumentos pasó de 8,0% en julio del año pasado a 5,2% en enero de este año, un nivel similar al de comienzos de 2016, mientras que en términos de las reservas internacionales pasó de 0,7 a 0,3 veces en el mismo lapso (ver Gráfico 5.7).

³⁸ Las NOCOM son las Notas de Compensación de Efectivo que las entidades financieras pueden adquirir con sus excedentes de billetes. Son instrumentos a 30 días de plazo que devengan una tasa de interés equivalente a 1/5 de la tasa de interés de referencia. Para más detalles ver la COM. "A" 6575 y la COM. "B" 11760.

Gráfico 5.7 | Pasivos remunerados en pesos del BCRA en términos del PIB y las reservas internacionales



Fuente: BCRA

Cabe destacar que, con la cancelación total de las LEBAC, los únicos tenedores de instrumentos emitidos por el Banco Central pasaron a ser las entidades financieras locales, lo que le otorga una mayor estabilidad a la demanda de estos instrumentos, por las normas que deben cumplir las entidades financieras y que dicta el propio Banco Central con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero.

La finalización del desarme de LEBAC también derivó en una modificación de la política de encajes. A fines de septiembre, el Banco Central había resuelto que los requisitos de efectivo mínimo por el aumento de depósitos a plazo fijo pudieran ser integrables enteramente en Letras de Liquidez (LELIQ). Esta medida buscaba incentivar la captación de plazos fijos en pesos y reducir el spread entre la tasa de referencia y la tasa de los depósitos a plazo fijo, en particular, en momentos en los que se liberaban pesos debido al programa de cancelación de LEBAC. En efecto, los depósitos privados a plazo fijo en pesos crecieron a un ritmo superior al 10% mensual en octubre y noviembre, y el spread entre la tasa de referencia y la tasa promedio de depósitos privados a plazo fijo se redujo en más de 900 puntos básicos entre septiembre y diciembre. Dado que cada entidad tuvo un ritmo propio de incremento de los depósitos a plazo fijo en este período, la proporción de requisitos de efectivo mínimo integrable por depósitos en pesos resultó distinta entre entidades, aun cuando la estructura temporal de sus depósitos a plazo fuera idéntica. Así, concluido el desarme de LEBAC, el Banco Central resolvió modificar la estructura de requisitos de efectivo mínimo con el objetivo de simplificar el esquema vigente y transformar el incentivo al aumento de los depósitos a plazo fijo desde octubre de dicho año en un estímulo a la prolongación de los plazos, calibrando la modificación de manera tal que no impactara en el nivel de la base monetaria.³⁹

³⁹ Los nuevos requisitos de efectivo mínimo se harán efectivos a partir del 1ro. de febrero de este año para las entidades financieras más grandes (Grupo "A") o vinculadas a grupos globales de importancia sistémica, y a partir del 1ro. de enero de 2019 para el resto de las entidades. Para más detalles sobre las modificaciones a la normativa de efectivo mínimo, ver el comunicado de prensa del 20 de diciembre (<http://www.bcr.gov.ar/Noticias/BCRA-regimen-de-efectivo-base-monetaria.asp>) y la COM. "A" 6616.

Recuadro. Culminó el proceso de desarme de LEBAC en diciembre de 2018

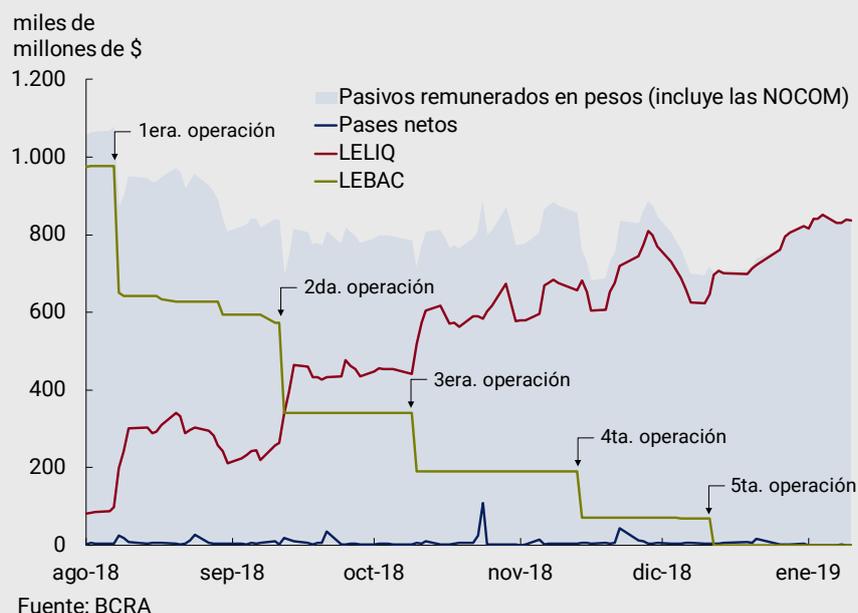
A mediados de agosto del año pasado el Banco Central anunció un programa de cancelación de LEBAC. Estos pasivos de la autoridad monetaria habían estado en el centro de la escena en la turbulencia cambiaria iniciada en abril. La fuente de inestabilidad de la demanda de estos instrumentos residía en que podían ser adquiridos por no residentes (que manejan posiciones a corto plazo muy grandes con relación al tamaño del mercado financiero doméstico) y por tenedores domésticos que no fueran bancos (también sensibles a los cambios en las decisiones de portafolio).

El stock de LEBAC se había formado a raíz de la esterilización del financiamiento monetario de los déficits fiscales y la esterilización de las pérdidas por ventas de contratos de futuros de dólares anteriores al 10 de diciembre de 2015, y de la adquisición de reservas internacionales por parte de la autoridad monetaria a partir del 10 de diciembre de 2015, llegando a ubicarse en torno al billón de pesos en julio de 2018 (8% del PIB).

Para implementar el cronograma de cancelación, se estableció que en cada licitación a partir de agosto el Banco Central ofrecería LEBAC a las entidades no bancarias por un monto menor al del vencimiento, mientras que a las entidades bancarias ofrecería únicamente NOBAC a 1 año y LELIQ por el total del vencimiento (que sólo pueden ser adquiridos por las entidades financieras). Asimismo, se definió que las entidades financieras sólo podrían participar en las licitaciones primarias de LEBAC por cuenta y orden de terceros no bancarios, no pudiendo vender sus LEBAC remanentes en el mercado secundario a entidades no bancarias. Esto se complementó con la realización de licitaciones de Letras del Tesoro en pesos por parte del Ministerio en Hacienda en las fechas de vencimiento de LEBAC con el objetivo de generar una alternativa de inversión atractiva en pesos y con la modificación de los requisitos de efectivo mínimo de los depósitos a plazo para que las entidades financieras los volvieran más atractivos en términos de tasa de interés.

El proceso de desarme abarcó cinco licitaciones bajo la modalidad detallada y culminó el 18 de diciembre. En consecuencia, las LELIQ ganaron terreno, consolidándose como el principal instrumento de intervención del Banco Central, y el total de pasivos remunerados en pesos (pases netos, LEBAC, LELIQ y NOCOM) cayó de \$1.078.553 millones a \$700.998 millones entre el 14 de agosto y el 18 de diciembre (ver Gráfico 5.8). Se eliminó, así, un factor que había aportado a la turbulencia financiera del año pasado, en tanto el stock de pasivos remunerados del Banco Central quedó en un nivel que le otorga un razonable margen de maniobra al nuevo esquema monetario. Al mismo tiempo, los únicos tenedores de instrumentos emitidos por el Banco Central pasaron a ser las entidades financieras locales, lo que le otorga una mayor estabilidad a la demanda de estos instrumentos.

Gráfico 5.8 | Evolución de los pasivos remunerados en pesos del Banco Central

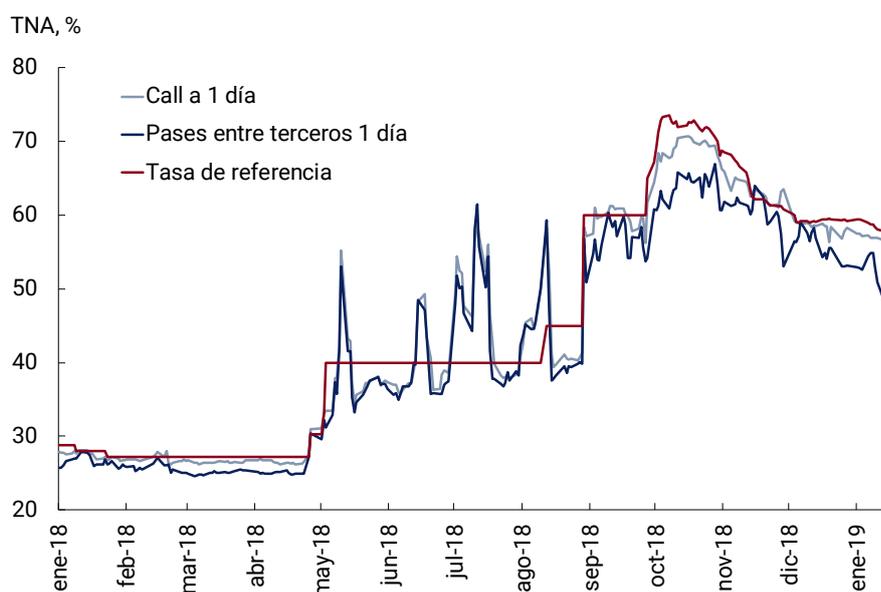


5.2 Impacto del nuevo esquema monetario en el sistema financiero

5.2.1 La baja de la tasa de interés de referencia se transmitió a las tasas del mercado monetario

Las tasas de interés del mercado interbancario mostraron una trayectoria decreciente en línea con la reducción de la tasa de interés de referencia, luego del alza generada por la turbulencia financiera desde abril del año pasado y por la implementación del nuevo esquema monetario en los primeros días de octubre (ver Gráfico 5.9). Así, las tasas de call y de pases entre terceros a 1 día cayeron 12 p.p. y 11 p.p., para ubicarse en niveles promedio de 57,0% y 52,4% anual en los primeros diecisiete días de enero, respectivamente.

Gráfico 5.9 | Tasas de interés del mercado monetario



Fuente: BCRA

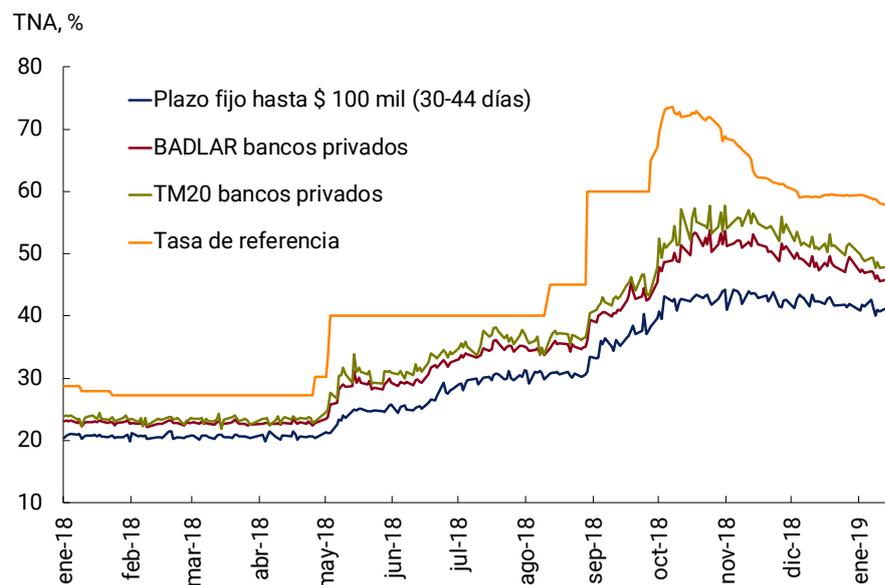
5.2.2 Los depósitos del sector privado a plazo fijo respondieron a la suba de las tasas de interés pasivas

Frente a la caída de la tasa de interés de referencia observada desde mediados de octubre del año pasado, las principales tasas de interés pasivas del sistema financiero sólo descendieron levemente. Esta dinámica se explicó por los cambios en los requisitos de efectivo mínimo implementados por el BCRA, que alentaron una mayor captación de depósitos a plazo en pesos por parte de las entidades financieras y repercutieron positivamente en los retornos de dichos depósitos.⁴⁰ De esta forma, luego de las subas registradas en septiembre y octubre, la TM20 y la BADLAR ofrecidas por los bancos privados cayeron 5 p.p. y 4 p.p., alcanzando niveles promedio de 48,6% y 46,6% anual en los primeros diecisiete días de enero, respectivamente (ver Gráfico 5.10).⁴¹ Por su parte, la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo minoristas se mantuvo estable en torno a un promedio de 42% anual entre octubre y diciembre del año pasado, cayendo luego 1 p.p. en los primeros diecisiete días de enero de este año (ver Gráfico 5.10). Como consecuencia de este comportamiento, se observó una reducción del spread promedio de la tasa de referencia con respecto a las tasas pasivas de los bancos de 9 p.p. entre los meses de octubre y diciembre. Por su parte, las tasas de interés por depósitos a plazo fijo en UVA recortaron la suba de 2 p.p. registrada en octubre del año pasado, para volver a ubicarse en diciembre en los niveles promedio de septiembre (4,7% anual).

⁴⁰ Con vigencia entre el 1ro. de octubre y el 31 de diciembre de 2018, el BCRA permitió a las entidades financieras integrar con LELIQ o NOBAC los encajes por los nuevos plazos fijos en pesos que estas recibieran.

⁴¹ La tasa BADLAR corresponde a depósitos superiores a \$1 millón concertados a 30-35 días de plazo, mientras que la TM20 corresponde a depósitos de más de \$ 20 millones de 30-35 días de plazo.

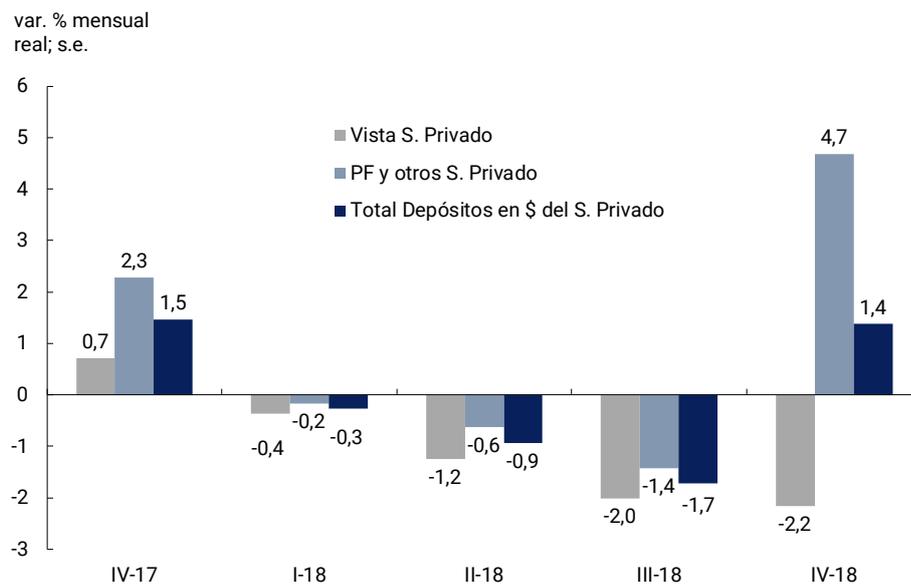
Gráfico 5.10 | Principales tasas de interés pasivas de los bancos



Fuente: BCRA

Los depósitos en pesos del sector privado exhibieron un elevado dinamismo en el cuarto trimestre de 2018. Así, crecieron a un ritmo de 1,4% mensual real desestacionalizado, luego de tres trimestres consecutivos de contracción (ver Gráfico 5.11). En el año, estas colocaciones acumularon una caída real de 4,4%. El incremento del último trimestre de 2018 fue traccionado principalmente por los depósitos a plazo fijo, que aumentaron a un ritmo de 4,7% mensual real sin estacionalidad (+8,7% real en el año), impulsados por la normalización del mercado de cambios, la suba de las tasas de interés pasivas de septiembre y octubre y el programa de cancelación de LEBAC.

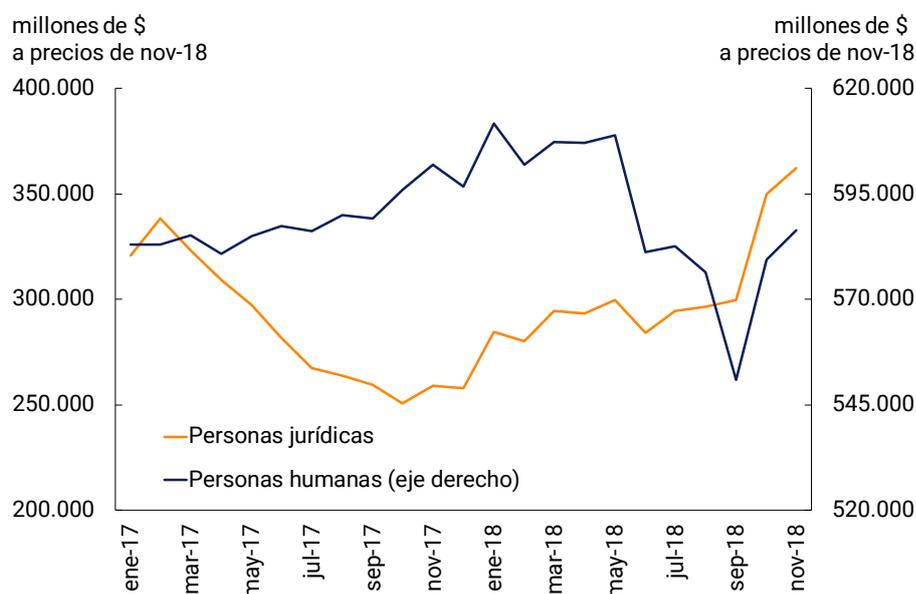
Gráfico 5.11 | Depósitos del sector privado en pesos (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad)



Fuente: BCRA

Los distintos agentes del sector privado mostraron comportamientos dispares con relación a la evolución de sus tenencias de depósitos a plazo fijo en pesos durante los primeros once meses del año (ver Gráfico 5.12). Por un lado, las imposiciones de las familias presentaron una evolución relativamente estable durante los primeros meses del año, reduciéndose 10% en términos reales entre junio y septiembre, en los momentos de mayor volatilidad nominal, para luego recortar parte de esta caída en octubre y noviembre, en línea con la suba de tasas de interés y la normalización de la dinámica cambiaria. Por su parte, los saldos de las personas jurídicas crecieron sistemáticamente en los primeros once meses del año, en torno a 40% en términos reales, con una marcada aceleración a partir del mes de septiembre como consecuencia del desarme de LEBAC y de los mayores incentivos a la captación de depósitos a plazo fijo a partir de las medidas tomadas por el BCRA.

Gráfico 5.12 | Depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos por titular (en términos reales)



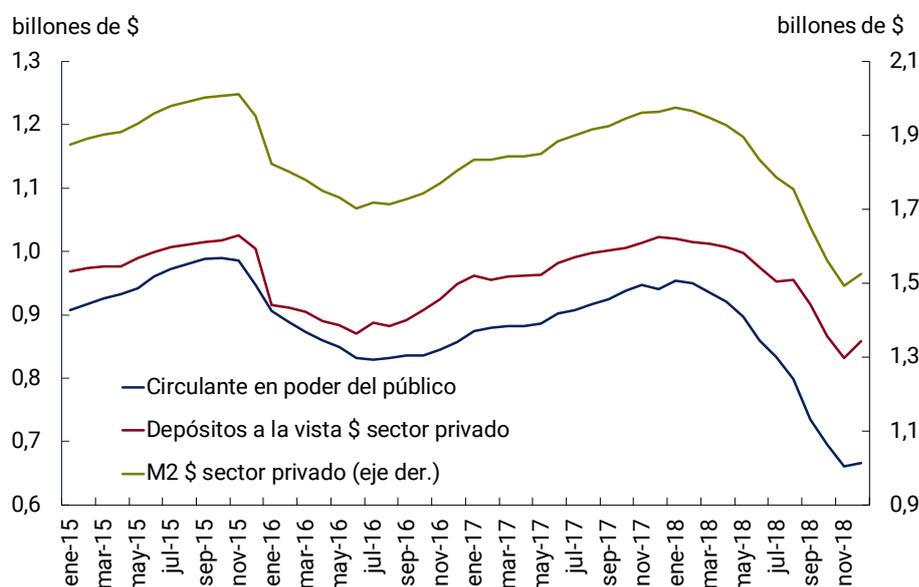
Fuente: BCRA

Los depósitos a plazo fijo en UVA del sector privado también reaccionaron al aumento de las tasas de interés, con un incremento real promedio mensual de 16% en el último trimestre de 2018, hasta alcanzar el 2,3% de las colocaciones a plazo fijo en diciembre (esta participación era de 0,3% en diciembre de 2017). Por su parte, luego de la caída de septiembre de 2018, los depósitos en dólares del sector privado volvieron a crecer en noviembre y diciembre, incrementándose 1,6% mensual promedio en el cuarto trimestre en moneda original y alcanzando un stock promedio récord de US\$ 28.503 millones en el último mes del año.

En lo que respecta a los depósitos a la vista del sector privado, el aumento de las tasas de interés pasivas y la caída del nivel de actividad impulsaron una contracción real sin estacionalidad de sus saldos de 2,2% promedio mensual en el trimestre (ver Gráfico 5.11).⁴² En el año, estas colocaciones acumularon una caída real de 16,0%. Sin embargo, luego de bajar sistemáticamente durante los primeros once meses de 2018, en diciembre los depósitos a la vista crecieron 3,3% real sin estacionalidad, mostrando una dinámica similar a la evidenciada por el circulante en poder del público (ver la Sección 5.1.3). De esta forma, el agregado M2 en pesos del sector privado, que hasta noviembre del año pasado acumulaba una contracción real de 24% en el año, se expandió 2,1% real sin estacionalidad en diciembre (ver el Gráfico 5.13).

⁴² Los depósitos a la vista incluyen los depósitos en cuenta corriente y los de caja de ahorro.

Gráfico 5.13 | M2 en pesos del sector privado (en términos reales sin estacionalidad)



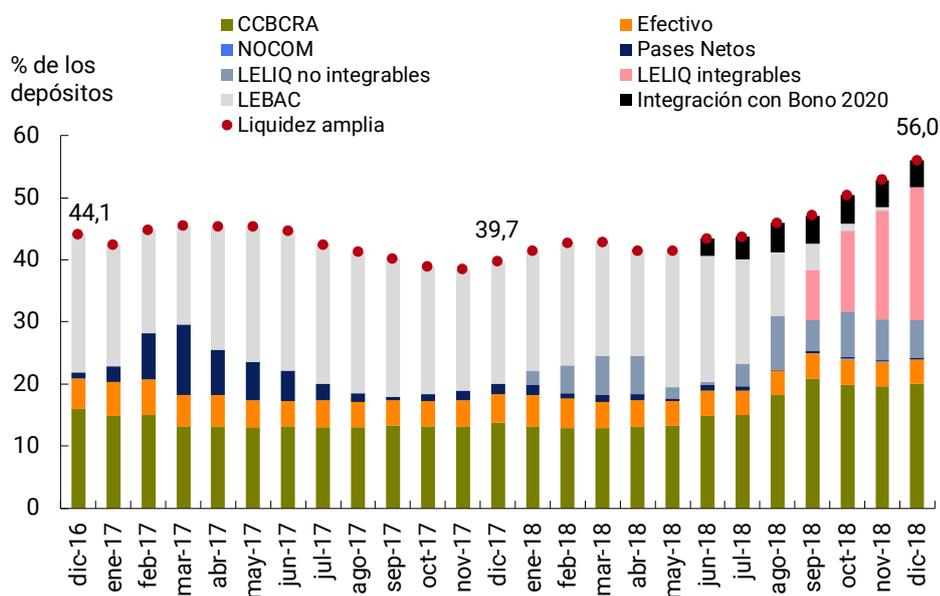
Fuente: BCRA

Las medidas vinculadas con la regulación de efectivo mínimo tomadas por el BCRA a mediados y fines de septiembre de 2018, que implicaron incrementos en los encajes regulatorios y la aplicación de un encaje marginal sobre los depósitos a plazo fijo, condujeron a que la liquidez amplia en pesos de las entidades financieras (cuenta corriente en el BCRA, efectivo, LELIQ, LEBAC, NOCOM, pases netos y Bono 2020) continuara creciendo durante el trimestre. Así, alcanzó 56% en términos de los depósitos en diciembre, lo que representó un aumento de 9 p.p. con relación a septiembre y de 16 p.p. con respecto a igual mes de 2017 (ver Gráfico 5.14).⁴³

El incremento de la liquidez se explicó fundamentalmente por la suba del stock de LELIQ aplicado al cumplimiento de requisitos de efectivo mínimo (+13 p.p.), asociado principalmente a la suba de los depósitos a plazo fijo, y por las tenencias voluntarias de dichos instrumentos por parte de los bancos (+1 p.p.), parcialmente compensadas por la caída en el saldo de LEBAC (-4 p.p.) en el marco del programa de cancelación iniciado en agosto del año pasado.

⁴³ Durante 2018, los requisitos de efectivo mínimo sobre los depósitos en pesos de las entidades financieras más grandes (aquellas que tuvieran depósitos del sector privado no financiero en pesos al cierre del mes de julio de 2018 por un importe mayor o igual al 1% del total de esas imposiciones en el sistema financiero) se incrementaron en 21 puntos porcentuales. En el caso de los depósitos a la vista, la integración se distribuyó 5 p.p. con BOTE 2020, 8 p.p. con pesos y 8 p.p. con LELIQ, mientras que, en el caso de los depósitos a plazo fijo fue de 5 p.p. con BOTE 2020, 3 p.p. con pesos y 13 p.p. con LELIQ. A esto se agregó, a partir del 30 de septiembre, un requisito de efectivo mínimo sobre el aumento de los depósitos a plazo fijo a ser integrable enteramente con LELIQ y/o NOBAC. Finalmente, hacia fines de diciembre se modificó la estructura de requisitos de efectivo mínimo con el objetivo de simplificar el esquema vigente y transformar el incentivo al aumento de los depósitos a plazo fijo desde octubre de dicho año en un estímulo a la prolongación de los plazos, calibrando la modificación de manera tal que no impactara en el nivel de la base monetaria. Para más detalles ver las COM. "A" 6526, 6532, 6550, 6556, 6569, 6575 y 6616.

Gráfico 5.14 | Liquidez en pesos de las entidades financieras (como porcentaje de los depósitos)

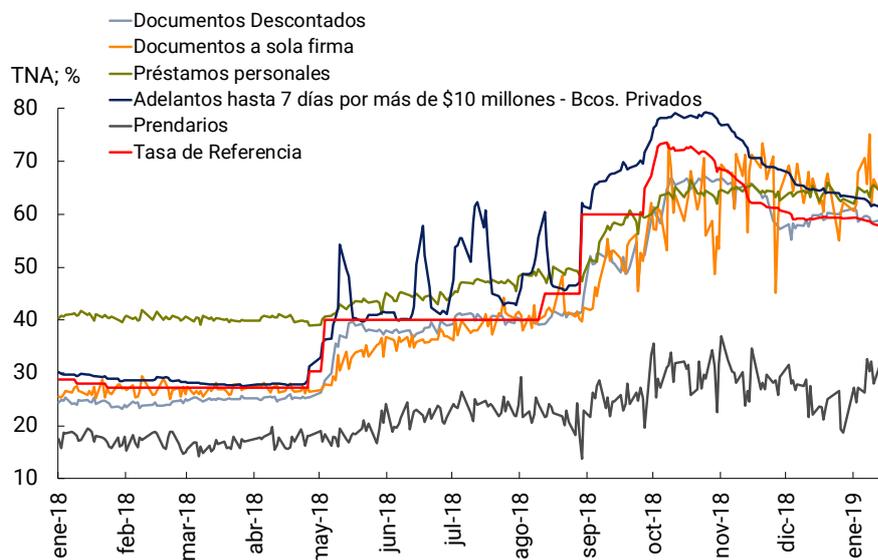


Nota: LEBAC a valor efectivo.
Fuente: BCRA

5.2.3 El crédito bancario al sector privado mantuvo la tendencia contractiva

A partir de mediados de octubre algunas líneas de financiamiento bancario comenzaron a mostrar una tendencia descendente en sus tasas de interés, luego de la suba registrada hasta octubre del año pasado. La reducción de las tasas de interés de los préstamos se observó principalmente en las financiaciones de corto plazo a empresas, como adelantos en cuenta corriente y descuento de documentos, que evidenciaron caídas de sus niveles promedio de tasas de interés de 16 p.p. y 6 p.p. entre octubre y los primeros diecisiete días de enero, respectivamente (ver Gráfico 5.15). En cuanto a las tasas de interés de las principales financiaciones en pesos a los hogares, la de préstamos personales se mantuvo en los niveles máximos de octubre, en torno a un promedio de 64% anual, mientras que la de tarjetas de crédito aumentó 8 p.p. desde septiembre, hasta alcanzar un promedio de 58,7% anual en diciembre.

Gráfico 5.15 | Principales tasas de interés activas de los bancos

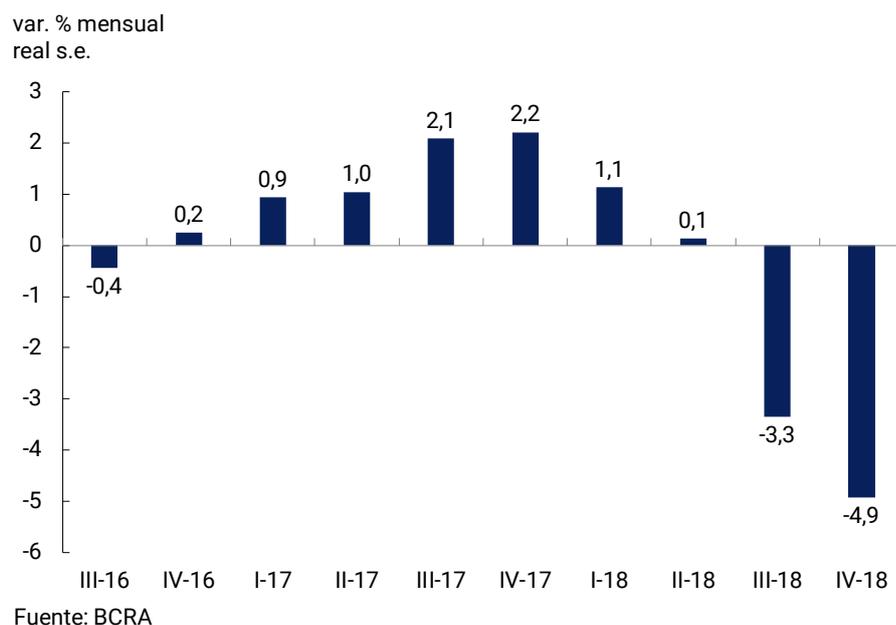


Fuente: BCRA

Por su parte, las tasas de interés de los distintos tipos de créditos denominados en UVA presentaron comportamientos dispares en el último trimestre de 2018. Mientras que el costo de los préstamos hipotecarios y prendarios se mantuvo estable con relación a los niveles promedio de septiembre, en torno a 6% anual y 15% anual, respectivamente, el de créditos personales aumentó 4 p.p. en el mismo lapso, hasta alcanzar un promedio de 18,7% anual en el último mes del año pasado.

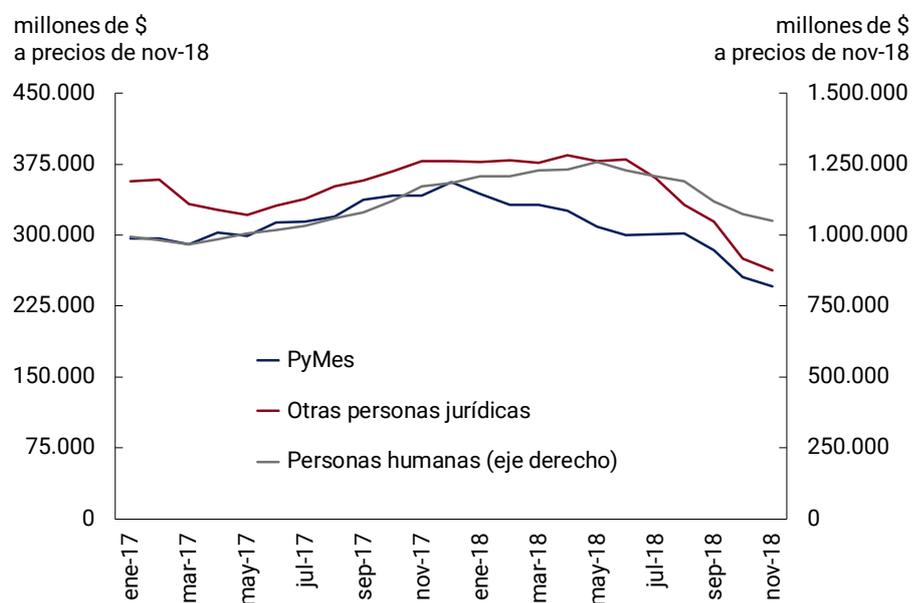
La combinación de mayores tasas de interés activas y desaceleración de la actividad económica derivó en una nueva contracción de los préstamos bancarios en pesos al sector privado en el último trimestre de 2018, los cuales mostraron una reducción promedio mensual de 4,9% real sin estacionalidad (ver Gráfico 5.16). En el año estas colocaciones acumularon una baja de 19,4% en términos reales. La reducción fue generalizada en todas las líneas crediticias, aunque las más asociadas con los hogares cayeron menos que las más demandadas por las empresas. Así, en el trimestre, los préstamos personales y las tarjetas de crédito mostraron caídas promedio mensuales de 2,6% y 1,0% en términos reales, respectivamente, mientras que para las líneas de adelantos y documentos fueron de 6,3% y 5,6%, respectivamente. Por su parte, los préstamos hipotecarios y los prendarios registraron bajas promedio mensuales de 1,7% y 3,5% real, respectivamente. Los préstamos en moneda extranjera al sector privado también se contrajeron en el trimestre, a un ritmo promedio mensual de 1,4% en moneda original (aunque en el año acumularon un incremento de 4,9).

Gráfico 5.16 | Préstamos al sector privado en pesos (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad)



Dentro del universo de las empresas, entre septiembre y noviembre del año pasado los préstamos bancarios a las PyME evidenciaron una menor contracción que los del resto de las empresas (-13% frente a -16% real, respectivamente), aunque en los primeros once meses del año ambos grupos registraron una reducción real similar del orden de 30% (ver Gráfico 5.17). En consecuencia, la participación de las empresas en el total de crédito bancario en pesos al sector privado cayó de 39% en diciembre de 2017 a 33% en noviembre de 2018.

Gráfico 5.17 | Préstamos en pesos al sector privado por deudor

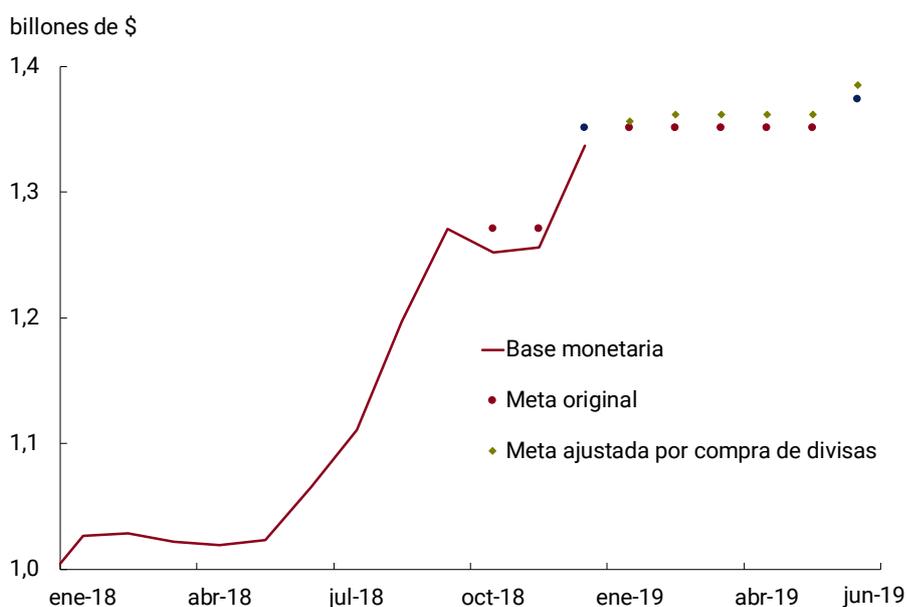


Fuente: BCRA

5.3 Perspectivas

Durante 2019 el Banco Central continuará implementando el esquema de política monetaria basado en el control de agregados monetarios, manteniendo el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta junio de 2019 y de 1% a partir de allí hasta diciembre del mismo año, con ajustes en los meses de junio y diciembre para contemplar el aumento estacional de la demanda de dinero (ver Gráfico 5.18). La principal herramienta para controlar la cantidad de dinero seguirá siendo la subasta diaria de LELIQ.

Gráfico 5.18 | Metas de base monetaria en 2019



Fuente: BCRA

Asimismo, la autoridad monetaria mantendrá el esquema de zonas de intervención y no intervención cambiaria, como complemento de las metas de base monetaria. El Comité de Política Monetaria definió una variación diaria de 2% mensual para los límites de la zona de no intervención hasta marzo de este año y establecerá el ritmo de actualización de los meses subsiguientes en sus futuras decisiones.

Se espera que el sesgo contractivo del nuevo esquema monetario se refleje en una reducción de la tasa de inflación durante 2019. Sin embargo, se prevé un descenso gradual de la misma, debido a los rezagos naturales de la política monetaria y a los ajustes de precios regulados y acuerdos salariales pendientes en la primera parte del año (ver la Sección 2).

Al mismo tiempo, se espera que las tasas de interés de la economía continúen cayendo a medida que vayan cediendo las expectativas inflacionarias. Esta reducción del costo del dinero y la recuperación de la actividad económica que los principales analistas de mercado anticipan a partir del segundo trimestre hacen prever un incremento de la demanda de dinero transaccional durante este año.

Este escenario de normalización de la economía podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados principalmente con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual que generan los procesos electorales. En este contexto, una serie de factores le otorgan margen de maniobra al Banco Central para moderar el impacto que la materialización de dichos riesgos podría tener sobre la economía, entre los que se destacan: el ajuste que están mostrando las cuentas externas, la fuerte reducción de los pasivos remunerados en pesos, la eliminación de las transferencias al Tesoro (en un contexto de consolidación de las cuentas públicas) y la reducción de la posición de futuros del Banco Central a cero.

El Banco Central actuará con cautela, utilizando todas las herramientas disponibles en el nuevo marco monetario para continuar cumpliendo su principal objetivo de alcanzar una inflación baja y estable.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

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

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

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

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

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

ILA: Índice Líder de la Actividad

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

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

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

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

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

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

Mens.: mensual

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones
Min.: Ministerio
MIP: Matriz insumo-producto
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
MOI: Manufacturas de Origen Industrial
MRO: *Main refinancing operations*
MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
NEA: Noreste argentino
NG: Nivel general
NOA: Noroeste argentino
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPEP: Países Exportadores de Petróleo
p.b.: Puntos básicos
p.p.: Puntos porcentuales
p: Proyectado
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados
PCE: *Personal consumption expenditures*
PCP-BCRA: Predicción contemporánea del PIB del BCRA
PEA: Población Económicamente Activa
PIB: Producto Interno Bruto
PMI: *Purchasing Managers' Index*
PP: Productos primarios
Prom. móv.: Promedio móvil
Prom.: Promedio
R\$: *Real*
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA
REPO: *Repurchase Agreement* (Operación de Recompra)
ROE: Registros de Operaciones de Exportación
Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado
S.A: Sociedad Anónima
s.e.: Serie sin estacionalidad
SSPM: Indicador de Consumo Privado elaborado por el Ministerio de Hacienda
TFF: Tasa de fondos federales
tn.: Tonelada
TN: Tesoro Nacional
TNA: Tasa Nominal Anual
Trim.: Trimestral / Trimestre
UCI: Utilización de la capacidad instalada
US\$: Dólares Americanos
UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
Var.: Variación

Vol.: Volumen

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA