

Informe de Política Monetaria

Julio de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Julio de 2017



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria
Julio de 2017**

ISSN 2525-071X
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio de 2017

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

Contenidos y edición / Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial / Gerencia Principal de Comunicación

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

Prefacio

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

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

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

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

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

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

Contenido

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

Pág. 7 | 2. Contexto internacional

Pág. 17 | 3. Actividad económica

Pág. 31 | Apartado 1 / El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real

Pág. 33 | Apartado 2 / Predicción Contemporánea del Producto en el BCRA

Pág. 36 | 4. Precios

Pág. 43 | Apartado 3 / Índice de Precios al Consumidor Nacional

Pág. 46 | 5. Política monetaria

Pág. 55 | Apartado 4 / Una mirada alternativa a la hoja de balance del BCRA

Pág. 58 | Apartado 5 / Los movimientos de la base monetaria no indican cambios de política monetaria

Pág. 61 | Glosario de abreviaturas y siglas

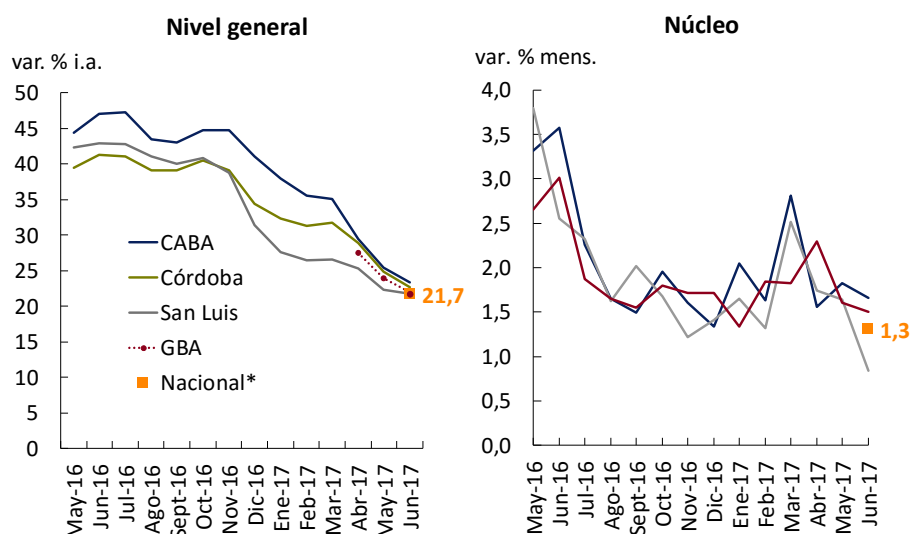
1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Ha transcurrido el primer semestre de vigencia del régimen de metas de inflación, que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) lanzara en septiembre de 2016. Las metas son de 12% a 17% para 2017, de 10% \pm 2 puntos porcentuales (p.p.) para 2018 y de 5% \pm 1,5 p.p. a partir de 2019.

Al iniciarse el nuevo régimen, el BCRA definió que para efectuar la evaluación de las metas se emplearía el índice de precios al consumidor de cobertura geográfica más amplia entre los que publique el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). El 11 de julio se dio a conocer por primera vez el Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC), que pasa entonces a ser el indicador de referencia. De acuerdo a éste índice la variación de precios del primer semestre fue de 11,8%, similar a la experimentada en el GBA (12%).

Durante el último año la inflación se redujo sistemáticamente, como se observa en el panel izquierdo del Gráfico 1. En lo que va del año la inflación nacional interanual cayó desde 36,6% en diciembre de 2016 a 21,7% en junio de 2017. Esta última cifra surge de combinar el IPC GBA hasta diciembre de 2016 con el IPC desde enero de 2017. Esta tasa de inflación es la menor desde el año 2009.¹

Gráfico 1 | Índices de precios al consumidor



*Var. i.a. construida a partir de 6 meses del IPC GBA y 6 meses del IPC Nacional.

Nota: Las series de inflación núcleo corresponden a las publicadas por cada agencia de estadística

Fuente: Direcciones de Estadísticas provinciales de Córdoba, San Luis, CABA e INDEC

Contemporáneamente con la caída de la inflación, el nivel de actividad muestra una recuperación robusta. En julio se cumplen 11 meses de crecimiento, desde el cuarto trimestre de 2016 el PIB crece a un ritmo anualizado del 4%.

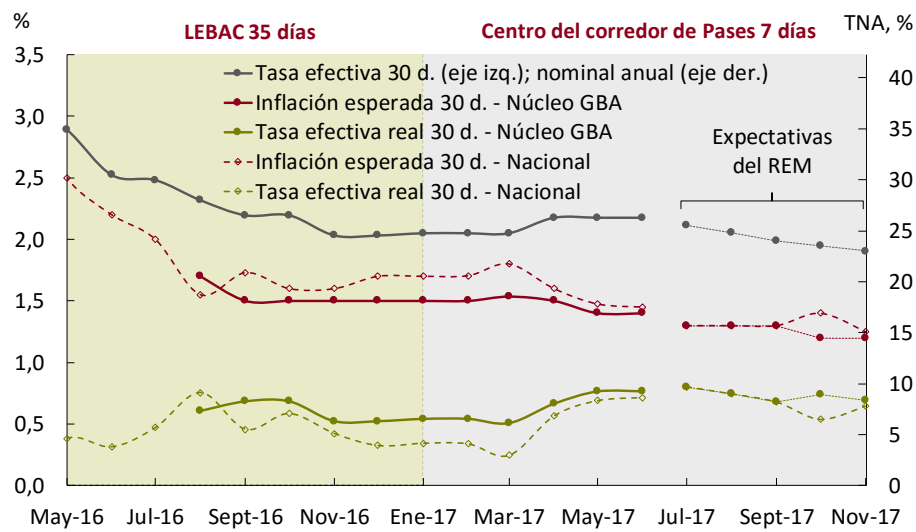
¹ Para este cálculo se consideró el IPC 7 provincias CIFRA hasta jul-12, luego IPCBA hasta abr-16, luego IPC-GBA hasta may-17 y el último dato del IPC de cobertura nacional INDEC.

Las expectativas, sintetizadas en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), muestran una desaceleración adicional a la observada en el primer semestre del año, con una tasa de inflación promedio mensual de 1,3% para lo que resta del año. A doce meses vista (junio de 2018) los analistas esperan un aumento de precios de 17% y de 14,9% para todo 2018. Si bien se trata de valores todavía por encima de las metas, hay que destacar que los analistas han internalizado en sus expectativas un quiebre respecto los umbrales inflacionarios con los que convivió la economía argentina por más de diez años.

El análisis de la evolución de la inflación núcleo ilustrada en el panel derecho del gráfico 1 arroja tres mensajes: a) la inflación núcleo cayó abruptamente en el segundo semestre de 2016; b) de ahí en adelante la misma exhibe cierta persistencia; y c) en el último mes, la inflación núcleo fue inferior a la de meses anteriores, pero esta evolución debe tomarse con cautela dada la persistencia mencionada.

Considerando la evolución de la inflación, el BCRA ha mantenido constante la tasa de política monetaria desde el 11 de abril en 26,25%. No obstante, el sesgo antiinflacionario de la política monetaria ha aumentado, como se observa en el Gráfico 2. La tasa de política monetaria real esperada es la más alta de los últimos 18 meses (exceptuando la observación atípica de agosto de 2016)².

Gráfico 2 | Aumenta el sesgo antiinflacionario de la política monetaria



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

El Banco Central seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% en 2017 y que la tasa de inflación a fines de 2017 sea compatible con la meta de 10% ± 2 p.p. para 2018.

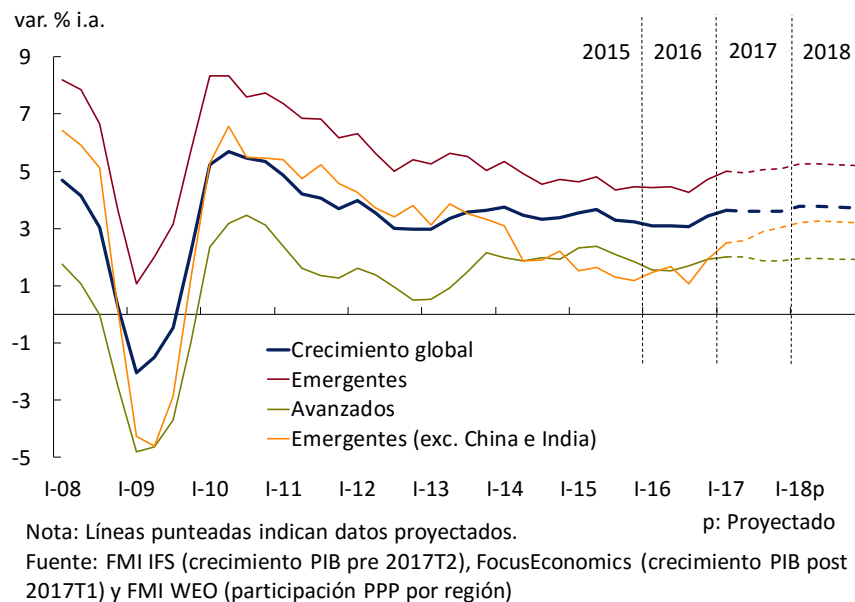
² La inflación esperada de agosto de 2016 fue atípica por la reversión del cuadro tarifario del gas ordenado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación Argentina.

2. Contexto internacional

Los datos de actividad mundial continuaron mostrando una mejoría en los últimos meses, tanto en los países avanzados como emergentes, en un contexto de menor volatilidad en los mercados financieros, aunque con un leve incremento en los días previos al cierre de este informe. Esta mejora del nivel de actividad está parcialmente vinculada a una reducción en los factores de incertidumbre que afectaban a algunas economías. La recuperación cíclica del nivel de inversión, de la producción manufacturera y del comercio mundial permite prever que, para lo que resta del año, la actividad económica global mantenga la velocidad de crecimiento que ha presentado en esta primera parte del año (ver Gráfico 2.1). En el caso de Brasil, principal economía latinoamericana, y primer destino de las exportaciones argentinas, se registró en el primer trimestre de 2017 un crecimiento de 1% sin estacionalidad (s.e.), el primero tras dos años de recesión. Esto se dio en el marco de una desinflación de casi 8 puntos porcentuales (p.p.) en el último año y medio.

Los principales riesgos que podrían alterar este escenario son: 1) una reducción del estímulo monetario mayor a la prevista por los mercados financieros por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), y otros bancos centrales de economías avanzadas, 2) un incremento de la incertidumbre política en Brasil que empeore las perspectivas del nivel de actividad; 3) una escalada en las tensiones geopolíticas, especialmente en Medio Oriente, que tenga impacto en los mercados globales; y 4) la implementación de políticas comerciales con un tono más proteccionista.

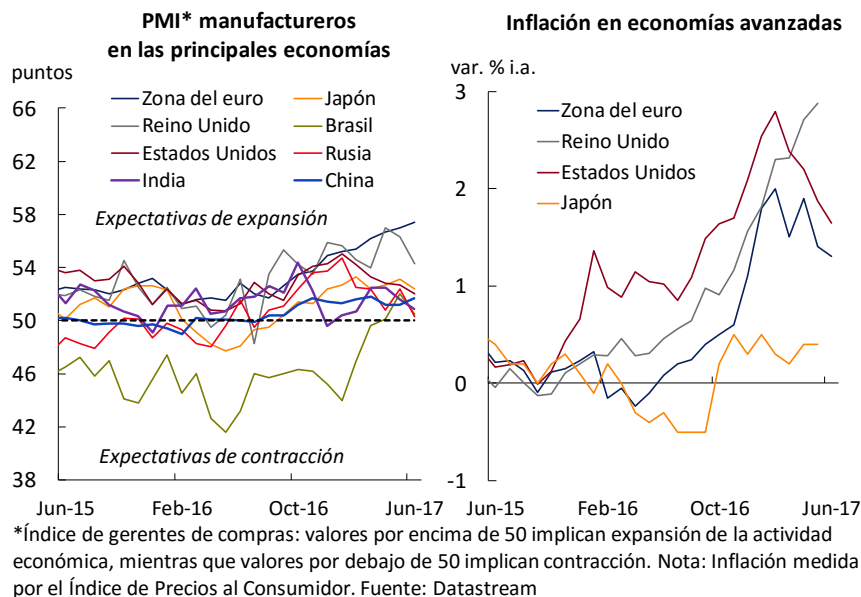
Gráfico 2.1 | Crecimiento global. Avanzados y emergentes



2.1 Continúa la recuperación de la actividad económica mundial

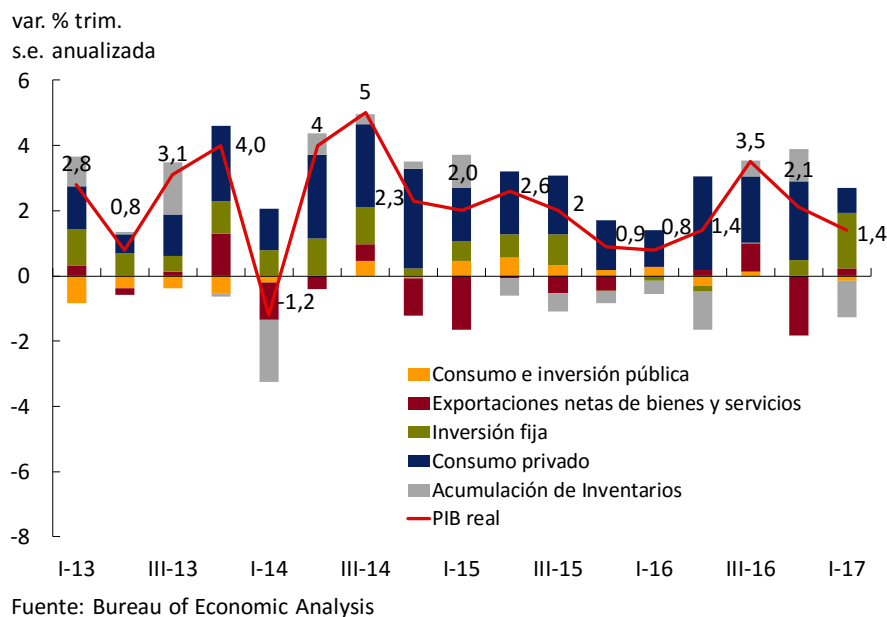
Los indicadores adelantados de actividad durante el primer semestre del año muestran una consolidación de la recuperación iniciada en 2016, aunque con cierta ralentización en algunos países, especialmente en Estados Unidos. Por otro lado, a lo largo del segundo trimestre, el precio del petróleo registró cierta tendencia a la baja que se reflejó en la tasa de inflación de los Estados Unidos y en menor medida en la zona del euro, no así en la tasa de variación de precios del resto de las economías avanzadas (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 | Indicadores adelantados de la actividad manufacturera e inflación



Durante los primeros tres meses de 2017, la economía de los Estados Unidos, entre los cinco primeros destinos de las exportaciones argentinas, creció un 1,4% (anualizado), 0,6 p.p. por debajo de las proyecciones de mercado. El crecimiento fue atípicamente impulsado por la inversión fija con una contribución de 1,7 p.p., seguida por el consumo privado que lo hizo con 0,8 p.p., mientras que las exportaciones netas aportaron 0,2 p.p. (ver Gráfico 2.3). En este contexto, el FMI³ redujo las proyecciones de crecimiento para 2017 y 2018 a 2,1% (una disminución de 0,2 y 0,4 p.p., respectivamente), principalmente por el retraso en la implementación de la reforma tributaria.

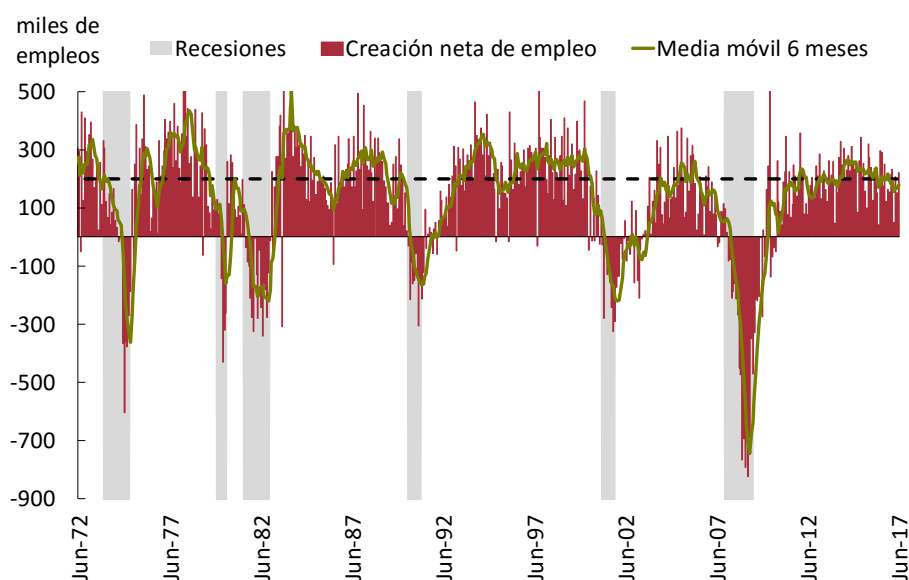
Gráfico 2.3 | Estados Unidos. Crecimiento del PIB



³ [Revisión anual](#) de los Estados Unidos según el artículo IV.

Por otro lado, en su reunión de mediados de junio, la Fed decidió incrementar el objetivo de su tasa de interés de referencia, la de fondos federales (TFF), en 0,25 p.p. al rango 1-1,25%. Esta decisión se tomó en un contexto donde la economía de Estados Unidos mantuvo una creación de empleo cercana a los 200.000 puestos de trabajo por mes (ver Gráfico 2.4), y una tasa de inflación levemente por debajo de la meta (la tasa de variación del deflactor del gasto de los hogares fue de 1,4% interanual en mayo de 2017)⁴. En este contexto, y tomando en cuenta los comunicados y proyecciones del Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed⁵, se espera para lo que resta de 2017 un incremento más del objetivo sobre la TFF. Este último, de acuerdo a las proyecciones de mercado se daría en la reunión de diciembre, por lo cual la tasa de referencia estadounidense terminaría el año en el rango 1,25-1,5%. Por último, en su comunicado de la reunión de junio del FOMC, la Fed explicitó que espera comenzar a reducir su balance antes de fin de año. A tal efecto, empezaría a reinvertir sólo parcialmente (y con un esquema de recortes crecientes en la reinversión)⁶ los ingresos que recibe en concepto de capital e intereses por los vencimientos de títulos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*).

Gráfico 2.4 | Estados Unidos. Creación mensual de empleo no agrícola



Fuente: Bureau of Labor Statistics y National Bureau of Economic Research

En el caso de la zona del euro, segundo destino de las exportaciones argentinas, tanto los datos de crecimiento del primer trimestre del año como los indicadores adelantados (ver Gráfico 2.2) estarían mostrando una consolidación de la recuperación económica iniciada en el segundo trimestre de 2013. En este sentido, el PIB creció en el primer trimestre del año un 0,6% respecto del trimestre previo (ajustado por estacionalidad) lo cual estuvo levemente por encima de los principales pronósticos. Por su parte, las últimas proyecciones del FMI muestran que se espera un crecimiento de 1,7% y 1,6% para 2017 y 2018, respectivamente. Junto a ello, la tasa de inflación aumentó recientemente a valores más cercanos a los deseados por el Banco Central Europeo (BCE), aunque con cierta volatilidad asociada a los movimientos en los precios de la energía. En este marco, en su última reunión de principios de junio, el BCE decidió mantener su tasa de interés de política monetaria, la que aplica sobre las *Main Refinancing Operations* (MRO), en el mínimo histórico

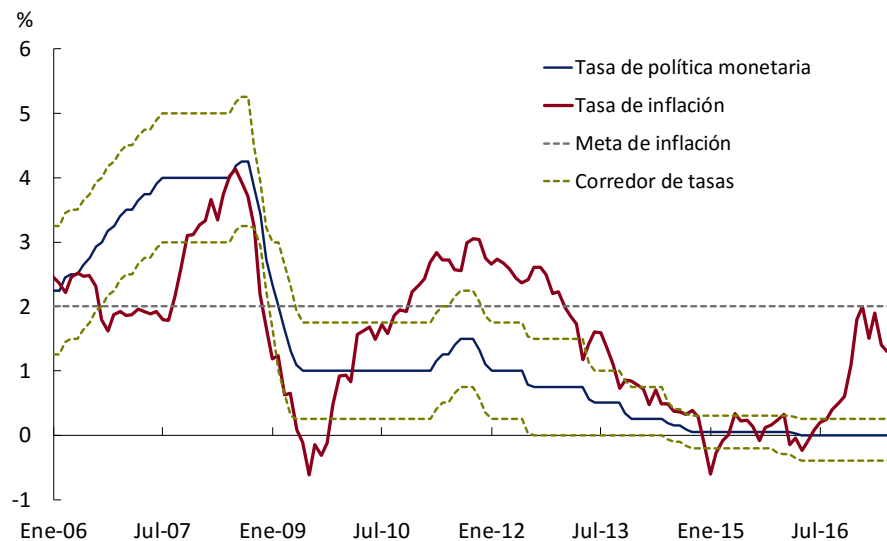
⁴ La Fed no sigue un régimen de metas de inflación tradicional, tiene un mandato por el cual debe promover los objetivos de "máximo" nivel de empleo, tasas de interés de largo plazo moderadas y precios estables. Sobre esto último, en la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC), del 25 de enero de 2012 se fijó un objetivo de una variación anual de 2% para el deflactor del gasto de los hogares (PCE, por su sigla en inglés) en el largo plazo.

⁵ Correspondientes a la última reunión de junio de este año.

⁶ Para mayor detalle, ver el correspondiente [documento de la Fed publicado en su sitio web](#).

de 0% (ver Gráfico 2.5). Sin embargo, dadas las buenas perspectivas para la zona del euro, el BCE dejó de incluir en su comunicado de política monetaria la frase en la que se hacía referencia a futuras bajas de la tasa de interés de la MRO (si las condiciones de la economía así lo requerían), indicando así que ya no sería una medida necesaria.

Gráfico 2.5 | Zona del euro. Indicadores monetarios e inflación



Nota: Si bien el BCE no sigue un régimen de metas de inflación, busca la estabilidad de precios, la que es definida como un tasa anual de inflación menor al 2%.

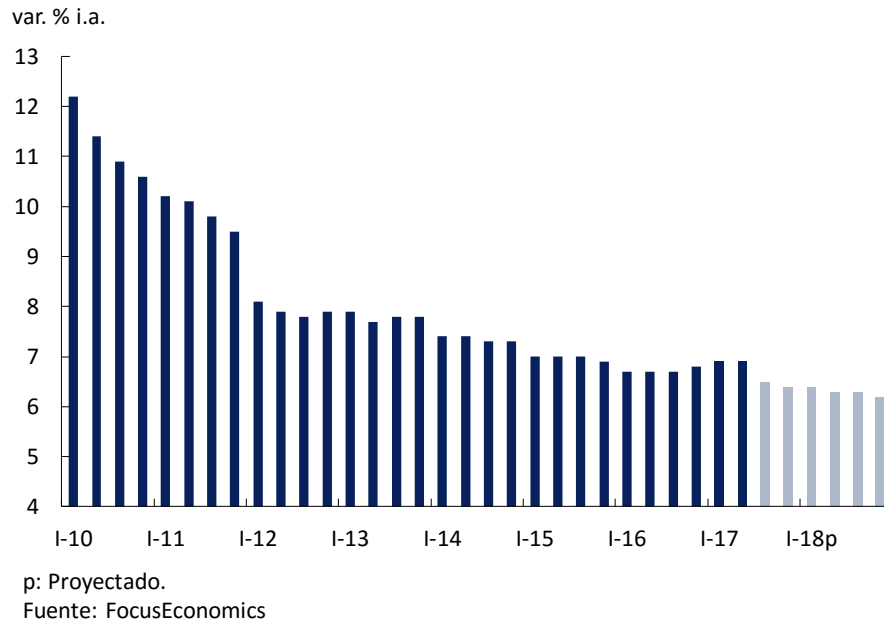
Fuente: BCE y Eurostat

Por su parte, el panorama de la economía china, tercer destino de las exportaciones argentinas, continuó mejorando, si bien persisten riesgos asociados con los altos niveles de endeudamiento y elevados precios de los inmuebles, dados sus potenciales efectos disruptivos sobre el sistema financiero. Al respecto, las autoridades chinas han acelerado la aplicación de medidas tendientes a lidiar con estos riesgos.

En el caso de los indicadores de actividad, el gigante asiático alcanzó su objetivo de crecimiento para 2016 (un incremento del PIB de entre 6,5 – 7%), y la información disponible a la fecha, junto con las estimaciones del FMI, sugieren que este año también se cumplirían dichas metas. En este sentido, los datos de actividad del segundo trimestre de 2017 muestran una expansión de la actividad económica, igual a la del primer trimestre del año, de 6,9% interanual (ver Gráfico 2.6), mientras que las proyecciones de junio del FMI (superiores a las publicadas en abril)⁷ estiman un crecimiento del PIB de 6,7% para este año y de 6,4% para el próximo.

⁷ Proyecciones de abril y junio correspondientes al [World Economic Outlook de Abril 2017](#) y a la [revisión anual](#) de China según el artículo IV, respectivamente.

Gráfico 2.6 | China. Crecimiento del PIB

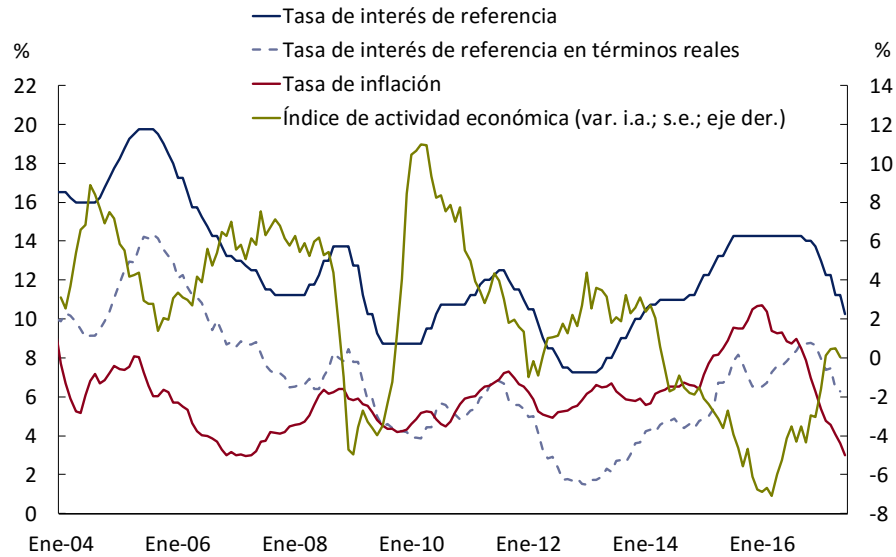


En el caso de la principal economía de la región latinoamericana, y primer destino de las exportaciones argentinas, en el primer trimestre de 2017, y tras ocho trimestres consecutivos de caídas en el nivel de actividad, el PIB de Brasil registró un aumento de 1% respecto del trimestre anterior (sin estacionalidad). Junto a ello, otros indicadores de actividad, como el Índice de Actividad Económica —que realiza el Banco Central de Brasil (BCB)— y el Índice de Producción Industrial, empezaron a tener tasas de variación positivas. No obstante, los niveles de desempleo prácticamente duplican los registros de 2014. En un contexto donde se mantiene un elevado nivel de incertidumbre política, las últimas proyecciones de la encuesta de expectativas de mercado Focus —que realiza el BCB— muestran que se espera que el nivel de actividad crezca en 2017 0,3%, y 2,0% el año próximo.

Las proyecciones de inflación de la encuesta Focus indican que se espera para 2017 una tasa de variación del IPC en torno al 3,3%, y al 4,2% para 2018, ambos casos dentro de la meta de inflación ($4,5\% \pm 1,5$ p.p.)⁸. El último dato de inflación disponible refleja un incremento del IPC de 3% en junio, lo que muestra un proceso de desinflación de casi 8 p.p. en 18 meses (ver Gráfico 2.7 y recuadro de la Sección 5. Política Monetaria). Por ende, se espera que el BCB continúe con el proceso de reducción de su tasa de política monetaria, el objetivo sobre la tasa Selic, la cual desde octubre de 2016 mantiene una trayectoria decreciente, habiéndose reducido 4 p.p. hasta ubicarse en 10,25%. Los especialistas relevados en la encuesta Focus también pronostican que el BCB reduzca dicho objetivo en 2,25 p.p. para lo que resta de 2017, por lo que la tasa finalizaría el año en 8%.

⁸ Recientemente, el [Consejo Monetario Nacional de Brasil](#) redujo la meta de inflación para 2019 a $4,25\% \pm 1,5$ p.p., y a $4\% \pm 1,5$ p.p. para 2020.

Gráfico 2.7 | Brasil. Indicadores macroeconómicos

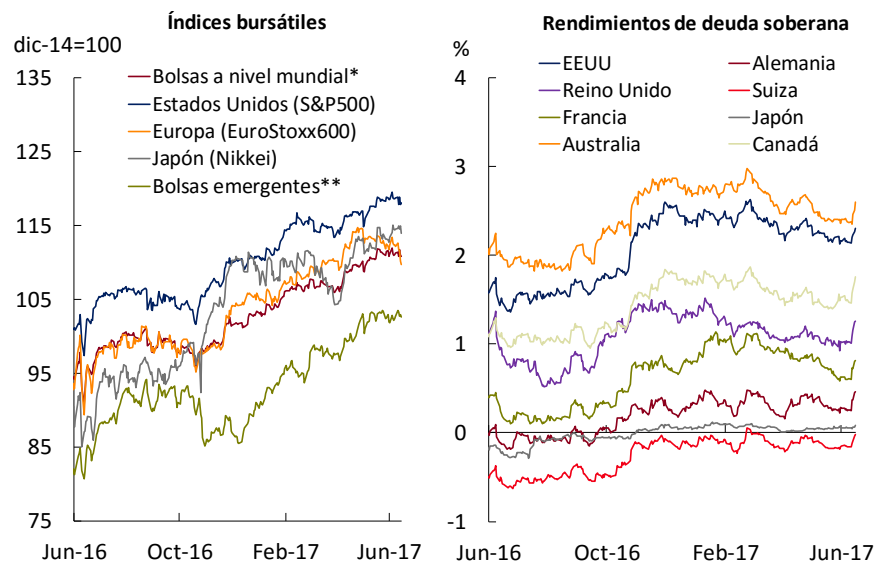


Fuente: Banco Central de Brasil

2.2 Mejoría y menor volatilidad en los mercados financieros internacionales

Los mercados financieros internacionales continuaron con un período de mejoría y menor volatilidad tras la incertidumbre generada por el resultado de las elecciones en los Estados Unidos. Tal es así que la mayoría de los indicadores bursátiles mantuvieron su sendero alcista, principalmente el índice Nikkei de Japón y los índices de las bolsas de los mercados emergentes, mientras que los rendimientos de los títulos de deuda soberana se mantuvieron relativamente constantes (con una leve tendencia a la baja). Sin embargo, hacia fines de junio la creciente posibilidad de un rol menos expansivo por parte de los principales bancos centrales (el ya mencionado caso de la Fed, el Banco de Inglaterra, y en menor medida el BCE) aumentó en el margen los niveles de incertidumbre, lo que se reflejó en los rendimientos de los títulos de deuda soberana (ver Gráfico 2.8).

Gráfico 2.8 | Índices bursátiles y rendimiento de deuda soberana a 10 años

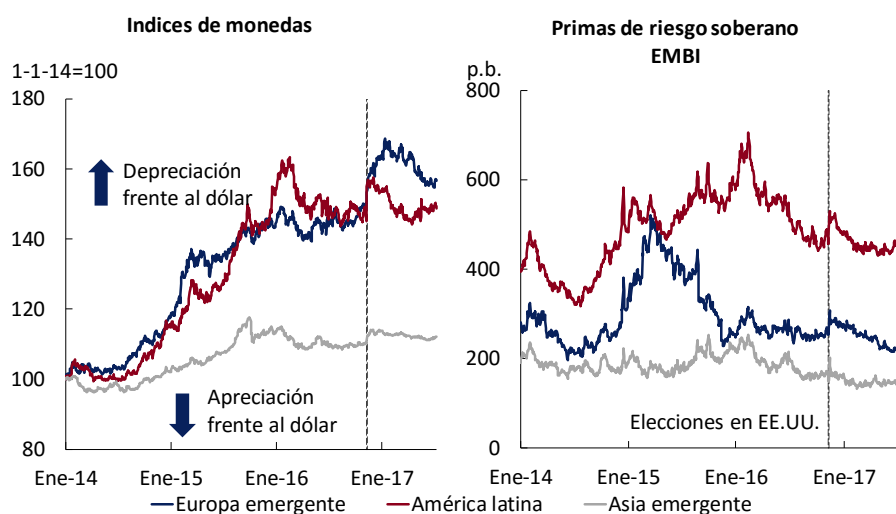


Fuente: Bloomberg

*MSCI global; **MSCI emergentes

En este escenario, la evolución de las cotizaciones de las diferentes monedas por región fue dispar. Por un lado, las monedas de Europa emergente continuaron su proceso de revaluación, iniciado una vez que se redujo la incertidumbre asociada a los primeros periodos post elección en los Estados Unidos. En cambio, las monedas de América Latina mostraron en el período una mayor volatilidad, en parte vinculada al real brasileño y la mayor incertidumbre política en Brasil. Por su parte, las primas de riesgo soberano se redujeron en casi todos los casos respecto de los valores preelección en Estados Unidos (ver Gráfico 2.9). Al igual que los rendimientos de deuda soberana de las economías avanzadas, las primas de riesgo de Europa emergente y América Latina se incrementaron levemente en el margen.

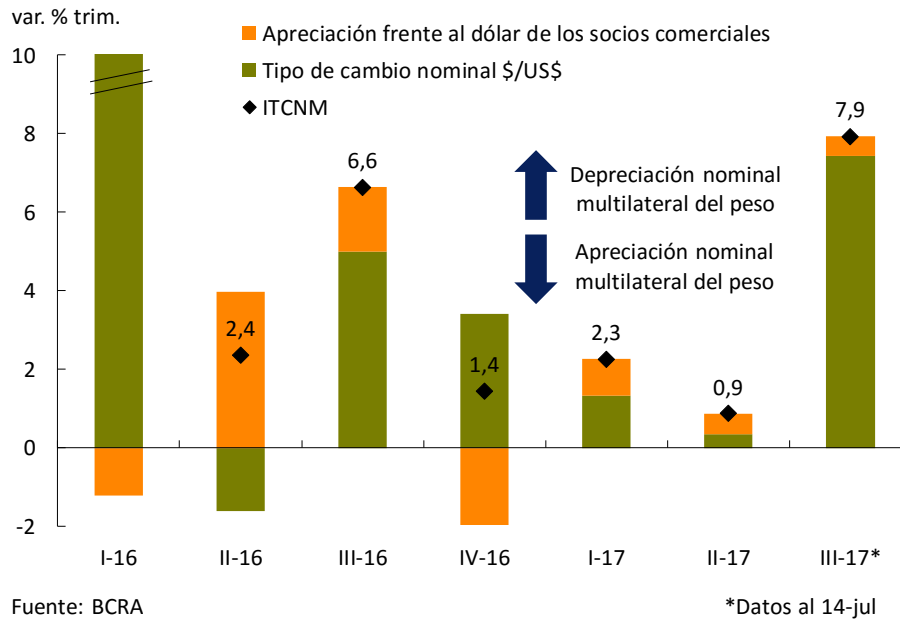
Gráfico 2.9 | Emergentes. Indicadores financieros



Nota: El EMBI es un indicador de riesgo país que se calcula como la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países en desarrollo, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos.

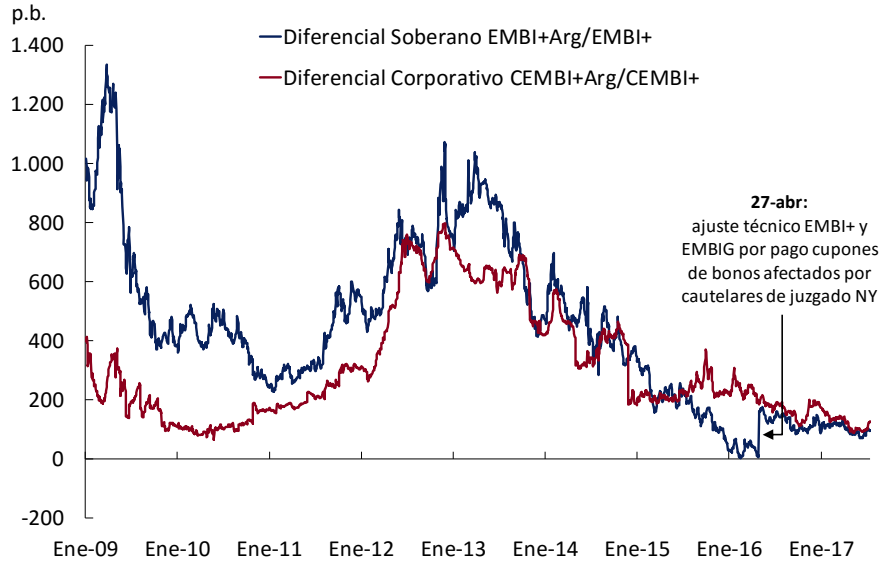
Fuente: Bloomberg y FMI WEO

En el caso argentino para estos indicadores (tipo de cambio – títulos de deuda) se observó una estabilidad relativa del Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral (ITCNM) en el segundo trimestre, con un aumento en los primeros días del tercer trimestre (ver Gráfico 2.910). Es así que, el ITCNM aumentó en 0,9% (depreciación del peso) en el primer caso, mientras que en lo que va de julio aumentó 7,9%. En el segundo trimestre del año, la depreciación del peso se descompone en un aumento del valor del dólar estadounidense respecto del peso de 0,35%, y de una apreciación de las monedas de nuestros socios comerciales respecto del dólar de 0,52%. Mientras que en lo que va del tercer trimestre, la depreciación del peso de 7,9% se descompone en un aumento en el valor del dólar respecto del peso de 7,43%, y de una apreciación de las monedas de nuestros socios comerciales respecto del dólar de 0,50%.

Gráfico 2.10 | Variación del Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral por componentes

En el caso de los títulos de deuda, a lo largo del segundo trimestre mejoraron las condiciones de emisión en los mercados internacionales para el sector público y empresas, con una sostenida reducción de los *spreads* de riesgo exigidos correspondientes *vis-a-vis* los homónimos del conjunto de países emergentes (ver Gráfico 2.911). En este contexto, hubo colocaciones de deuda en los mercados voluntarios del exterior por parte de provincias y empresas, aunque a un menor ritmo que en el primer trimestre, mientras que el gobierno nacional consiguió financiarse en junio a un plazo de 100 años a un costo de 7,9% con una recepción auspiciosa de ofertas. Tres provincias consiguieron mejores condiciones de financiamiento en el segundo trimestre a la que se sumó una reciente, en julio, por parte de la Provincia de Buenos Aires, mientras que cinco compañías (entre ellas YPF) aprovecharon estas mejores condiciones para obtener financiamiento genuino y para mejorar la estructura de vencimientos de sus pasivos. De esta manera, el total de financiamiento de los sectores público y privado en forma agregada en el segundo trimestre acumuló US\$5.000 millones, desde los US\$12.600 millones del primer trimestre. Hacia la tercera semana de junio, este patrón se revirtió elevándose el costo de financiamiento de la Argentina, en medio de diversos factores como la dilatación en la reclasificación del mercado argentino dentro de los mercados emergentes y cuestiones vinculadas al escenario político de cara a las elecciones legislativas.

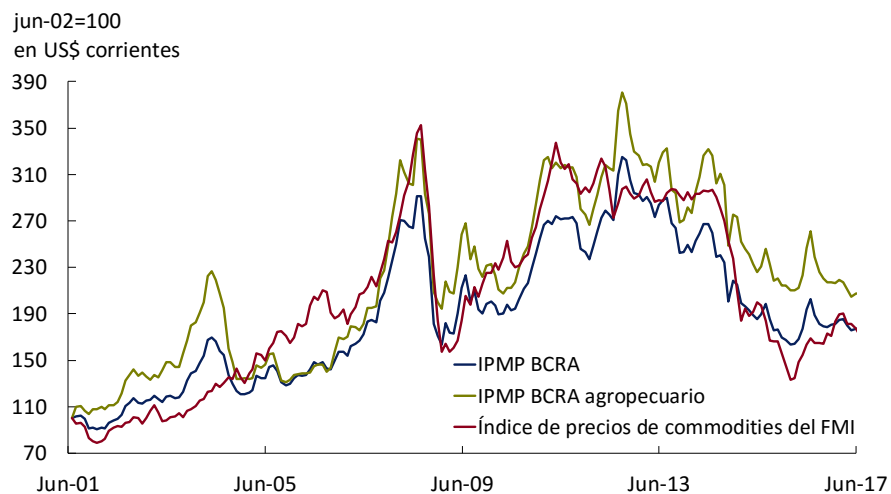
Gráfico 2.11 | Prima de riesgo para deuda argentina en dólares



Fuente: Bloomberg y Reuters

Por último, respecto del precio de los *commodities* continuó el panorama dispar entre los relacionados con el petróleo y el resto. De esta manera, se mantuvo la tendencia a la baja en el precio del petróleo, lo que en parte refleja la dificultad por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de hacer efectiva la reducción en la producción anunciada en noviembre pasado. Mientras que el resto de los *commodities* tuvo un comportamiento más heterogéneo. Es así que hasta junio de 2017, el Índice de Precios de *Commodities* del FMI (donde el petróleo pesa más) cayó 6,6%. Por su parte, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP BCRA —que refleja la evolución de los principales *commodities* de exportación de Argentina, con marcada influencia sobre el ciclo económico argentino— se redujo 2,3% (ver Gráfico 2.12). En el caso del IPMP BCRA agropecuario (donde se concentran la mayor cantidad de exportaciones de productos primarios de Argentina), se registró en dicho período una caída del 4,1%.

Gráfico 2.12 | Precios internacionales de *commodities*



Nota: El IPMP que calcula diariamente el BCRA refleja la evolución ponderada de las cotizaciones internacionales de los productos primarios y sus derivados más relevantes en las exportaciones argentinas.

Fuente: FMI y BCRA

Resumiendo, se espera para los próximos meses que se mantenga una tasa de crecimiento sostenida a nivel global, con cierta estabilidad en las tasas de inflación, aunque en valores levemente por debajo de las metas para los países avanzados. En este contexto, continuaría el endurecimiento monetario de la Fed, y en menor medida la de los otros bancos centrales de economías avanzadas ya mencionados. De esta manera, la política monetaria a nivel global reduciría su sesgo expansivo, aunque continuarían existiendo condiciones de abundante liquidez para los países emergentes.

3. Actividad económica

En julio se cumplen 11 meses de haber superado la recesión iniciada en septiembre de 2015. Desde el cuarto trimestre de 2016 el PIB creció a un ritmo anualizado del 4%.

Las características de esta fase expansiva compartieron rasgos típicamente observados en los ciclos de crecimiento de otros países de la región. Los componentes del gasto interno (consumo e inversión) acompañaron el crecimiento del PIB, mostrando mayores tasas de variación. Los flujos externos netos se correlacionaron de manera inversa, con importaciones creciendo a un ritmo mayor que las exportaciones.

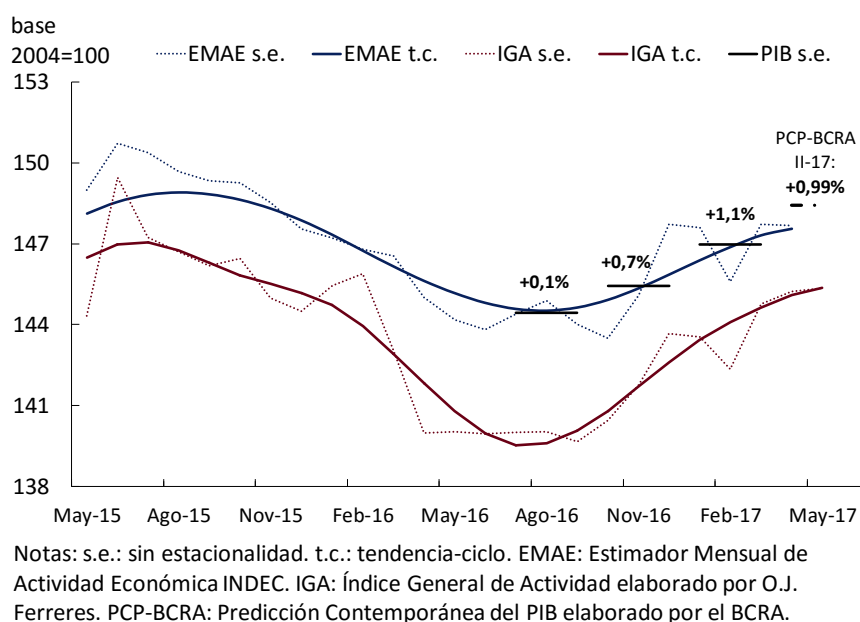
El aumento del PIB se consolida mostrando un crecimiento más difundido entre los sectores productivos y de mayor intensidad.

Hacia delante estas tendencias de la economía se fortalecerían, procesos que permitirán alcanzar un crecimiento de 2,7% en el año, según las últimas estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Para 2018 y 2019 el REM espera que la economía mantenga su rumbo expandiéndose 3% y 3,2%, respectivamente.

3.1 A casi un año de haber superado la recesión

La economía siguió fortaleciéndose⁹ y en junio completó tres trimestres de crecimiento a un ritmo anualizado en torno al 4% (ver Gráfico 3.1). Entre enero y marzo de 2017 el PIB creció 1,1% trimestral sin estacionalidad (s.e.), superando lo previsto en el IPOM anterior (0,7% s.e.) y en línea con las expectativas del REM. Durante el segundo trimestre la actividad habría continuado en expansión, siendo 1% la Predicción Contemporánea del PIB del BCRA (PCP-BCRA; ver Apartado 2 / Predicción Contemporánea del Producto en el BCRA).

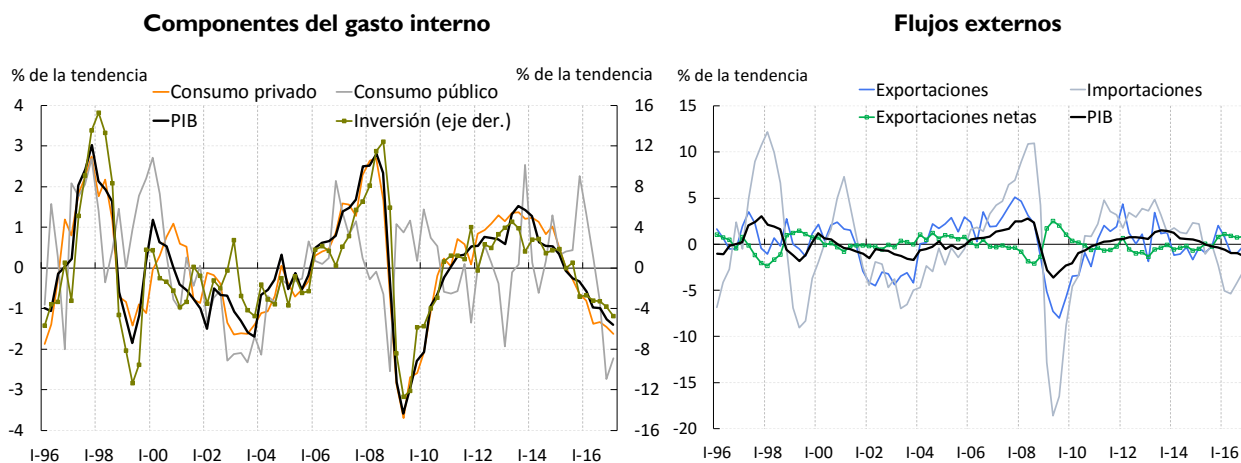
Gráfico 3.1 | Actividad económica



⁹ El nivel de actividad todavía se encuentra por debajo del PIB potencial, aquel que puede producirse manteniendo una tasa de inflación constante.

3.2 ¿Qué se espera en las fases expansivas de un ciclo económico?

Gráfico 3.2 | Ciclos económicos en Latinoamérica. Países seleccionados. Desvíos respecto de su tendencia



Nota: Las series de PIB, consumo, consumo público, inversión, exportaciones e importaciones de cada país de la muestra, se calcularon como la diferencia entre el logaritmo de la variable desestacionalizada y su tendencia calculada utilizando el filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda: 1600$). Las exportaciones netas se expresan como el desvío entre a) la diferencia entre exportaciones e importaciones (dividida por la tendencia del PIB) y b) el filtro de Hodrick-Prescott de a). Las series en diferencias de cada país se componen para dar origen a la muestra conjunta compuesta por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

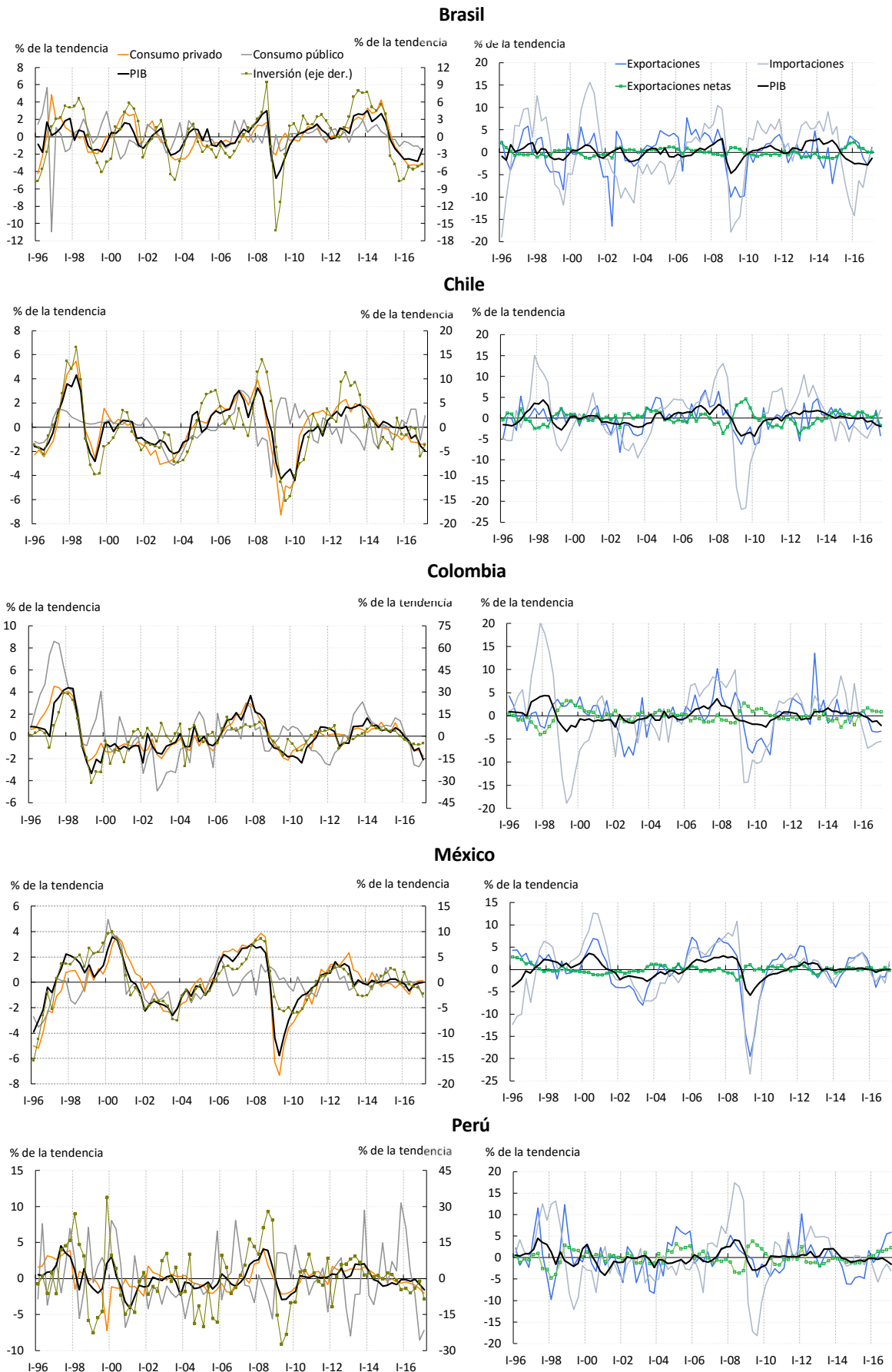
Fuente: Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IBGE) de Brasil, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) de Colombia, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) de México, Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) de Perú.

Los ciclos económicos de los países de la región latinoamericana comparten rasgos comunes (Ver Cuadro 3.1 y Gráfico 3.3.). De la experiencia de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú entre 1996 y 2017 surge que todos los componentes del gasto interno privado, el consumo privado y la inversión, acompañan los movimientos expansivos y contractivos del PIB y lo hacen con mayor intensidad al ser más volátiles que el PIB. El consumo público tiene una correlación más débil con el ciclo económico y su volatilidad relativa presenta diferencias entre los distintos países.

Mirando el comercio exterior, el Cuadro 3.1 y el Gráfico 3.3 muestran que las exportaciones e importaciones tienen mayor volatilidad que el PIB, mientras que los flujos externos netos¹⁰ muestran una correlación negativa con el producto y una variabilidad menor. Típicamente, esto ocurre porque como el ahorro es más estable que la inversión, cuando la inversión se acelera en la fase expansiva del ciclo, las exportaciones netas (que son la diferencia entre el ahorro y la inversión) se reducen.

¹⁰ Exportaciones menos importaciones.

Gráfico 3.3 | Ciclos económicos. Países seleccionados. Desvíos respecto de su tendencia



Nota: Las series de PIB, consumo, consumo público, inversión, exportaciones e importaciones de cada país de la muestra, se calcularon como la diferencia entre el logaritmo de la variable desestacionalizada y su tendencia calculada utilizando el filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda: 1600$). Las exportaciones netas se expresan como el desvío entre a) la diferencia entre exportaciones e importaciones (dividida por la tendencia del PIB) y b) el filtro de Hodrick-Prescott de a). Las series en diferencias de cada país se componen para dar origen a la muestra conjunta compuesta por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IBGE) de Brasil, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) de Colombia, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) de México, Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) de Perú.

Entre los componentes del gasto interno, el consumo privado y la inversión presentaron una correlación con el Producto similar entre los países y significativamente elevada. En Brasil y, en menor medida, Perú, la inversión evidenció una mayor correlación con el PIB que el consumo privado. Entre los flujos externos, las importaciones acompañaron la dinámica del Producto con mayor sincronía que las exportaciones, siendo la correlación de estas últimas la que presentó una mayor dispersión entre los países bajo análisis.

Cuadro 3.1 | Regularidades empíricas de los ciclos. Países seleccionados.

Desvíos Estándar

País	PIB desvío (%)	Desvío estándar relativo al PIB					
		Consumo privado	Consumo público	Inversión	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones netas
Brasil	1,60	1,13	1,11	2,93	2,67	4,77	0,51
Chile	1,80	1,26	0,75	3,58	1,68	3,79	0,85
Colombia	1,62	0,99	1,77	6,11	2,26	4,41	0,82
México	2,23	1,14	0,64	3,42	2,07	3,17	0,51
Perú	2,12	1,18	2,26	5,67	2,12	3,31	0,79
Argentina	2,89	1,14	0,47	2,94	1,93	3,08	0,49
Promedio 6 países	2,04	1,14	1,17	4,11	2,12	3,75	0,66

Correlaciones PIB vs. Variables

País	Consumo privado	Consumo público	Inversión	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones netas
Brasil	0,74	0,20	0,87	0,35	0,72	-0,60
Chile	0,94	0,10	0,84	0,61	0,85	-0,54
Colombia	0,90	0,46	0,81	0,30	0,86	-0,75
México	0,93	0,50	0,90	0,42	0,93	-0,68
Perú	0,68	0,10	0,69	0,32	0,72	-0,43
Argentina	0,90	0,28	0,94	0,70	0,87	-0,55
Promedio 6 países	0,85	0,27	0,84	0,45	0,82	-0,59

3.3 La fase de crecimiento dentro del ciclo de Argentina

La experiencia de Argentina se encuentra en línea con lo observado en los países de la región. Incluso tanto la inversión como las exportaciones han evidenciado una mayor correlación con el PIB que sus pares latinoamericanos. Llamativamente, aun cuando las exportaciones y el consumo privado presentaron una variabilidad en línea con la mediana del resto de las economías y la inversión, el consumo público y las importaciones presentaron niveles relativamente bajos de volatilidad, el PIB argentino es el más volátil de la región (ver Cuadro 3.1).

3.3.1 A diferencia de otros ciclos, la recuperación de las exportaciones precedió al crecimiento del PIB

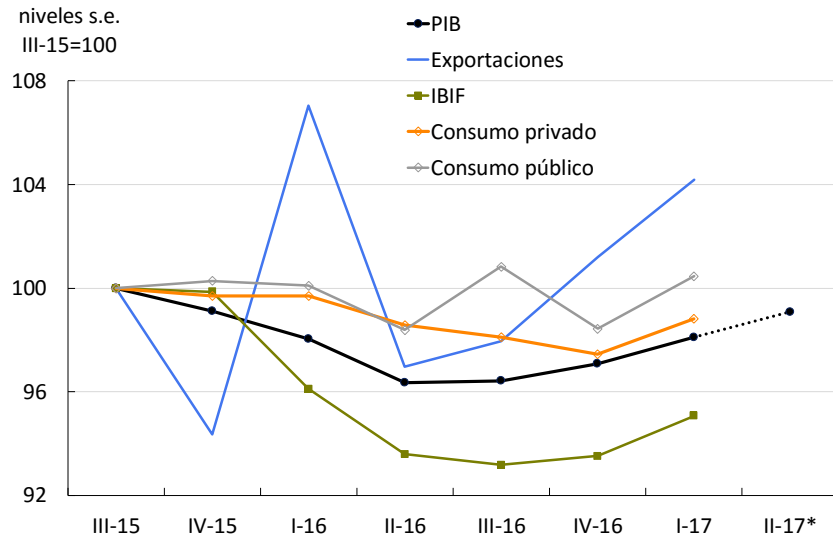
Las ventas externas acumularon al primer trimestre del 2017 un crecimiento de 7,4% desde que la economía comenzó a recuperarse, superando al crecimiento de los componentes del gasto interno. Incluso, con el levantamiento del cepo y la reducción de impuestos, habían mostrado una recuperación en la etapa recesiva del ciclo, a diferencia de la experiencia de los países de la región y la propia historia (ver Gráfico 3.4).

Si bien existen indicios de que las ventas externas habrían detenido transitoriamente su crecimiento durante el segundo trimestre de este año se prevé que las exportaciones retomen su senda de crecimiento en el segundo semestre. Por un lado, se reanudarían los embarques del maíz afectados por las condiciones climáticas en la primera parte del año y, a medida que mejoren los precios de venta en moneda local¹¹,

¹¹ Las ventas externas del complejo sojero durante el segundo trimestre fueron afectadas por la retención de porotos soja por parte de los productores locales a la espera de mejores precios internos. Los mismos dependen de la evolución de las cotizaciones internacionales y del tipo de cambio.

ganarían dinamismo las ventas del complejo sojero. Asimismo, las exportaciones de manufacturas industriales mantendrán su tendencia de crecimiento iniciada a mediados de 2016, con una contribución creciente de Brasil.

Gráfico 3.4 | PIB y componentes del gasto

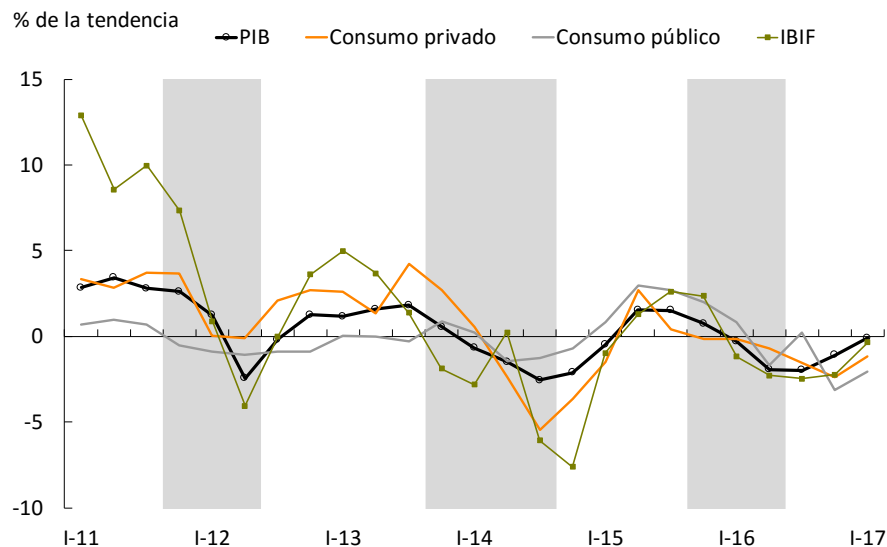


*Último PCP-BCRA: 0,99% s.e. Fuente: INDEC

3.3.2 Durante el primer semestre de 2017 un mayor gasto interno acompañó el crecimiento de la economía

El crecimiento de la actividad en el primer semestre de 2017 fue previsiblemente acompañado por aumentos en el gasto interno durante esta fase del ciclo económico. El fortalecimiento del consumo y de la inversión continuaría observándose el resto del año (ver Gráfico 3.5).

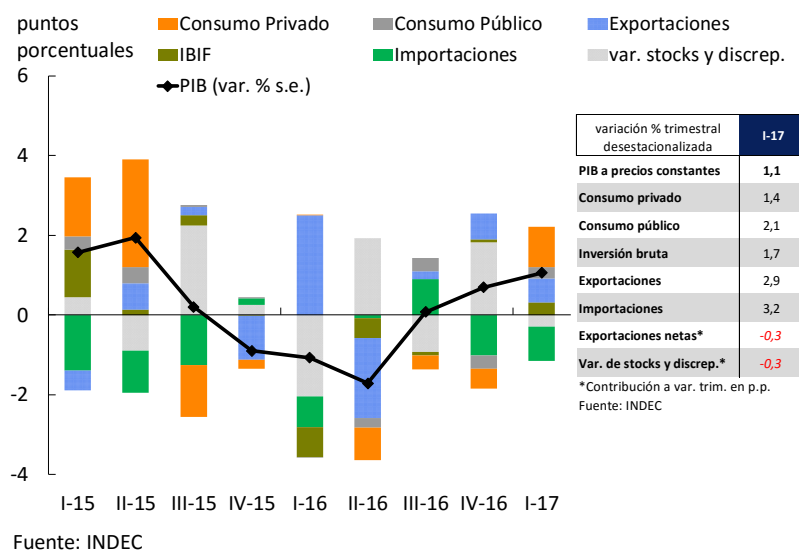
Gráfico 3.5 | PIB y ciclo económico. Desvío respecto de la tendencia



Diferencia entre el logaritmo de la variable desestacionalizada y su tendencia, calculada con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$) Fuente: INDEC

El consumo privado comenzó a reactivarse como resultado de la mejora de los ingresos reales de los asalariados en línea con la reducción de la inflación observada y la suba del empleo, y también de la expansión del crédito. En el primer trimestre, el consumo privado se expandió 1,4% s.e., aportando 1 (p.p.) a la variación del PIB¹² (ver Gráfico 3.6). La mejora en la recaudación del IVA bruto¹³ (3,2% entre abril y junio), el aumento en abril de las cantidades vendidas en supermercados y shoppings (1,3% y 1,4% mensual s.e., respectivamente) y la expansión del crédito para familias, señalan que durante el segundo trimestre el consumo privado volvería a expandirse. Para el segundo trimestre, el Indicador de Consumo Privado (SSPM) elaborado por el Ministerio de Hacienda proyecta un crecimiento del consumo privado de 1,2% s.e. (3,5% i.a.)¹⁴.

Gráfico 3.6 | Componentes del gasto agregado. Contribuciones al crecimiento



El crecimiento del consumo privado en el cuarto trimestre de 2016 había sido anticipado por el BCRA mediante el Indicador Líder del Consumo privado (ILCO), un índice mensual que adelanta los puntos de giro de la serie de consumo privado publicadas trimestralmente por el INDEC. El ILCO —que incluye indicadores tradicionales del consumo de bienes y servicios, importaciones, expectativas de los consumidores y formas indirectas de computar los cambios estructurales en el consumo— mostró un punto de giro en octubre de 2016, iniciando una fase expansiva desde entonces que continuaría en la segunda parte del año¹⁵ (ver Apartado 1 / El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real).

¹² El consumo público también contribuyó positivamente (0,3 p.p.).

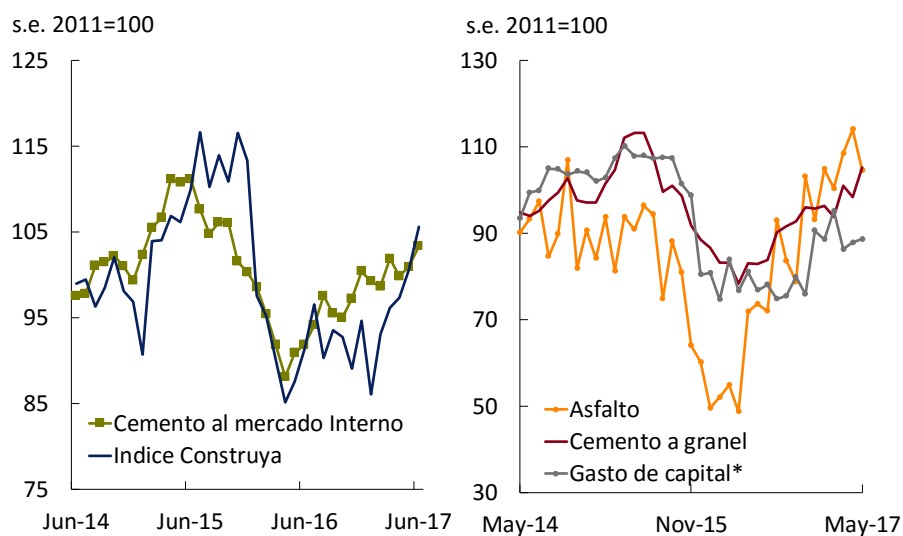
¹³ Neta de las devoluciones a los productores de granos y medida en términos reales.

¹⁴ El Indicador Mensual de Consumo de la Subsecretaría de Programación Macroeconómica del Ministerio de Hacienda (SSPM) se calcula a partir de un modelo de regresión que incluye al Índice Coincidente de Actividad - SSPM y la agregación de 30 indicadores de frecuencia mensual que monitorean las ventas, producción y/o consumo aparente de bienes y servicios nacionales e importados.

¹⁵ Información disponible a junio de 2017.

La inversión bruta interna continuó recuperándose, en línea con la fase expansiva del ciclo. Creció 1,7% s.e. en el primer trimestre y distintos indicadores señalan que volvería a expandirse entre abril y junio. La obra pública explicó en gran medida el comportamiento de la construcción en el primer semestre del año. Los despachos de asfalto para obras viales se ubicaron entre los máximos históricos, con un alza de 83% i.a. en junio de 2017. De acuerdo con los proyectos de infraestructura licitados en el último año, y en línea con la expansión prevista en el Presupuesto de 2017, estas obras mantendrán su dinamismo en los próximos meses (ver Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7 | Inversión en construcción



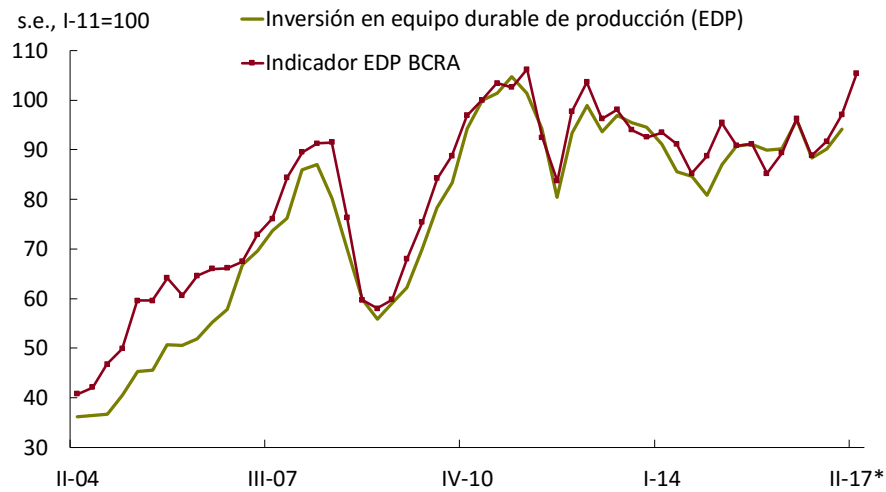
*Inversión real directa y transferencias de capital del Sector Público Nacional No Financiero deflactadas por el Índice del Costo de la Construcción. Fuente: INDEC, Secretaría de Hacienda, AFCP y Ministerio de Energía.

Durante el segundo trimestre se sumó con más fuerza la inversión privada, que mostró signos de reactivación tanto en el segmento de la construcción como en equipo durable de producción (EDP). En relación a la construcción, se observó un fuerte dinamismo de las ventas de cemento en bolsa y un incremento significativo del Índice Construya, que capta fundamentalmente rubros asociados a la finalización de obras privadas. Las perspectivas de los empresarios que realizan principalmente obras privadas son mayoritariamente optimistas¹⁶ y la recuperación del sector se verá favorecida por la habilitación del BCRA a las entidades financieras a aceptar boletos de compra y participaciones en fideicomisos de construcción como garantías de los créditos hipotecarios en UVA¹⁷. El aumento del gasto real en EDP se tradujo en un fuerte incremento de las cantidades importadas y una suba más moderada de la demanda de equipamiento de origen nacional. En base a la información sobre importaciones de bienes de capital y producción industrial de FIEL, se prevé un aumento de la inversión en EDP durante el segundo trimestre (ver Gráfico 3.8).

¹⁶ El 52,6% de los encuestados considera que su actividad aumentará entre junio y agosto, por encima del porcentaje que espera que se mantendrá sin cambios (42,1%). INDEC, Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Mayo de 2017. Vol. 1 N° 6.

¹⁷ Esto se suma al financiamiento creciente de los préstamos hipotecarios en UVA. Durante el segundo trimestre las entidades financieras otorgaron préstamos en UVA por un total de \$8.667 millones, de los cuales 63,6% corresponden a créditos hipotecarios.

Gráfico 3.8 | Inversión en Equipo Durable de Producción

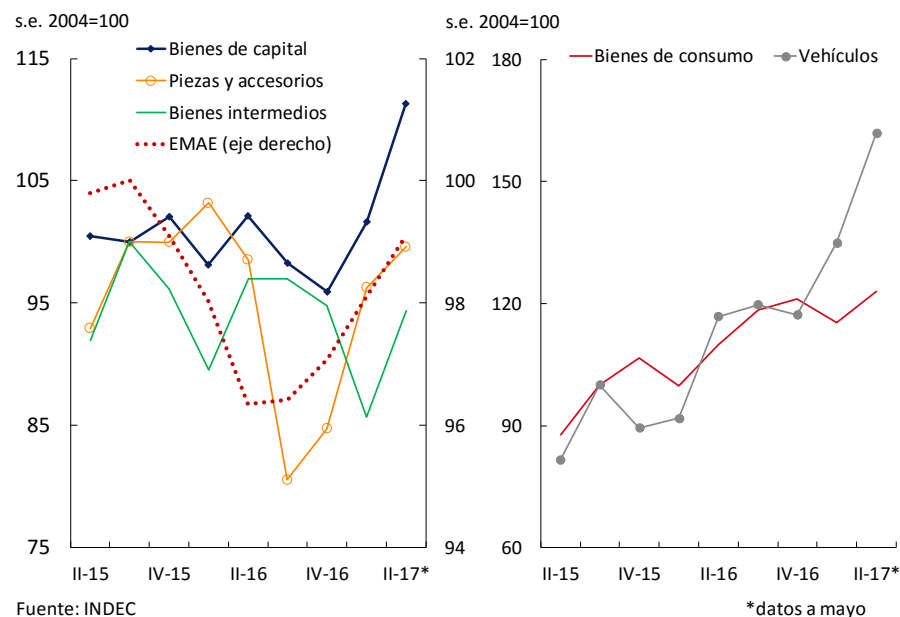


Nota: Para construir el indicador se utilizan las cantidades importadas de bienes de capital y la producción nacional de bienes de capital como proxies de EDP importado y nacional, respectivamente. Los ponderadores son iguales al peso de EDP importado y nacional en EDP total *datos a mayo-17. Fuente: INDEC y FIEL

3.3.3 Las importaciones se normalizan con el comportamiento del ciclo económico, tras una atípica recuperación en el período recesivo por la eliminación del cepo

Las importaciones aumentaron en forma generalizada en el primer semestre de 2017 y, a diferencia de otras experiencias, vienen creciendo desde fines de 2015 a partir de la eliminación del cepo. En esta oportunidad, las fases del ciclo se reflejaron en la composición del crecimiento de las importaciones. Los rubros vinculados a la producción (piezas y accesorios, bienes de capital e intermedios) se expandieron durante el primer semestre (ver Gráfico 3.9).

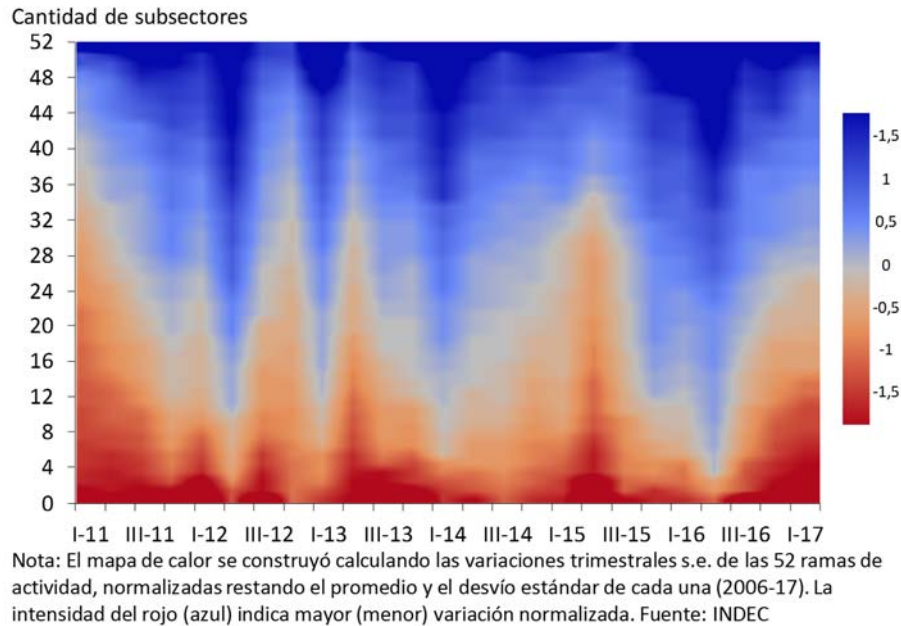
Gráfico 3.9 | Cantidades importadas de bienes



3.3.4 El crecimiento sigue difundiéndose entre los sectores productivos a diferentes velocidades

Durante el primer trimestre del año, en línea con lo anticipado en el IPOM anterior, la difusión del crecimiento entre las distintas ramas de la actividad se incrementó y se habría mantenido elevada durante el segundo trimestre (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Intensidad y difusión sectorial del crecimiento



Recuadro. Mejoró la intensidad y la difusión del crecimiento entre los sectores productivos

Desde agosto de 2016 la economía inició una fase de recuperación, poniendo fin a la recesión comenzada en septiembre de 2015. Para evaluar la fortaleza del proceso en curso es importante analizar no sólo la velocidad del mismo sino también su difusión sectorial definida como la proporción de ramas de actividad económica que registraron aumentos en su producción. En una etapa de recuperación se espera que el crecimiento sea más intenso para luego moderarse en torno a una tendencia de largo plazo mientras que una mayor difusión sectorial de la expansión de la actividad es un indicador de sostenibilidad del crecimiento.

El Valor Agregado Bruto es publicado por el INDEC en forma desagregada en 52 ramas o subsectores de actividad económica. Utilizando esa información puede calcularse la difusión y la intensidad del crecimiento trimestral, aunque es importante realizar algunos tratamientos previos a las series para poder hacer un análisis correcto. Para evaluar la intensidad del crecimiento se comparó la variación trimestral del Producto de cada sub-sector con el promedio evidenciado en el período 2006-2017¹⁸. Por otra parte, las características idiosincráticas hacen que cada una de las series presente una volatilidad muy distinta a la del resto, por lo que se controló por volatilidad al momento de medir y comparar los ritmos de variación. En

¹⁸ El período seleccionado para calcular los promedios y desvíos de las variaciones trimestrales de la producción de los sub-sectores buscó ser representativo de la tasa de crecimiento tendencial de largo plazo de la economía. Se seleccionó el período 2006-2017 evitando incluir las altas tasas de crecimiento 2003-2005 atribuibles a la recuperación posterior a la crisis de 2001-2002. Entre 2006 y 2017 la economía creció a un ritmo promedio de 2,2% anual, similar al 2,3% evidenciado entre 1993 y 2017.

resumen, para analizar la intensidad y la difusión se utilizó la siguiente fórmula para normalizar las variaciones trimestrales desestacionalizadas de cada sub-sector:

$$\hat{g}_i = \frac{g_i - \bar{g}}{\sigma}$$

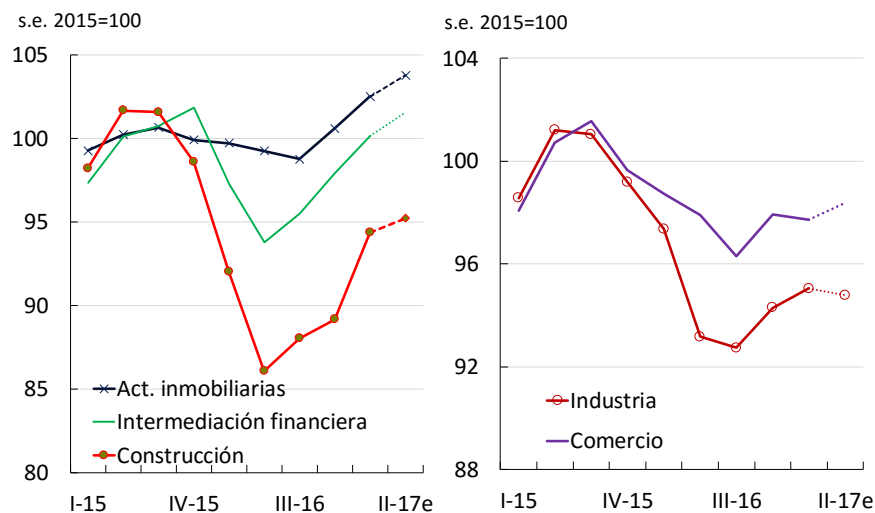
\hat{g}_i = variación normalizada del trim. i
 g_i = variación del trim. i
 \bar{g} = variación trim. promedio 2006-2017
 σ = desvío estándar de las variaciones

Las variaciones trimestrales estandarizadas de los 52 subsectores de actividad se presentan ordenadas de menor a mayor crecimiento estandarizado en un gráfico de tipo “mapa de calor” o *heatmap*. Cada subsector se graficó con rojo (azul) más intenso cuanto mayor es su incremento (caída) trimestral.

Puede observarse que el número de ramas de la actividad que crecen en torno a su media o por encima de la misma viene aumentando progresivamente, al igual que la intensidad de dicho crecimiento (ver Gráfico 3.10). En el primer trimestre de 2017 el 51,9% (27) de los subsectores crecieron a una tasa por encima de su media, mientras que en el segundo trimestre de 2016 lo hizo solo el 5,8% de los mismos (3) con una mayor intensidad.

El conjunto de políticas adoptadas desde fines de 2015¹⁹ comenzaron a rendir en términos de crecimiento económico y se reflejaron en los sectores que lideraron la recuperación económica. Entre ellos se encuentra el agro, que precedió la recuperación del PIB, la construcción, la actividad inmobiliaria, el transporte y las comunicaciones y la intermediación financiera. Otro grupo de expansión más moderada, tales como hoteles y restaurantes y otros servicios básicos como enseñanza y salud, acompañaron el ciclo. Por último, la industria y el comercio, presentan una reactivación aún débil (ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 | Principales sectores productivos

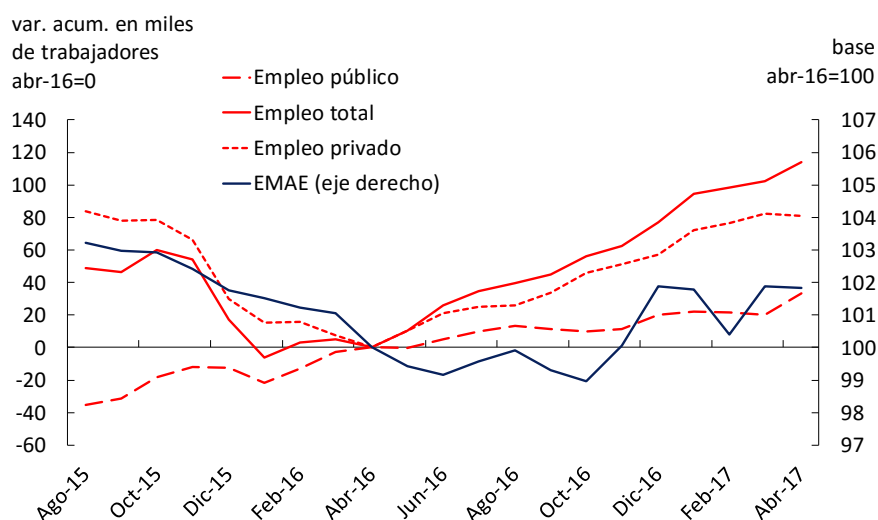


Nota: el II-17 se estimó mediante modelos ARIMA utilizando como determinantes los indicadores adelantados disponibles. Fuente: INDEC, BCRA, AFCP, Colegio de escribanos de CABA y de la provincia de Buenos Aires, FIEL y O.J. Ferreres

¹⁹ Entre las políticas adoptadas pueden destacarse el fin de las restricciones cambiarias, la disminución y eliminación de las retenciones a las exportaciones, la eliminación de los cupos y registros de operaciones de exportación (ROE), la salida del default que permitió al sector público y privado el acceso a los mercados financieros internacionales, la implementación del esquema de metas de inflación, la desregulación de las tasas de interés y los créditos en UVA.

Acompañando esta fase de crecimiento, en abril de 2017 el empleo total registrado se incrementó 1% respecto al año anterior. La creación de empleo privado explicó un 70% de la suba total del empleo²⁰ (73.400 trabajadores), a diferencia de la fase de expansión del empleo anterior (dic-14/oct-15) en la que la evolución del empleo total fue explicada en mayor medida por el aumento del empleo público (54%)²¹ (ver Gráfico 3.13). La cantidad de trabajadores en el sector privado formal revirtió la caída registrada durante la fase contractiva, ubicándose levemente por encima de la dotación máxima alcanzada en octubre de 2015.

Gráfico 3.12 | Empleo y actividad



Nota: El empleo total y el empleo privado son expresados excluyendo los trabajadores vinculados al monotributo social.

Fuente: INDEC y Ministerio de trabajo

Según el INDEC, la oferta de empleo en el período—medida por la tasa de actividad—fue superior al aumento de la demanda por lo cual la tasa de desempleo se elevó hasta ubicarse en 9,2%. Las perspectivas son alentadoras según el relevamiento de expectativas de creación de empleo de mayo —para los próximos 3 meses— de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

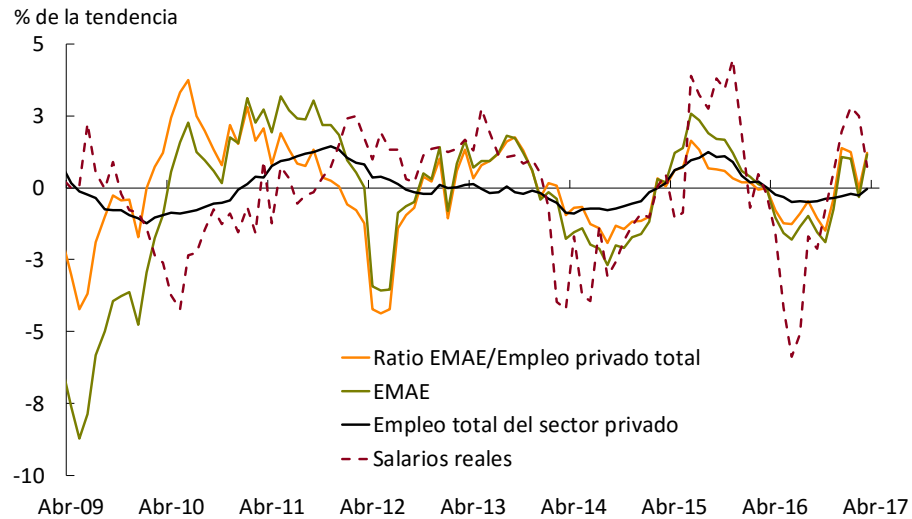
La tasa de crecimiento del empleo privado inferior a la del producto es algo previsible en la parte inicial de una fase expansiva y denota una suba de la productividad por trabajador²². Durante la fase contractiva, las empresas suelen operar sub-utilizando el factor trabajo mediante suspensiones y/o recorte de horas trabajadas. En el comienzo de una recuperación de la actividad económica las empresas tienden a regularizar la sub-utilización antes de decidir la expansión de su planta de personal. La profundización de las reformas económicas tendientes a incrementar la productividad permitirán dinamizar la creación de empleo y mejorar los salarios reales (ver Gráfico 3.13).

²⁰ Se excluye el monotributo social.

²¹ En el último año (abril 17/abril 16), la evolución del empleo total registrado se explicó en un 69% por la creación de empleo privado, mientras que el empleo público explicó el 31%. En contraste, en la fase de expansión anterior (dic-14/oct-15), el empleo público explicó el 54% de la variación del empleo y el sector privado el 46%.

²² Al comienzo de una fase expansiva, la mayor flexibilidad relativa de las horas en relación a los puestos de trabajo genera un crecimiento más intenso en el producto por puesto de trabajo que en la productividad por hora trabajada.

Gráfico 3.13 | Empleo privado, actividad y salarios reales. Desvío respecto de la tendencia



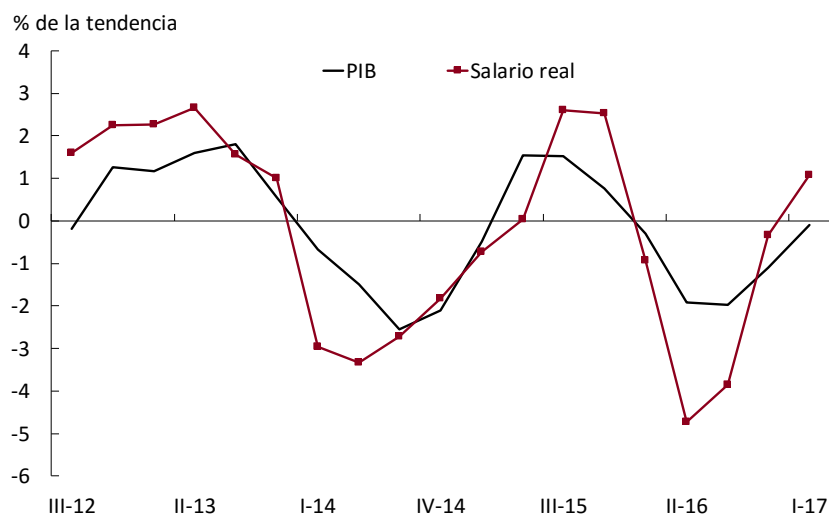
Diferencia entre el logaritmo de las variables desestacionalizadas y sus tendencias, calculadas con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$)

Fuente: INDEC, AFIP y Ministerio de Trabajo

3.3.5 Los salarios reales y el precio relativo de los bienes y servicios no transables mejoran, acompañando el ciclo ascendente de la economía

En el segundo trimestre continuó el proceso de recuperación de los salarios reales del sector privado formal iniciado en el segundo semestre del año pasado, en un contexto de recuperación del PIB y menores tasas de aumento de los precios (ver Gráfico 3.14).

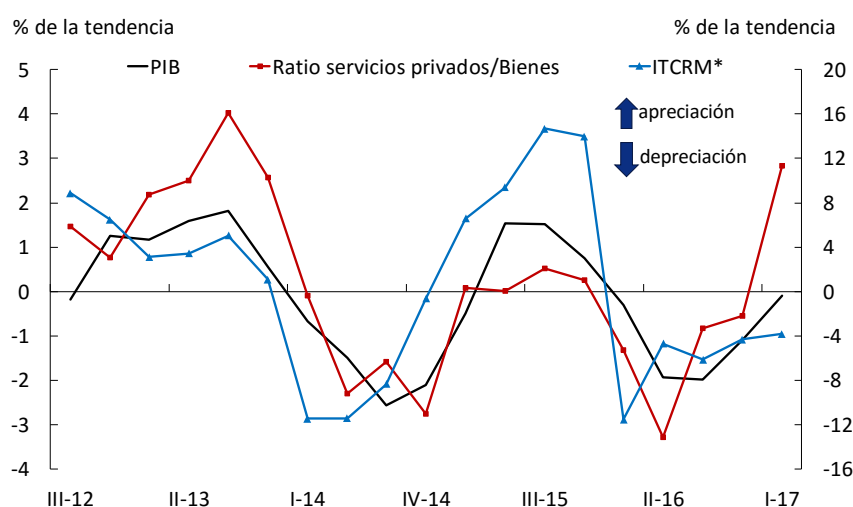
Gráfico 3.14 | Salarios real y PIB. Desvío respecto de la tendencia



Diferencia entre el logaritmo de las variables desestacionalizadas y sus tendencias, calculadas con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$) Fuente: INDEC, AFIP y Direcciones de Estadísticas de Córdoba, San Luis y Ciudad de Buenos Aires

Este comportamiento esperable en una fase expansiva del ciclo está correlacionado con la mejora del cociente entre los precios de los servicios privados y los bienes en los índices minoristas²³. Esta es una aproximación de la evolución relativa de los precios de productos no transables respecto de los transables y está en línea con la apreciación del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) en el período (ver Gráfico 15). La correlación positiva entre PIB y tipo de cambio real también se corrobora en otras economías latinoamericanas (ver Recuadro).

Gráfico 3.15 | PIB y cociente entre precio de bienes y servicios. Desvío respecto de la tendencia



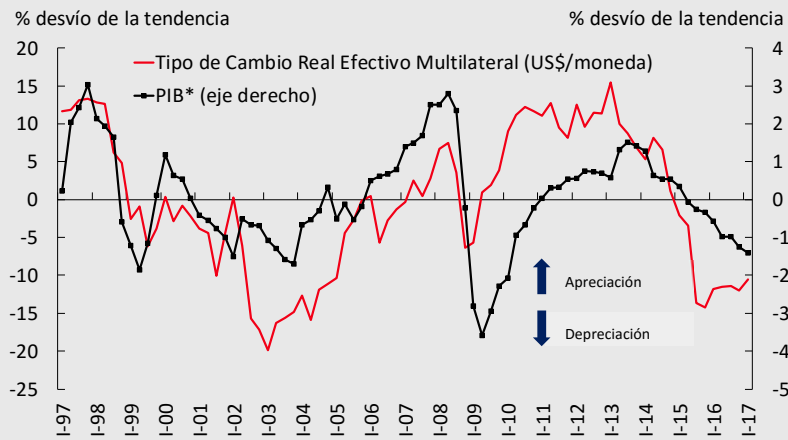
Diferencia entre el logaritmo de las variables desestacionalizadas y sus tendencias, calculadas con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$). *1/ITCRM. Fuente: BCRA, INDEC, y Dirección de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires

Recuadro. Ciclos del PIB y del Tipo de Cambio Real Multilateral

Los ciclos económicos de los países de la región latinoamericana comparten rasgos comunes. Para un panel de 5 países se analizaron los desvíos del PIB y del Tipo de Cambio Real respecto de su tendencia. A partir de esta información se construyó un ciclo para América Latina, que es el promedio aritmético de los ciclos individuales. Este ejercicio sugiere que las fases expansivas (contractivas) del ciclo económico poseen una correlación positiva con las apreciaciones (depreciaciones) del tipo de cambio real.

²³ Estimación realizada en base a datos del IPC de la Ciudad de Buenos Aires.

Gráfico 3.16| América Latina*. PIB y Tipo de Cambio Real Multilateral (dólar/moneda). Desvío respecto de la tendencia



País	Coef. de correl. con ciclos
Brasil	0,29
Chile	0,35
Colombia	0,31
México	0,26
Perú	0,22

*Corresponde al PIB del conjunto de países (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Diferencia entre el logaritmo de la variable desestacionalizada y su tendencia, calculada con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$). Para el Tipo de Cambio Real se consideró el desvío respecto de la tendencia lineal. Fuente: Organismos oficiales de los Institutos de Estadísticas y Bruegel.

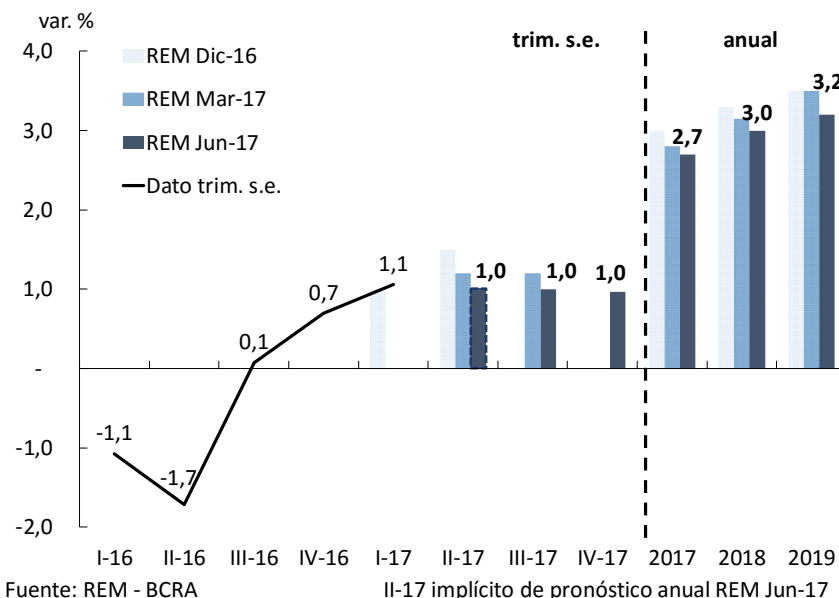
3.4 Perspectivas: Bien encaminados y con espacio para seguir creciendo

La nueva configuración macroeconómica implementada junto con la corrección de precios relativos, reducción de impuestos y la eliminación de distorsiones que obstaculizaban el funcionamiento de la economía, han generado un crecimiento difundido y de intensidad creciente.

El BCRA espera que durante los próximos trimestres la economía continúe en la fase expansiva iniciada durante el tercer trimestre de 2016. Esta expectativa es compartida por los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) quienes proyectaron que durante el tercer y cuarto trimestre de 2017 la economía continuará expandiéndose a tasas de 4% anualizadas (ver Gráfico 3.17).

El crecimiento seguiría difundiéndose entre los distintos sectores de actividad impulsando la generación de empleo. Las exportaciones retomarán su tendencia positiva en la segunda mitad del año, traccionadas por la venta de la cosecha récord del sector agrícola y la recuperación de la demanda de Brasil. Los componentes del gasto interno continuarían acompañando como es habitual la fase de expansión del producto junto con el salario real.

Gráfico 3.17 | Pronósticos de crecimiento REM



Apartado 1 / El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real

En el seguimiento de la coyuntura que lleva adelante el Banco Central, el consumo privado resulta ser una de las variables más interesantes, aunque no por eso menos compleja. Como resultado de los múltiples indicadores de consumo que al surgir aportan información valiosa (aunque la misma sea parcial e incompleta) resulta imperioso analizarlos siempre dentro de un *set* más amplio de variables informativas para que adquiera valor predictivo relevante sobre el consumo privado.

Mediante la utilización de variables *proxies* relacionadas al consumo privado que se publican con anterioridad a las Cuentas Nacionales de periodicidad trimestral, se procura generar indicadores adelantados del consumo o directamente predecir su comportamiento. Habitualmente, los analistas del mercado vinculan al consumo privado solamente con la demanda de bienes (ventas en supermercados, en comercios minoristas, en *shoppings*, ventas de autos o de electrodomésticos) sin considerar que los servicios (como transporte, servicios de la vivienda, salud, educación, esparcimiento, etc.) tienen una elevada participación en el gasto de consumo de las familias. En 2016, el consumo de servicios representó cerca del 60% del consumo privado total mientras que los bienes solamente el 40%.²⁴

Por estos motivos, analizar el consumo privado en base a un solo indicador, por ejemplo, la venta en supermercados, además de representar solo una parte del consumo total, puede generar señales ruidosas, incompletas y parciales que no sería correcto generalizar sin tomar en cuenta un indicador compuesto que involucre un espectro más amplio de indicadores representativos del consumo.

Por otra parte, los cambios en los hábitos de consumo de los agentes, tanto coyunturales como estructurales, plantean desafíos para los modelos tradicionales y redundan en una disminución en el nivel de predicción por parte de los mismos. En particular, el incremento de los canales de ventas alternativos o mayoristas en desmedro de las bocas de expendio tradicionales como los supermercados; o bien cambios paulatinos pero irreversibles en los patrones de consumo como la irrupción del comercio electrónico²⁵, necesitan ser tenidos en cuenta para modelizar y pronosticar el consumo privado correctamente.

Teniendo en cuenta estas consideraciones y descartando los efectos estacionales, irregulares y la volatilidad de la serie original, se replicó la metodología utilizada en el Índice Líder de Actividad Económica (véase IPOM enero 2017) a fin de detectar puntos de giros en la serie y anticipar mejor el impacto de las políticas y los *shocks* sobre el consumo.

Dicho indicador se compone de variables²⁶ que reflejan medidas tradicionales del consumo de bienes y servicios, importaciones y también formas indirectas de computar los cambios estructurales en el consumo. Finalmente, se incluye una variable de expectativas y otra que refleja la difusión del crecimiento del conjunto. A las variables que representan cantidades consumidas mes a mes se le descontaron los efectos estacionales y reciben un tratamiento especial para reducir al mínimo posible su volatilidad.

Una simple comparación entre los indicadores parciales que suelen usarse como anticipadores del consumo y uno más integral, en este caso el indicador líder de consumo (ILCO), evidencia cómo los primeros son menos precisos para seguir el ritmo de consumo. La siguiente tabla muestra la correlación entre estos indicadores y el consumo privado de cuentas nacionales, una vez que se depuran las series de los componentes estacionales e irregulares. Como puede observarse, el único con una correlación superior al 80% es el indicador integral, el ILCO.

²⁴ Para mayores detalles ver http://www.indec.gov.ar/uploads/gacetillasdeprensa/gacetilla_consumo_privado_05_17.pdf.

²⁵ De acuerdo a los datos publicados por la Cámara Argentina de Comercio Electrónico (CACE) las ventas por este canal representaron 40 mil millones (MM) de pesos en 2014, 68 MM en 2015 y 102 MM en 2016.

²⁶ El indicador se compone de las siguientes variables: Ventas en supermercados, ventas en *shoppings*, IVA bruto real, ventas de autos nacionales. Flujos de crédito con tarjetas, importaciones de servicios, turismo, viajes y pasajes, flujo de préstamos personales, ICC CABA, importaciones de bienes de consumo, comercio, hoteles y restaurantes.

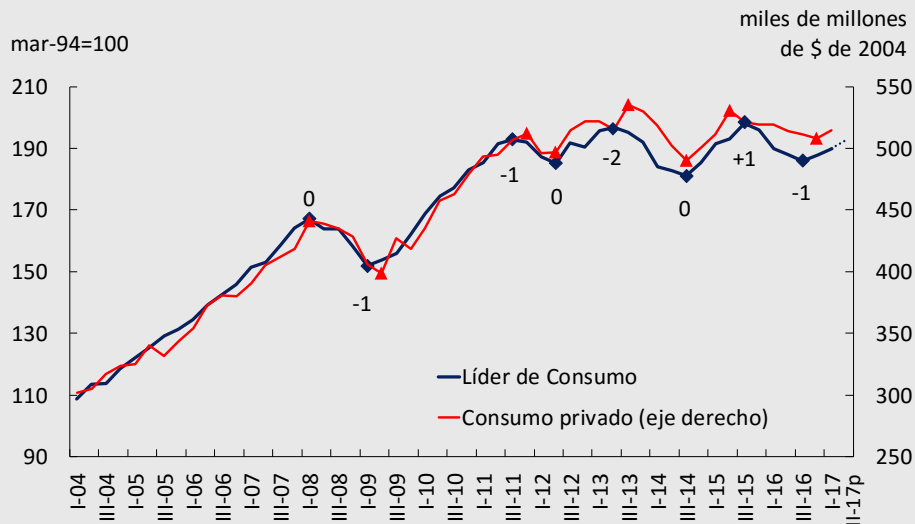
Tabla I | Correlación con la tendencia-ciclo del consumo privado (2004-2017)

Variable	Coefficiente
Supermercados	45%
Ventas de autos	47%
Shoppings	52%
IVA	69%
Indicador líder	85%

Fuente: INDEC, Ministerio de Hacienda, ADEFA, UTDT y BCRA

¿Qué nos dice entonces el ILCO del consumo privado en la coyuntura actual? Sabemos que en el período muestral 2004-2017, el indicador adelantado de consumo detectó los puntos de giros en la serie del consumo privado con dos trimestres de anticipación una vez, con un trimestre de anticipación en tres oportunidades y en forma contemporánea dos veces (ver Gráfico 1). En el tercer trimestre de 2016 el ILCO señaló un punto de giro que efectivamente ocurrió en el cuarto trimestre de 2016. Finalmente, para el segundo trimestre de 2017 el ILCO señala que el consumo privado continuará mostrando signos positivos.

Gráfico I | Indicador Líder de Consumo Privado



p: Proyectado. El signo (-) y el número que lo acompaña, indica con cuántos trimestres de anticipación el indicador líder señaló el punto de giro en la serie de consumo privado.

Fuente: INDEC, Ministerio de Hacienda, ADEFA, UTDT y BCRA

Apartado 2 / Predicción Contemporánea del Producto del BCRA

A partir del segundo trimestre de 2017, la Predicción Contemporánea del Producto del BCRA (PCP-BCRA) cuenta con un mayor número de indicadores económicos con el objetivo de capturar la dinámica de un conjunto más amplio de sectores de la economía. De acuerdo a la PCP con información al 15 de julio, el PIB registró un crecimiento de 0,99% sin estacionalidad en el segundo trimestre con respecto al primero.

La PCP permite aprovechar la riqueza informativa de un gran número de indicadores que se publican con una frecuencia mayor a la del PIB para generar predicciones del Producto dentro del trimestre. De este modo, es posible contar a los 45 días de iniciado el trimestre con estimaciones adelantadas del PIB, el que se publica con un retraso de aproximadamente diez semanas de finalizado dicho trimestre.

Recientemente se trabajó en el estudio de nuevas series para incorporarlas a la PCP y lograr una mayor cobertura en términos de sectores de la economía. En este proceso se consideraron inicialmente un conjunto amplio de indicadores del ciclo, 116 en total, a ser potencialmente utilizados. Entre ellos se incluyeron indicadores “duros”, clasificados como tales por transmitir señales bastante precisas sobre el desempeño de la economía —producción en la industria, actividad en la construcción, comercio, empleo, comercio exterior, variables monetarias y financieras, fiscales y de actividad en Brasil— así como indicadores “blandos”, considerados menos precisos pero con información valiosa sobre las percepciones de distintos agentes económicos respecto de las condiciones presentes y futuras de la economía —encuestas de expectativas de empleo, confianza del consumidor, entre otros—.

Para seleccionar las series a incluir en la PCP se utilizó como criterio de elección la existencia de una correlación contemporánea significativa entre la tasa de crecimiento de cada una de las variables y la tasa de crecimiento de la actividad (PIB). Como resultado, quedaron seleccionadas 30 series del conjunto potencial inicial (ver Tabla 1).

La metodología empleada para la obtención de la PCP, que es la misma que se utilizó en las estimaciones anteriores, consiste en estimar los factores comunes al conjunto de indicadores del ciclo seleccionado y utilizar esos factores para predecir el crecimiento del PIB. La idea que subyace a esta metodología es que la dinámica conjunta de las variables de interés puede ser explicada por un número reducido de factores no observables que dan cuenta del comportamiento cíclico de la economía.

Este conjunto de 30 series se utilizó para estimar los factores y, en base a ellos, un modelo para la variación del PIB. Se encontró que los primeros dos factores logran explicar el 99% de la variabilidad conjunta de los indicadores considerados.

Finalmente, se comparó la capacidad predictiva del nuevo modelo de factores en relación al que usa un conjunto más reducido de series, en base a los errores de pronóstico de ambos modelos. Se encontró que la capacidad predictiva mejora con el nuevo conjunto de información en el 70% de los casos —44% en el período 2012-2015 y 92% a partir del año 2016—.

Seleccionado el modelo, las predicciones se van actualizando a medida que se dispone de nueva información. Para ello, se consideran dos grupos de indicadores (Grupo 1 y Grupo 2), dependiendo de la rapidez con que los nuevos datos están disponibles para su actualización (cada 15 días), lo que permite realizar 6 predicciones de la actividad para cada trimestre.

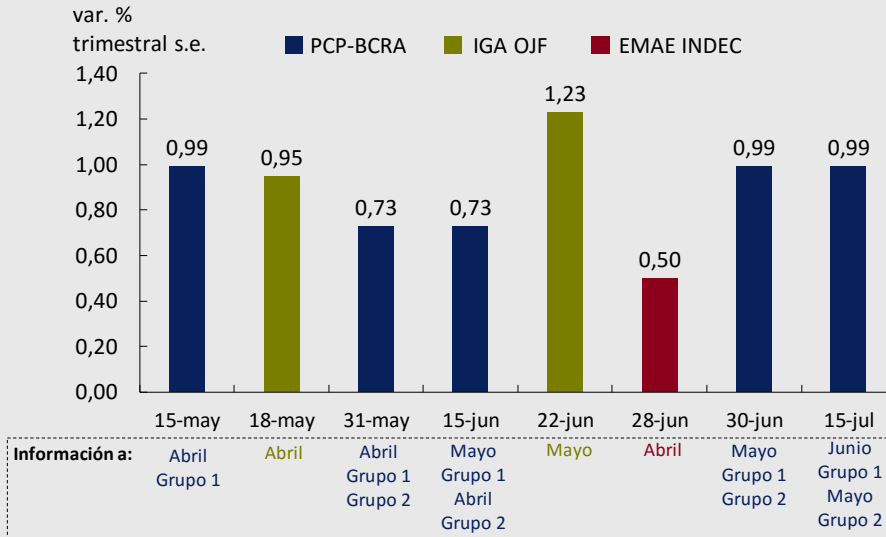
Tabla 1 | Series de la PCP-BCRA

Serie	Fuente	Grupo
Producción Nacional de Vehículos	ADEFA	1
Exportación de Vehículos	ADEFA	1
Despachos provisorios de cemento	AFCP	1
Ventas en comercios minoristas - Electrodomésticos	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Ferreterías	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Marroquinería	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Muebles de Oficina	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Materiales para la Construcción	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Deportes	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Materiales Eléctricos	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Golosinas y Gaseosas	CAME	1
Ventas en comercios minoristas - Textil - Indumentaria	CAME	1
Ventas de autos usados	CCA	1
Recaudación de Impuesto a las Ganancias	MECON	1
Índice de Confianza del Consumidor - Condiciones Presentes	UTDT	1
Índice de Confianza del Consumidor - Situación Personal	UTDT	1
Índice de Confianza del Consumidor - Nivel General	UTDT	1
Producción industrial de Brasil	Banco Central de Brasil	2
Indicador de actividad de Brasil	Banco Central de Brasil	2
Producción de Laminados en caliente (No Planos)	Cámara del Acero	2
Índice de Producción Industrial - Automóviles	FIEL	2
Índice de Producción Industrial - Bienes de capital	FIEL	2
Índice de Producción Industrial - Bienes de consumo durables	FIEL	2
Importaciones en cantidades de piezas y accesorios para bienes de capital	INDEC	2
Importaciones en cantidades - Nivel general	INDEC	2
Importaciones en cantidades de bienes intermedios	INDEC	2
Importaciones en cantidades de bienes de consumo	INDEC	2
Exportaciones en cantidades de MOI	INDEC	2
Precio de las Exportaciones de MOI	INDEC	2
Expectativa Neta de Empleo	Ministerio de Trabajo	2

De acuerdo a la quinta predicción (ver Gráfico 1), el PIB exhibió en el segundo trimestre de 2017 un aumento de 0,99% sin estacionalidad en relación al primer trimestre.

En el Gráfico 1 se muestran las sucesivas predicciones de la PCP para el segundo trimestre de 2017 junto con la información de otros indicadores de actividad disponibles en el mercado, como el Indicador de Actividad de O.J. Ferreres (IGA) y el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) del INDEC. Como se observa en el gráfico, a 15 días de finalizado el primer mes del trimestre se cuenta con una primera estimación de la PCP. A partir de ese momento la PCP brinda subsecuentes actualizaciones quincenales de la predicción del PIB del respectivo trimestre, que van incorporando nueva información a medida que está disponible. Por otro lado, el IGA brinda información con una frecuencia mensual, mientras que el EMAE, también mensual, se publica con mayor rezago —a fines del último mes del trimestre (en este caso junio) recién se difunde el primer dato de actividad con información correspondiente al primer mes de dicho trimestre (abril)—.

Gráfico I | Pronósticos Segundo Trimestre 2017



Nota: para los indicadores mensuales la variación trimestral resulta de realizar dicho cálculo entre el promedio de la información mensual disponible para cada trimestre.

Fuente: BCRA, INDEC y O.J. Ferreres

De este modo, la PCP permite contar con una primera predicción de la actividad en el trimestre a 45 días de iniciado el mismo, con subsecuentes actualizaciones quincenales, lo que implica una ganancia informativa en cuanto a prontitud y actualización en relación a otros indicadores. En ese sentido, la PCP constituye una herramienta útil y valiosa para las decisiones de política.

Cabe mencionar que la PCP está basada en un modelo estadístico que se actualiza automáticamente, sin ninguna intervención del juicio de expertos. En ese sentido, sus resultados son complementarios a los pronósticos que involucran juicio de expertos.

4. Precios

Durante el segundo trimestre se profundizó la desaceleración de la inflación en términos interanuales, reflejando la continuidad del proceso de desinflación iniciado a mediados de 2016. En junio de 2017, los precios minoristas alcanzaron tasas de suba interanual del orden del 22%, el mínimo valor desde 2009.

En el segundo trimestre del año se verificó una inflación promedio inferior a la del período enero-marzo. Sin embargo, la inflación núcleo mantuvo durante 2017 cierta persistencia en niveles superiores a los buscados por la autoridad monetaria. Este comportamiento de la inflación núcleo está relacionado con la dinámica tanto de los bienes como de los servicios privados. Continuó la recuperación relativa de los servicios, privados y públicos, respecto de los bienes.

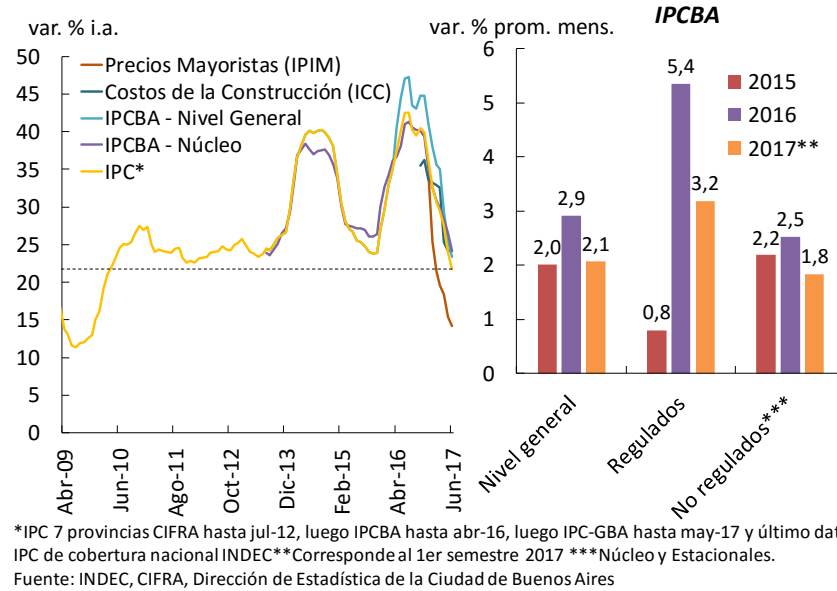
Las expectativas de los analistas que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) permanecieron prácticamente sin cambios respecto del relevamiento disponible en el anterior IPOM. En este marco, el Banco Central seguirá manteniendo un claro sesgo anti-inflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017 y que la tasa de inflación a fines de 2017 sea compatible con la meta de $10\% \pm 2\%$ para 2018.

4.1 La inflación retomó el sendero de desaceleración, tras la interrupción observada a inicios de año

Durante el segundo trimestre se profundizó la desaceleración de la inflación en términos interanuales, reflejando el proceso de desinflación iniciado a mediados de 2016. Los distintos indicadores oficiales minoristas disponibles se expandieron a una tasa del orden del 22% i.a., el mínimo valor desde 2009²⁷. Este comportamiento de los precios se dio incluso en un proceso de fuerte reacomodamiento de precios relativos a favor de las tarifas de los servicios públicos (ver Gráfico 4.1). Los precios mayoristas evidenciaron una desaceleración más marcada con tasas de aumento interanual cercanas a 13% i.a. en junio 2017.

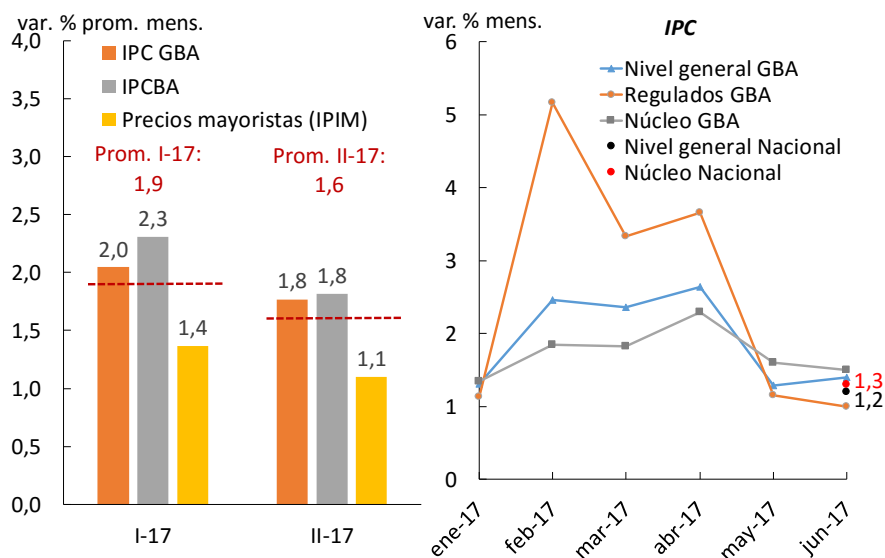
²⁷ Para este cálculo se consideró el IPC 7 provincias CIFRA hasta jul-12, luego IPCBA hasta abr-16, luego IPC-GBA hasta may-17 y último dato IPC de cobertura nacional INDEC. Incluso si se toma la serie de San Luis, que es la única para la que se dispone de datos históricos, se observa que 21,7% i.a. es el mínimo valor de la serie desde 2009, aunque este valor también fue alcanzado en febrero y marzo de 2011.

Gráfico 4.1 | Dinámica de la inflación



En julio el INDEC comenzó a difundir un IPC de alcance nacional, que será el indicador de referencia para la política monetaria (ver Apartado 3 / Índice de Precios al Consumidor Nacional). Según la nueva medición, la variación promedio mensual en el primer semestre fue de 1,9%, acumulando en lo que va del año un alza de 11,8%. Estos resultados son similares a los que se obtienen para periodos comparables en la región del GBA, que tiene una ponderación de 45% en el total nacional, y cuyo índice de precios fue el de referencia de la política monetaria desde la implementación del esquema de metas de inflación. Al interior del país la dispersión en la inflación acumulada fue baja (1,3 p.p.²⁸), con un comportamiento del nivel general muy homogéneo entre regiones.

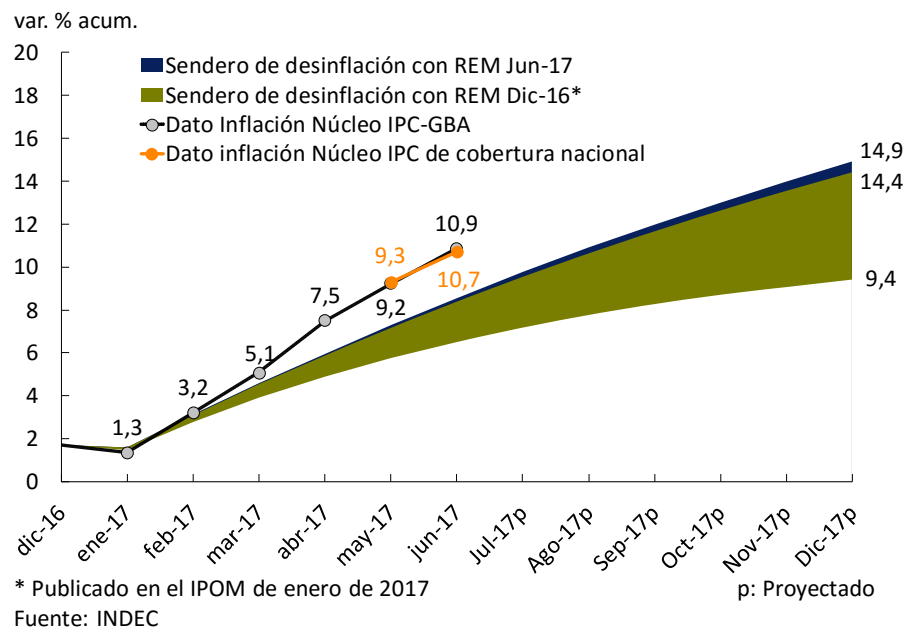
Gráfico 4.2 | Dinámica reciente de la inflación



²⁸ Con un mínimo en la región Pampeana de 11,4% y un máximo de 12,7% en el Noroeste.

En el segundo trimestre, los precios exhibieron una tasa de expansión promedio mensual inferior a la registrada durante el trimestre anterior (ver Gráfico 4.2)²⁹. Sin embargo, la medición núcleo³⁰ mantiene una elevada persistencia, aunque con una ligera desaceleración en los últimos meses. Esta dinámica de la inflación núcleo es independiente del indicador de precios que se utilice como de la metodología empleada para su construcción³¹. La inflación núcleo se ubicó por encima del sendero de desinflación presentado en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de enero de 2017 (ver Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 | Sendero de Desinflación



Distintos indicadores de alta frecuencia disponibles, que presentan una mayor correlación contemporánea con la evolución de la inflación núcleo, también mostraron cierta persistencia en su ritmo de crecimiento mensual (ver Gráfico 4.4).

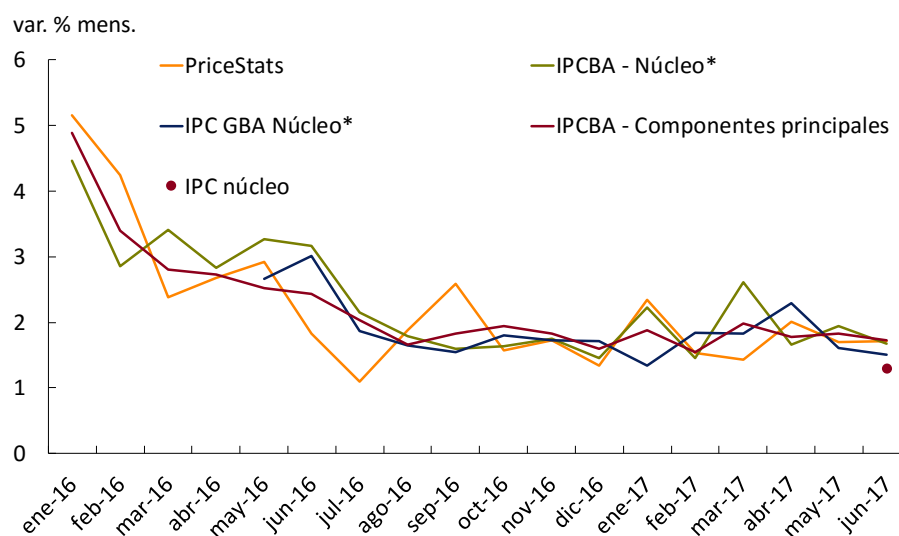
Los bienes y servicios estacionales mostraron comportamientos heterogéneos, aunque con una incidencia acotada sobre el nivel general de precios. En el primer semestre del año acumularon un alza de 10,1% en el IPC de cobertura nacional, similar a la de la inflación núcleo.

²⁹ No se dispone información mensual del IPC a nivel nacional publicado por el INDEC, el análisis del comportamiento de los precios a lo largo del semestre se realiza en base a los datos del IPC GBA y, eventualmente, otros indicadores oficiales.

³⁰ Representa aproximadamente un 70% de la canasta.

³¹ El método utilizado por las Direcciones de Estadísticas es el de exclusión de componentes, pero también se pueden calcular otras medidas de corte estadístico mediante la aplicación de técnicas econométricas (por ejemplo: componentes principales y medias truncadas; ver Apartado 5 del IPOM de julio 2016).

Gráfico 4.4 | Indicadores de alta frecuencia e inflación núcleo



*En ambos casos se excluye Medicina Prepaga y Educación Formal.

Fuente: PriceStats' Aggregate Inflation Series, INDEC y Dirección General de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires

Los bienes registraron tasas de aumento más bajas en relación a los servicios privados, en un contexto de mayor apertura de la economía. En la medida que se reduce el ritmo de crecimiento de los precios comienzan a ser más perceptibles aquellos movimientos de carácter idiosincrático. La evolución de los precios de los servicios privados fue consistente con la dinámica de los salarios del sector privado formal, dada la intensidad del uso del factor trabajo en su función de producción.

Los precios mayoristas³² acumularon en el primer semestre del año un alza de 7,6%. La tasa promedio de crecimiento del segundo trimestre fue de 1,1%, desacelerándose 0,3 p.p. respecto de los primeros meses del año. El componente nacional³³ es el que explica mayormente la dinámica reciente del índice. Si bien en mayo y junio el tipo de cambio nominal se depreció a una tasa promedio de 2,4% mensual, tanto en la comparación bilateral con Estados Unidos como en la multilateral³⁴, los precios de los bienes importados se incrementaron en torno a 1% (ver Gráfico 4.5)³⁵. La aceleración en la tasa de crecimiento de los precios mayoristas hacia fines del trimestre estuvo vinculada al comportamiento de los productos primarios, fundamentalmente al Petróleo crudo y gas³⁶.

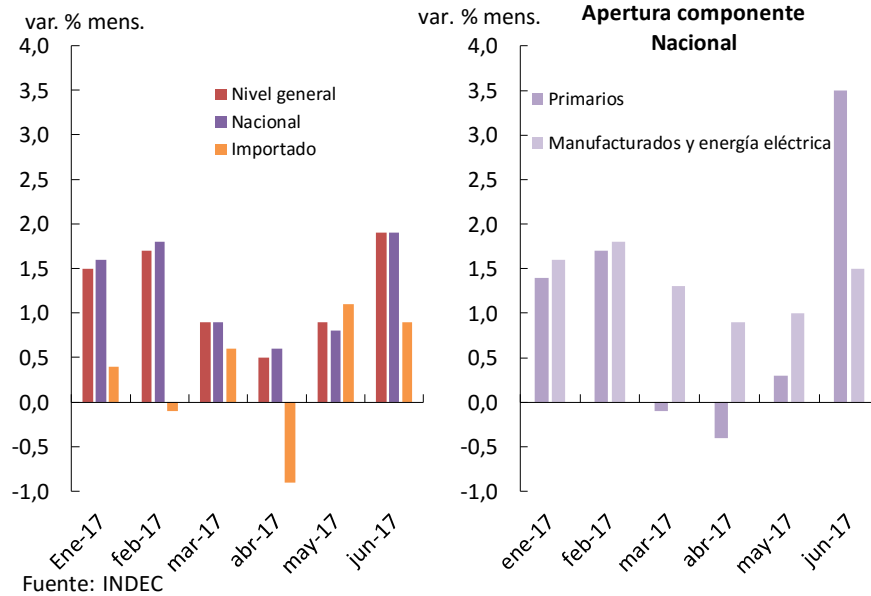
³² La canasta del índice de precios mayorista a precios de mercado (IPIM) está compuesta principalmente por bienes.

³³ En parte debido a su elevada ponderación dentro del índice.

³⁴ Tipo de Cambio Nominal Multilateral (ITCNM) con los principales socios comerciales de Argentina elaborado por el BCRA.

³⁵ Otros rubros como Petróleo y gas que fijan precios en dólares también reflejan la incidencia de tipo de cambio nominal.

³⁶ Precios medidos en boca de pozo.

Gráfico 4.5 | Precios Mayoristas

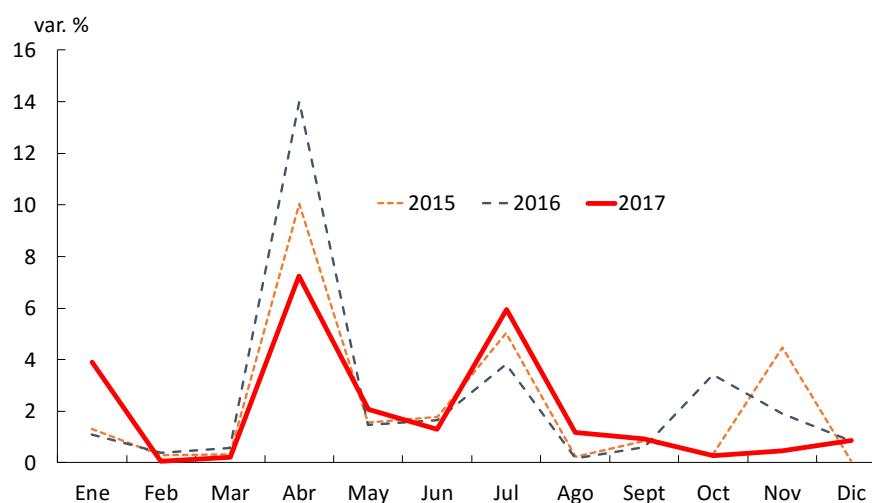
4.2 Los salarios reales siguieron recuperándose

En el primer trimestre continuó el proceso de recuperación de los salarios reales acompañando el ciclo ascendente de la actividad económica (ver Sección 3. Actividad). Esta tendencia habría continuado en el segundo trimestre del año, debido al ingreso de los primeros tramos de aumento de diversas paritarias en un contexto de menores tasas de aumento de los precios.

Las negociaciones salariales cerradas desde la publicación del anterior IPOM pautaron ajustes de entre 20% y 24%, incluyendo en su mayoría algún tipo de cláusula gatillo. Dicha cláusula resultó una herramienta útil para instrumentar acuerdos que tengan en cuenta la inflación esperada y no la inflación pasada. Cabe destacar que, a diferencia de lo ocurrido en años anteriores, las paritarias de los principales gremios³⁷ concentraron los tramos de integración salarial y los mayores aumentos en la primera parte del año (ver Gráfico 4.6).

³⁷ Bancarios, Alimentación, Camioneros, Carne, Comercio, Construcción, Encargados de edificios, Gastronómicos, Gráficos, Indumentaria, Madera, Metalúrgicos (rama automotores), Petróleo, Plásticos, Químicos y Sanidad. Representan aproximadamente un tercio de la fuerza laboral.

Gráfico 4.6 | Aumento Salarial de 17 gremios*



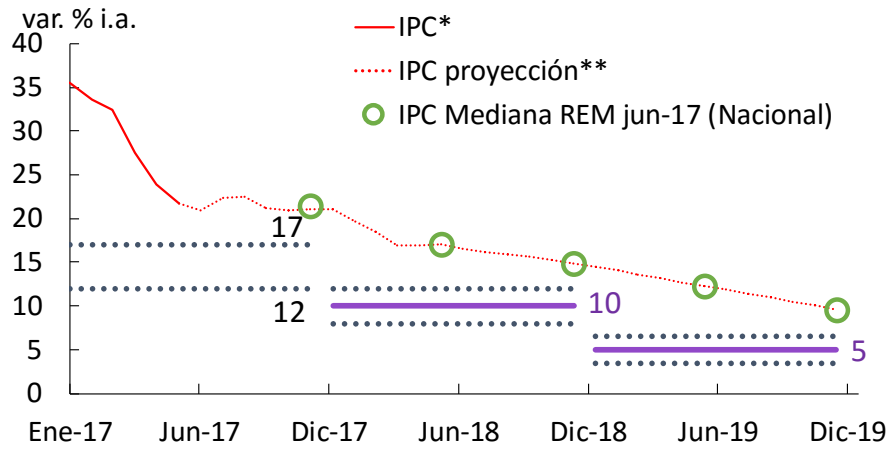
*Media geométrica de aumento salarial ponderada por cantidad de afiliados. Considerando 17 gremios: Bancarios, Alimentación, Camioneros, Carne, Comercio, Construcción, Encargados, Gastronómicos, Gráficos, Indumentaria, Madera, Metalúrgicos, Petróleo, Plásticos, Químicos y Sanidad (3 millones de trabajadores)
Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

En la medida que se vayan extinguiendo los acuerdos remanentes de 2016, van entrando en vigencia nuevos acuerdos que contemplan la inflación esperada por los agentes económicos para los próximos 12 meses. En este contexto es esperable observar una progresiva baja en el ritmo de expansión nominal de los salarios durante los próximos 12 meses. La continuidad en el proceso de desinflación permitiría seguir con una recomposición salarial en términos reales, asociada a menores aumentos nominales del nivel general de precios en los próximos meses.

4.3 El sendero de desinflación continuaría en el segundo semestre

La desaceleración observada en los diversos índices de precios continuaría en los próximos meses, aunque de manera más moderada, según lo reflejan las expectativas capturadas por el REM. Para el segundo semestre del año, los analistas de mercado prevén una tasa de inflación promedio mensual de 1,3%, inferior a la primera parte del año. En términos interanuales, las expectativas se ubican en 21,6% i.a. para diciembre de 2017 y en 17% i.a. para los próximos 12 meses vista (Jun-18; ver Gráfico 4.7). Cabe señalar que el desvío entre la proyección del REM y el límite superior de la meta se mantuvo prácticamente sin cambios respecto del IPOM anterior (4,6 p.p.).

Gráfico 4.7 | Metas de Inflación e inflación esperada



* Para calcular las variaciones interanuales se utilizaron: entre enero y abril 2016 el IPC CABA; desde abril 2016 hasta diciembre 2016, IPC GBA y desde enero 2017, el IPC de cobertura nacional elaborado por el INDEC

**Inflación implícita a partir de las proyecciones del REM jun-17

Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA, INDEC y REM - BCRA

En el escenario actual, el principal desafío será lograr que la inflación núcleo retorne al sendero de desinflación en el segundo semestre. En este marco, el Banco Central seguirá manteniendo un claro sesgo anti-inflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017 y que la tasa de inflación a fines de 2017 sea compatible con la meta de 10% ± 2% para 2018.

Apartado 3 / Índice de Precios al Consumidor Nacional

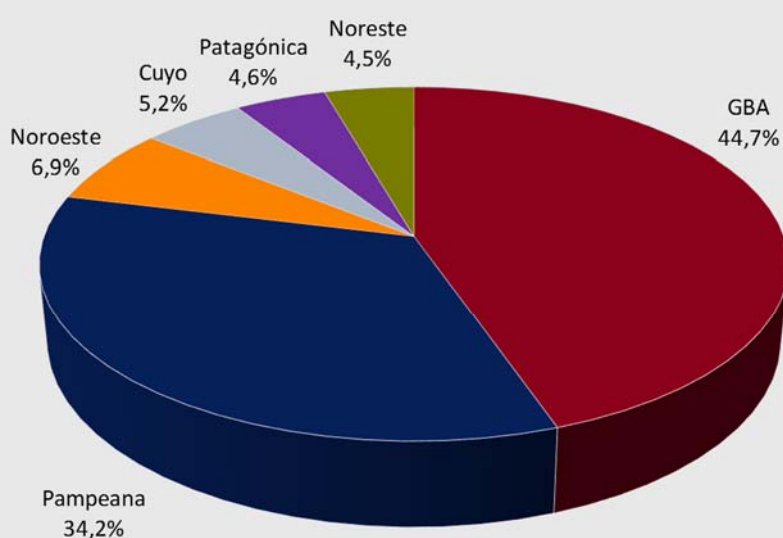
En julio de 2017 el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) comenzó a difundir el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cobertura nacional, publicando datos correspondientes al período enero-junio de este año. Al ser el indicador de inflación de mayor cobertura publicado por el INDEC, el BCRA lo utilizará para la toma de decisiones de política monetaria, tal como oportunamente fuera anunciado en septiembre de 2016 con el lanzamiento del esquema de metas de inflación.

La elaboración de un IPC de alcance nacional, siguiendo definiciones metodológicas homogéneas para todo el territorio que garantizan la congruencia a nivel regional y la calidad del mismo, permite disponer de un indicador confiable de la evolución de los precios representativo de todo el país. La ampliación de la cobertura del IPC, que hasta el momento sólo cubría el Gran Buenos Aires (IPC-GBA), está en línea con las recomendaciones internacionales en la materia, por lo que reviste particular relevancia en el contexto del proyecto de ingreso de la Argentina en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Para su elaboración se recopilan aproximadamente 320.000 precios por mes en 40 aglomerados urbanos (incluyendo la Ciudad de Buenos Aires y 24 partidos, que conforman el GBA), cubriendo la totalidad de las provincias del país. La información de precios de todas las provincias, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) y de los partidos del conurbano bonaerense se agrupa en 6 regiones geográficas: GBA, Pampeana, Noroeste Argentino (NOA), Noreste Argentino (NEA), Cuyo y Patagónica.

El IPC se construye mediante un promedio ponderado de índices regionales, los cuales también se difunden. Cada índice regional participa en el IPC de cobertura nacional según la importancia del gasto urbano de la región en el gasto total urbano a nivel nacional, de acuerdo a los resultados de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares 2004/05 (ENGHo 2004/05). La región del GBA y la Pampeana tienen el mayor peso en el indicador nacional, concentrando casi el 80% del gasto total de los hogares urbanos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Participación de las regiones en el gasto de los hogares urbanos de todo el país



Fuente: INDEC

La información primaria a partir de la cual se seleccionaron los bienes y servicios que componen la canasta de los IPC de cada región y su estructura de ponderaciones también se estimó a partir de la información de la ENGHo 2004/05, considerándose los gastos de consumo de los hogares residentes en centros urbanos sin exclusiones de ningún tipo. Al igual que en el IPC-GBA, la estructura de ponderaciones de las canastas regionales fue actualizada por la evolución de los precios entre el período de referencia de dicha encuesta y el período base del índice, que es diciembre de 2015, reflejando así los eventuales cambios en precios relativos ocurridos durante ese lapso de tiempo.

Una innovación con la publicación del IPC de cobertura nacional y de los IPC regionales es la adopción de un nuevo clasificador para la canasta de bienes y servicios. El INDEC comenzó a difundir los resultados de los IPC utilizando el Clasificador del Consumo Individual por Finalidad (COICOP, por su sigla en inglés: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*) de Naciones Unidas, 1999, que constituye un estándar internacional.

Este clasificador consta de un primer nivel de desagregación conformado por 12 divisiones, las cuales a su vez se desagregan en grupos, que constituyen el segundo nivel de desagregación, y luego en clases, que es el tercer nivel de apertura. Hasta el nivel de clase, el clasificador nacional coincide con el internacional, facilitando así las comparaciones internacionales, ya que la mayoría de los países emplean este clasificador, y también con el IPC de la Ciudad de Buenos Aires (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Aperturas de desagregación de la canasta del IPC – Clasificación COICOP - Ejemplo

COICOP nacional	Nivel de apertura	Nombre de la apertura	Ejemplo
0	Nivel 0	Nivel General	IPC Nivel general
01	Nivel 1	División	Alimentos y bebidas no alcohólicas
01.1	Nivel 2	Grupo	Alimentos
01.1.4	Nivel 3	Clase	Leche, productos lácteos y huevos
01.1.4.1	Nivel 4	Subclase	Leches
01.1.4.1.001	Nivel 5	Variedad	Leche entera refrigerada

Fuente: INDEC

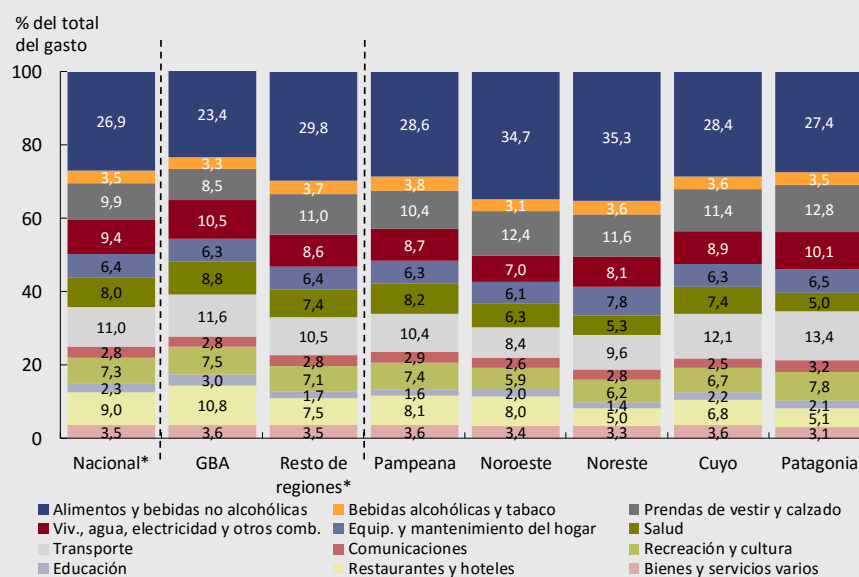
Es importante resaltar que la utilización de distintas clasificaciones para agrupar los datos no altera los resultados del nivel general del índice, debido a la propiedad de aditividad que satisface la fórmula de agregación³⁸ del índice.

La distribución del gasto en las 12 divisiones que constituyen el primer nivel de desagregación del nuevo clasificador permite caracterizar los patrones del gasto de consumo en las regiones del país. Comparando la estructura de la canasta a nivel nacional con el GBA se observa que el gasto en las divisiones más relacionada con servicios (Restaurantes y hoteles, Vivienda, Agua, Electricidad y otros combustibles, Salud, Educación y Transporte) revisten mayor importancia relativa en el GBA que en el interior del país. La participación de los Bienes y Servicios es de aproximadamente 60% y 40% en el IPC GBA a diciembre 2016, respectivamente, mientras que alcanzó 67% y 33% respectivamente para el IPC de cobertura nacional (ver Gráfico 2). De todas formas, las variaciones de precios que arrojó el IPC de cobertura nacional en los primeros

³⁸ Fórmula tipo Laspeyres, que en el caso del IPC es $P = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t * q_i^b}{\sum_{i=1}^n p_i^0 * q_i^b}$ donde n son los productos de la canasta de consumo con precios p_i y cantidades q_i , 0 es el período base de los precios (diciembre de 2015=100), b es el período de referencia de las cantidades que surgen de la ENGH (2004/05) y t es el período actual.

6 meses de 2017 no resultan a nivel agregado significativamente diferentes de las del IPC GBA. Mientras que el IPC a nivel nacional acumuló un incremento de 11,8% en el primer semestre de 2017, el IPC GBA subió 12,0% en igual lapso.

Gráfico 2 | Gasto de consumo de los hogares por finalidad. Ponderaciones a diciembre 2016.



La estructura de las canastas de consumo que se utiliza para elaborar el IPC podría no reflejar los patrones actuales. Por un lado, las ponderaciones de las canastas están basadas en una encuesta de hace más de 12 años, y la actualización de las mismas por precios relativos supone que los consumidores no alteraron sus patrones de consumo ante los cambios en precios relativos verificados entre el período de referencia de la ENGHo 2004/05 y el período base del índice, esto es, una elasticidad de sustitución nula. Para atender esta desventaja, el INDEC llevará a cabo una nueva ENGHo que permita contar con información actualizada de la estructura de gastos de consumo de la población de todo el país. Esto posibilitará confeccionar un IPC que refleje adecuadamente los patrones de consumo actuales de la población a los fines de seguir la evolución de la inflación en todo el territorio nacional.

5. Política monetaria

A partir de enero de 2017 el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 10% \pm 2% para 2018, y 5% \pm 1,5% a partir de 2019. También definió que para evaluar el cumplimiento de la meta anual del BCRA deberá emplearse el índice de cobertura más amplia que publique el INDEC, que actualmente es el IPC Nacional que acaba de darse a conocer.

Luego de nueve meses en los que la inflación núcleo del IPC de GBA fluctuó entre 1,3% y 1,9% mensual y ante señales de que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria, el 11 de abril el Banco Central dispuso aumentar la tasa de política monetaria en 150 puntos básicos, a 26,25%.

Si bien a partir de mayo los distintos datos mensuales de inflación general volvieron a retomar la senda decreciente, dado que todavía presentaban una trayectoria superior a la prevista por el BCRA para esta parte del año y que la inflación núcleo mostraba señales de persistencia en valores superiores a los compatibles con el cumplimiento de las metas, el BCRA decidió mantener inalterada su tasa de política monetaria. Al haber mantenido la tasa de interés nominal invariante, en un contexto en el que las expectativas de inflación continuaron descendiendo, se elevó la tasa de interés real, con lo que el Banco Central acentuó el carácter desinflacionario de su política monetaria.

El Banco Central seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017 y que la tasa mensual de inflación a fines de 2017 sea compatible con la meta de 10% \pm 2% para 2018.

5.1 La política del Banco Central durante el segundo trimestre

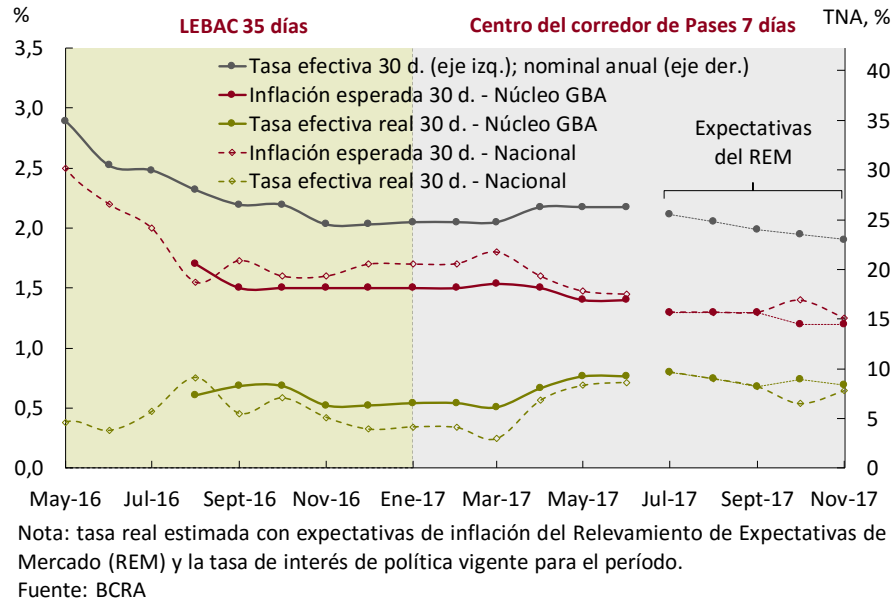
A partir de enero de 2017 el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 10% \pm 2% para 2018, y 5% \pm 1,5% a partir de 2019.

En septiembre de 2016 el BCRA había definido que para evaluar el cumplimiento de la meta se emplearía el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia que publique el INDEC, dado que la política monetaria tiene como objetivo reducir la inflación en la totalidad del territorio nacional, no en una región en particular. En aquel entonces, el índice de precios al consumidor de cobertura más amplia disponible era el de GBA, pero el INDEC estaba avanzando en la confección de un índice de cobertura nacional, que se dispone a partir de julio 2017. Para el primer semestre del año, dichos índices no presentan divergencias significativas, ni se espera tampoco que las presenten para el futuro (ver Capítulo 4). Por ello, a los fines de evaluar el cumplimiento de la meta anual del BCRA se tomará el IPC nacional.

Luego de varios meses en que la inflación núcleo no diera señales claras de descender (ver Capítulo 4. Precios) y en que la inflación general mostraba un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria, el 11 de abril el Banco Central aumentó su tasa de política monetaria, el centro del corredor de pasés a 7 días, en 150 puntos básicos, a 26,25%, y la mantuvo inalterada desde entonces.

Al haber mantenido la tasa de interés nominal de política invariante, en un contexto en el que las expectativas de inflación continuaron mostrando una tendencia descendente, el Banco Central continuó acentuando el carácter desinflacionario de su política monetaria, elevando la tasa de interés real de política (ver Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1 | Tasa de interés de política nominal y real

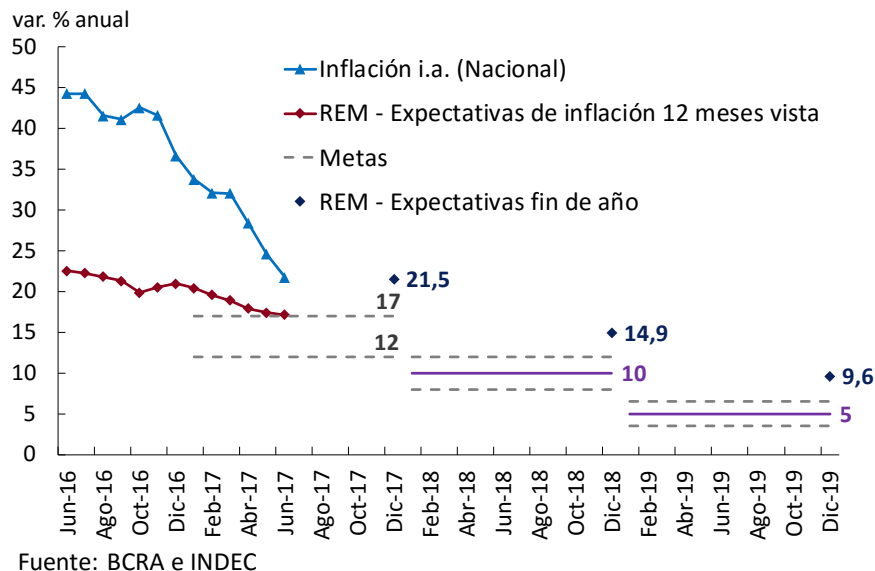


Con el objeto de evaluar el carácter de la política monetaria, resulta conveniente considerar los índices de precios que miden la inflación núcleo. Estos indicadores resultan una medida más precisa de la inflación subyacente. Calcular tasas reales tomando en cuenta expectativas de inflación núcleo reduce las fluctuaciones que generan los cambios en los precios regulados y estacionales.

Las expectativas de inflación, del relevamiento de expectativas que realiza el BCRA con los analistas del mercado (REM), muestran una trayectoria en claro descenso para el futuro. Los analistas esperan que el BCRA continúe reduciendo gradualmente su tasa de interés de política en los meses próximos, a medida que la inflación siga desacelerándose, de forma de mantener el carácter desinflacionario de su política (ver Gráfico 5.1)

No obstante, las expectativas aún no se encuentran alineadas con la meta del Banco Central para diciembre de 2017, sino que esperan que la inflación recién se encuentre en 17%, el límite superior del objetivo de este año, a mediados de 2018 (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Expectativas de inflación

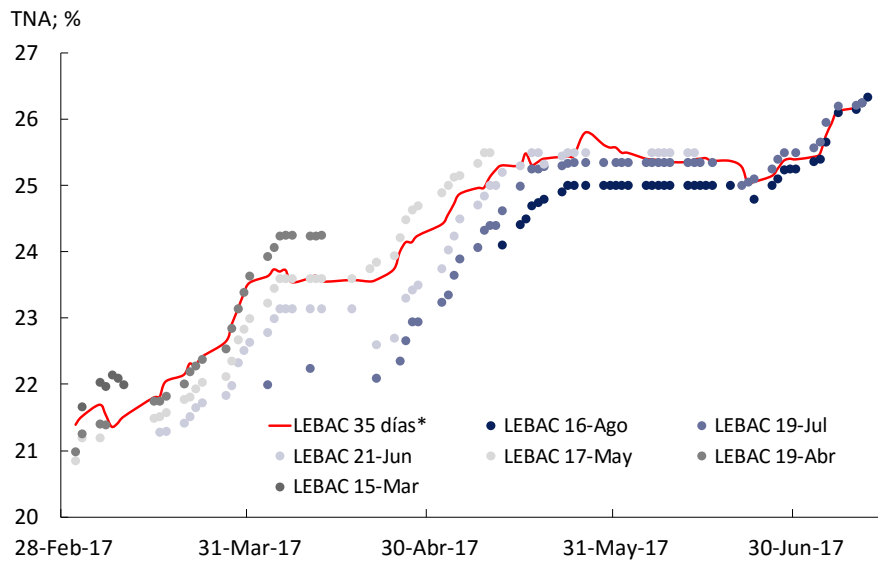


En lo que va del año la inflación nacional interanual cayó casi 15 p.p., del 36,6% en diciembre de 2016 a 21,7% en junio de 2017, el nivel más bajo de los últimos 10 años. No obstante, aún se encuentra 4,7 p.p. más alta que el límite superior del rango objetivo para fin de 2017.

Para los próximos meses, el BCRA seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación de entre 12% y 17% en 2017, y alcance durante el último trimestre de 2017 una inflación mensual compatible con una inflación de $10\% \pm 2\%$ anual para 2018.

Para fortalecer la transmisión de su tasa de interés de política al resto de las tasas de interés del mercado, el Banco Central volvió a realizar operaciones de mercado abierto (OMA), mediante la venta de LEBAC en el mercado secundario. De este modo, logró retirar la liquidez excedente que se encontraba volcada hacia pases pasivos con el BCRA, y hacer que las tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario recuperaran 5 p.p. (ver Gráfico 5.3) alcanzando a principios de julio valores superiores al 26%.

Gráfico 5.3 | Tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario

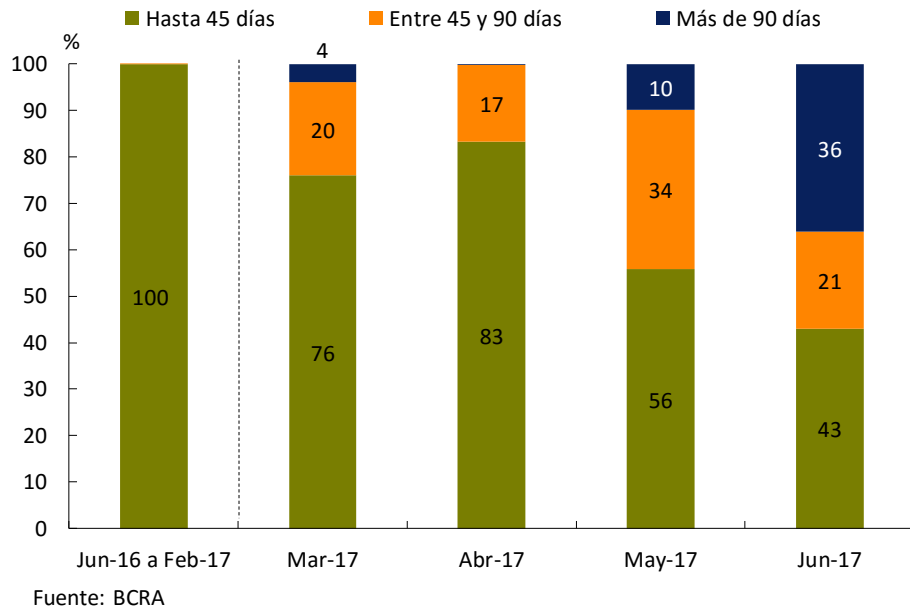


*Tasa representativa de 35 días de plazo obtenida por interpolación.

Fuente: BCRA

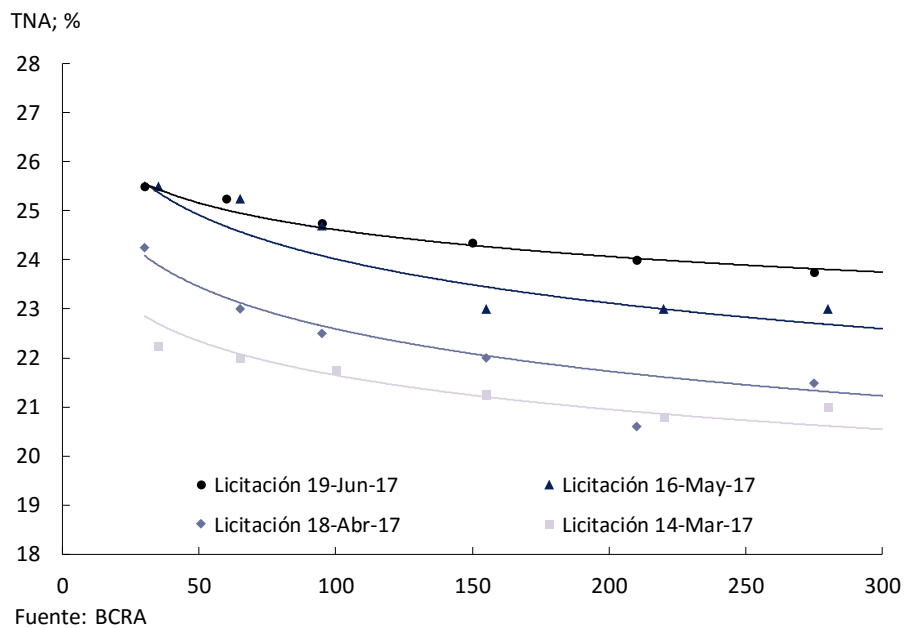
A diferencia de las operaciones realizadas durante 2016, cuando el BCRA operaba en el mercado secundario de LEBAC en el segmento a 35 días de plazo, para evitar que las tasas de interés difirieran más de medio punto respecto a la tasa de interés de política (que en aquel entonces era la de la licitación de LEBAC a 35 días de plazo), durante 2017 sus operaciones de mercado abierto se distribuyeron a lo largo de todos los tramos de plazo (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4 | Ventas de LEBAC en el mercado secundario por tramo de plazo



Los movimientos de las tasas de interés de las LEBAC inicialmente fueron más pronunciados en las especies de menor plazo, por lo que la curva de tasas de interés de las LEBAC acentuó su pendiente invertida en abril. En cambio, en mayo y junio las tasas de interés de las especies más largas fueron las que más se recuperaron, finalizando en junio con una pendiente más aplanada, en niveles entre 3 p.p. y 3,25 p.p. por encima de los mínimos registrados en marzo (ver Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5 | Curvas de rendimientos de las LEBAC en el mercado primario



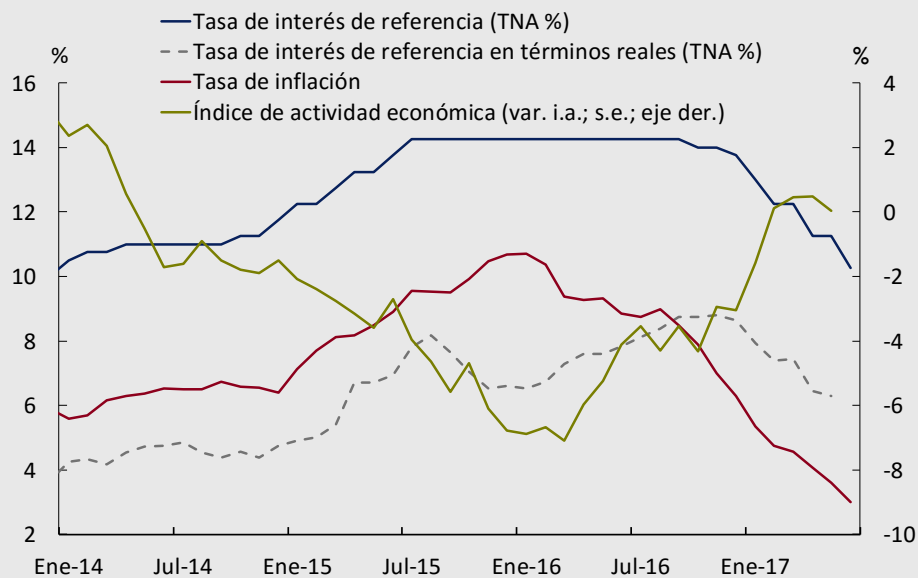
Recuadro: La reciente experiencia antiinflacionaria de Brasil

Desde fines de 2014 el Banco Central de Brasil incrementó su tasa de política monetaria, en respuesta a la aceleración inflacionaria. Si bien a comienzos de 2016 el crecimiento de los precios comenzó a mostrar una gradual moderación, el Banco Central de Brasil mantuvo su tasa de interés invariante con el objeto de acentuar el carácter antiinflacionario de su política.

De este modo, en términos reales, la tasa de interés de política continuó elevándose, hasta alcanzar niveles por encima del 8%, el mayor de los últimos años.

Así, se consolidó el proceso de desaceleración inflacionaria desde una inflación interanual más de 10% a fines de 2015 a 3% a mediados de 2017, período en el cual, en paralelo, comenzó a registrarse una recuperación en la actividad económica (ver Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6 | Brasil: Tasa de interés de política, inflación y actividad económica

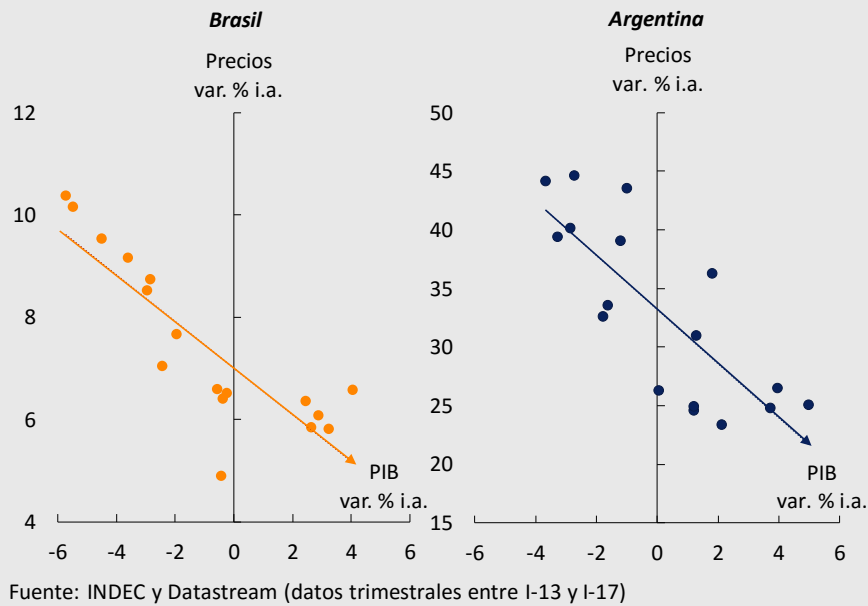


Fuente: Banco Central de Brasil

Los efectos positivos de la reducción de la inflación son conocidos. En el mediano y largo plazo se destaca la reducción de la incertidumbre. El proceso de desinflación permite ampliar gradualmente el horizonte temporal en base al cual los agentes económicos toman sus decisiones de ahorro e inversión. Un efecto más inmediato es la reducción del impuesto inflacionario, que es altamente regresivo. Pero muchas veces se piensa que para reducir la inflación debe sacrificarse el crecimiento de la actividad económica. Los datos recientes de Argentina y Brasil muestran justamente lo contrario, que una desaceleración de la inflación es perfectamente compatible con el crecimiento de la actividad económica³⁹ (ver Gráfico 5.7).

³⁹ Véase <https://ideasdepeso.com/2017/04/20/desinflacion-y-crecimiento/>.

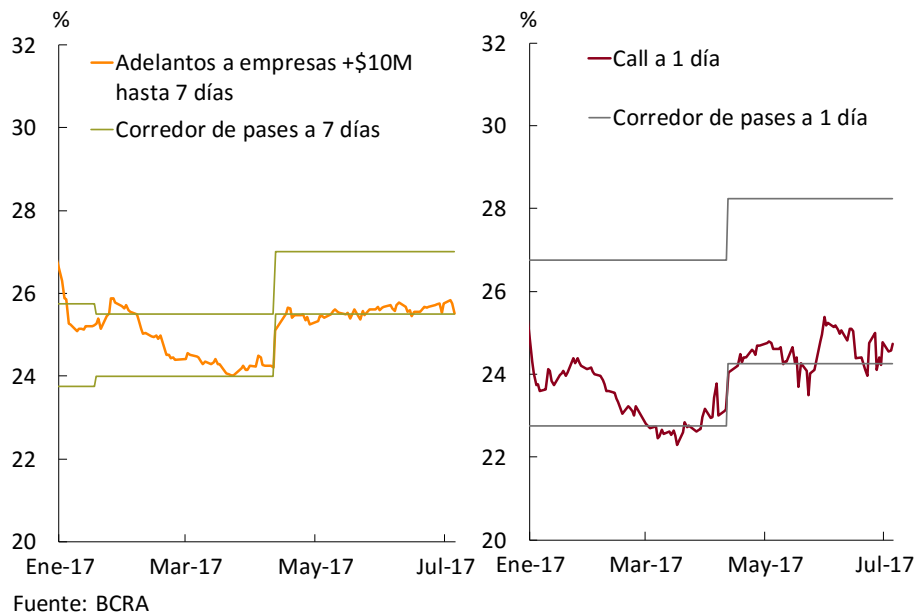
Gráfico 5.7 | Menos inflación, más crecimiento: Argentina y Brasil (2013-2017)



5.2 La transmisión de la tasa de interés de política al resto de las tasas de interés de mercado

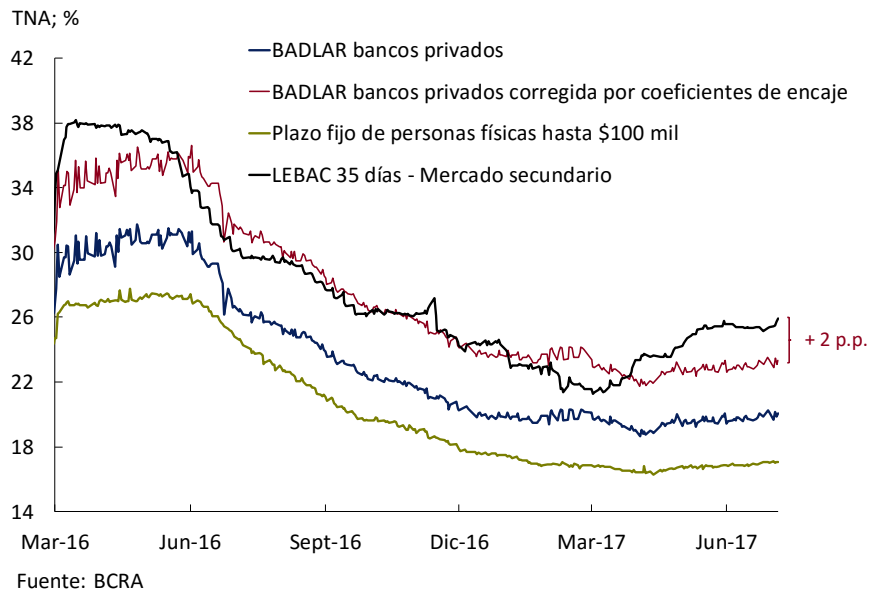
Las tasas de interés del mercado monetario registraron subas, en línea con el cambio de tasa de interés de política, y se ubicaron cerca del nuevo nivel del piso del corredor de pasés. En efecto, la tasa de los adelantos a empresas por montos mayores a \$10 millones y hasta 7 días de plazo, subió alrededor de 1,5 p.p. hasta 25,5% en abril, alineándose con las tasas de interés de los pasés pasivos del BCRA a 7 días de plazo, mientras que la del *call* interbancario a 1 día hábil, registró un aumento similar para oscilar desde entonces en torno a 24,5%, 0,25 p.p. por encima de la tasa de pasés pasivos del BCRA a 1 día de plazo (ver Gráfico 5.8).

Gráfico 5.8 | Corredor de pasés del BCRA y tasas del mercado monetario



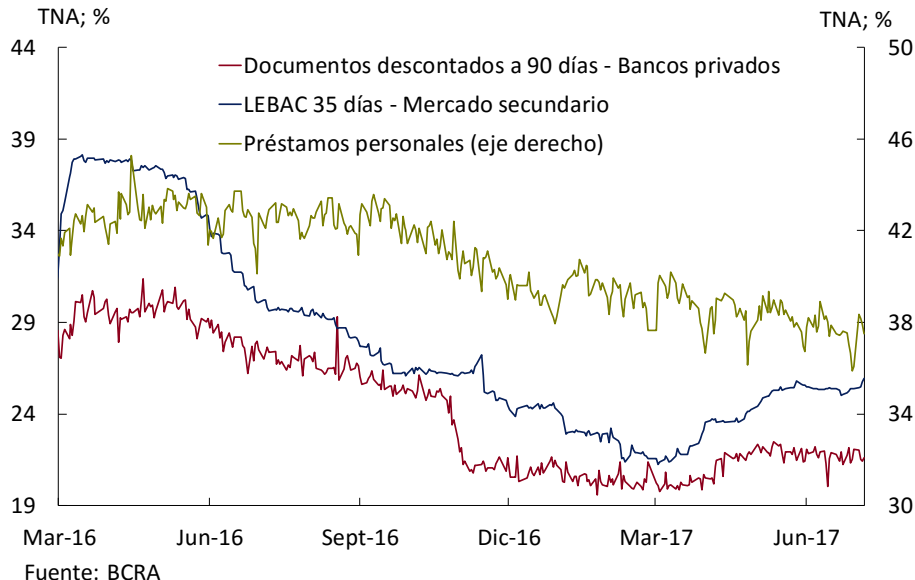
En cambio, a pesar de la recuperación de las tasas de interés de las LEBAC, las tasas de interés de los depósitos se mantuvieron relativamente estables. En el segmento mayorista, la BADLAR se mantuvo en torno al 20%, registrando un leve descenso durante marzo, que revirtió en abril, una vez que el BCRA comenzó a realizar operaciones de mercado abierto con LEBAC. No obstante, quedaron algo rezagadas. Si se compara el costo de fondeo de los depósitos mayoristas ajustados por el encaje con la tasa de la LEBAC a 35 días de plazo se observa que desde mediados de mayo de 2017 presenta su mayor spread, de alrededor de 2 p.p. En el caso de las tasas de interés de los plazos fijos minoristas, continuaron alrededor de 17% (ver Gráfico 5.9).

Gráfico 5.9 | Tasa de LEBAC y tasas pasivas de los bancos



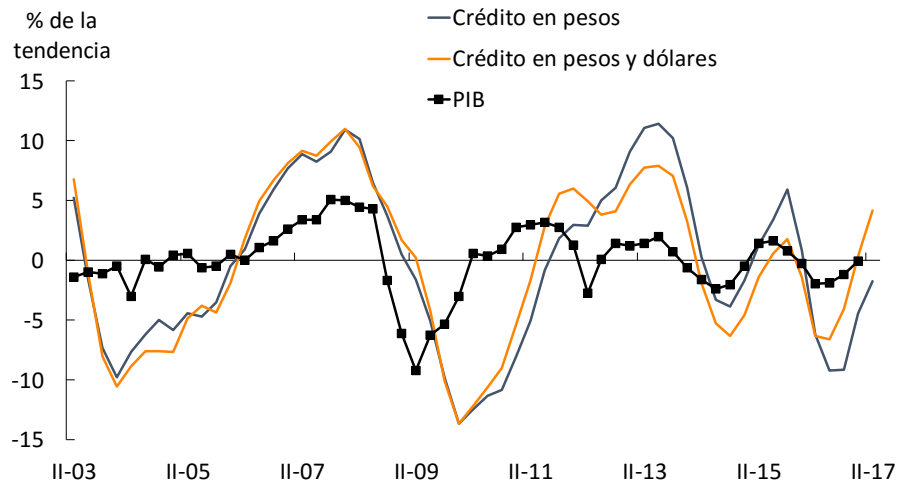
En las tasas activas, el comportamiento fue más heterogéneo. En el caso de los préstamos personales, continuaron con su ligera tendencia decreciente acumulando una baja en el segundo trimestre de 1,3 p.p. En cambio, las tasas de interés de las financiaciones a las empresas de corto plazo registraron subas durante el segundo trimestre de 2017, en línea con los movimientos en las tasas de interés de los instrumentos del BCRA. La tasa de interés de los documentos descontados hasta 90 días de plazo, registró un alza de 1,5 p.p. durante abril para estabilizarse alrededor de 21,8% (ver Gráfico 5.10).

Gráfico 5.10 | Tasa de LEBAC y tasas activas de los bancos



A pesar de la suba de las tasas de interés de política monetaria, y de algunas de las tasas de interés activas de los bancos, el crédito continuó aumentando, como es habitual en la fase ascendente del ciclo económico.

Gráfico 5.11 | El ciclo del crédito y la actividad económica. Desvío respecto de la tendencia*



Nota: Stock de crédito expresado en pesos, deflactado por IPC Nacional.

*Diferencia entre el logaritmo de la variable desestacionalizada y su tendencia, calculada con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1.600$)

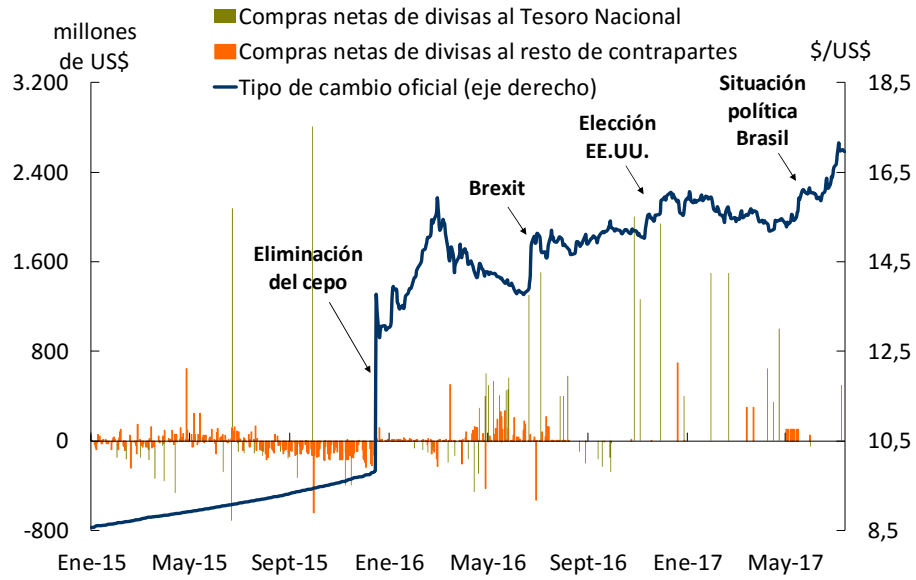
Fuente: INDEC y BCRA

5.3 Acumulación de reservas internacionales y la hoja de balance del Banco Central

Junto con la decisión de adoptar un régimen de metas de inflación, el BCRA migró desde diciembre del 2015 hacia un régimen de tipo de cambio flexible, lo que le permite a la economía asimilar más naturalmente los *shocks* externos. No obstante, el BCRA ha venido operando en el mercado cambiario de manera ocasional, para fortalecer su hoja de balance, realizando compras de divisas tanto al sector público como al sector privado, con el propósito de alcanzar un nivel de reservas internacionales similar al de otros países de la región que también operan bajo un esquema de metas de inflación y un régimen de tipo de cambio flotante.

Las compras de divisas del BCRA al Tesoro se realizan cuando este último debe liquidar volúmenes grandes de divisas, y se efectúan a la cotización del día anterior. En cambio, las compras al sector privado, las realiza el BCRA en momentos en los que lo considera oportuno a los precios de mercado. Por ejemplo, a principios de mayo el BCRA comenzó a realizar compras en el mercado cambiario a razón de US\$100 millones diarios, que interrumpió cuando la situación política en Brasil generó una mayor volatilidad cambiaria (ver Gráfico 5.12).

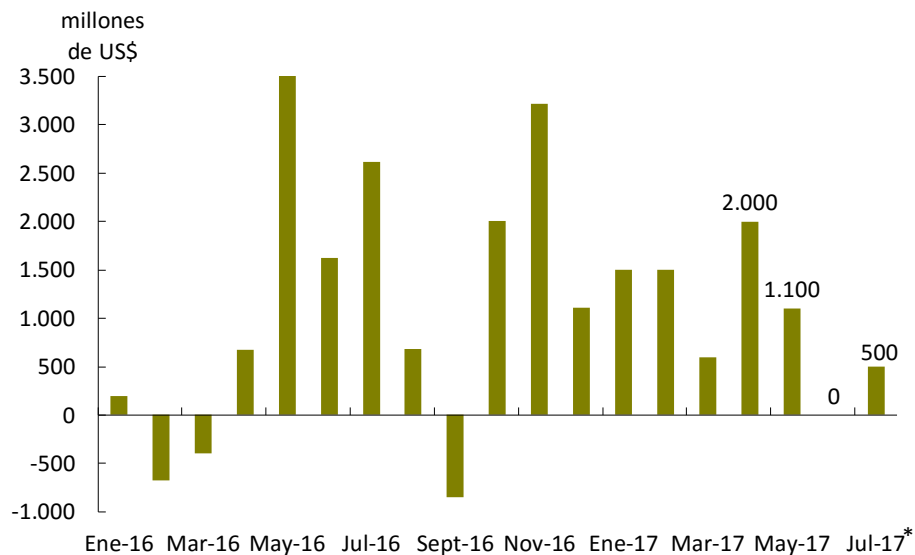
Gráfico 5.12 | Tipo de cambio y operaciones del BCRA en el mercado cambiario



Fuente: BCRA

Con todo, durante el segundo trimestre se efectuaron compras por US\$3.100 millones, y en la primera quincena de julio unos US\$500 millones adicionales (ver Gráfico 5.13).

Gráfico 5.13 | Compras de divisas del BCRA en el mercado cambiario



* Datos hasta el 14 de Julio

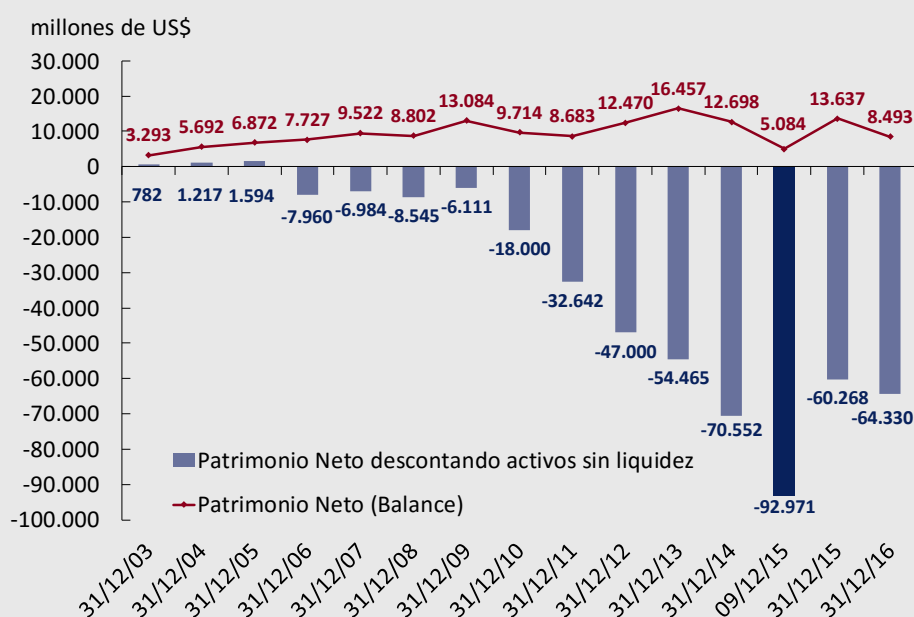
Fuente: BCRA

Apartado 4 / Una mirada alternativa a la hoja de balance del BCRA

Analizar el patrimonio de una entidad constituye una tarea que puede ser abordada según distintos criterios, dependiendo la arista que se pretenda evaluar. El foco puede estar puesto, por ejemplo, en su nivel de solvencia, o en la liquidez de sus distintos activos, tanto en términos de su valor actual o de cara a lo que podría esperarse en el futuro, entre otras muchas variantes. Partiendo de esa base, en este apartado se presenta un estudio sobre el patrimonio del BCRA desde un enfoque algo diferente al que se desprendería de uno puramente contable.

En el Gráfico 1 aparece plasmado el patrimonio neto del BCRA expresado en dólares estadounidenses⁴⁰, de acuerdo a dos criterios alternativos. La línea roja refleja el patrimonio neto de la institución tal como surge de su hoja de balance en cada año desde el 2003. Como se puede ver, siempre se ha mantenido en valores positivos durante el período en cuestión.

Gráfico 1 | Patrimonio neto del BCRA desde dos enfoques diferentes (2003-2016)



Sin embargo, no todos los activos incluidos en el balance poseen los mismos niveles de liquidez. En especial, allí se computan las Letras Intransferibles (títulos otorgados por el Tesoro Nacional en contrapartida por el uso de reservas internacionales) y los Adelantos Transitorios (stock de préstamos en pesos que el BCRA puede efectuar al Tesoro Nacional en virtud de lo establecido por el artículo 20º de su Carta Orgánica⁴¹). Una particularidad que comparten ambos activos es que ninguno de los dos puede ser negociado en los mercados, por lo que su grado de liquidez es muy acotado en términos comparativos. Resulta entonces un ejercicio relevante ver cómo evolucionó el patrimonio neto de la entidad descontando el monto que representan dichos activos no negociables. En el Gráfico 1, las barras azules muestran este concepto alternativo.

⁴⁰ De acuerdo al tipo de cambio de referencia peso-dólar estadounidense de cada día correspondiente, publicado por la comunicación "A" 3500.

⁴¹ Ley N° 24144 y modificatorias.

Del gráfico se desprende que los senderos en el tiempo de ambas mediciones son radicalmente distintos. De acuerdo al segundo enfoque, el patrimonio neto de la entidad se volvió negativo en el año 2006 (debido al uso de reservas internacionales por aproximadamente US\$9.500 millones para cancelar deudas con el Fondo Monetario Internacional). Luego, mantiene cierta estabilidad hasta el año 2010, momento en el que su dinámica experimenta un cambio cualitativo y empieza a deteriorarse rápidamente. Entre fin de 2009 y el momento en el cual se produjo el último cambio de administración pública a nivel nacional, disminuyó por el equivalente a 86.860 millones de dólares. Este fenómeno se explica fundamentalmente por la emisión de Letras Intransferibles por un monto cercano a los US\$55.000 millones, y un incremento en el stock de Adelantos Transitorios⁴² medido en dólares de 23.900 millones.

Es decir, la lectura del balance del BCRA varía en forma no trivial una vez que se contemplan de manera separada los títulos públicos y préstamos sin liquidez en el mercado que están contabilizados como parte de su activo⁴³. No obstante, es preciso destacar que tampoco es técnicamente correcto descontar la totalidad del monto que representan ambos títulos mencionados, dado que existe la probabilidad de canjearlos por activos con mayor liquidez, tal como ya fue hecho a fines del año 2015, cuando se efectuó el canje de tres Letras Intransferibles del Tesoro Nacional (la emitida en 2006 y dos emitidas en 2010) por un valor de US\$ 16.000 millones, a cambio de nuevas emisiones de títulos BONAR 2022, BONAR 2025 y BONAR 2027, todos negociables en los mercados financieros.

Por otra parte, una cuestión adicional que suele obviarse cuando se analiza el balance del banco central es la importancia del señoreaje como fuente de ingresos de la autoridad monetaria. El mismo representa los recursos reales que el banco recauda por la emisión de dinero que el público desea mantener. Se basa en el hecho de que el banco central emite un pasivo que no paga tasa de interés (y con un costo marginal de emisión pequeño) pero que es demandado por los agentes económicos para utilizarlo como medio de pago y reserva de valor. Este ingreso puede descomponerse en dos factores: 1) el deseo del público de modificar su demanda de dinero (de sus saldos reales), que depende de la tasa de interés y el nivel de actividad económica; y 2) el impuesto inflacionario, es decir, la pérdida de poder adquisitivo por mantener dinero debido al efecto de la inflación, que representa una transferencia de recursos del público al fisco.

En este contexto, es posible plantear un ejercicio simple de cálculo del valor presente del señoreaje, en pos de evaluar su relevancia en las cuentas del banco central desde un punto de vista más bien “económico” y no tan “contable”. Considerando un escenario en el que la economía crece al 3% anual (que se acerca al promedio de expansión de la economía argentina de los últimos cien años), con una inflación de 5% anual y con la base monetaria estable en 10% del PIB (cercano al nivel actual), se obtiene un señoreaje anual de 0,8% del PIB. Este flujo se descompone en 0,3% del PIB por crecimiento de la demanda de dinero debido a la expansión de la economía y 0,5% del PIB por impuesto inflacionario.⁴⁴ Si se plantea este ingreso como una perpetuidad y se descuenta con una tasa de interés real de 4% anual, el valor presente del señoreaje se ubica en 79% del PIB.⁴⁵ Se aprecia, pues, que esta fuente de fondos alcanza una magnitud significativa en compara-

⁴² Cabe recordar que la reforma de la Carta Orgánica del BCRA dispuesta en marzo de 2012 expandió el límite para el otorgamiento de Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional.

⁴³ En línea con esto, cabe recordar que el BCRA implementará las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la confección de su balance contable a partir del año 2018. En función de este cambio de metodología, sus títulos en cartera comenzarán a ser valuados a precio de mercado.

⁴⁴ Si bien el impuesto inflacionario no resulta deseable desde el punto de vista distributivo, la tasa de inflación del ejercicio se encuentra en los niveles que muestran las economías de la región u otras emergentes, y está asociada al logro de la estabilidad de precios. Además, este nivel de tasa de inflación otorga margen de maniobra a la política monetaria para evitar el problema del límite de la tasa nominal de interés en cero (que hoy en día no es un problema para Argentina, pero que podría serlo en el futuro luego del proceso de desinflación).

⁴⁵ El valor presente del señoreaje con las variables en valores de largo plazo puede expresarse de la siguiente manera:

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

Donde, $\frac{\Delta BM_t}{PIB_t} = \frac{(BM_t - BM_{t-1})}{PIB_t}$ es el señoreaje anual en términos del PIB (0,8% del PIB para todos los períodos), r es la tasa de interés real (4%), y g es la tasa de crecimiento de la economía (3%). El valor presente del señoreaje también puede expresarse considerando el valor presente de los intereses no pagados por utilizar un pasivo monetario menos el stock inicial de base monetaria:

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

Esta es la manera en la cual el señoreaje está expresado en el balance económico en la Tabla I. Para un análisis detallado del cálculo del señoreaje del gobierno ver Buitier, W. (2007): “Seigniorage”, NBER, documento de trabajo N° 12919.

ción a los pasivos no monetarios que tiene el banco central en la actualidad, y muestra la necesidad de tenerlos en consideración al analizar la sostenibilidad intertemporal de sus cuentas de un modo integral.

En conclusión, una vez contemplados estos elementos, es posible plantear dos maneras complementarias de abordar el estudio de la hoja de balance del BCRA: una puramente “contable” (que se desprende en forma directa del balance publicado), y una segunda desde una mirada más “económica”, basada en lo detallado hasta aquí. A continuación, se presenta el resultado simplificado de cómo se vería el balance del BCRA según cada enfoque:

Tabla 1 | Hoja de balance del BCRA desde una perspectiva “contable” y desde una “económica” (en % PIB, al 31 de diciembre de 2016)

"Contable"				"Económico"			
Activo		Pasivo y PN		Activo		Pasivo y PN	
Reservas internacionales	7.6%	Base Monetaria	10.2%	Reservas internacionales	7.6%	Base Monetaria	10.2%
Letras intransferibles	9.6%	Pasivos en dólares	5.3%	Letras intransferibles	0.0%	Pasivos en dólares	5.3%
Títulos públicos en dólares	3.4%	LEBAC y pases netos	8.8%	Títulos públicos en dólares	3.4%	LEBAC más pases netos	8.8%
Títulos públicos en pesos	0.6%			Títulos públicos en pesos	0.6%		
Adelantos Transitorios y otros activos netos en pesos	4.7%			Adelantos Transitorios y otros activos netos en pesos	0.0%		
				Señoreaje neto	78.2%		
		Patrimonio Neto	1.7%			Patrimonio Neto	65.5%

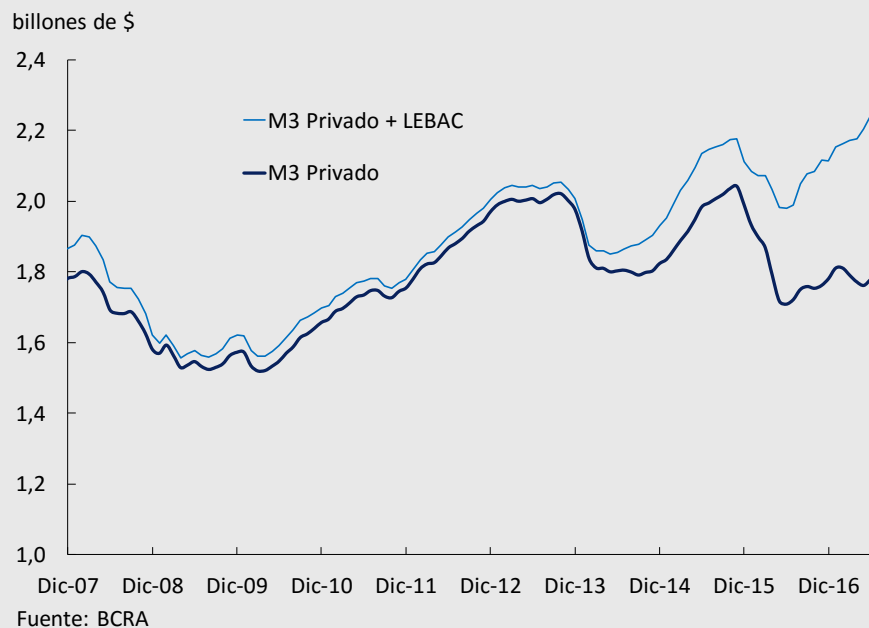
La tabla de la izquierda es simplemente una presentación resumida del balance contable de la institución, mientras que en la de la derecha aparece reflejado el valor presente del señoreaje neto y se descuenta del activo el monto que representan los activos no negociables (adelantos transitorios y letras intransferibles). El valor presente del señoreaje neto se calcula a partir de los supuestos detallados previamente, con una tasa real de interés de 4% anual, restando los gastos del banco central (en su nivel actual en términos del PIB) y la asistencia monetaria al fisco (que converge a cero), y asumiendo que se cumple la paridad descubierta de tasas de interés en todo momento. Como se puede observar, aunque restar los activos ilíquidos implica una marcada corrección a la baja del patrimonio neto, desde el punto de vista de la solvencia el BCRA cuenta con recursos que compensan (y con creces) este deterioro, motivo por el cual el patrimonio neto resultante en la tabla de la derecha es notoriamente superior. Aún si se cambian algunos de los supuestos del ejercicio para generar escenarios de menor señoreaje anual, como una reducción en el ratio de base monetaria a PIB al 7%, por ejemplo, por una mayor utilización de los medios de pago electrónicos (mayor uso de depósitos transaccionales y menor uso de billetes y monedas), o una caída de la inflación de largo plazo al 3% anual, el patrimonio neto “económico” se mantiene en niveles elevados (cae de 65,5% del PIB a 37,5% y 46,7% del PIB, respectivamente).

Apartado 5 / Los movimientos de la base monetaria no indican cambios de política monetaria

Desde que el Banco Central adoptó como instrumento de política monetaria la tasa de interés, la cantidad de dinero se volvió endógena. Una vez que el Banco Central determina el nivel de tasa de interés adecuado para cumplir con su objetivo de inflación, aumentos o reducciones de la demanda de dinero son compensados automáticamente con movimientos en la oferta para mantener la tasa de interés inalterada.

Si bien a largo plazo las variaciones de la cantidad de dinero y los precios siguen guardando relación, en el corto plazo, aumentos en la cantidad de dinero pueden responder a una mayor demanda sin que esto implique un riesgo de aceleración inflacionaria. Esto ocurre, por ejemplo, en aquellos meses en los que la demanda de dinero presenta elevada estacionalidad, como la que se aprecia en junio-julio y en diciembre-enero. Además, durante un proceso de desaceleración inflacionaria, como el que se está transitando actualmente en Argentina, es esperable un fortalecimiento de la demanda de dinero. Y en efecto, a partir del segundo semestre de 2016, la demanda de dinero comenzó a fortalecerse (ver Gráfico 1), lo que se tradujo en una aceleración del crecimiento interanual de los agregados monetarios (ver Gráfico 2).

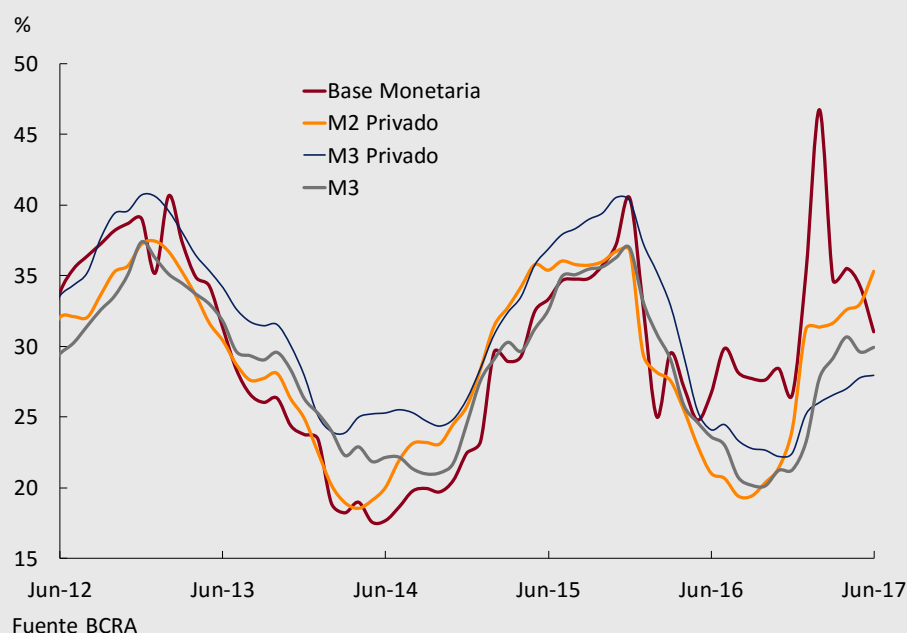
Gráfico 1 | Saldos de agregados monetarios en términos reales y desestacionalizados



La base monetaria mostró un comportamiento peculiar, no sólo con una tasa de crecimiento que durante varios meses divergió de la que presentaron el resto de los agregados⁴⁶, sino también presentando recientemente una trayectoria más volátil dentro de cada mes. Para explicarla, es necesario recordar que, junto con el cambio en la tasa de interés de política monetaria, a partir de este año se redujo la frecuencia con la que se licitan las LEBAC: los llamados para suscribir estos títulos pasaron de ser semanales a mensuales.

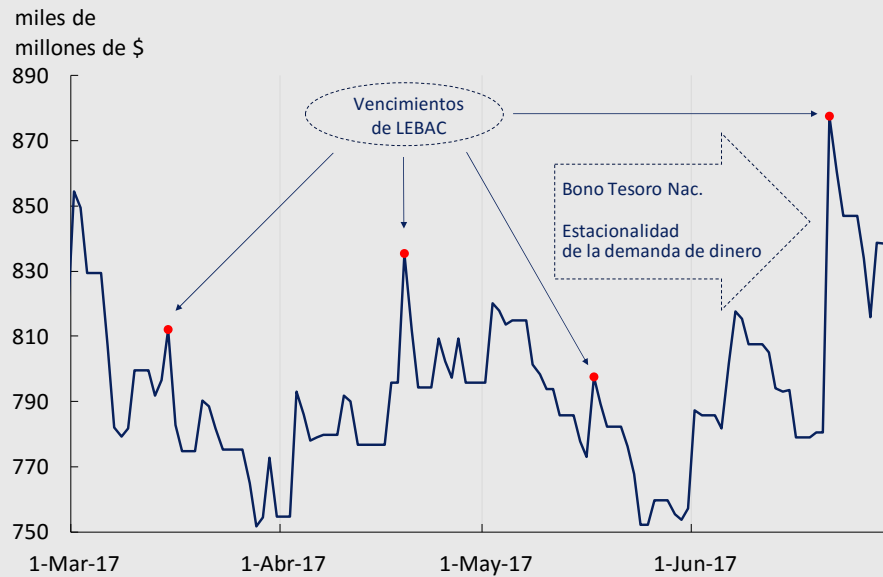
⁴⁶ Diversos factores afectaron el crecimiento interanual de la base monetaria: cambios en coeficientes de encajes, diferencias en la integración trimestral diciembre-febrero, logística de billetes. Para una explicación más detallada véase <https://ideasde-peso.com/2017/03/22/la-tasa-de-crecimiento-de-la-base-monetaria-indica-el-sesgo-de-la-politica-monetaria/>

Gráfico 2 | Variación interanual de los agregados monetarios



Dada la flexibilidad que brinda la exigencia de encajes, que debe cumplirse considerando saldos promedio mensuales, la concentración de los vencimientos de las LEBAC el tercer miércoles de cada mes y la estrategia de los bancos para administrar su liquidez se tradujeron en expansiones transitorias de la base monetaria en las fechas de vencimiento de las LEBAC, que se revirtieron en los días restantes de cada mes (ver Gráfico 3). Concretamente, las entidades financieras renovaron parcialmente los vencimientos de las LEBAC, generando un excedente en su posición de encajes, que fue compensado durante el resto del mes.

Adicionalmente, en junio el Tesoro Nacional colocó un bono en pesos con vencimiento en 2020, por un total de VN \$75.000 millones, que se liquidó el tercer miércoles de junio, la fecha de vencimiento de las LEBAC. El 70% de este título se suscribió con pesos, y la mayor parte de los fondos para su suscripción provino de LEBAC. Esto hizo que en la licitación de LEBAC de junio se observara una expansión monetaria mucho mayor que en los meses previos, acentuándose el comportamiento antes descrito. También influyó en el resultado de dicha licitación el aumento estacional de la demanda de liquidez que se produce entre fines de junio y principios de julio, asociado al cobro de aguinaldos y a las vacaciones de invierno.

Gráfico 3 | Saldo de la base monetaria

Fuente: BCRA

En definitiva, todos estos factores le imprimen un comportamiento a la base monetaria que no debe confundirse con un cambio en el carácter de la política monetaria. Si el Banco Central mantiene inalterado el nivel de su tasa de interés de política, aumentos o reducciones en la base monetaria no indican que el Banco Central se haya vuelto más expansivo o contractivo.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

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

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (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

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NG: Nivel general

OPEP: Países Exportadores de Petróleo

p.b.: Puntos básicos
p.p.: Puntos porcentuales
p: Proyectado
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados
PCP-BCRA: Predicción contemporánea 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
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
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