

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2016



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Mayo de 2016



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria
Mayo de 2016**

Edición electrónica

Fecha de publicación | Mayo de 2016

Banco Central de la República Argentina

Reconquista 266

(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires

República Argentina

Tel. | (54 11) 4000-1207

Sitio Web | www.bcra.gob.ar

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial | Gerencia Principal de Relaciones con la Comunidad y Cultura Institucional

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”.

Este orden de sus mandatos revela a la estabilidad monetaria como el objetivo primordial del Banco Central. Por eso, lograr un nivel de inflación baja y estable es la misión tras la cual deben orientarse las principales políticas de la institución, en particular la política monetaria.

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 primordial.

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 está transitando a un régimen de Metas de Inflación. Como parte de este nuevo régimen, la institución comienza a publicar en forma trimestral su Informe de Política Monetaria. Este informe es similar a los reportes trimestrales característicos de países con Metas de Inflación. 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.

Buenos Aires, 09 de mayo de 2016.

Contenido

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

Pág. 6 | 2. Contexto internacional

Pág. 12 | 3. Actividad económica

Pág. 20 | 4. Precios

Pág. 26 | Apartado 1 / Actualización de las tarifas de los servicios públicos

Pág. 27 | Apartado 2 / Consideraciones metodológicas sobre la medición de precios minoristas

Pág. 30 | Apartado 3 / El traspaso del tipo de cambio en América latina: lecciones de la experiencia reciente

Pág. 32 | 5. Política monetaria

Pág. 39 | Apartado 4 / Metas de Inflación: la experiencia internacional

Pág. 41 | Apartado 5 / Ahorro e inversiones financieras bajo tipo de cambio flexible

Pág. 42 | Apartado 6 / La tasa de interés y la inflación

Pág. 44 | Apartado 7 / La interacción de la política monetaria con el tesoro

Pág. 47 | Glosario de abreviaturas y siglas

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El BCRA implementa su política monetaria para alcanzar, en un plazo razonable, una inflación de 5% anual. Como objetivo intermedio, durante un año de transición a la adopción formal del régimen de Metas de Inflación a partir de 2017, la autoridad monetaria busca que la inflación en el resto de 2016 se ubique por debajo de las actuales expectativas inflacionarias, alcanzando un nivel lo más cercano posible a 25% interanual en diciembre. El BCRA también apunta a hacer descender —antes de fin de año— las expectativas inflacionarias para 2017 por debajo de 17%.

Debido a la emergencia estadística, el BCRA sigue diversos índices para monitorear la dinámica inflacionaria. Estos índices dan cuenta de un aumento en la inflación entre fines de 2015 y los primeros meses de 2016, desde niveles en torno a 25% interanual, a niveles cercanos a 35%.

Este aumento de la tasa de inflación se debe principalmente a la fuerte corrección de precios relativos operada como consecuencia de la expectativa y posterior materialización del incremento en el tipo de cambio oficial y las alzas en las tarifas de varios servicios públicos que se encontraban muy rezagadas, especialmente en el área metropolitana. Así, el nivel de precios, que venía incrementándose a un ritmo de 2% mensual aproximadamente, se aceleró transitoriamente a una tasa en torno a 4% en el período diciembre/febrero, y cercana a 3% en marzo. En abril se espera que la inflación en el área metropolitana haya sido elevada por el impacto de varios incrementos en los precios de servicios regulados, pero diversas fuentes muestran una disminución en la inflación subyacente.

En este contexto, el BCRA implementó una política monetaria con sesgo contractivo. Desde fines de febrero adoptó la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria y ubicó su tasa de política —la tasa de corte de las LEBAC a 35 días— en 37% y luego en 38%. A principios de mayo, ante signos de un descenso en la inflación subyacente en el mes de abril, decidió reducir dicha tasa en 50 puntos básicos a 37,5% para limitar un aumento en el sesgo contractivo de la política monetaria.

Esta política contribuyó a contener la dinámica inflacionaria. Primero, la aceleración en el nivel de precios fue reducida considerando la magnitud de las correcciones. Segundo, esta aceleración no parece haber incidido negativamente sobre las expectativas de inflación mensual, que incluso descendieron levemente hasta niveles en torno a 1,5% para el tercer trimestre.

Mientras tanto, el nivel de actividad, estancado desde fines de 2011, continuó sin emitir signos de recuperación en el primer trimestre. Distintos indicadores de actividad mostraron cierta debilidad en el consumo, un comportamiento mixto en el caso de la inversión, y una fuerte recuperación en los flujos del comercio externo. Sin embargo, hacia adelante, distintas proyecciones coinciden en señalar una recuperación económica a partir de la segunda mitad del año como consecuencia principalmente de la eliminación de distorsiones que pesaban sobre diferentes actividades, la recuperación del acceso a los mercados internacionales de crédito voluntario a partir del acuerdo alcanzado con los tenedores de deuda pública en litigio y el ordenamiento macroeconómico actualmente en curso.

El BCRA continuará monitoreando la situación macroeconómica y utilizando sus instrumentos con flexibilidad para alcanzar su meta de inflación del 5% anual.

2. Contexto internacional

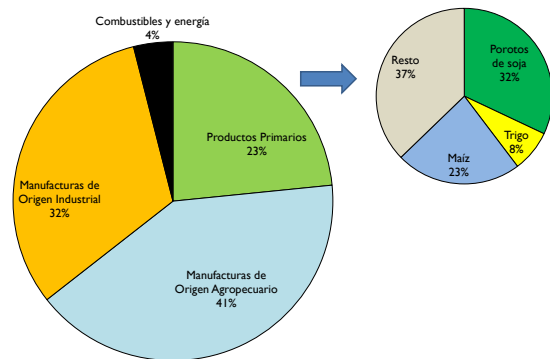
El contexto internacional para Argentina fue mixto en los primeros meses de 2016. Por un lado, las variables más relevantes para la demanda externa del país, como el crecimiento de los socios comerciales y el precio de los bienes primarios, mantuvieron un débil desempeño en términos interanuales, aunque con mejoras importantes en el margen en el caso de las cotizaciones agrícolas. Por otro lado, las condiciones financieras globales, relevantes para determinar el acceso y costo del financiamiento externo de los sectores público y privado nacionales, continúan extraordinariamente favorables.

2.1 Demanda externa

Dada la estructura de exportaciones en Argentina, las variables internacionales más relevantes para la demanda externa del país son el crecimiento de sus socios comerciales —especialmente aquellos a los que Argentina exporta productos manufacturados— y los precios internacionales de las materias primas —independientemente de hacia dónde se exportan estos bienes—.

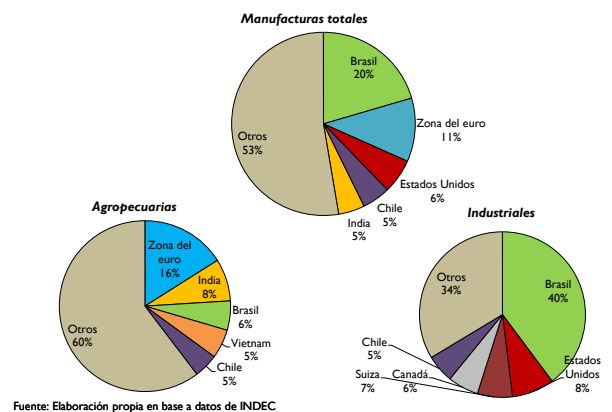
Los aumentos de los precios de los productos primarios exportados inciden sobre la actividad económica doméstica porque constituyen un incentivo a producir. Pero sobre todo, tienen un efecto riqueza positivo y, por esta vía, estimulan la demanda doméstica. Por supuesto, ese efecto riqueza también puede darse por disminuciones en los precios de los productos importados; sin embargo, en el caso de Argentina, los bienes primarios tienen un peso mucho mayor en la canasta exportadora que en la importadora (ver gráficos 2.1, 2.2 y 2.3).

Gráfico 2.1 | Argentina. Exportaciones por rubros (2015)



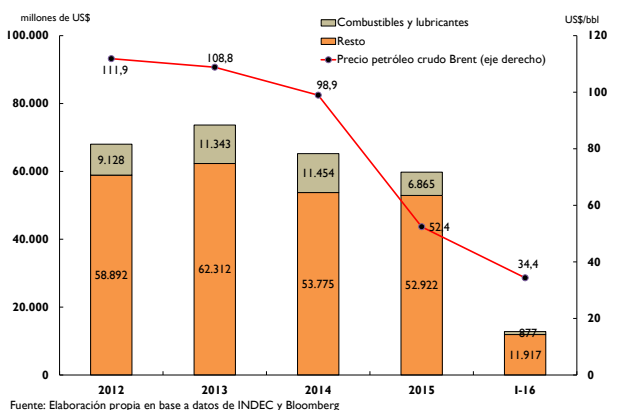
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico 2.2 | Argentina. Exportaciones de manufacturas (2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico 2.3 | Argentina. Importaciones



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

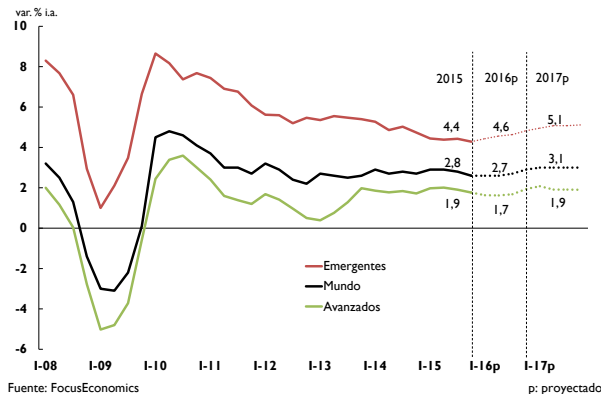
2.1.1 Crecimiento mundial y de socios

Son críticas, tanto para el crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina como para el precio de sus exportaciones, las perspectivas de

expansión global. Estas perspectivas continuaron modestas en los primeros meses de 2016.

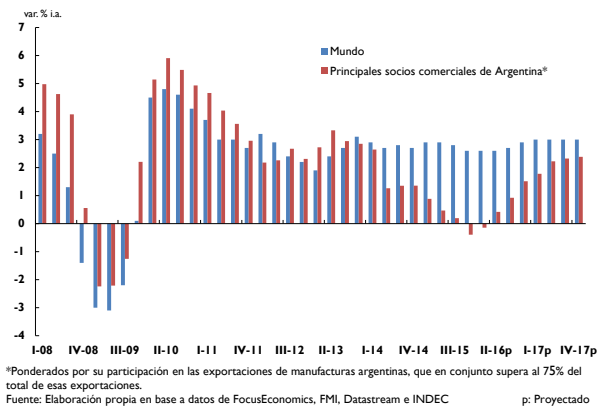
En particular, la actividad económica mundial continúa expandiéndose a un ritmo modesto, a pesar de los significativos estímulos implementados por los principales bancos centrales. Las previsiones de expansión para 2016 y 2017 se revisaron ligeramente a la baja desde fines de 2015, ubicándose en 2,7% y 3,1%, respectivamente. En 2016, se prevé un menor dinamismo para las economías avanzadas con respecto a 2015 (1,7% vs. 1,9%), pero se espera un leve repunte en los países emergentes (4,6% vs. 4,4%; ver gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 | Global. Crecimiento económico



En este contexto, el crecimiento del conjunto de los principales socios comerciales de Argentina siguió ubicándose por debajo de la expansión global y de los registros de los años previos, fundamentalmente debido a la debilidad de Brasil (ver gráfico 2.5). Se espera que esta tendencia continúe en 2016, aunque atenuándose considerablemente en 2017.

Gráfico 2.5 | Crecimiento económico mundial y de los principales socios comerciales de Argentina



*Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas, que en conjunto supera al 75% del total de esas exportaciones.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FocusEconomics, FMI, Datastream e INDEC p: Proyectado

Brasil, destino de 20% de las exportaciones manufactureras del país¹, constituye hoy el principal viento de frente para la demanda externa argentina. Se espera una nueva caída del PIB este año, la cual ha sido sistemáticamente revisada a la baja, luego de que en 2015 registrase una contracción de 3,8%. En el primer trimestre, se espera que la economía se haya contraído un 6% interanual (i.a.) y 0,8% sin estacionalidad (s.e.) con respecto al trimestre anterior².

Por su parte, en la zona del euro, destino de 11%³ de las exportaciones manufactureras del país, se proyecta una expansión de 1,5% para 2016, similar a la de 2015. En el primer trimestre, la región se expandió 0,6% s.e. con respecto al trimestre anterior.

Finalmente, la economía de los Estados Unidos, que recibe 6% de las exportaciones manufactureras argentinas⁴, crecería un moderado 2,0% en 2016, por debajo del 2,5% que se pronosticaba en diciembre. El primer trimestre fue más débil de lo previsto, con su actividad expandiéndose 0,5% anualizado con respecto al trimestre anterior.

2.1.2 Tipo de cambio real multilateral

También relevante para la demanda externa argentina, además del dinamismo de sus socios comerciales, es su “capacidad de compra” de productos argentinos, o desde otro punto de vista, la competitividad relativa de Argentina para penetrar sus mercados. Esta competitividad se refleja en el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM).

De acuerdo a la evolución reciente del ITCRM, la economía argentina recuperó competitividad desde diciembre de 2015, al elevarse el ITCRM cerca de 30%. Esto respondió, por supuesto y fundamentalmente, a la normalización y unificación cambiarias (ver sección Política monetaria). Pero además, influyó una mejora en la paridad real con Brasil, producto básicamente de la apreciación nominal de su moneda (ver gráfico 2.6).

¹ Participación de Brasil como destino de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) en 2015.

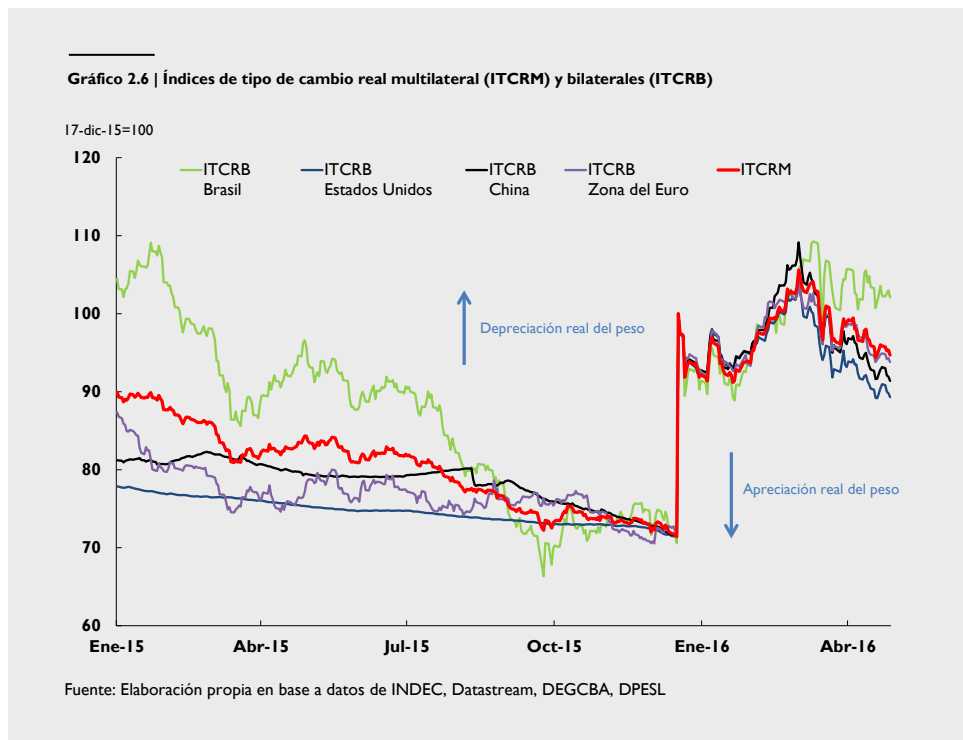
² Según los pronósticos relevados por FocusEconomics.

³ Participación de los países que constituyen la zona del euro como destinos de las exportaciones de MOI y MOA en 2015.

⁴ Participación de los Estados Unidos como destino de las exportaciones de MOI y MOA en 2015.

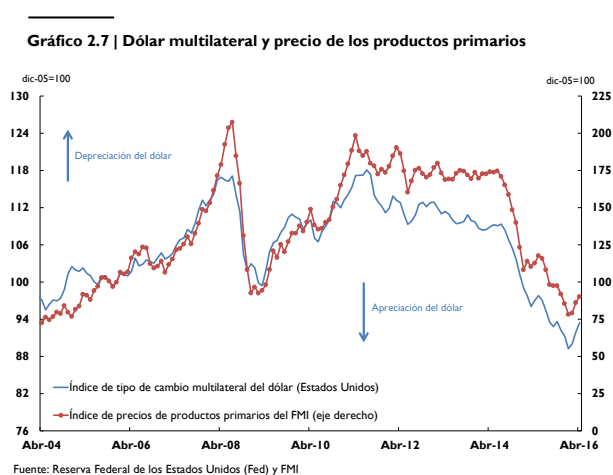
Adicionalmente, el tipo de cambio real efectivo registró un aumento influido también por la eliminación o reducción de los derechos de exportación⁵ y por el reemplazo del sistema de Registros de Operaciones de Exportación (ROE) por el de Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE)⁶, que facilitó la operatoria ligada al comercio exterior, mejorando los incentivos a la exportación (ver sección Actividad económica).

expectativas de política monetaria más laxas en las economías más importantes (ver subsección 2.2). Esta evolución se refleja en el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que desde el 21 de abril el BCRA publica diariamente. El IPMP —que refleja la evolución de los precios internacionales de los principales productos primarios que exporta Argentina— se incrementó 13,3% en lo que va del año. A nivel de agrupados, los bienes agropecuarios acumularon un alza de 13%, los metales subieron 15% y el petróleo se incrementó 22% (ver gráfico 2.9).



2.1.3 Los precios de los productos primarios

En el marco de un crecimiento mundial modesto, los precios internacionales de las materias primas se mantuvieron por debajo de sus niveles de un año atrás. Este desempeño estuvo influido además por una apreciación generalizada del dólar estadounidense y por una abundante oferta de estos bienes, con niveles próximos a los récords de producción y relaciones de stock-consumo cercanas a las máximas de la última década (ver gráficos 2.7 y 2.8). Sin embargo, en lo que va del año se observan mejoras importantes en el margen, motivadas por acciones y



⁵ Decretos 133/2015 y 160/2015 y sus modificaciones.
⁶ Resolución Conjunta 4/2015 del Ministerio de Agroindustria, 7/2015 del Ministerio de Producción y 7/2015 del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, y sus modificaciones.

Gráfico 2.8 | Relación stock-consumo de los principales granos

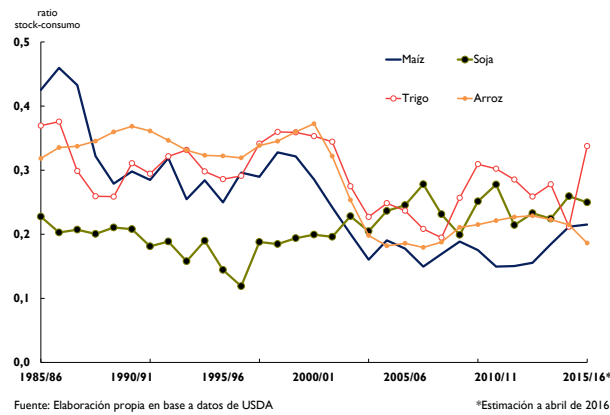
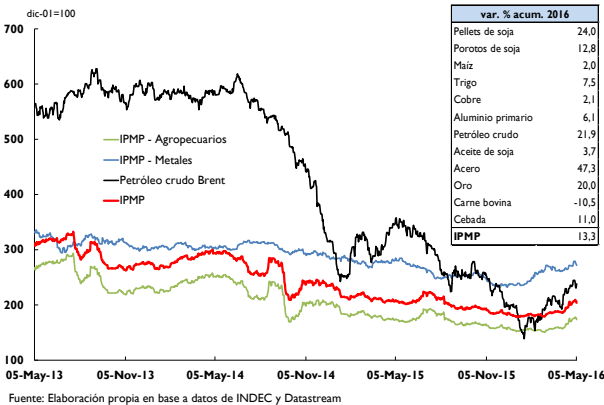


Gráfico 2.9 | Índice de precios de las materias primas (IPMP)

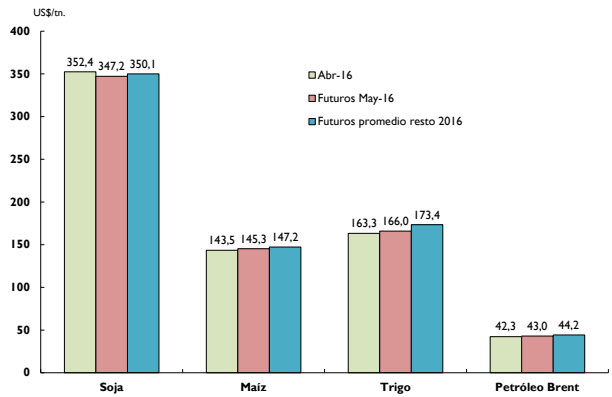


Entre los productos agrícolas, en lo que va del año subieron las cotizaciones de la soja, del trigo y del maíz (12,8%, 7,5% y 2,0%, respectivamente). El incremento en el precio de la soja obedeció a las menores perspectivas de cosecha gruesa argentina debido a las significativas lluvias registradas en marzo-abril. Sin embargo, la magnitud del incremento, combinada con el hecho de que ocurre en un contexto de alza generalizada en el precio de distintos bienes primarios, contrarrestaría el efecto de pérdida de cosecha del país dado el peso en la canasta exportadora de estos bienes.

Hacia adelante, se mantiene la previsión de elevada producción mundial de productos agrícolas para el ciclo 2015/16, determinando una abundante oferta global. Sin embargo, de acuerdo a los contratos a futuro, los precios de los principales granos mostrarían subas moderadas en el resto del año en comparación a lo observado durante abril (ver gráfico 2.10). En términos interanuales, los niveles promedios para 2016 se mantendrían prácticamen-

te constantes en el caso de la soja y el maíz (en torno a los US\$343/tn y US\$144/tn, respectivamente), y algo por debajo en el caso del trigo (alrededor de los US\$169/tn).

Gráfico 2.10 | Precios de los principales granos y del petróleo



En lo que respecta a los precios asociados a las importaciones argentinas, la cotización de la variedad Brent de petróleo subió 21,9% desde inicios de 2016. Se espera que en lo que resta del año el petróleo continúe recuperando valor, pese a que en términos interanuales mostraría una reducción, al ubicarse cerca de los US\$41/bbl.

2.2 Condiciones financieras internacionales: buenas para acceder a financiamiento

Los mercados financieros internacionales comenzaron 2016 con una considerable volatilidad, pero esta tendencia se revirtió notablemente en los últimos meses (ver gráfico 2.11).

Gráfico 2.11 | Economías avanzadas. Índices bursátiles

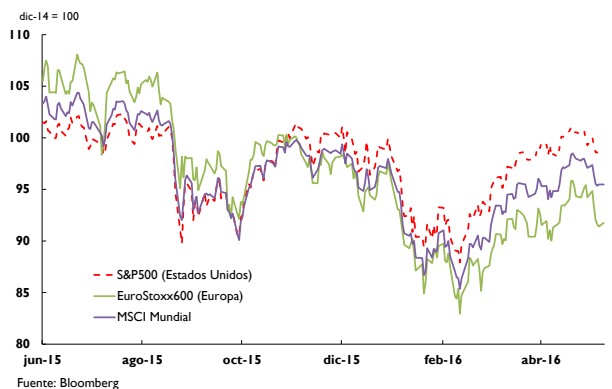
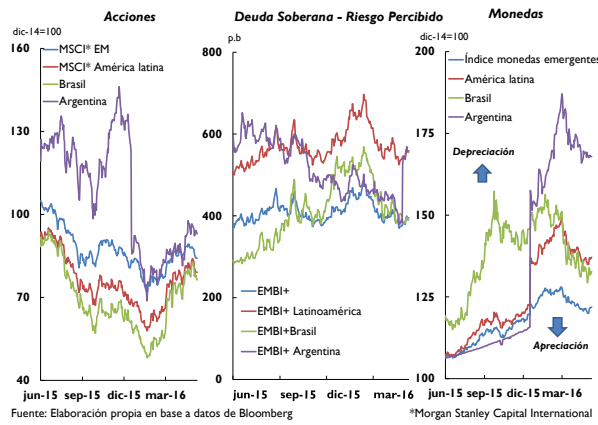


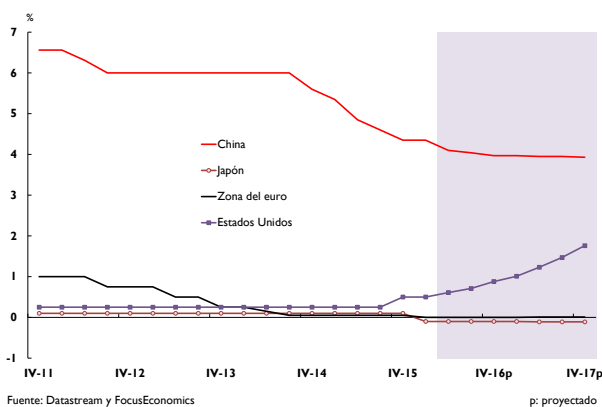
Gráfico 2.12 | Evolución de precios de los instrumentos financieros de economías emergentes



Los precios de los activos financieros de las economías emergentes acompañaron este patrón (ver gráfico 2.12). El agregado de los índices bursátiles de emergentes (medido en dólares) pasó de registrar fuertes caídas en 2015 a computar un avance en lo que va del corriente año. Las primas de riesgo soberano, que se habían ampliado en 2015, acumularon una reducción en los primeros meses del año. Por su parte, las monedas, que sufrieron una depreciación fuerte en enero, se apreciaron desde entonces.

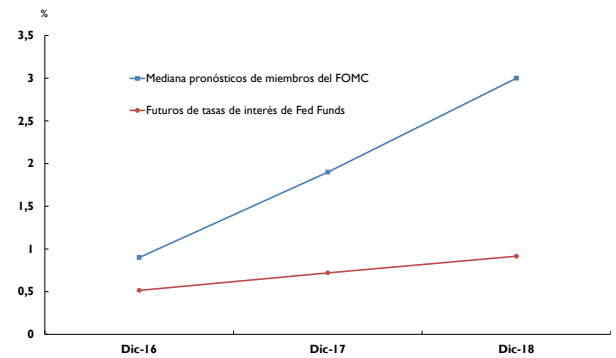
Esta dinámica, especialmente en lo que concierne a la recuperación, estuvo principalmente motivada por un giro en las acciones y expectativas de política monetaria en las principales economías del mundo: frente al moderado crecimiento económico y la persistencia de riesgos deflacionarios, los principales bancos centrales de los países avanzados intensificaron sus políticas monetarias expansivas o pospusieron avanzar con el sesgo contractivo (ver gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 | Tasas de Interés de referencia para la política monetaria



En efecto, la inflación en las principales economías avanzadas se mantuvo muy contenida. Los últimos datos de inflación interanual en los Estados Unidos y China fueron muy modestos (0,9% y 2,3%, respectivamente). En Japón y en la zona del euro las variaciones interanuales de los precios fueron incluso negativas (-0,1% y -0,2%, respectivamente).

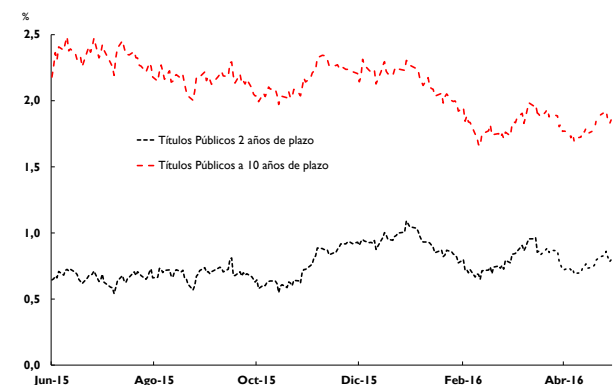
Gráfico 2.14 | Estados Unidos. Proyecciones del objetivo de la tasa de los fondos federales de los miembros del FOMC y futuros de tasas de fed funds



Fuente: Bloomberg

En respuesta a esta situación, la Reserva Federal dejó sin modificaciones la tasa de interés y anticipó subas más moderadas que las proyectadas en las anteriores reuniones. Los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) pronostican subas graduales para este año y el próximo, que dependerán tanto de la evolución del contexto global como de la economía norteamericana (con foco en la inflación y en el mercado de trabajo). En los mercados la probabilidad esperada de nuevos incrementos en las tasas de interés durante 2016 también se redujo, sugiriéndose a partir de los contratos de futuros niveles inferiores a los proyectados por los miembros del FOMC, aunque con una evolución cambiante en función de la presentación de nuevos indicadores económicos (ver gráfico 2.14). Consistente con esto, los rendimientos de la deuda pública estadounidense continúan en niveles históricamente bajos (ver gráfico 2.15).

Gráfico 2.15 | Estados Unidos. Rendimiento de títulos públicos



Fuente: Bloomberg

Por su parte, el Banco Central Europeo redujo la tasa de depósito en 10 puntos básicos (p.b.), a -0,40%, y las de refinanciación y de préstamo marginal a 0,0% y 0,25%, respectivamente. También incrementó su programa de compras de activos de €60 a €80 mil millones mensuales. Por último, el Banco de Japón introdujo en enero una tasa negativa a una porción de los encajes bancarios excedentes, mientras que el Banco Popular de China redujo en 50 p.b. la tasa de encajes en febrero.

Todas estas acciones configuran condiciones financieras extraordinariamente favorables desde el punto de vista del acceso al financiamiento. Ello se conjuga con la disminución en el riesgo país y la reapertura de los mercados financieros para Argentina, producto del cambio de régimen que tuvo lugar en diciembre de 2015 y de la regularización por parte del sector público de sus deudas con los tenedores de deuda pública en litigio.

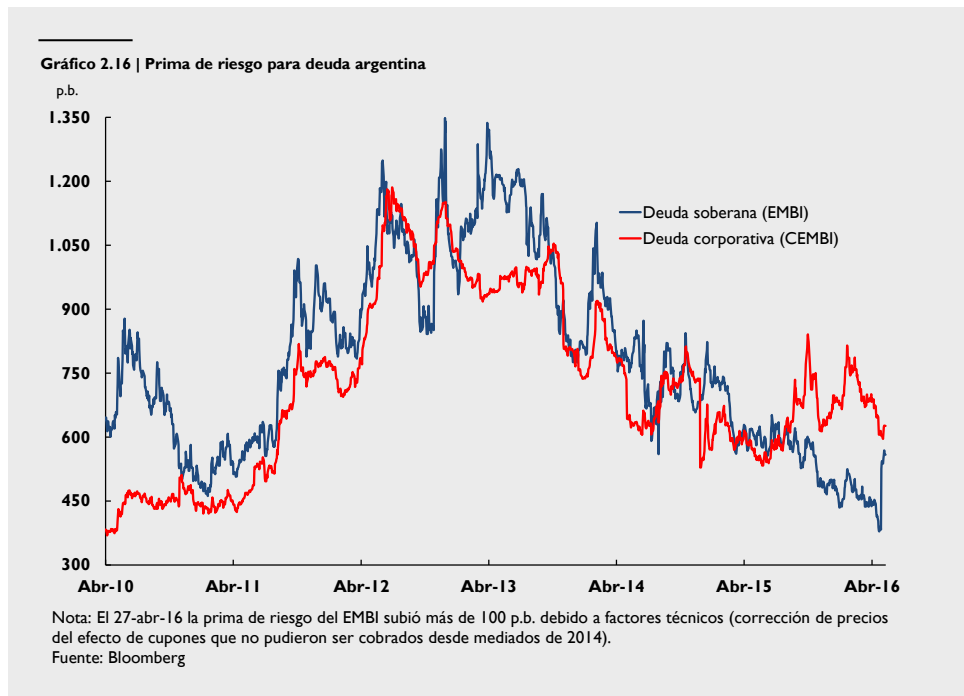
El relajamiento de la restricción externa para el financiamiento público resulta de gran relevancia dada la necesidad y conveniencia por parte de este sector de acceder a fondos externos para implementar un programa financiero no inflacionario en

un marco de una reducción gradual del desequilibrio fiscal.

Las mejoras en las condiciones de financiamiento externo se extienden también al sector privado, hecho que ya se vio reflejado en la reciente caída del *Corporate Emerging Markets Bond Index* (CEMBI⁷; ver gráfico 2.16).

Una baja en el rendimiento de los bonos corporativos en el mercado externo beneficia directamente a las compañías con acceso a financiamiento internacional. Pero además, en la medida en que estas empresas se endeuden en el exterior, liberan recursos en el mercado de crédito doméstico.

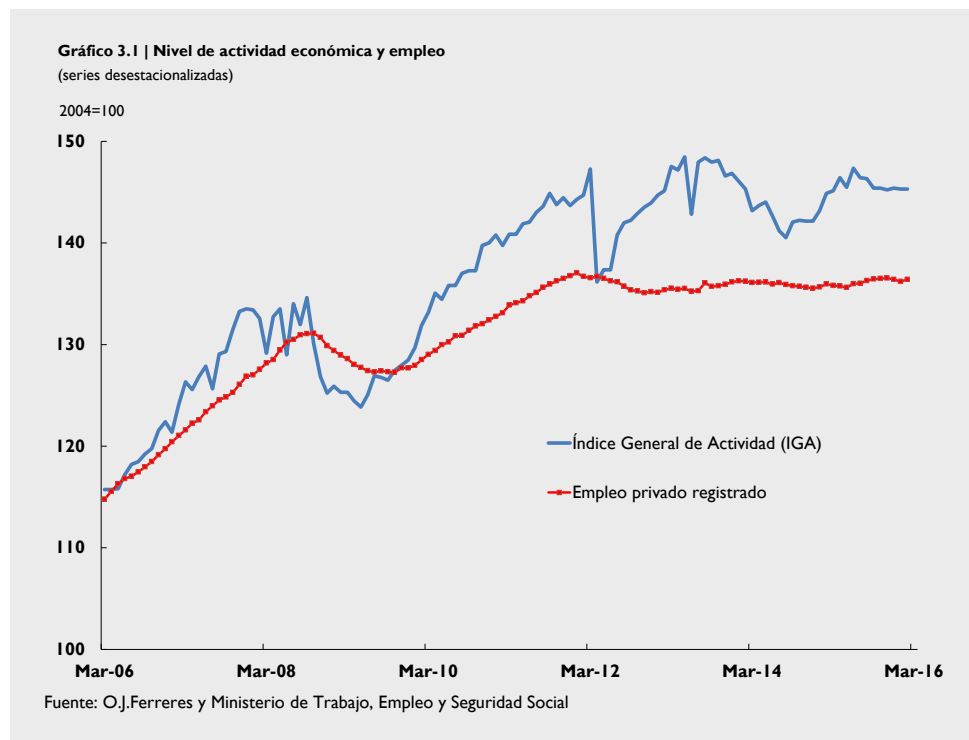
La caída en el rendimiento de bonos de corporaciones argentinas en el exterior también beneficia a las empresas que financian su inversión con utilidades no distribuidas. Esto es porque este rendimiento es una buena aproximación del costo de capital en el largo plazo que estas empresas utilizan para evaluar la rentabilidad de sus proyectos.



⁷ El CEMBI es un índice elaborado por JP Morgan que sigue la evolución de los bonos líquidos en dólares de empresas de economías emergentes. La prima de riesgo del CEMBI mide la sobretasa que tienen los rendimientos de estos bonos contra los de los instrumentos del Tesoro norteamericano y funciona como el equivalente corporativo de la prima de riesgo soberano medida a partir del EMBI+ (JP Morgan Emerging Market Bond Index).

3. Actividad económica⁸

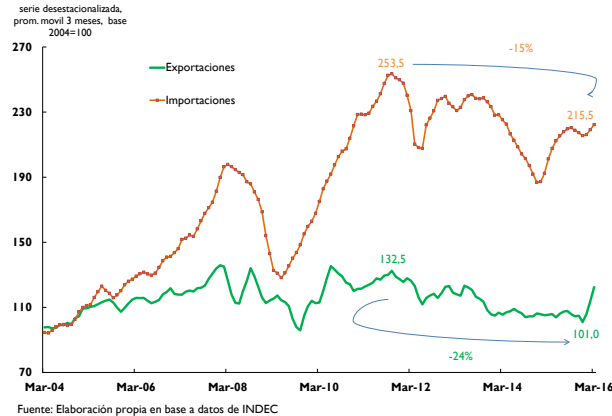
Hacia fines de 2015 la economía se encontraba estancada en niveles de producción y empleo privado registrado similares a los de 2011. Frente a esta situación, el Gobierno Nacional impulsó un cambio en la orientación de su política económica con el fin de recuperar el crecimiento. En el primer trimestre del año se observaron comportamientos heterogéneos en los indicadores de actividad: debilidad en el consumo, signos mixtos en la inversión y una fuerte recuperación en los flujos de comercio internacional. Sin embargo, se espera que las medidas adoptadas comiencen a dar impulso a la actividad económica a partir del segundo semestre del año. Apuntalada por diversos factores, es improbable que esta recuperación se vea comprometida por el sesgo anti-inflacionario de la política monetaria.



⁸ En el marco de la emergencia del Sistema Estadístico Nacional (Decreto 55/2016) declarado por el INDEC, al momento de elaboración del presente informe no se dispone de suficiente información estadística para el seguimiento pormenorizado de la actividad económica y el mercado laboral, recurriéndose para ello a diversos indicadores parciales disponibles provistos por instituciones públicas y privadas (incluyendo entre estas últimas indicadores elaborados y difundidos por cámaras sectoriales).

A fines de 2015, la economía argentina se encontraba estancada, según se desprende de los diversos indicadores parciales que el BCRA analiza para el seguimiento del desempeño económico. La producción y el empleo privado registrado permanecían en niveles similares a los de 2011 (ver gráfico 3.1) y los volúmenes de comercio habían caído marcadamente desde sus picos (ver gráfico 3.2). En este contexto, el Gobierno Nacional implementó un cambio de régimen, interpretando que el estancamiento se debía a las restricciones a la compra de divisas, el atraso cambiario, a los elevados impuestos y trabas al comercio internacional y a la incertidumbre generada por crecientes desequilibrios fiscales y monetarios en un contexto de acceso cerrado a los mercados financieros internacionales.

Gráfico 3.2 | Cantidades exportadas e importadas



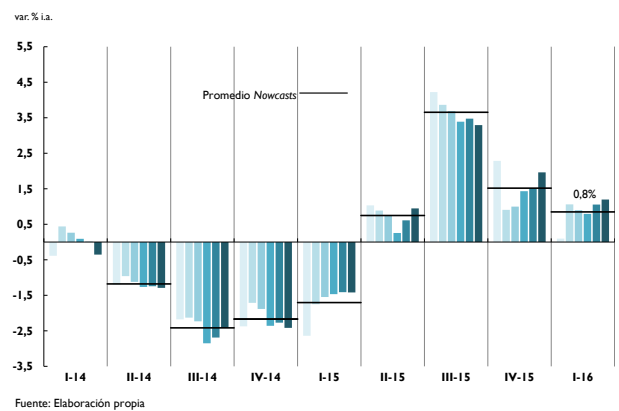
Los principales ingredientes del nuevo régimen macroeconómico fueron, en consecuencia, la normalización y unificación del mercado cambiario (ver sección Política monetaria), la disminución o eliminación de impuestos a las exportaciones y la flexibilización de trabas comerciales (ver subsección 3.1.3), el anuncio de un programa fiscal —que incluyó recortes en el componente de subsidios al sector privado en 2016—, la reorientación de la política monetaria hacia su objetivo primordial de combatir la inflación (ver sección Política monetaria) y la reapertura del acceso a los mercados internacionales.

En este contexto, la actividad emitió señales mixtas durante el primer trimestre y no se espera una clara recuperación tampoco en el segundo. Sin embargo, se prevé que a partir de la segunda mitad del año las medidas adoptadas comiencen a reflejarse en un impacto positivo sobre el nivel de actividad.

3.1 La economía del primer trimestre

De acuerdo al *Nowcast* de actividad del BCRA⁹, el nivel de producción de bienes y servicios habría mostrado una leve mejora en el primer trimestre (0,8% interanual —i.a.— y 0,5% trimestral sin estacionalidad —s.e.—; ver gráfico 3.3). Sin embargo, otros indicadores de coyuntura emiten señales ambiguas: se observa debilidad en diversos indicadores del consumo, un comportamiento mixto en la inversión y una fuerte recuperación en los flujos de comercio internacional.

Gráfico 3.3 | Nowcast de actividad económica



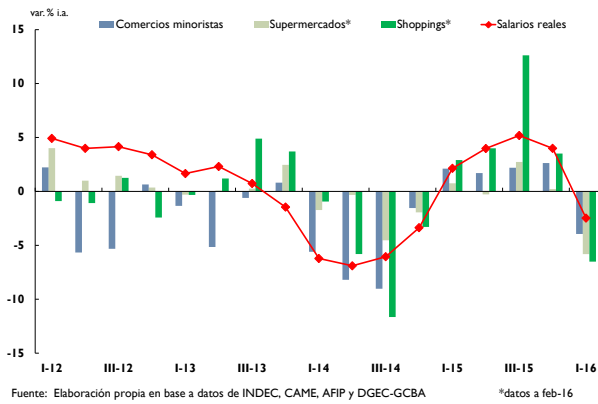
3.1.1. Debilidad en el consumo

Varios indicadores sugieren una caída del consumo privado en el primer trimestre. Las ventas en supermercados y en centros de compras medidas en términos reales¹⁰ cayeron 4,8% sin estacionalidad (s.e.) y 6,4% s.e., respectivamente, con relación al trimestre anterior y las ventas en comercios minoristas relevadas por CAME disminuyeron 2,4% s.e. (ver gráfico 3.4). Por su parte, la recaudación tributaria ligada al consumo (Impuesto al Valor Agregado —IVA— bruto) se redujo 2,2% s.e.

⁹ El *Nowcast* es una metodología de predicción temprana del nivel de actividad económica dentro del trimestre en curso. Esta metodología aprovecha la riqueza informativa de un gran número de indicadores que se publican con una frecuencia mayor a la del PIB, actualizándolas a medida que nueva información está disponible. Ver http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Investigaciones/WP_69_2015e.pdf

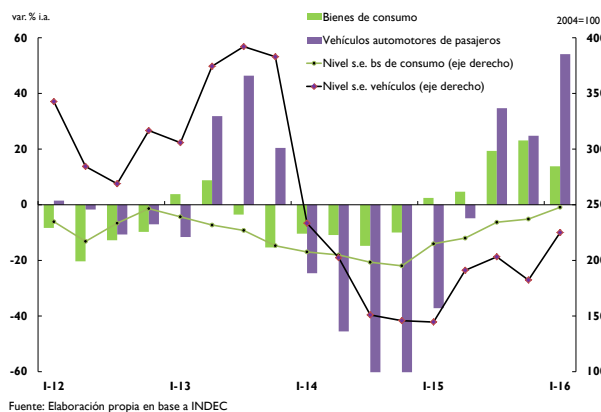
¹⁰ Como deflactor de las variables nominales se utiliza en todo el capítulo un índice combinado del Índice de Precios al Consumidor de Buenos Aires (IPCBA) y el Índice de Precios al Consumidor de San Luis (IPC-SL).

Gráfico 3.4 | Indicadores parciales del consumo privado y salario real



Algunos indicadores mostraron un desempeño del gasto de las familias más positivo. Las importaciones de bienes de consumo repuntaron en los primeros tres meses del año (14% i.a. y 3,3% trimestral s.e.; ver gráfico 3.5). También las compras externas de vehículos aumentaron en gran medida gracias a la ayuda de modificaciones impositivas¹¹, estimulando las ventas de autos en el mercado local, que crecieron 22,6% trimestral s.e. (ver gráfico 3.6).

Gráfico 3.5 | Importaciones de bienes de consumo y de vehículos (en cantidades)

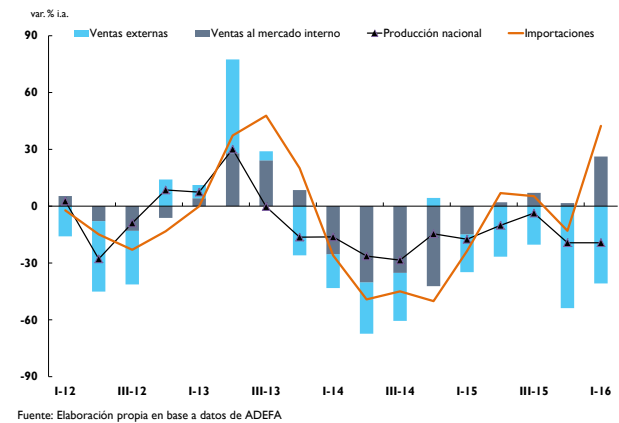


En general, la debilidad del consumo privado observada en el primer trimestre parece haber estado parcialmente influida por el adelantamiento de compras que se dio hacia finales de 2015. Además, el consumo estuvo afectado por una caída de los ingresos reales de las familias, en el marco de un aumento transitorio de la tasa de inflación (ver sección Precios). En el sector formal, según datos de la Administración Federal de Ingresos Públicos

¹¹ A inicios del año se modificaron los impuestos a la venta de autos nuevos, con un alza en el mínimo no imponible y una alícuota diferenciada para los autos de producción nacional (Decreto 11/2016).

—AFIP—, los ingresos laborales nominales se incrementaron 31% i.a. y el empleo subió 1,6% i.a. en el primer trimestre, consistente con una contracción real de la masa salarial de 0,9% i.a. en este sector. En menor medida, el comportamiento del consumo privado, además, podría vincularse al sesgo anti-inflacionario de la política monetaria que podría estar estimulando un mayor ahorro de las familias.

Gráfico 3.6 | Producción, ventas e importaciones de autos (en unidades)



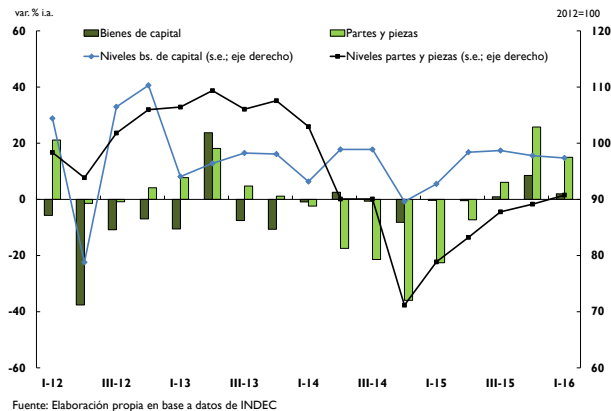
Por su parte, el consumo público habría evidenciado un comportamiento neutro o algo contractivo en términos reales durante el primer trimestre del año, influido por el recambio de Gobierno y las demoras en la ejecución de ciertas partidas que se reflejaron en una disminución en términos reales del gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero en torno al 5% i.a.

3.1.2. Señales mixtas en la inversión

Las señales de los indicadores de inversión del primer trimestre fueron mixtas. Por un lado, sugieren una recuperación en la inversión en maquinarias y equipos. Por el otro, indican un retroceso en la construcción.

En lo que respecta a maquinarias y equipos, las compras externas de bienes de capital y de sus partes y piezas medidas en cantidades, se incrementaron 2% i.a. y 15% i.a., respectivamente, aunque algo por debajo de los incrementos interanuales observados en el cuarto trimestre (ver gráfico 3.7).

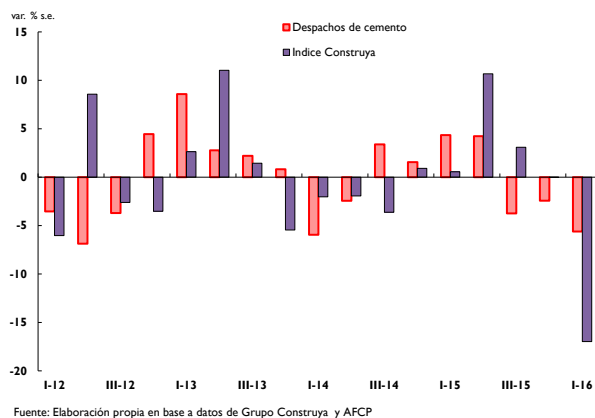
Gráfico 3.7 | Indicadores de inversión en equipo durable de producción



La recuperación en el flujo de partes y piezas podría haberse adelantado ante las expectativas de un cambio de régimen, ya desde 2015. Además, probablemente esta recuperación fue alentada por la flexibilización de las restricciones a la compra de divisas y la eliminación de trabas al comercio desde diciembre.

En lo que respecta a los indicadores de construcción, los despachos de cemento y el índice “Construya” cayeron 8,4% i.a. y 3,6% i.a. (5,6% s.e. y 17% s.e., respectivamente, con respecto al trimestre anterior; ver gráfico 3.8). También cayeron significativamente el empleo en el sector (-3,4% i.a. en el segmento formal según datos de AFIP) y la producción doméstica de hierro y acero (17,8% i.a. y 17,3% i.a., respectivamente).

Gráfico 3.8 | Indicadores adelantados de inversión en construcción



La construcción probablemente fue afectada por una combinación de mayores costos y una transitoria contracción de la obra pública. Las erogaciones de capital del sector público nacional cayeron más de 20 puntos porcentuales (p.p.) en términos reales. Esta significativa caída posiblemente sea un fenómeno transitorio producto de las reorganiza-

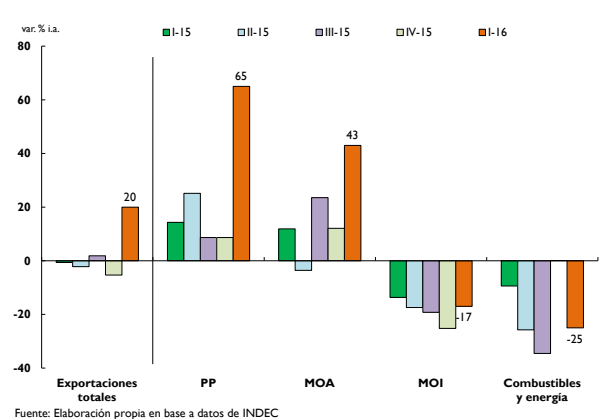
ciones ministeriales y la revisión de deudas reclamadas por los sectores vinculados.

En general, el cambio en la orientación de toda la política económica, incluida la expectativa de una estabilización, probablemente haya sido un factor de aliento a la inversión de largo plazo. En menor medida, el sesgo anti-inflacionario de la política monetaria podría tener un efecto contractivo sobre la inversión en acumulación de inventarios.

3.1.3. Exportaciones e importaciones rebotan

En el sector externo se evidencian fuertes signos de recuperación. Las cantidades exportadas de bienes se incrementaron 20% i.a. y 25% s.e. en el primer trimestre del año, mientras que las cantidades importadas se expandieron 10% i.a. y 2,7% s.e. Varios factores incidieron sobre este desempeño.

Gráfico 3.9 | Cantidades exportadas de bienes

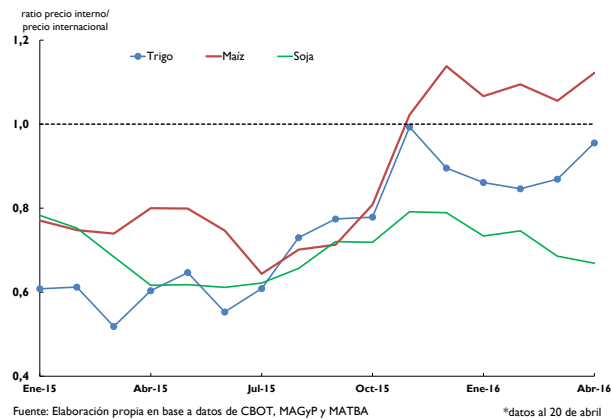


Las exportaciones en general se beneficiaron de la normalización y unificación del mercado cambiario, que resultó en un tipo de cambio más competitivo (ver gráfico 3.9; ver sección Política monetaria). En el caso de los productos primarios y de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), a esto se sumó, además, la eliminación y/o reducción de las alícuotas de los derechos de exportación y la eliminación de trabas¹² (ver gráfico 3.10). Aunque

¹² Las resoluciones conjuntas 4/2015 del Ministerios de Agroindustria, 7/2015 del Ministerio de Producción y 7/2015 del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas dejaron sin efecto la utilización de ROE y puso en vigencia nuevamente las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE), mientras que el decreto 133/2015 eliminó los derechos de exportación para el trigo y el maíz, de 23% y 20%, respectivamente, y redujo en 5 puntos porcentuales los derechos para el complejo sojero, que en el caso del poroto implica una baja desde 35% a 30%. Además, se eliminaron los límites a las exportaciones de carne bovina y se abrieron los

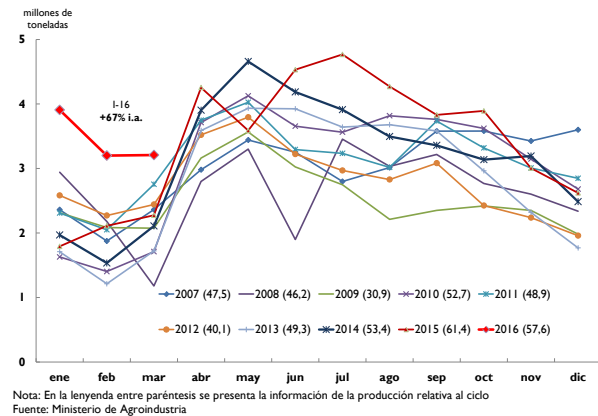
estas medidas probablemente incitaron una desacumulación de inventarios, los cuales se encontraban en niveles excepcionalmente elevados por efecto de los controles en el mercado cambiario, también parecen haber funcionado como estímulo a la producción agrícola (ver subsección 3.2).

Gráfico 3.10 | Precios internos e internacionales de los principales granos



Las cantidades exportadas de productos primarios, mayormente cereales, se incrementaron 65% i.a. en el primer trimestre (39% i.a. en valores). Por su parte, los volúmenes de MOA subieron 43% i.a, lo que significó una suba de 15% i.a. en los montos exportados. Este comportamiento también tuvo un correlato claro en ciertos sectores productivos como, por ejemplo, la molienda de soja, que se incrementó 67% i.a. entre enero y marzo (ver gráfico 3.11).

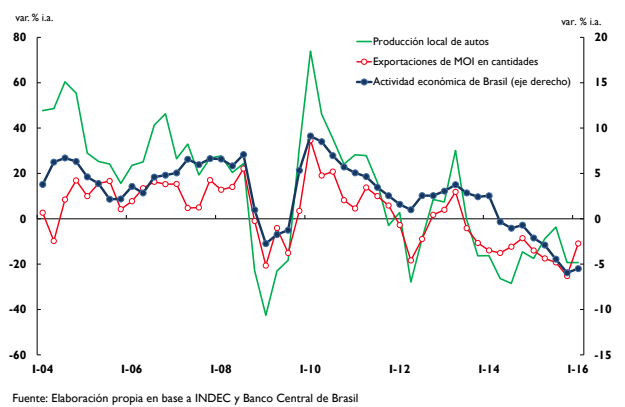
Gráfico 3.11 | Molienda de soja



Por último, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) cayeron 17% i.a. en cantidades, pero este ritmo de disminución fue marcadamente menor al del cuarto trimestre de 2015 (ver gráfico 3.12). La recesión económica de Brasil

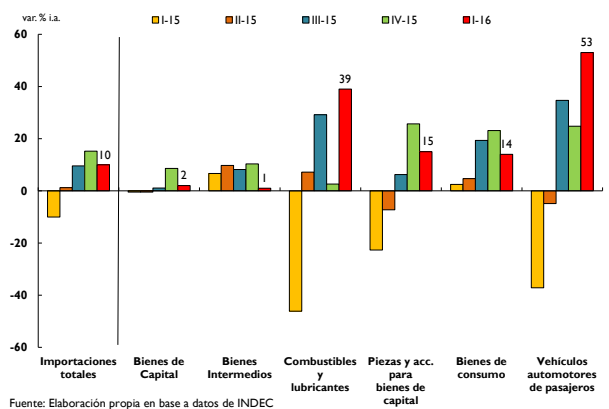
fue un factor determinante en la caída de las ventas externas de MOI en los últimos años, especialmente en el caso de los automóviles dado que el 73% de dichas exportaciones va a ese país. El incremento del tipo de cambio, sin embargo, parece haber atemperado este viento de frente en los primeros meses del año, así como el fortalecimiento reciente de la moneda de Brasil.

Gráfico 3.12 | Actividad económica de Brasil y exportaciones industriales



En lo que respecta a las importaciones, todos los usos mostraron aumentos en el primer trimestre del año, impulsados por la eliminación de restricciones cuantitativas al comercio, a pesar de que el incremento del tipo de cambio podría haberlas desalentado. En términos de volúmenes, se destacaron los incrementos en las compras de vehículos para el transporte de pasajeros (53% i.a.), combustibles y energía (39% i.a.), piezas y accesorios para bienes de capital (15% i.a.) y bienes de consumo (14% i.a.). Las compras de bienes intermedios y de capital mostraron alzas más moderadas (1% y 2% i.a., respectivamente; ver gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 | Cantidades importadas de bienes

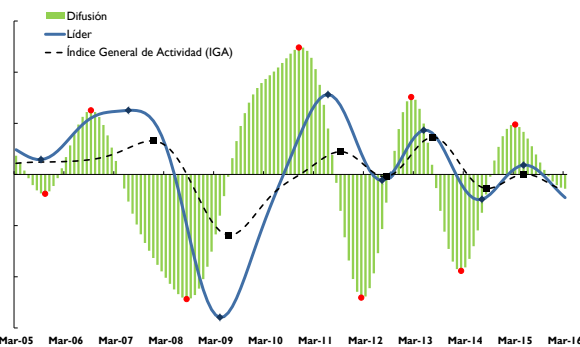


mercados de los Estados Unidos y Canadá, con la posibilidad de profundizar los embarques a Rusia y China.

3.2 Perspectivas de recuperación

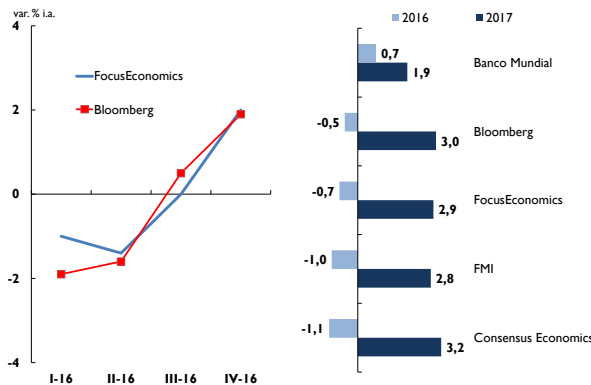
Los indicadores del primer trimestre señalan un desempeño débil de la actividad económica. Además, de acuerdo al Indicador Líder de la Actividad (ILA) elaborado por el BCRA¹³, no se observará una recuperación clara en el segundo trimestre (ver gráfico 3.14). Sin embargo, el BCRA espera una recuperación de la economía argentina hacia el segundo semestre, en línea con las proyecciones provenientes de diversas fuentes (ver gráfico 3.15).

Gráfico 3.14 | Indicador Líder de la Actividad
(Componentes cíclicos)



Notas: El componente cíclico surge de aplicar el filtro Christiano-Fitzgerald a las series originales. El Índice de Difusión representa el porcentaje de los componentes del Líder con variaciones positivas.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de OJF, Cámaras Sectoriales, Bloomberg, AFIP y UTDT

Gráfico 3.15 | Proyecciones de crecimiento económico para 2016 y 2017

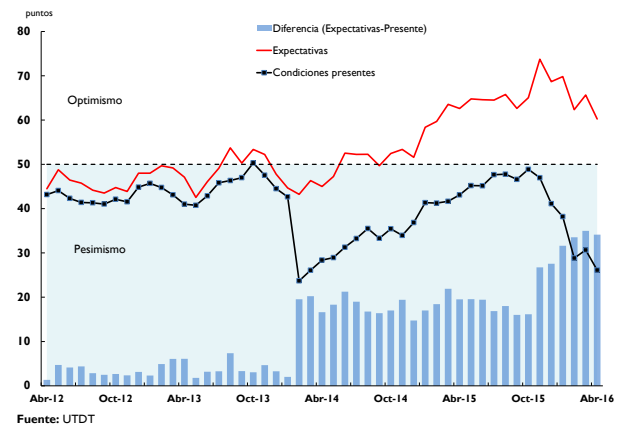


Estas expectativas se sustentan en varios factores que probablemente incidan o continúen incidiendo positivamente sobre la actividad económica. Primero, el cambio integral de régimen de política económica redujo el nivel de incertidumbre preexistente y mejoró notablemente las expectativas de los agentes. El índice de confianza del consumidor de la Universidad Torcuato Di Tella da cuenta

¹³ El ILA, que se basa en la metodología utilizada por la *Conference Board Leading Economic Index*, tiene por objetivo anticipar posibles puntos de giro en el ciclo de la economía doméstica. Ver <https://www.conference-board.org/data/bci/index.cfm?id=2161>

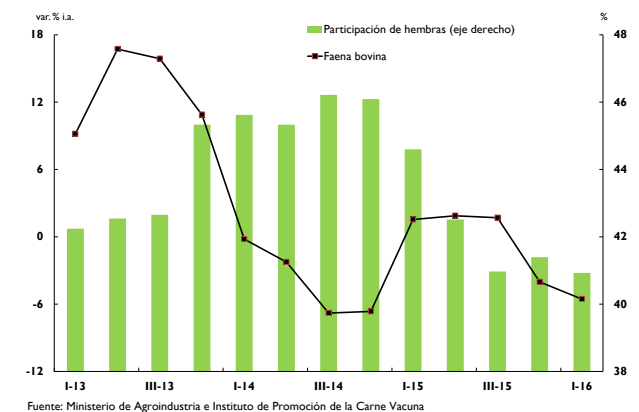
de expectativas optimistas, si bien se observa una moderación en los últimos meses (ver gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 | Confianza de los consumidores



Segundo, la normalización y la unificación cambiaria probablemente continúen dinamizando la actividad en diversos sectores, principalmente los transables. La mayor competitividad del tipo de cambio, sumada a la reducción y/o eliminación de trabas e impuestos a las exportaciones probablemente continúe alentando a los sectores exportadores y a las economías regionales. Estimaciones iniciales anticipan un incremento de la superficie a sembrar de trigo del 25% para la campaña 2016/17¹⁴. Además la perspectiva de mejor rentabilidad incentivaría a una mayor inversión en agroquímicos y maquinaria agrícola de alta tecnología que mejoraría los rindes obtenidos. En igual sentido, en el sector pecuario, una gran retención de vientres de ganado vacuno en los últimos meses anticipa la intención de los productores de recomponer *stock* ganadero (ver gráfico 3.17).

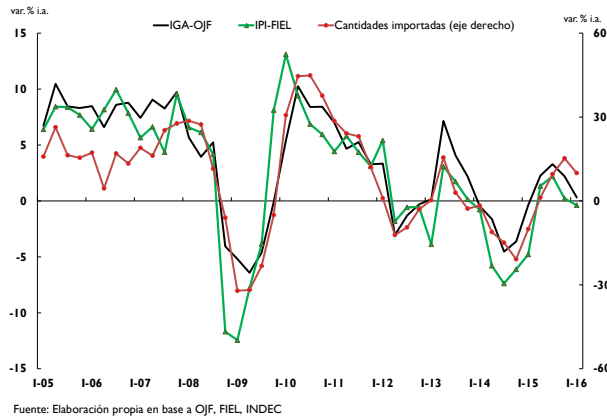
Gráfico 3.17 | Faena bovina



¹⁴ Bolsa de Cereales de Buenos Aires; Informe del 13 de abril de 2016.

Tercero, el libre acceso al mercado cambiario y la eliminación de trabas a las importaciones probablemente continúen impulsando la recuperación de las compras al exterior, críticas para la actividad productiva (ver gráfico 3.18).

Gráfico 3.18 | Importaciones, industria y actividad económica

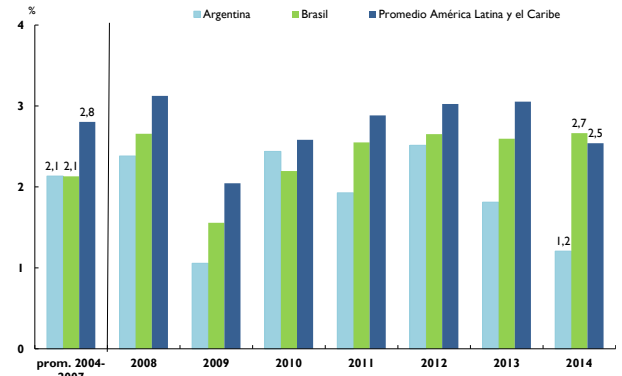


Cuarto, la resolución del litigio con los tenedores de deuda ha mejorado el acceso y el costo del financiamiento externo para toda la economía. Para el sector público, esto posibilita financiar un mayor nivel de obra pública, aunque dentro de un proceso de consolidación fiscal. Para el sector privado, facilita el fondeo externo a grandes empresas privadas. Además, permite liberar recursos en el mercado interno para los agentes sin acceso al financiamiento internacional y alentar las inversiones con fondos propios a partir de la caída del costo de oportunidad del capital a largo plazo (ver sección Contexto internacional).

Quinto, la apertura de la cuenta capital junto con la normalización de los giros de utilidades al exterior permiten anticipar un mayor ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED). Los últimos datos disponibles de la CEPAL¹⁵ señalaron que en 2014 la IED recibida por América Latina y el Caribe totalizó US\$158.803 millones, de los cuales sólo US\$6.612 millones (es decir el 4,2%) se dirigieron a Argentina. Los ingresos de IED en la región en 2014 representaron, en promedio, el 2,5% del PIB, en tanto que Argentina recibió sólo un equivalente a 1,2% de su PIB (ver gráfico 3.19). Esto indica que la IED podría más que duplicarse si convergiera al promedio regional en términos del Producto.

¹⁵ Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe”, 2015, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas.

Gráfico 3.19 | Ingresos de inversión extranjera directa / PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

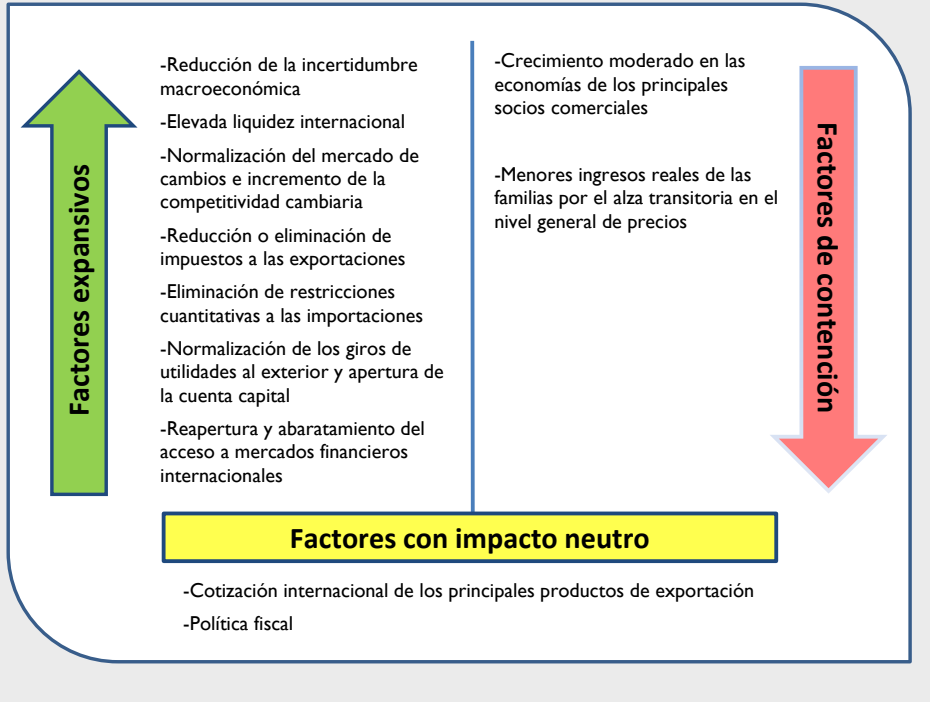
Dicho esto, algunos factores podrían incidir negativamente sobre la demanda agregada. Primero, el incremento transitorio de los precios podría continuar incidiendo negativamente sobre los ingresos reales de las familias, aunque este impacto probablemente sea atenuado por las recomposiciones salariales acordadas y las políticas sociales implementadas¹⁶. Segundo, la caída prevista del nivel de actividad en Brasil continuará limitando el crecimiento de las exportaciones de manufacturas industriales y con ello el de las ramas de actividad relacionadas.

Finalmente, es probable que el consumo público no sea ni una fuente de expansión ni un factor restrictivo de la recuperación económica, en línea con el reordenamiento fiscal gradual planeado por el Gobierno Nacional. En igual sentido, se espera que los precios internacionales de las principales materias primas de exportación se mantengan relativamente estables el resto del año.

En balance, las perspectivas de recuperación de la economía son alentadoras, y parece improbable que se vean comprometidas por el sesgo anti-inflacionario de la política monetaria (ver cuadro 3.1). En el largo plazo, una inflación baja y estable contribuye al crecimiento sostenido.

¹⁶ Ente las que se incluyen: la tarifa social y precios preferenciales en electricidad y gas residencial sujeto al ahorro del consumo, el aumento de las asignaciones familiares y la inclusión de monotributistas, la extensión del universo de beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (AUH), un subsidio extraordinario a los jubilados que cobran el haber mínimo y la proyectada devolución del IVA a sectores de menores ingresos.

Cuadro 3.1 | Factores con efecto en la actividad económica en el corto plazo



4. Precios¹⁷

Diversos índices de precios muestran un aumento de la inflación en el primer trimestre. Partiendo de niveles en torno a 25% interanual en los últimos años, la inflación se elevó desde fines de 2015 debido al incremento esperado y materializado del tipo de cambio oficial, así como a una actualización en diversos precios regulados que se encontraban rezagados, principalmente en el área metropolitana de Buenos Aires. Hacia adelante, aunque las expectativas de inflación anual para diciembre son elevadas, implican una baja pronunciada de la inflación mensual en los próximos meses, que ya comienza a manifestarse en la inflación subyacente. El BCRA buscará reducir la inflación por debajo del nivel esperado por el consenso para 2016 y las expectativas de inflación por debajo de 17% para 2017. Todo ello con miras a transitar hacia una inflación de 5% anual para 2019.

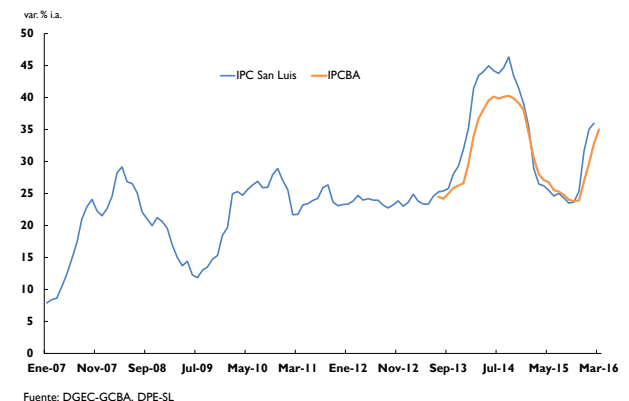
En los últimos años, diversos indicadores de precios minoristas registraron tasas de inflación en torno al 25% interanual (i.a). La subordinación de la política monetaria a objetivos fiscales y cambiarios fue la principal fuerza detrás de estos altos y persistentes niveles de inflación.

Desde fines de 2015 la tasa de inflación se aceleró. El Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) aumentó a 3,5% mensual en promedio entre noviembre y marzo, consistente con una inflación de 35% i.a. al final del trimestre. Un comportamiento similar se verificó en los precios al consumidor de San Luis (ver gráficos 4.1 y 4.2).

La aceleración de los precios fue el resultado, principalmente, de la anticipación y posterior materialización de un elevado incremento en el tipo de cambio oficial, como consecuencia de la normalización y unificación cambiaria (ver sección Política monetaria). A esto se sumaron algunas medidas adicionales para mejorar la competitividad del sector transable (ver secciones Contexto internacional y Actividad económica). En algunos distritos, especialmente el área metropolitana de Buenos Aires, se impulsó además una actualización en los

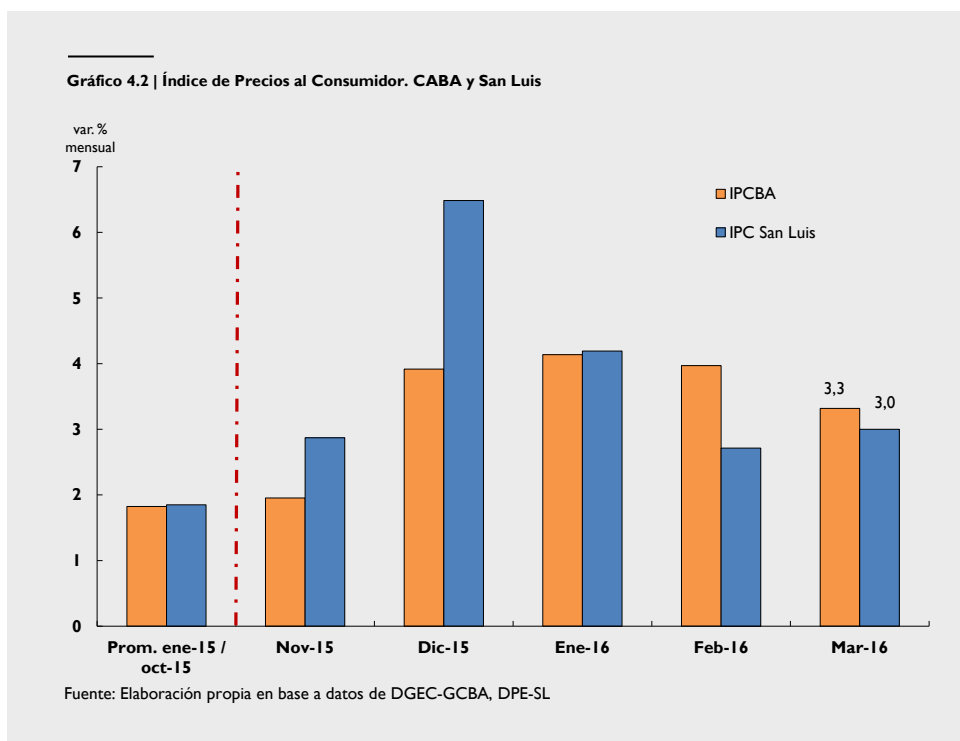
precios de diversos servicios públicos, que se encontraban muy rezagados (ver apartado 1).

Gráfico 4.1 | Índice de Precios al Consumidor. CABA y San Luis



En línea con la mayor inflación, se incrementaron también las expectativas de inflación anual promedio urbana para fin de año, que pasaron de 31,8% en diciembre pasado a 33,4% en la última medición. Sin embargo, el sesgo anti-inflacionario de la política monetaria contuvo el impacto inflacionario de las medidas adoptadas.

¹⁷ Dentro del marco de emergencia del Sistema Estadístico Nacional (Decreto 55/2016), el BCRA sigue la evolución de los precios basándose en diversos indicadores disponibles estimados por los institutos de estadísticas provinciales, complementando dicha información con relevamientos semanales. No obstante ello, en el presente informe el BCRA describe la evolución de los precios analizando los Índices de Precios al Consumidor de la Provincia de San Luis (IPC-SL) y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPCBA). De acuerdo a lo informado oportunamente por el INDEC, ambos indicadores constituyen alternativas del Índice de Precios al Consumidor apropiadas en ausencia del publicado por ese Instituto, atento que tienen metodologías consistentes entre sí, cuentan con canastas representativas propias y a mediano plazo presentan variaciones porcentuales similares. Recientemente el INDEC informó que en junio próximo se difundirá el IPC oficial para el Gran Buenos Aires (GBA). En principio, se informará la variación mensual correspondiente al mes de mayo con base de cálculo abril de 2016. Las ponderaciones surgirán de la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGH) correspondiente al período 2004-2005, aunque se está trabajando en el diseño de una nueva encuesta de gastos para 2017. También el año próximo se espera contar con un indicador oficial de alcance nacional (ver apartado 2).

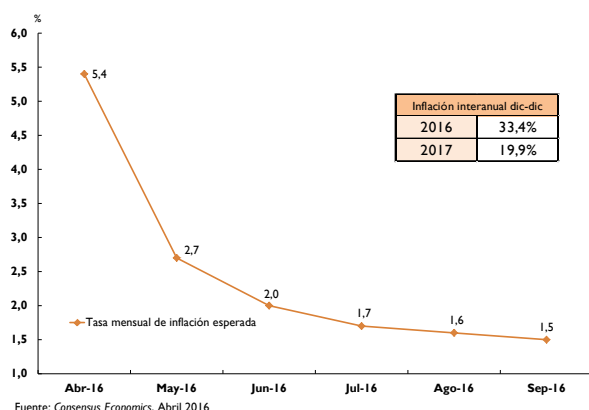


Además de haberse verificado un traslado a precios acotado del incremento del tipo de cambio, se espera una fuerte desaceleración en la inflación mensual a partir de mayo y una inflación anual en 2017 por debajo de 20% (ver gráfico 4.3). El BCRA, además, buscará bajar la inflación por debajo del nivel esperado para 2016 y reducir las expectativas de inflación por debajo de 17% para 2017. Todo con miras a transitar hacia una inflación de 5% anual para 2019.

4.1 Impacto de las correcciones

Las medidas mencionadas implicaron un aumento de aproximadamente 9 puntos porcentuales (p.p.) en la inflación de los primeros meses de 2016, que se sumaron a una inflación inercial de aproximadamente 2% mensual arrastrada desde 2015 (ver gráfico 4.4). Este impacto puede considerarse bajo teniendo en cuenta la magnitud de la corrección de precios relativos materializada.

Gráfico 4.3 | Expectativas de inflación (nacional urbana)



La normalización del mercado cambiario generó un alza de casi 60% en el tipo de cambio oficial, mientras que el coeficiente de traslado a los precios minoristas de ese aumento fue sensiblemente menor en comparación con experiencias similares (ver gráfico 4.5 y apartado 3). El sesgo anti-inflacionario de la política monetaria explicó gran parte de este reducido coeficiente (ver sección Política monetaria).

Gráfico 4.4 | Índice de Precios al Consumidor. Evolución y tendencia

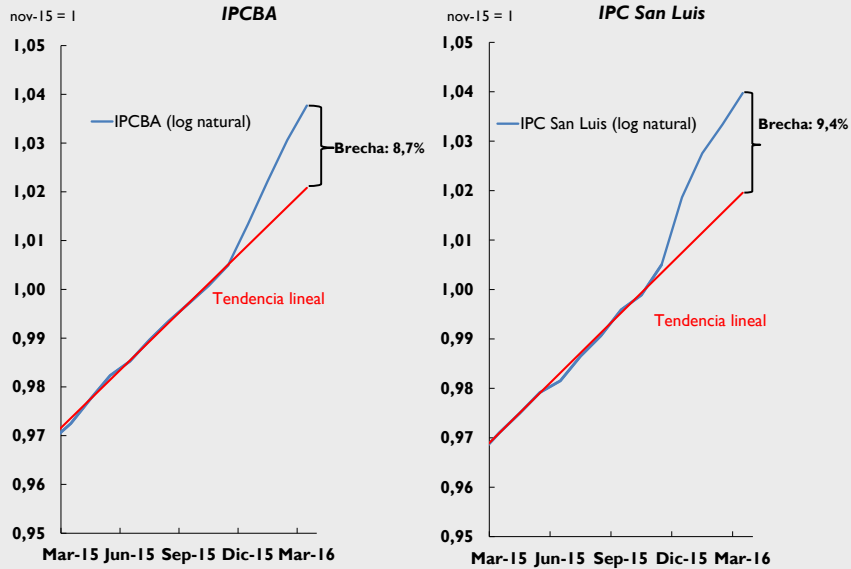


Gráfico 4.5 | Tipo de cambio nominal y precios. Traslado acumulado

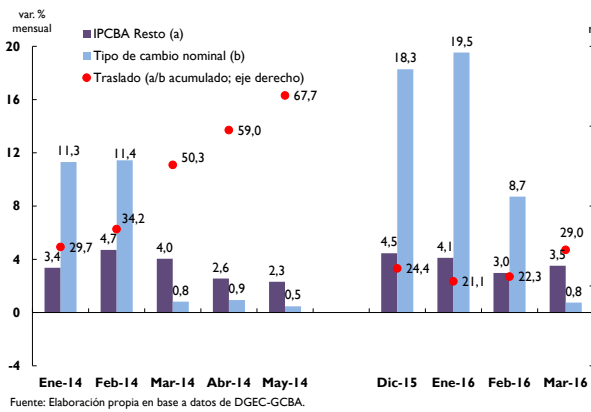
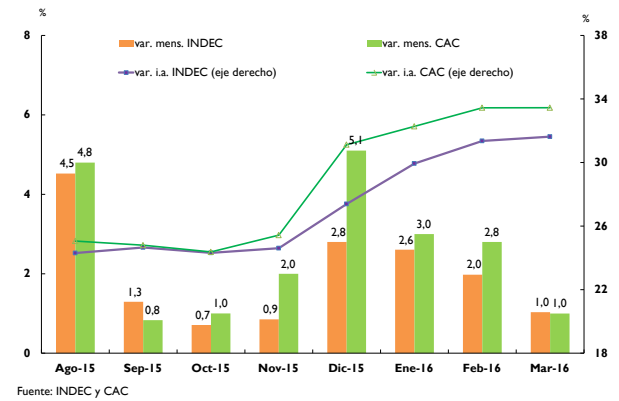


Gráfico 4.6 | Costos de la construcción



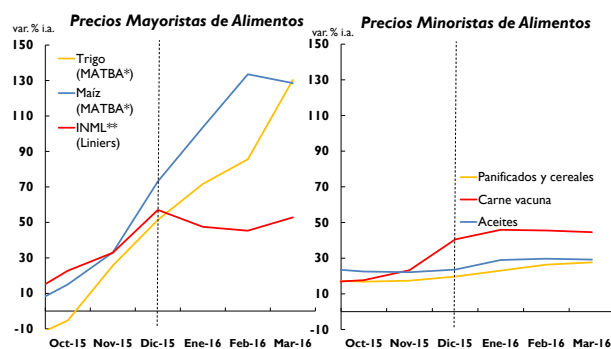
En particular, el traslado hacia los costos de la construcción fue bajo. Con una alta participación de los materiales —bienes sensibles al tipo de cambio— los costos de la construcción se aceleraron en diciembre pero registran una disminución en su tasa mensual de aumento desde enero (ver gráfico 4.6).

De manera similar, los precios minoristas de algunos bienes transables sobre los que se aplicaron medidas adicionales para mejorar su competitividad (ver sección Actividad económica) no acusaron

en su totalidad los aumentos de los precios al productor. Tal es el caso de las subas en las plazas mayoristas¹⁸ del trigo, el maíz y la carne vacuna, que tuvieron aumentos de entre 20% y 58% desde diciembre (ver gráfico 4.7).

¹⁸ Según se desprende de las cotizaciones disponibles en el Mercado a Término de Buenos Aires (MATBA) y el Mercado de Liniers.

Gráfico 4.7 | Precios de alimentos



*Mercado a Términos de Buenos Aires. **Índice de novillo del Mercado de Liniers
Fuente: DGEC-GCBA, MATBA y Mercado de Liniers

En cuando al aumento de precios de los servicios públicos, la corrección se concentró primordialmente en la zona metropolitana de Buenos Aires —producto del mayor rezago de las tarifas en esta área—. En este sentido, el cambio de precios relativos entre bienes y servicios se conjuga con un reacomodamiento de precios de carácter geográfico aún en curso en el segundo trimestre (ver cuadro 4.1).

Cuadro 4.1 | Incidencia estimada de tarifas sobre IPCBA. Acumulado primer cuatrimestre 2016.

Item	Incidencia (en p.p.)
Gas por red	2,1
Electricidad	1,3
Colectivo Urbano	1,3
Agua corriente	0,8
Combustibles	0,5
Taxi	0,3
Tren	0,1
Cigarrillos	0,1
Total	6,5

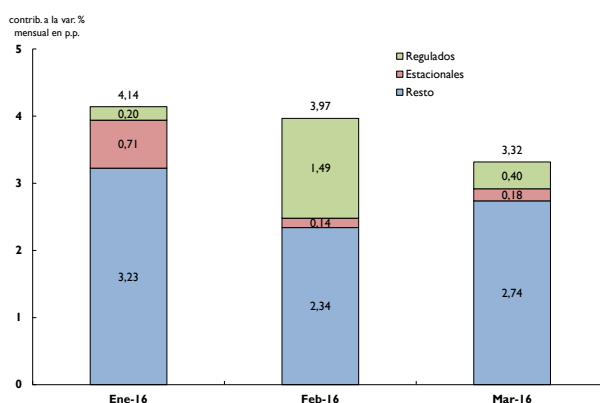
Fuente: Elaboración propia en base a DGEC-GCBA

4.2 Análisis desagregado por distrito

Los índices de precios de la Ciudad de Buenos Aires y de San Luis aumentaron 12% y 10%, respectivamente, en el primer trimestre. Si bien los aumentos fueron similares, la incidencia de distintos componentes fue muy disímil. En términos generales, el aumento de los precios de los servicios regulados tuvo mayor incidencia en la Ciudad de Buenos Aires, mientras que en San Luis tuvieron mayor incidencia los aumentos en el precio de los bienes, en particular los alimentos. Esto se debió en parte a los ajustes de las tarifas mencionados, pero también influyeron diferencias en las canastas de consumo, con mayor peso de los alimentos en San Luis.

En la Ciudad de Buenos Aires los precios minoristas se elevaron 12% en los primeros tres meses de 2016, consistente con un incremento de 35% i.a. a fin de ese período. Los precios de los servicios regulados aumentaron 18,4% en el trimestre (dando cuenta del 20% del alza total), mientras que los componentes IPC Estacionales e IPC Resto¹⁹ subieron 11% en cada caso (ver gráfico 4.8). La división “Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles” tuvo la mayor incidencia explicando 20% del alza del nivel general acumulada en lo que va del año.

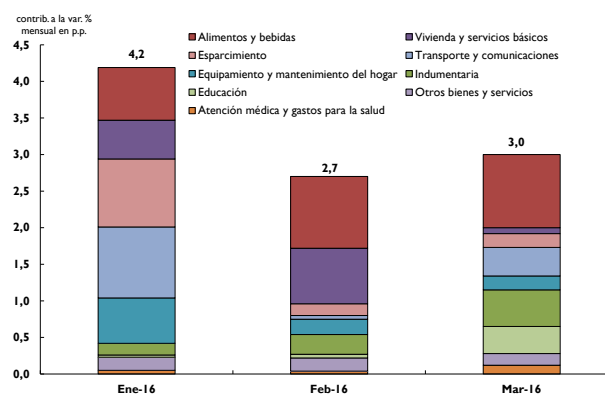
Gráfico 4.8 | IPCBA. Bienes y servicios estacionales, regulados y resto



Fuente: DGEC-GCBA

En San Luis el alza de 10% acumulada en los primeros tres meses se explicó, en un 27% aproximadamente por el incremento de los alimentos y las bebidas, y entre un 13% y un 14% en cada caso para los capítulos Transporte y Comunicaciones, Esparcimiento y Viviendas y Servicios Básicos (ver gráfico 4.9).

Gráfico 4.9 | IPC San Luis. Incidencia por capítulos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DPE-SL

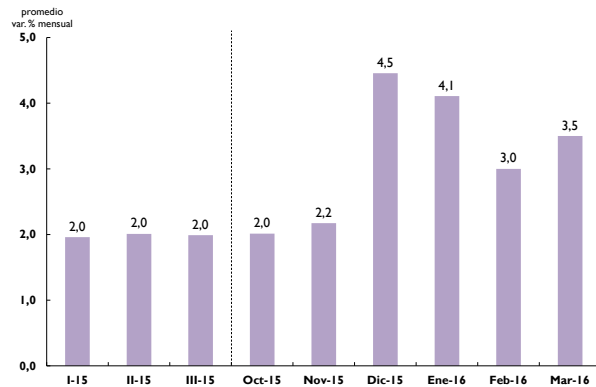
¹⁹ La categoría “resto” es una subcanasta que mide la variación de precios de bienes y servicios que no tienen comportamiento estacional ni están sujetos a regulación, siendo una aproximación de la inflación subyacente o también denominada inflación núcleo. Los estacionales incluyen frutas, verduras, ropa exterior, transporte por turismo, alojamiento y excursiones (Dirección General de Estadística y Censos, Ministerio de Hacienda, GCBA).

4.2.1 Importancia de la inflación “resto”

Analizar la inflación de forma desagregada permite evaluar más precisamente la dinámica inflacionaria subyacente. En efecto, además de monitorear indicadores del nivel general de inflación, el BCRA evalúa cuidadosamente la evolución de indicadores que no tienen en cuenta alzas transitorias de precios, ya sea por motivos estacionales o por cambios de una vez en las tarifas de servicios públicos. Estos indicadores suelen denominarse “subyacente” o “núcleo” o, en el caso de la Ciudad de Buenos Aires, IPC Resto.

En la Ciudad de Buenos Aires se observó una disminución en el IPC Resto en el bimestre febrero-marzo con respecto al bimestre diciembre-enero, pero aun así su nivel se ubicó por encima de lo buscado por el BCRA (ver gráfico 4.10). Sin embargo, en abril, diversas fuentes públicas y privadas que la autoridad monetaria sigue muestran otra disminución de la inflación subyacente.

Gráfico 4.10 | IPCBA. Resto

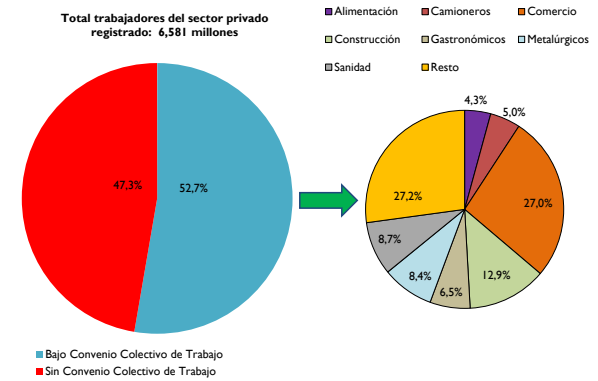


Fuente: DGECC-GBA

4.3 Salarios

Aproximadamente 70% de los trabajadores asalariados se encuentran registrados, de los cuales 53% fijan sus salarios mediante convenios colectivos de trabajo (ver gráfico 4.11). Las paritarias conocidas hasta el momento, con una representación superior al 30% de los trabajadores bajo convenio, cerraron con aumentos entre 15-24% en el caso de acuerdos por seis meses y entre 28-33% en el caso de acuerdos anuales (a excepción de aceiteros que cerró en 38%; ver cuadro 4.2).

Gráfico 4.11 | Trabajadores del sector privado registrado bajo convenio colectivo de trabajo



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Cuadro 4.2 | Paritarias cerradas 2016

Rama/Gremio	% de acuerdo total ¹	Periodo	Suma fija	Posibilidad de reapertura 2016
Acuerdos anuales 2016				
Aceiteros (FTCIODyARA)	38	Abr-16/Mar-17	-	-
Agrarios (UATRE)	28	Oct-15/Sep-16	-	-
Bancarios (AB)	33	Ene-16/Dic-16	-	√
Transporte automotor (UTA)	29	Abr-16/Mar-17	\$3.500 en 2 cuotas	√
Acuerdos semestrales 2016				
Carne (FGPCD)	20	Abr-16/Sep-16	\$2.000 en 6 cuotas	
Construcción (UOCRA)	22	Abr-16/Sep-16	-	
Comercio	20	Abr-16/Sep-16	\$2.000 en 2 cuotas	
Estacioneros	17	Abr-16/Sep-16	\$1.480 en 2 cuotas	
Plásticos (UOYEP)	24	Abr-16/Sep-16 20% Abr-16/Jul-16 y 3,33% Ago-16 en adelante	\$5.000 en 3 cuotas	
Entidades deportivas y civiles (UTEDyC)	15	Ene-16/Jun-16	-	
Automotriz (SMATA)	19	Ene-16/Jun-16 10% Ene-16/Feb-16 y 15% Mar-16 en adelante 7,5% Ene-16/Mar-16 y 11% Abr-16 en adelante	-	

(1) Información preliminar aún no publicada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

(2) El acuerdo se firmó para choferes de corta y media distancia

(3) El porcentaje de acuerdo no incluye sumas fijas

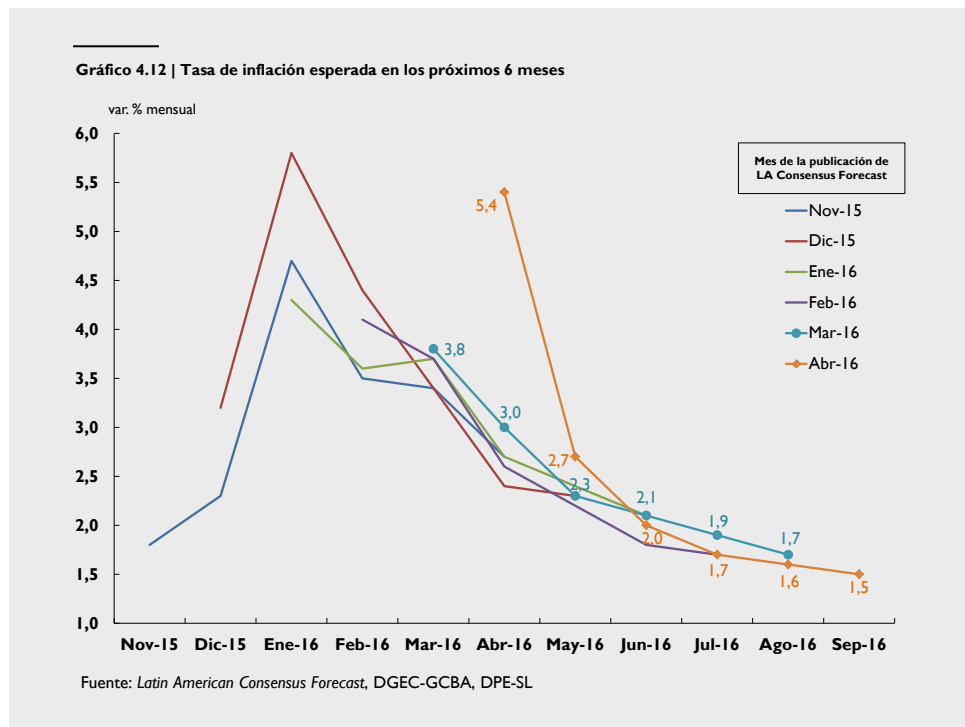
Fuente: Información periodística y sindical

4.4 Perspectivas

Los próximos trimestres probablemente muestren una disminución marcada en la inflación mensual. El sesgo anti-inflacionario de la política monetaria parece estar teniendo éxito en contener efectos de segunda vuelta del reacondamamiento de precios relativos sobre la dinámica inflacionaria. Si bien la inflación anual observada en el primer trimestre y la inflación anual esperada para diciembre de 2016 son elevadas, las expectativas de inflación para diciembre de 2017 se encuentran ancladas levemente por debajo del 20%. Según el relevamiento que *Latin American Consensus Forecasts* (LAC) realiza entre analistas especializados, se prevé un claro sendero descendente en la inflación mensual a partir de mayo de 2016.

Desde enero, el promedio de las consultoras relevadas prevé que hacia junio la tasa de inflación se desacelerará al 2% mensual. Estas proyecciones no se elevaron ante los incrementos puntuales de tarifas de servicios públicos anunciados en los últimos meses —que implicaron una incidencia en el IPCBA de casi 7 p.p. en los primeros cuatro meses—. Al contrario, contemplan una tasa de inflación nacional descendiendo a 1,5% mensual en septiembre (ver gráfico 4.12).

El BCRA busca con su política monetaria que la trayectoria observada de la inflación se ubique por debajo de estas expectativas. Indicios de un marcado descenso en la inflación subyacente de abril sugieren que esta política monetaria comienza a tener resultados.



Apartado 1 / Actualización de las tarifas de los servicios públicos

En el marco de un proceso de corrección del desequilibrio fiscal, el cual requirió un recorte en el nivel de subsidios, el Gobierno Nacional dispuso una serie de incrementos en los precios de los servicios públicos.

Primero, dispuso²⁰ un incremento en el precio estacional de referencia de la energía eléctrica mayorista en febrero. Dicho precio se utiliza para determinar las tarifas de los usuarios que demandan electricidad a través de un distribuidor. Dado que este componente de la tarifa es común a todos los consumidores del país, esta medida fue de alcance nacional.

La disposición contempló un ajuste diferencial entre las industrias no registradas como agentes del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), por un lado, y los comercios, pequeñas industrias y residenciales, por el otro. El ajuste no sólo implicó un alza en los precios minoristas sino también en los costos en distintas etapas de la cadena productiva.

Para el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA) se dispuso un alza adicional en el valor agregado de distribución²¹, por lo que el aumento medio de la tarifa eléctrica para dicha zona fue de 250%, superior al alza registrada a nivel nacional. Este incremento tuvo una incidencia de 1,3 puntos porcentuales en el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) del mes de febrero.

A partir de abril se aplicaron incrementos a nivel nacional para las tarifas de transporte y distribución de gas natural por redes, con porcentajes diferenciales según la región y la categoría del usuario (clasificado por nivel de consumo)²². Estos incrementos se adicionaron al alza del precio del gas en Punto de Ingreso al Sistema de Transporte (PIST) destinada a las productoras²³. Particularmente, para los usuarios residenciales del AMBA que tenían subsidio —aproximadamente el 85%—, las tarifas aumentaron entre un mínimo de 144% para

la categoría R34 (consumo superior a 1.800 metros cúbicos bimestrales) y un máximo de 313% para la R31, con consumo bimestral hasta 500 metros cúbicos de gas. Como resultado, la tarifa se incrementó en promedio cerca de 195%. Cabe señalar, que junto con el cambio tarifario se eliminó el cargo para atender las importaciones de gas que regía desde 2008, lo que permitió amortiguar la suba.

Por su parte, en el AMBA también se determinó un nuevo cuadro tarifario para el servicio de agua potable y desagües cloacales brindado por Agua y Saneamientos Argentinos S.A. (AySA)²⁴. Para el cálculo de la nueva tarifa se continúa utilizando la misma fórmula, pero se incrementó 217% el valor del coeficiente aplicado para la estimación del cargo variable. Asimismo, se redujeron los porcentajes aplicados para determinar tarifas preferenciales. Con todo, el aumento promedio será cercano a 300%.

Finalmente, a partir del 8 de abril entró en vigencia un aumento para el transporte en colectivo y tren urbano en el ámbito del AMBA de 100% en cada caso, con un impacto en abril de 65% y 60%, respectivamente, y el resto en mayo²⁵.

Cabe mencionar que el nuevo esquema tarifario contempla en todos los casos una tarifa social orientada a los sectores de menores recursos económicos, en tanto que para la electricidad y el gas se incluyen precios preferenciales condicionados a determinados niveles de ahorro en el consumo.

Considerando las subas en el AMBA, se estima que la actualización de las tarifas implicarán un piso de inflación de alrededor de 5% en abril.

²⁰ Resolución 6/2016 del Ministerio de Energía y Minería.

²¹ Resolución 1/2016 del Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE).

²² Resoluciones de 3723/2016 a 3733/2016 del Ente Nacional Regulador del Gas (ENERGAS).

²³ Resolución 28/2016 del Ministerio de Energía y Minería.

²⁴ Disposición 62/2016 del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Viviendas.

²⁵ Resoluciones de 46/20016 a 50/2016 del Ministerio de Transporte.

Apartado 2 / Consideraciones metodológicas sobre la medición de precios minoristas

Los Índices de Precios al Consumidor —IPC— miden los cambios en el tiempo del nivel general de los precios de bienes y servicios adquiridos por los hogares para consumo final. En muchos países los IPC surgieron como medida de los cambios en el costo de vida de los asalariados, con el propósito de ajustar los salarios de acuerdo al incremento en los precios. Con los años y avances de la estadística de números índices, los IPC han ampliado su alcance, y hoy en día se usan como indicadores macroeconómicos de la inflación. Gobiernos y bancos centrales los utilizan para monitorear la estabilidad de los precios, por lo cual es importante conocer sus aspectos metodológicos.

El índice de precios más relevante desde el punto de vista económico sería el que pudiera medir con precisión los cambios en el costo de vida de los consumidores (Índice de Costo de Vida —ICV—)²⁶. Ello permitiría conocer el ingreso monetario necesario para mantener en el tiempo el nivel deseado de bienestar o satisfacción. Las fórmulas de números índices que son aproximaciones más cercanas al concepto de ICV son las denominadas fórmulas superlativas, que contemplan de manera simétrica las cantidades y los precios de todos los productos consumidos y las combinan, y son aproximaciones a formas funcionales flexibles de las funciones de utilidad subyacentes de los consumidores. Estos índices requieren información del período corriente y del período con el cual se compara, por lo que existe una imposibilidad práctica de publicarlos mensualmente²⁷.

Por razones de practicidad y para poder calcular un indicador de precios que se publique con regularidad, comúnmente con periodicidad mensual, se utilizan las fórmulas tipo Laspeyres para elaborar

los IPC. Estos índices, cuyo origen se remonta al siglo XVIII, permiten brindar información oportuna sobre la tasa de inflación, por lo que se utilizan para una amplia variedad de propósitos, entre los que se incluye su utilización como objetivo en un esquema de Metas de Inflación.

El modo preciso en que se define y construye un IPC depende en gran parte de la finalidad que se persiga y de quién los utilice. Sin embargo, existen características compartidas entre las diversas metodologías de medición.

En la actualidad son los institutos nacionales de estadística los que elaboran, en la mayoría de los casos, este tipo de indicador. Los datos de precios son relevados por estas oficinas en puntos de venta específicos, seleccionados a partir de encuestas económicas. Los productos que se relevan surgen de las investigaciones sobre la distribución del gasto de los consumidores, que también deben revisar periódicamente estos organismos.

Bajo algunos supuestos, se puede conocer un rango dentro del cual podría ubicarse el costo de vida, siendo la banda superior la resultante de un índice del tipo Laspeyres y la inferior, la obtenida mediante el cálculo de un índice de Paasche²⁸.

Las fórmulas de Laspeyres suponen que las pautas de consumo de las familias son constantes en el tiempo. Para el cálculo del índice, se toma una canasta de consumo correspondiente a un período considerado como base y se computan los movimientos de los precios de esa canasta. Dicho de otro modo, las cantidades de bienes y servicios que se consumen no varían cuando se producen variaciones en sus precios.

Un índice del tipo Paasche mide la evolución de los precios de canastas de consumo distintas para cada período. Esta medición considera siempre las cantidades consumidas en el período corriente. Un ejemplo de este tipo de índice es el deflactor implícito del Producto que surge como cociente entre el PIB no

²⁶ Este concepto se introdujo a comienzos del siglo XX. Ver “Manual del índice de precios al consumidor - Teoría y práctica”; Organización Internacional del Trabajo (OIT), Fondo Monetario Internacional (FMI), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Eurostat, Naciones Unidas y Banco Mundial, 2004.

²⁷ Estos índices suponen que las preferencias de los individuos son homotéticas, es decir que los cambios en los ingresos de las personas no afectan la fracción que destinan a cada producto. Existen 3 índices superlativos que se utilizan ampliamente en las estadísticas económicas: Törnqvist o Törnqvist-Theil, Walsh y Fisher. Este último se calcula como la media geométrica entre un índice de Laspeyres y uno de Paasche.

²⁸ Hill, Robert J. (2004). “Inflation Measurement for Central Bankers”, Reserve Bank of Australia.

minal y el PIB real que es medido a precios de un año base. En el caso del consumo privado, el ratio entre consumo nominal y consumo real indica el ingreso extra requerido para consumir la misma canasta del período actual en el período base.

Las fórmulas de Laspeyres son las más utilizadas para medir los precios ya que permiten la publicación mensual y son sencillas de interpretar y comunicar. Estas presentan dos fuentes principales de imperfección: el sesgo de sustitución²⁹ y los efectos de composición. Estos últimos tienen dos dimensiones: 1) no se contempla que el valor de una categoría de producto puede variar por calidad, durabilidad o prestigio y 2) no se incorporan los nuevos productos, en general asociados a los adelantos tecnológicos. La falta de consideración de esos defectos aumenta el riesgo de obsolescencia y pérdida de representatividad del índice.

Una manera de introducir cierta sustitución en un índice de Laspeyres es utilizar un cálculo geométrico, que asume que los consumidores mantienen constante las proporciones del gasto destinadas a cada rubro. Es una forma muy restrictiva de sustitución, según la cual la elasticidad precio de los bienes es constante e igual a -1, lo que implica que la variación de precios relativos no modifica el gasto total en que se incurre.

Por razones de oportunidad, costo y transparencia, y en orden de aumentar la frecuencia de actualización de los patrones de consumo de los hogares, un gran número de países utiliza índices tipo Laspeyres con encadenamiento anual para elaborar el IPC³⁰. En general son fórmulas de Lowe, en las

cuales las cantidades se refieren a algún año que precede al período de referencia de los precios³¹. Por ejemplo, los 12 índices mensuales que van desde enero de 2010 a enero de 2011, con enero de 2010 como período de referencia de los precios, se basan en los gastos de 2008 actualizados por precios. Los 12 índices de enero de 2011 a enero de 2012 se basan en gastos de 2009 actualizados por precios, y así sucesivamente.

Los índices encadenados se sitúan a medio camino entre un índice puro de precios y un índice de costo de vida. Las ponderaciones se pueden actualizar en cada eslabón de la cadena, siempre que se cuente con información de la distribución de gastos. La dificultad que presentan es que, al quitarle aditividad a la serie, obstaculizan la interpretación y la revisión de los resultados.

Cuando la transición económica entre el primer y el último eslabón de la cadena es gradual y las tendencias de precios relativos y cantidades no tienen variaciones pronunciadas, el encadenamiento tenderá a reducir la diferencia entre los índices de Laspeyres, de Lowe y de Paasche. En cambio, cuando hay fluctuaciones considerables de precios y de cantidades, el encadenamiento puede no sólo aumentar las diferencias entre los distintos índices, sino también distorsionar la medida del cambio total entre períodos.

Otras consideraciones importantes a la hora de evaluar la calidad de los índices de precios tienen que ver con la elección de las fórmulas de agregación a nivel elemental, el tratamiento de la estacionalidad, de los precios faltantes, de los precios medios de los bienes y servicios que componen la canasta del índice, el alcance o cobertura regional de las muestras, los sistemas clasificatorios, el cambio en la calidad, el reemplazo de productos, etc. Es evidente la importancia de la actualización de la canasta de consumo, por lo que habitualmente se sugiere relevar la distribución de los gastos de los hogares al menos cada 5 años.

²⁹ El sesgo por sustitución en el índice de Laspeyres tiene origen en el hecho de que con el paso del tiempo una economía suele experimentar cambios en los precios relativos de los diversos bienes y servicios transados. Si estos cambios son persistentes, lo que significa que determinado conjunto de bienes se vuelve más caro o barato que otro, es de esperar que los consumidores opten por consumir más de los bienes que se abaratan y menos de aquellos que se encarecen. Si el índice de precios no es capaz de reflejar este hecho, el indicador sobrevalorará o subvalorará permanentemente la pérdida de bienestar de los consumidores.

³⁰ El Banco Central Europeo monitorea al HICP (índice de precios al consumidor armonizado, por su sigla en inglés) que es un índice de Laspeyres encadenado que se actualiza anualmente. La Reserva Federal de los Estados Unidos toma como inflación de referencia la obtenida mediante el Precios del Gasto en Consumo Personal (PCE). A diferencia del IPC que utiliza una cesta de productos fijos actualizada cada 12 meses, el PCE se calcula mensualmente con la fórmula encadenada de Fisher Ideal. Es conocido también como deflactor del consumo (Clark, T. (2004). "A Comparison of the CPI and the PCE Price Index", Reserva Federal de Kansas).

³¹ El índice de Lowe se calcula como $\sum(p_{t+i} \cdot q_{t-j}) / \sum(p_t \cdot q_{t-j})$. Las cantidades se refieren a algún período que antecede en "j" períodos al período de referencia de los precios "t". Si j=0, el índice de Lowe en cadena se convierte en un índice de Laspeyres en cadena, pero si j=-1, es en un índice de Paasche en cadena. Esta fórmula es la recomendada en el manual sobre Índices de Precios al Consumidor de la OIT (2004), un compendio de las mejores prácticas internacionales en la materia.

El IPC es una estadística de extraordinaria importancia, cuyas variaciones pueden influir sobre la política monetaria del banco central, el mercado bursátil, los salarios, la política fiscal, etc. El público debe creer en su confiabilidad, y en la idoneidad e integridad de quienes son responsables de elaborarlo. Por lo tanto, los métodos que se utilizan para su estimación deben estar debidamente documentados, ser transparentes y estar a disposición del público. Se requiere de un equipo técnico altamente capacitado e independiente y de un importante soporte económico para su correcta consecución. Por todo ello, el sector público está mejor posicionado para proveer esta información sujetándose a las mejores prácticas mundiales existentes en la materia.

Apartado 3 / El traspaso del tipo de cambio en América latina: lecciones de la experiencia reciente

El “traspaso” de tipo de cambio refiere convencionalmente al grado en el cual las variaciones de éste impactan en el conjunto de precios de una economía.

La evidencia empírica sugiere que, por diversas razones, los movimientos del tipo de cambio nominal no se traducen inmediatamente en una modificación proporcional en el índice de precios al consumidor y que la magnitud del traspaso es muy variable entre distintas experiencias depreciatorias.

Esta variabilidad resulta, de hecho, esperable, ya que se pueden presentar diferencias importantes tanto en la estructura de la economía (participación de los bienes importados y exportados en la canasta de consumo, marco de política monetaria y expectativas inflacionarias, nivel de empleo) como en la clase de *shocks* económicos que originan las depreciaciones en cuestión.

En el cuadro 1 se muestra, para América Latina, la correlación entre el tipo de cambio y la cantidad de dinero, por un lado, y entre éste y los términos de intercambio, por el otro. La cantidad de dinero en las décadas de los 80s y 90s es la variable que está nítidamente más relacionada con las variaciones cambiarias, no obstante ello, en los últimos 15 años ésta pasa a mostrar una correlación menor que la observada con los términos de intercambio.

Cuadro 1 | Oferta monetaria, términos de intercambio y depreciación en América latina* (correlaciones)

Período	M1 / tasa de depreciación	Términos de intercambio / tasa de depreciación
1970-1980	0,72	-0,59
1980-1990	0,94	-0,16
1990-2000	0,68	-0,07
2000-2015	0,04	-0,07

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

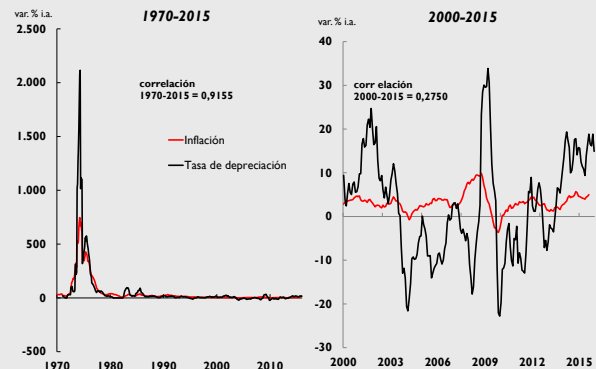
Puede interpretarse, así, que los *shocks* monetarios han perdido la preeminencia que tenían en décadas anteriores frente a los *shocks* de tipo real en la explicación de las variaciones cambiarias. La teoría económica predice, frente a esta situación, que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio al nivel de precios será más bajo, y esto es precisamente lo que se ha verificado en América latina en los últimos años. Esta situación tiene lugar en el marco de un aumento del compromiso de los bancos centrales con el objetivo de lograr la estabilidad de pre-

cios y con la adopción, en la mayor parte de la región, de un régimen de Metas de Inflación.

De hecho, la experiencia latinoamericana reciente nos dice que las depreciaciones y la aceleración de la inflación suelen mostrar relaciones menos estrechas y lineales que en el pasado y, por lo tanto, los países de la región evidencian en conjunto una caída en el traspaso.

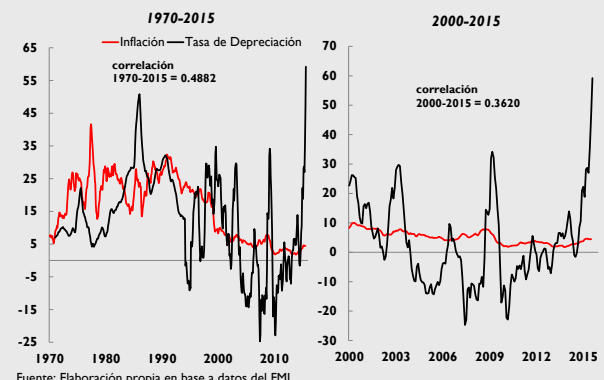
En particular, las economías que mostraron hasta la actualidad experiencias exitosas de desinflación en la región, dan cuenta de este fenómeno. Países como Chile, Colombia, México y Perú, por ejemplo, muestran en períodos recientes coeficientes de correlación entre depreciación y tasa de inflación mucho más bajos que en años previos, lo cual es claramente coincidente con avances hacia esquemas monetarios más consistentes de los que tenían décadas atrás (ver gráficos 1, 2, 3 y 4).

Gráfico 1 | Chile. Tasa de depreciación e inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Gráfico 2 | Colombia. Tasa de depreciación e inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Gráfico 3 | México. Tasa de depreciación e inflación

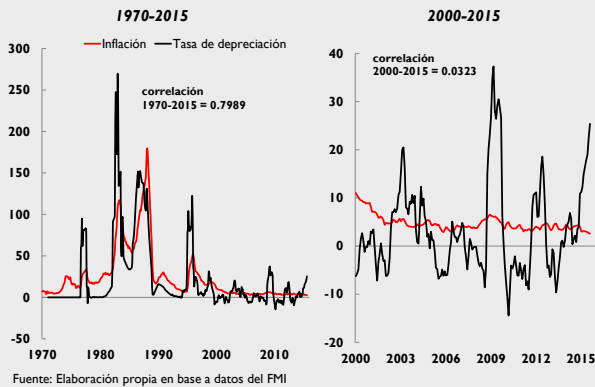
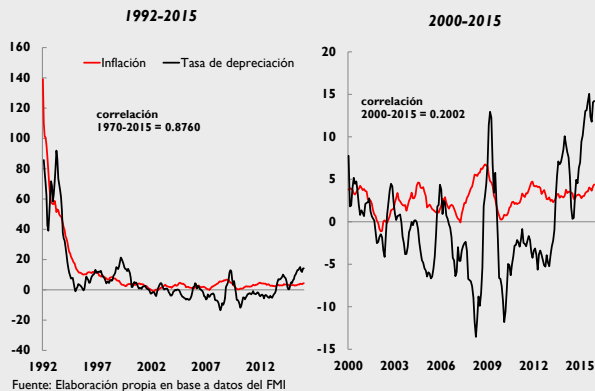


Gráfico 4 | Perú. Tasa de depreciación e inflación



La explicación es sencilla. Cuanto más estables sean los precios y mayor sea el compromiso del banco central, las firmas tendrán menos incentivos para trasladar las variaciones en el tipo de cambio (ver Taylor, 2000)³².

Se crea así, al decir de Edwards (2006), una especie de círculo virtuoso: una inflación más baja reduce el coeficiente de traspaso y, a su vez, un coeficiente de traspaso más bajo disminuye la inflación³³.

La literatura empírica al respecto parece convalidar esta aseveración. Justel y Sansone (2015), encuentran que el traspaso ha disminuido desde la adopción del régimen de Metas de Inflación por parte del Banco Central de Chile³⁴. González, Rincón y

Rodríguez (2008), quienes analizan datos trimestrales de Colombia para el período 1985 a 2007 mediante modelos econométricos lineales y no lineales, muestran que la transmisión es mayor cuando la economía está en auge y la inflación es mayor³⁵. Basados en un modelo de vectores autorregresivos (VAR), Capistrán, Ibarra-Ramírez y Ramos-Francia (2011) verifican el hecho de que el traspaso a precios del consumidor de las depreciaciones del peso mexicano parece haber disminuido sustancialmente a partir del año 2001, lo cual coincide con la adopción del esquema de metas de inflación por parte del Banco de México³⁶. Finalmente, Winkelried (2003), al analizar la experiencia de Perú entre los años 1992 y 2002, encuentra que las modificaciones del régimen de política monetaria pueden tener una repercusión significativa en la relación entre tipo de cambio y precios³⁷.

En conclusión, en lugar de ser considerado como un parámetro “fundamental” de la economía, el coeficiente de traspaso debería ser apreciado como una variable determinada por las decisiones de política económica. La evidencia reciente de América Latina demuestra cómo este coeficiente ha descendido de la mano de políticas monetarias que lograron anclar las expectativas inflacionarias.

³² Taylor, J. B. (2000). “Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms”, *European Economic Review*, 44, 1389-1408.

³³ Edwards, S. (2006). “The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited”, Working Paper, N° 12163, NBER.

³⁴ Justel, S. y A. Sansone (2015). “Exchange Rate Pass-Through to Prices: VAR Evidence for Chile”, Documentos de Trabajo n°747, Banco Central de Chile.

³⁵ González, A., H. Rincón y N. Rodríguez (2008). “La transmisión de los choques a la tasa de cambio sobre la inflación de los bienes importados en presencia de asimetrías”, Borradores de Economía, N°538, Banco de la República.

³⁶ Capistrán, C., R. Ibarra-Rodríguez y M. Ramos-Francia (2011). “El traspaso de movimientos de tipo de cambio a los precios: un análisis para la economía mexicana”, Documento de Investigación 2011-12, Banco de México.

³⁷ Winkelried, Q. (2003). “¿Es asimétrico el pass-through en el Perú?: un análisis agregado”, *Revista Estudios Económicos*, 10, Banco Central de Reserva del Perú.

5. Política monetaria

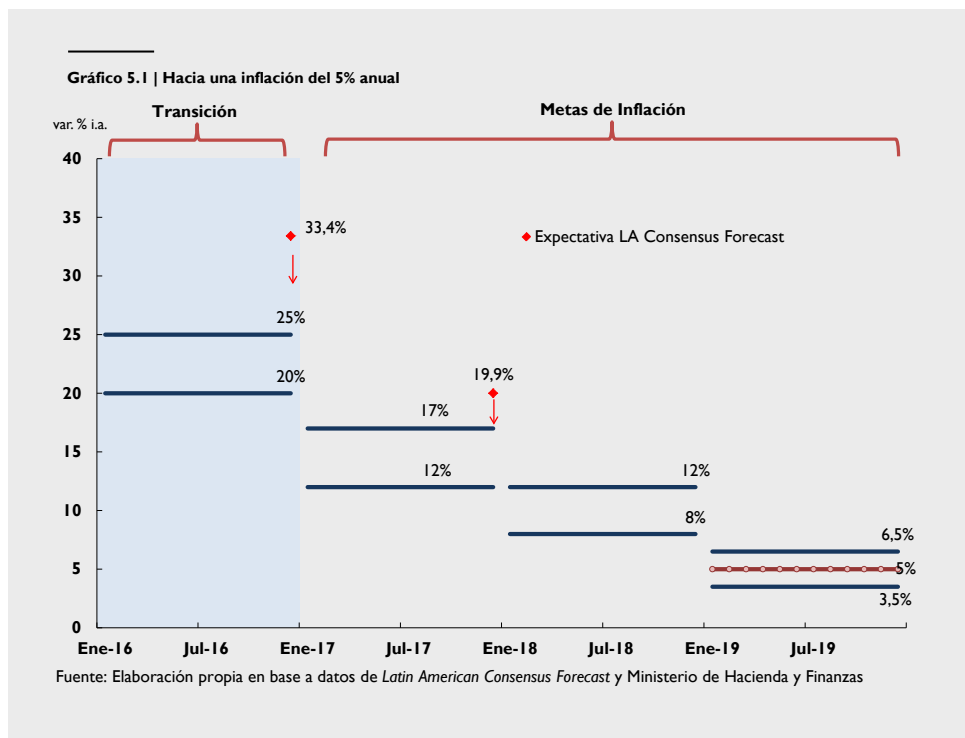
En diciembre de 2015, el BCRA reorientó su política monetaria hacia el objetivo primordial de bajar la inflación. El objetivo inflacionario de la autoridad monetaria es alcanzar, en un plazo razonable, una inflación de 5% anual. El instrumento para alcanzar este objetivo es la tasa de interés. El tipo de cambio se determina libremente en el mercado, con intervenciones ocasionales por parte de la autoridad monetaria. Esta nueva política monetaria se implementa de manera independiente pero en coordinación con el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, y es completamente sostenible desde el punto de vista patrimonial del Banco Central.

5.1 El objetivo de la política monetaria

El BCRA implementa la política monetaria para cumplir con lo que plantea la Carta Orgánica y su estricto orden de prelación (art. 3: “promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”). Promover la estabilidad monetaria para el BCRA significa inducir una baja sistemática y sostenible de la tasa de inflación llevándola, en un plazo razonable, al 5% anual.

En septiembre del corriente año el BCRA adoptará formalmente un esquema de Metas de Inflación (ver apartado 4), que regirá a partir de enero de

2017, con metas explícitas para los próximos años y mecanismos de corrección y explicación de desvíos (ver gráfico 5.1). En la transición hacia ese esquema, durante el corriente año, el BCRA implementa su política monetaria para acercar la tasa de inflación anual de diciembre lo más cerca posible a 25%. Esto implica buscar niveles de inflación mensual más bajos que los ya descendentes esperados por el mercado (ver sección Precios). La autoridad monetaria apunta, además, a reducir las expectativas de inflación de 2017, actualmente en un nivel de casi 20%, por debajo de 17%.



5.2 La tasa de interés como instrumento

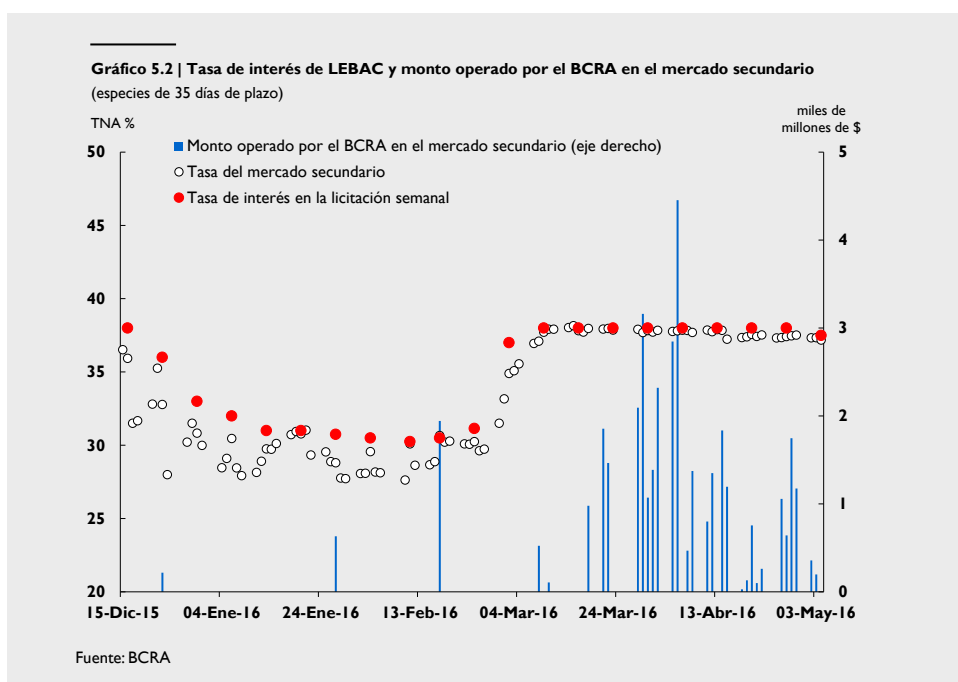
A partir de fines de febrero, el BCRA adoptó la tasa de interés como principal instrumento de su política monetaria. En esta etapa inicial definió como su tasa de interés de política monetaria la que resulta de las licitaciones de LEBAC en pesos a 35 días de plazo, determinando además un corredor entre las tasas de interés de sus pasivos activos y pasivos consistente con la tasa de política.

La principal ventaja de la tasa de interés como instrumento de política monetaria es que no necesariamente debe alterarse ante cambios en la demanda de dinero.

Asimismo, permite mostrar de manera más transparente la postura del BCRA frente a la inflación; en el contexto actual, en la forma de una tasa de interés real lo suficientemente positiva en comparación con la inflación que se espera hacia adelante. Además, ofrece mayor previsibilidad, al promover un rendimiento más estable de los activos en moneda doméstica (ver apartado 5).

Definida la tasa de interés, la base y los agregados monetarios aumentan o disminuyen al compás de las necesidades de liquidez, sin generar necesariamente una presión inflacionaria o deflacionaria. Toda expansión de la cantidad de dinero que no esté convalidada por una mayor demanda es absorbida automáticamente vía títulos o pasivos pasivos.

Desde fines de febrero, cuando el BCRA adoptó la tasa de LEBAC a 35 días como principal instrumento de su política monetaria, ubicó dicha tasa primero en 37% y luego en 38%. Asimismo, comenzó a tener una participación más activa en el mercado secundario de LEBAC (ver gráfico 5.2). A principios de mayo, como respuesta a una menor inflación subyacente en abril y para limitar un aumento en el sesgo contractivo de su política monetaria, modificó la tasa de política monetaria a 37,5%, su actual nivel.



Además, a partir del 29 de febrero el BCRA adecuó el corredor de pases a las nuevas tasas de interés de política. Las tasas de interés de pases pasivos para los plazos de 1 y 7 días se ubicaron hacia fines de marzo en 30% y 31%. Y las de los pases activos alcanzaron 39% y 40% para los mismos plazos. A partir de esta readecuación, la tasa de interés interbancaria a un día se mantuvo acotada dentro del corredor de pases establecido por el BCRA (ver gráfico 5.3).

La tasa de interés de política monetaria tiene impacto sobre la inflación a través de tres mecanismos de transmisión: el canal de las tasas de mercado, la liquidez y el crédito; el tipo de cambio y las expectativas de inflación (ver apartado 6). Para reforzar el mecanismo de transmisión de las expectativas, el cual conlleva los menores impactos sobre la economía real, el BCRA comenzó a explicar su política monetaria de manera transparente.

5.2.1 La comunicación de la política monetaria

El BCRA adoptó varias medidas para mejorar su comunicación. Primero, en diciembre, comenzó a emitir comunicados semanales para acompañar los

resultados de la licitación de LEBAC los días martes. Además, a partir de marzo, comenzó a emitir comunicados más extensos “de política monetaria” los martes posteriores a la publicación del índice de precios más relevante seguido por la institución — que hasta la publicación de un nuevo índice por parte de INDEC será el de la Ciudad de Buenos Aires—. Tercero, continuó con la publicación de su informe monetario mensual, con foco en variables monetarias y financieras. Por último, lanzó su Informe de Política Monetaria —del cual esta es la primera edición— con el objetivo de explicar al público su percepción de la dinámica inflacionaria así como las razones de sus decisiones de política monetaria (ver gráfico 5.4).

La comunicación de la política monetaria es un instrumento fundamental en esquemas de Metas de Inflación para reforzar la transparencia de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de los agentes económicos en la meta de inflación.

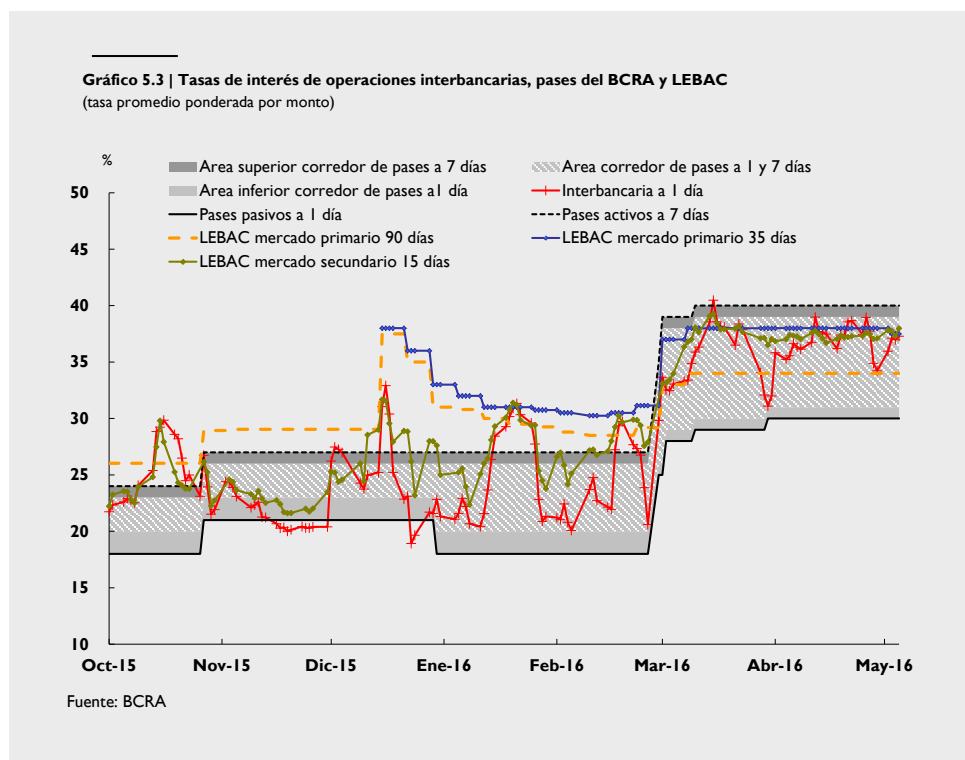
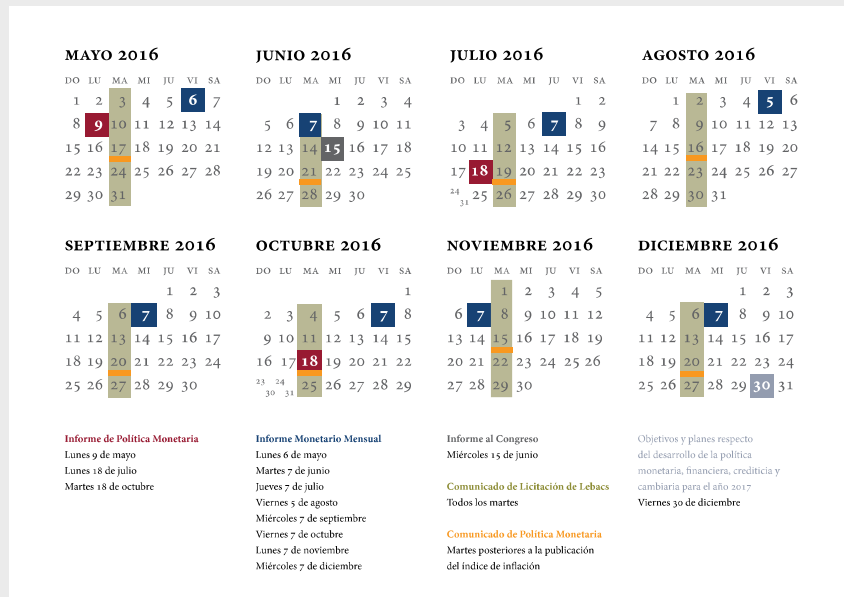


Gráfico 5.4 | Comunicación de la política monetaria



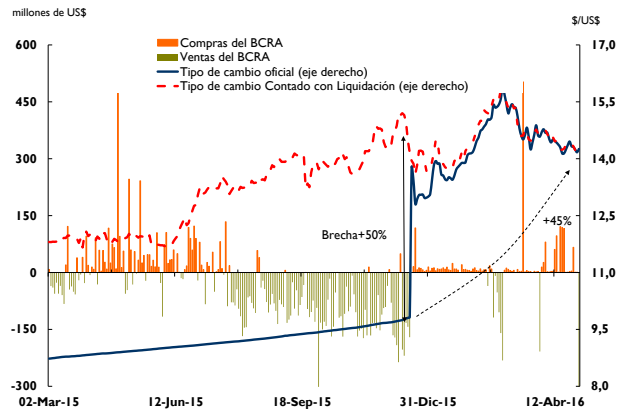
5.3 Un nuevo régimen cambiario

Consistente con su intención de adoptar un régimen de Metas de Inflación, el BCRA migró desde diciembre hacia un régimen de tipo de cambio flexible. La institución considera que la flotación cambiaria es importante para desvincular los movimientos del tipo de cambio del comportamiento de los precios domésticos. Además, limitar el traspaso de los movimientos de tipo de cambio nominal a los precios es crucial para que el tipo de cambio real cumpla su rol estabilizador ante diversos *shocks*.

Dicho esto, la autoridad monetaria se reservó la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario de manera ocasional, para administrar el perfil de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones injustificadas del tipo de cambio.

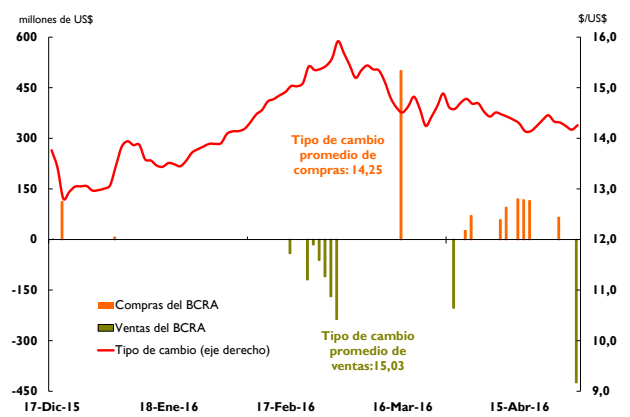
Desde el 17 de diciembre, cuando se eliminaron la mayoría de las restricciones para operar en el mercado de cambios (ver sección 5.5), se observó una marcada flotación en el tipo de cambio (ver gráfico 5.5). El BCRA sólo intervino en 20 jornadas desde entonces, comprando US\$1.324 millones en 11 jornadas (a 14,25 \$/US\$ en promedio) y vendiendo US\$1.418 millones en 9 jornadas (a 15,03 \$/US\$ en promedio; ver gráfico 5.6).

Gráfico 5.5 | Tipo de cambio e intervención del BCRA



Fuente: BCRA

Gráfico 5.6 | Intervenciones del BCRA en el mercado de cambios



Fuente: BCRA

5.4 Coordinación monetario-fiscal y patrimonio del BCRA

El BCRA acordó un tope de transferencias de recursos al Tesoro para 2016 equivalente de \$160.000 millones. El hecho de haber esclarecido y limitado el monto de transferencias al fisco, junto con el hecho de no comprometerse a un nivel dado de tipo de cambio, le dieron a la autoridad monetaria la flexibilidad y la previsibilidad necesarias para enfocarse en el objetivo de bajar la inflación. El monto de transferencias acordado para 2016 para nada compromete los objetivos de la institución o su situación patrimonial (ver apartado 7).

5.5 El camino a Metas de Inflación

El camino hacia la adopción de un régimen de Metas de Inflación, planeada para septiembre, comenzó con una etapa inicial en la que el BCRA se abocó

a corregir los desequilibrios existentes en la economía en 2015 y absorber excesos de liquidez (ver gráfico 5.7).

En efecto, hasta diciembre 2015 el mercado cambiario estaba afectado por un conjunto de restricciones a la compra de divisas (llamadas comúnmente “el cepo cambiario”), una brecha de más de 50% entre el tipo de cambio oficial y el implícito en activos financieros y una fuerte intervención de la autoridad monetaria para sostener el tipo de cambio oficial, en un contexto de elevada incertidumbre. La política monetaria, además, se hallaba subordinada a objetivos fiscales (ver gráfico 5.8) y cambiarios, lo que implicaba un fuerte ritmo de aumento de los agregados monetarios.

Como parte de la preparación para transitar hacia un esquema de Metas de Inflación con flotación del tipo de cambio, el BCRA tomó una serie de medidas para normalizar el funcionamiento de los mercados cambiario y monetario.

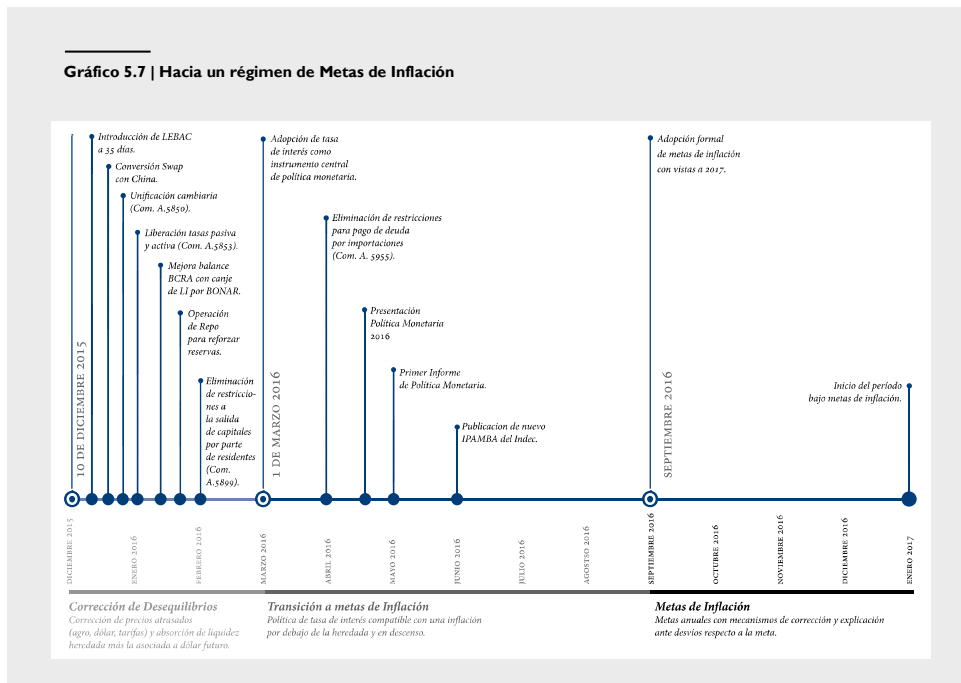
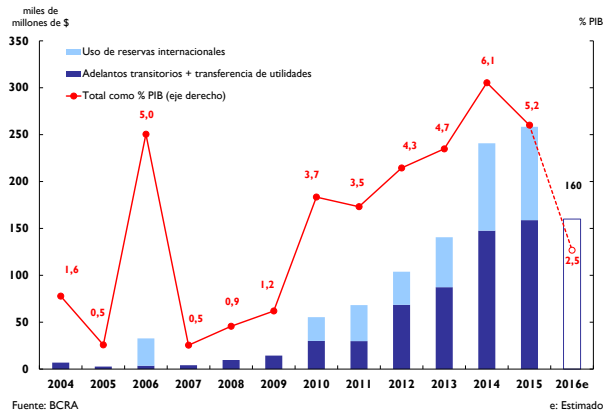


Gráfico 5.8 | Transferencia de utilidades y financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional



5.5.1 La salida del “cepo”

El 17 de diciembre la autoridad monetaria liberó el flujo de operaciones corrientes y la compra de divisas para formación de activos externos hasta US\$2 millones mensuales, para personas físicas y jurídicas, límite elevado a principios de mayo a US\$5 millones mensuales (aunque manteniendo la obligación de liquidar las exportaciones en el mercado de cambios). El resultado de esta medida fue la unificación prácticamente total del mercado cambiario en un nivel inicial en torno a \$14 por dólar.

5.5.2. Fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA

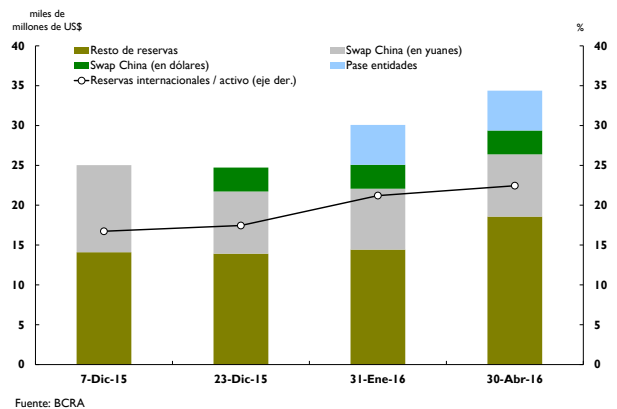
En el marco de esta liberalización, el BCRA tomó varias medidas para fortalecer su hoja de balance, mejorando su liquidez en dólares estadounidenses. Primero, acordó la conversión parcial a dólares de los yuanes correspondientes al *swap* de monedas concertado entre el BCRA y el Banco Central de la República Popular de China. Segundo, realizó un canje de 3 Letras Intransferibles del Tesoro Nacional por un total de US\$16.000 millones, por nuevas emisiones de BONAR 2022, BONAR 2025 y BONAR 2027, activos de mucha mayor liquidez. En efecto, a fines de enero el Banco Central empleó estos títulos para concertar una operación de pase pasivo en dólares por US\$5.000 millones con bancos del exterior por un plazo aproximado de 1 año (ver gráfico 5.9).

5.5.3. Eliminación de la represión financiera

Para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, canal de transmisión crucial de la política monetaria, el BCRA eliminó los límites que regían para

las tasas de interés de los depósitos y los préstamos, dejando que estas operaciones se pacten a las tasas de interés libremente convenidas entre las entidades financieras y sus clientes. Como consecuencia de esta medida y de la mayor confianza inspirada en el peso, las colocaciones a plazo del sector privado, que habían registrado una marcada disminución en las semanas previas a la unificación del mercado cambiario, presentaron un fuerte crecimiento desde la segunda quincena de diciembre. Esta tendencia sólo fue moderada por una caída de los depósitos a plazo de más de \$1 millón, probablemente debido a que fueron atraídos por el rendimiento de los títulos del BCRA (ver sección 5.2).

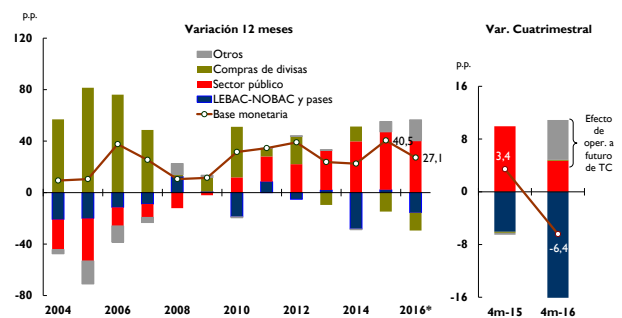
Gráfico 5.9 | Reservas internacionales del BCRA



5.5.4 Absorción de liquidez excesiva

Desde diciembre de 2015 el BCRA se encargó de absorber los excesos de liquidez generados por una fuerte expansión monetaria pasada. Asimismo, debió neutralizar el efecto monetario expansivo por más de \$52 mil millones de las pérdidas asociadas a las operaciones de futuros de tipo de cambio concertadas en 2015 (ver gráfico 5.10).

Gráfico 5.10 | Factores de explicación de la base monetaria (contribución por factor a la variación)

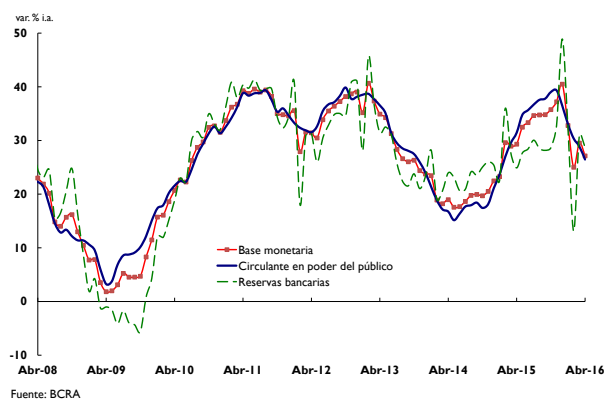


*Acumulado últimos 12 meses a abril de 2016. El "Otros" incluye cancelaciones de redescuentos/créditos del bicentenario, compra/venta de títulos públicos, y ganancia/pérdida por futuros de TC, entre otros. La variación interanual de la base monetaria está influida por cambios en los encajes, que en 2006 registraron un aumento, y desde 2010 reducciones. Fuente: BCRA

En particular, la autoridad monetaria colocó Letras en el mercado primario, realizó ventas en el secundario y utilizó su ventanilla de pasés, con un efecto contractivo total de \$108 mil millones en el primer cuatrimestre. Para afinar sus instrumentos de política monetaria, introdujo una mayor variedad de tipos y plazos en sus títulos, relanzando las LEBAC en pesos ajustables por tipo de cambio e incluyendo títulos con menor plazo, a partir de los 35 días. A su vez, amplió el universo de posibles tenedores, permitiendo nuevamente que los no residentes puedan suscribirlos. También cambió los mecanismos de licitación, eliminando el segmento a tasas de interés predeterminadas.

Como resultado de estas operaciones, la base monetaria redujo su tasa de crecimiento interanual en más de 13,4 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la que mostraba en diciembre, alcanzando 27,1% i.a. en abril luego de un mínimo de crecimiento interanual de 25% en febrero³⁸ (ver gráfico 5.11).

Gráfico 5.11 | Base monetaria



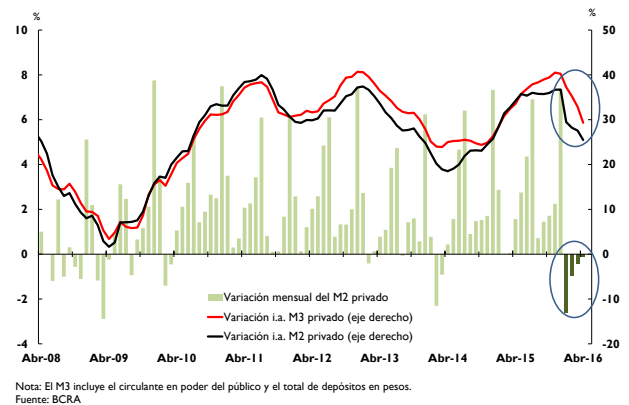
Entre los restantes agregados monetarios también se observaron marcadas reducciones en el ritmo de crecimiento. El agregado en pesos más amplio del sector privado (M3 privado³⁹) presentó una variación interanual de 29,3% en abril, que resultó 10,9

³⁸ La base monetaria presentó una aceleración transitoria en su ritmo de expansión en marzo, fundamentalmente por motivos regulatorios. En efecto, en el marco de una posición de Efectivo Mínimo trimestral (vigente entre diciembre y febrero), y ante la inminente unificación cambiaria, las entidades financieras habían registrado una integración de encajes inusualmente elevada en diciembre, que compensaron con una menor integración en los dos meses restantes, especialmente en febrero. Con el inicio del nuevo período de cómputo en marzo, las entidades financieras debieron recomponer sus reservas bancarias.

³⁹ El M3 privado está compuesto por el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos de los sectores privado y público no financieros en pesos.

p.p. menor a la del último mes de 2015, mientras que los medios de pago del sector privado (M2 privado⁴⁰) redujeron su velocidad de expansión más de 11,2 p.p. respecto a fin de 2015, mostrando un cambio interanual de 25,5% (ver gráfico 5.12).

Gráfico 5.12 | Agregados monetarios (variación de promedios mensuales)



Nota: El M3 incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos.
Fuente: BCRA

⁴⁰ El M2 privado está compuesto por el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos a la vista del sector privado.

Apartado 4 / Metas de Inflación: la experiencia internacional

En diciembre de 2015 el BCRA anunció que está transitando hacia un régimen de Metas de Inflación. Este régimen fue implementado por primera vez en Nueva Zelanda en 1989. Posteriormente, lo adoptaron otros 26 bancos centrales, tanto de países avanzados (9 países) como emergentes (17)⁴¹. Los elementos que caracterizan un régimen de Metas de Inflación son⁴²:

1. El reconocimiento explícito de la estabilidad de precios como el principal objetivo de la política monetaria, y un alto grado de autonomía operativa para perseguir este objetivo por parte del banco central.
2. El anuncio de un objetivo de inflación cuantitativo.
3. Medidas de política monetaria diseñadas a partir de una evaluación prospectiva de la dinámica de precios, basada en una amplia variedad de información, incluyendo las expectativas de inflación.
4. Una adecuada estrategia de transparencia comunicacional.
5. Mecanismos de “rendición de cuentas” por parte del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación.

Si bien todos los países que adoptaron este tipo de esquemas comparten estas características generales, difieren con algunos matices en la implementación.

Los 27 países coinciden en emplear como meta la variación interanual total del Índice de Precios al Consumidor (IPC), que es el indicador de precios más conocido por el público, más fácil de comunicar y de menor rezago en la medición⁴³. En 15 paí-

ses, quien fija y anuncia públicamente la meta cuantitativa para la inflación es el gobierno central junto con la autoridad monetaria, mientras que en 9 países es sólo el banco central y en 3 es sólo el gobierno central (ver cuadro 1). El nivel objetivo de inflación es 2,3% en promedio para países avanzados y 3,6% para los países emergentes. Y el horizonte temporal de cumplimiento del objetivo puede ser de mediano plazo, como sucede en la mayoría de los países, o de cumplimiento en “todo momento” (como en Reino Unido, Perú, y Sudáfrica).

Cuadro 1 | Fijación de la meta de inflación por países

Quien fija la meta	Número de países	Tipo de país	
Gobierno Central	3	Avanzados	2
		Emergentes	1
Banco Central	9	Avanzados	1
		Emergentes	8
Gobierno y Banco Central	15	Avanzados	6
		Emergentes	9

Fuente: Banco de Inglaterra (BoE)

En un régimen de Metas de Inflación, la credibilidad del banco central juega un rol fundamental, porque otorga un mayor grado de flexibilidad ante eventuales *shocks*. Cuando un banco central es creíble, movimientos temporarios o de “una sola vez” en los precios no afectan las expectativas inflacionarias a mediano plazo, y la autoridad monetaria no se ve obligada a reaccionar a dichos movimientos, pudiendo atender otros objetivos, como suavizar las oscilaciones del Producto respecto de su tendencia.

La credibilidad de un banco central⁴⁴ y las expectativas de inflación están estrechamente vinculadas a: 1) un marco institucional que define la autonomía operativa del banco central en pos del cumplimiento del objetivo de inflación; 2) mecanismos de rendición de cuentas y; 3) un proceso de toma de decisiones en el que la opinión pública puede ver reflejada esta autonomía y la rendición de cuentas. Para apuntalar la credibilidad, en los últimos años ha habido un aumento progresivo de la transparen-

⁴¹ Los países cuyos bancos centrales siguen este régimen son: Armenia, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, Ghana, Guatemala, Hungría, Indonesia, Islandia, Israel, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Reino Unido, Rep. Checa, Rumania, Serbia, Sudáfrica, Suecia, Tailandia y Turquía. Las autoridades monetarias de EE.UU. y la Eurozona no adhirieron formalmente a este régimen.

⁴² Mishkin, F.S.; *International experiences with different monetary policy regimes*; NBER W.P. n°6965; Febrero de 1999. Heenan, G., Peter, M., Roger, S.; *Implementing inflation targeting: institutional arrangements, target design, and communications*; IMF W.P. n°06/278; Diciembre de 2006. Y, Hammond, G.; *State of the art of inflation targeting*; CCBS Handbook n° 29; Bank of England; Febrero de 2012.

⁴³ Al presente existen debates aún abiertos en torno a la posibilidad de optar por variables alternativas al IPC como objetivo del esquema.

⁴⁴ Esto es así, principalmente, para los bancos centrales que hayan adoptado un régimen de Metas de Inflación.

cia y la comunicación por parte de muchas autoridades monetarias.

Los bancos centrales comunican y explican sus decisiones de política a través de informes (típicamente trimestrales) de inflación o de política monetaria, comunicados y/o declaraciones públicas tras las reuniones donde se toman las decisiones, minutas de tales reuniones, cartas abiertas en caso de incumplimiento del objetivo, y el testimonio de funcionarios ante el poder legislativo (ver cuadro 2)⁴⁵.

Cuadro 2 | Herramientas de comunicación en esquemas de Metas de Inflación

Ante el incumplimiento de la meta	Número de países	Tipo de país	
		Avanzados	Emergentes
Realizan carta abierta	7	2	5
No realizan carta abierta	20	7	13
		Avanzados	Emergentes
Comunicación de la decisión de política	Número de países	Tipo de país	
Comunicado de prensa	8	3	5
		Avanzados	Emergentes
Conferencia de prensa	2	0	2
		Avanzados	Emergentes
Ambas	17	6	11
		Avanzados	Emergentes
Minutas de la reunión de política	Número de países	Tipo de país	
Se publica	18	6	12
		Avanzados	Emergentes
No se publica	9	3	6
		Avanzados	Emergentes

Fuente: Banco de Inglaterra (BoE)

Para que la adopción de un régimen de Metas de Inflación resulte exitosa, existen ciertos prerrequisitos: 1) la capacidad técnica del banco central para implementarlo; 2) la ausencia de dominancia fiscal; 3) un sistema financiero sólido junto con; 4) un marco institucional que apoye y motive el cumplimiento del objetivo de inflación⁴⁶.

El principal instrumento de política que utilizan los bancos centrales con régimen de Metas de Inflación es la tasa de interés, que puede ser una tasa del mercado o de alguna operatoria del propio banco central. Una de las ventajas de este instrumento es que permite señalar de manera clara y transparente el sesgo de política y la postura de la autoridad monetaria frente a la inflación, lo que contribuye a la transparencia de la comunicación. Además, para brindar mayor transparencia sobre el funcionamiento de este régimen, muchos bancos

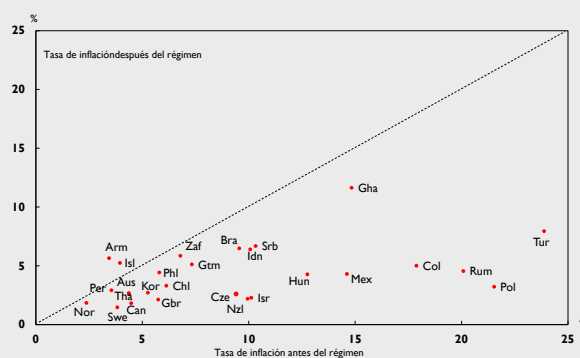
⁴⁵ Heenan et al, 2006.

⁴⁶ Does inflation targeting work in emerging markets?; World Economic Outlook (WEO); Capítulo 4; FMI; Septiembre 2005.

centrales explicitan esquemáticamente cuáles son los canales de transmisión a través de los que opera la política monetaria (ver apartado 6) y los rezagos con los que opera.

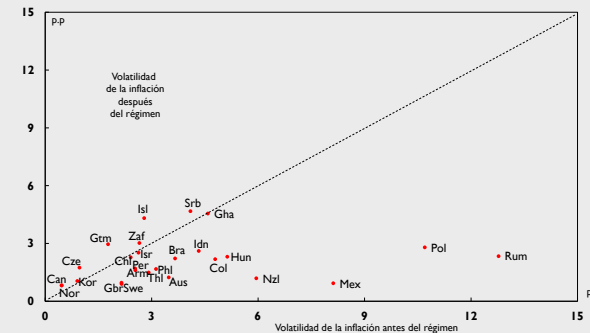
Por último, la experiencia de los países que han implementado este tipo de régimen resultó mayormente exitosa. En general, en los países que lo adoptaron la literatura empírica documenta⁴⁷ una menor inflación y volatilidad de los precios y también, en menor medida, una menor volatilidad del crecimiento (ver gráficos 1 y 2).

Gráfico 1 | Tasas de inflación (antes y después de la adopción del régimen de Metas de Inflación)



Nota: Promedio de la tasa de inflación medida como la variación interanual punta del IPC (diciembre a diciembre). El periodo previo a la adopción del esquema son 5 años (siempre que haya información disponible) con excepción de Brasil. Hacia adelante el periodo abarca todos los años de vigencia del régimen hasta 2014.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Gráfico 2 | Volatilidad de la inflación (antes y después de la adopción del régimen de Metas de Inflación)



Nota: Desvío simple de la tasa de inflación medida como la variación interanual punta del IPC (diciembre a diciembre). El periodo previo a la adopción del esquema son 5 años (siempre que haya información disponible) con excepción de Brasil. Hacia adelante el periodo abarca todos los años de vigencia del régimen hasta 2014. Para Turquía, la volatilidad de inflación antes del régimen superaba los 20 p.p., mientras que después se ubicó por debajo de 2 p.p.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

⁴⁷ WEO, 2005. Roger, S.; Veinte años de metas de inflación; Finanzas y Desarrollo; FMI; marzo de 2010. Y Habermeier et al; Inflation pressures and monetary policy options in emerging and developing countries: a cross regional perspective; IMF W.P. n°09/1; Enero de 2009.

Apartado 5 / Ahorro e inversiones financieras bajo tipo de cambio flexible

En diciembre de 2015 el BCRA reorientó su política económica hacia lograr la estabilidad de precios, enfocándose en el nivel de inflación como guía para su política monetaria, y dejando flotar el tipo de cambio.

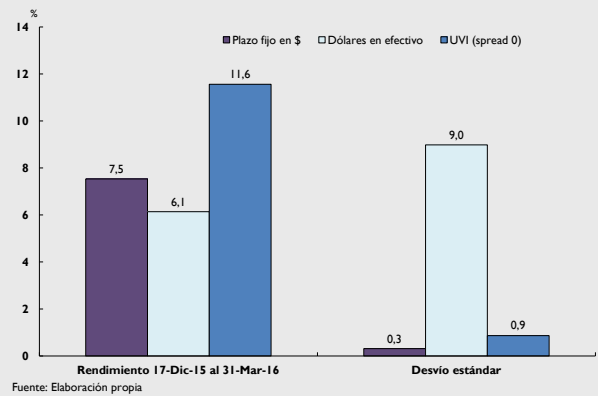
En el actual régimen de tipo de cambio flexible, la autoridad monetaria puede intervenir en el mercado cambiario en determinadas circunstancias, para administrar el perfil de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones injustificadas, pero no se compromete a un nivel dado de tipo de cambio. Su compromiso, en cambio, es preservar la estabilidad de la moneda local, es decir, bajar la inflación.

¿Cuál es la implicancia de este giro de política desde la perspectiva del ahorrista o del inversor financiero de Argentina? Desde la salida del cepo, los argentinos recuperaron su libertad para ahorrar e invertir en la moneda que consideren conveniente. Sin embargo, el hecho de que el BCRA ya no se compromete a mantener un tipo de cambio determinado implica que la rentabilidad de los ahorros y las inversiones en moneda extranjera tiene mayor variabilidad.

El cuadro 1 muestra la evolución del rendimiento mensual, con excepción del período comprendido entre el 17 y 31 de diciembre, de dos opciones de ahorro típicas de los argentinos: tener dólares en efectivo o efectuar un depósito a plazo fijo. Se compara además la opción hipotética de efectuar un depósito en Unidades de Vivienda (UVI), instrumento creado por el BCRA recientemente para promover el ahorro a largo plazo.

El cuadro muestra que el rendimiento de ahorrar en dólares o en plazo fijo fue comparable en el período considerado. Sin embargo, el rendimiento en pesos de la opción de ahorrar en dólares mostró mucha mayor volatilidad (ver gráfico 1). En este período la opción de un depósito en UVI también habría sido muy redituable para una ahorrista.

Gráfico 1 | Rendimiento y volatilidad de opciones de ahorro



Estos comportamientos ilustran un rasgo característico de regímenes de tipo de cambio flexible: el ahorro y las inversiones financieras en moneda extranjera a veces pueden arrojar un rendimiento mayor, a veces uno menor, pero en general presentarán mayor volatilidad que las inversiones en pesos, debido a la fluctuación del tipo de cambio.

Cuadro 1 | Rendimiento de opciones de ahorro*

Período	Plazo fijo en \$	Dólares en efectivo	UVI (spread 0)
Marzo	2,07%	-6,67%	4,04%
Febrero	2,01%	12,10%	3,74%
Enero	1,84%	6,84%	2,20%
17-Dic-15 al 31-Dic-15	2,66%	-9,33%	2,15%
17-Dic-15 al 31-Mar-16	7,53%	6,14%	11,56%
Rendimiento promedio	2,15%	0,73%	3,03%
Desvío estándar	0,31%	8,98%	0,87%

*Tasas devengadas por la cantidad de días hábiles o corridos del mes (según corresponda). Para diciembre se informan tasas mensualizadas. Para cálculo del período 17-Dic-15 al 31-Mar-16 los rendimientos de diciembre no se mensualizaron.

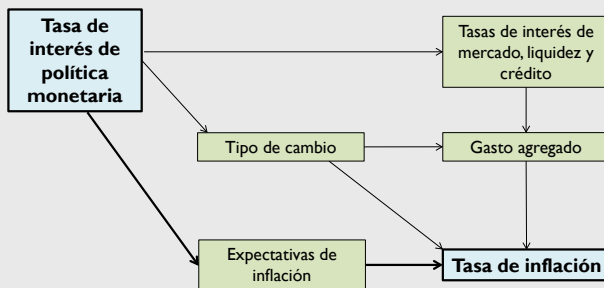
Fuente: Elaboración propia

Apartado 6 / La tasa de interés y la inflación

El uso de una tasa de interés como instrumento de política monetaria es la norma en los 27 países que adoptaron esquemas de Metas de Inflación (ver apartado 4). Sin embargo, es una novedad en Argentina.

¿Cómo afecta la tasa de interés de política monetaria a la inflación? El esquema 1 ayuda a visualizar y comprender los principales mecanismos a través de los cuales las decisiones de tasa inciden sobre los precios.

Esquema 1 | Mecanismos de transmisión de la tasa de interés de política monetaria



Primero, la tasa de interés de política monetaria incide directamente sobre las tasas de interés del mercado, la liquidez y el crédito. A su vez, estas variables inciden sobre el gasto agregado, y éste sobre la inflación. Este es el primer mecanismo de transmisión.

Segundo, la tasa de interés influye sobre el tipo de cambio, y éste tiene cierto impacto sobre el gasto agregado, pero sobre todo incide directamente sobre muchos precios, en particular los de los bienes transables. Este impacto es capturado por el coeficiente de traslado (ver apartado 3). Este es el segundo mecanismo de transmisión.

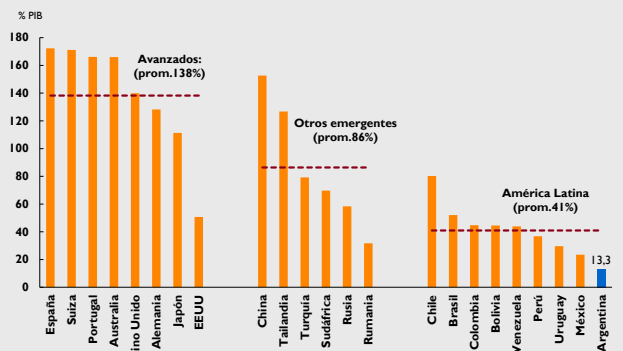
Tercero, la decisión de tasa, acompañada por la comunicación del banco central, incide sobre las expectativas de inflación. Si los agentes perciben que la autoridad monetaria usa sus instrumentos para bajar la inflación, incorporan esta información en el proceso de formación de precios y salarios aun antes de que se vean efectos por los otros mecanismos mencionados. Este es el tercer mecanismo de transmisión.

La magnitud e importancia relativa de cada uno de estos mecanismos difiere entre economías e incluso para un mismo país en diferentes momentos del

tiempo, según características estructurales —como el grado de profundidad del crédito o de apertura de la economía— e institucionales. En Argentina, si bien el BCRA está estudiando la potencia y los rezagos con los que opera cada uno de los mecanismos, conocer su dimensión exacta es difícil, porque la tasa de interés nunca se usó como instrumento de política monetaria. Sin embargo, hay indicios que dan cuenta de la importancia relativa probable de estos canales en comparación con otros países.

En primer lugar, hay indicios de que el mecanismo de transmisión que involucra al gasto agregado de la economía es acotado en comparación con otros países. Esto es porque nuestro país tiene un sistema financiero poco desarrollado, con un nivel de crédito muy bajo en relación al Producto (gráfico 1), si bien la tasa de interés podría afectar el costo de oportunidad del gasto con independencia del tamaño del crédito.

Gráfico 1 | Crédito al sector privado



Nota: Datos a 2015, excepto Argentina a febrero de 2016, (datos estimados)
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y Bancos Centrales

En segundo lugar, el mecanismo de transmisión que involucra al tipo de cambio parece ser comparable al de otros países (ver apartado 3).

Finalmente, dado que el uso de la tasa de interés como instrumento es muy reciente, es probable que el mecanismo de transmisión que involucra a las expectativas esté en estado embrionario. Sin embargo, el acotado traslado a precios de enormes correcciones de precios relativos ocurridas en los primeros meses de 2016 sugiere que no es despreciable.

Este mecanismo de transmisión es el más interesante de los tres porque conlleva menor impacto sobre la economía real. Cuando funciona, la políti-

ca monetaria sirve como un dispositivo coordinador para que las variaciones de precios relativos que ocurren naturalmente en la economía se materialicen con variaciones nominales menores. En ausencia de dominancia fiscal u otros condicionamientos para la política monetaria, nada impide que ésta pueda cumplir ese rol coordinador para disminuir la inflación.

Por eso, el BCRA busca potenciar el efecto de su política monetaria sobre las expectativas incrementando y mejorando la comunicación con el público.

Apartado 7 / La interacción de la política monetaria con el Tesoro

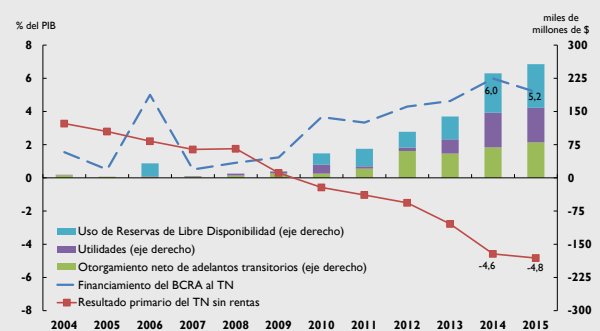
En un contexto de crecientes desequilibrios fiscales y de racionamiento en los mercados de crédito voluntario, en los últimos años el BCRA se convirtió, a través de diferentes mecanismos, en una de las principales fuentes de financiamiento de las elevadas necesidades de fondos del Tesoro. Una de las consecuencias de esta situación fue que la emisión dirigida a solventar esa permanente demanda de recursos se transformó en un factor autónomo de creación de base monetaria de primer orden de importancia. Ello dio lugar a un marcado desequilibrio monetario que estuvo en la base de la aceleración de la inflación que experimentó la economía argentina en la última década. En tales condiciones, fue configurándose en nuestro país un típico cuadro de dominancia fiscal sobre la política monetaria. Tal como lo ha estudiado una amplia literatura teórica y empírica⁴⁸, en esquemas de esta naturaleza las decisiones de la autoridad

⁴⁸ Los esquemas de coordinación —explícita o implícita— entre las políticas monetaria y fiscal y la interacción resultante entre ellas han sido un tema largamente estudiado por la literatura teórica y empírica. A nivel teórico Sargent y Wallace (1981). “Some unpleasant monetarist arithmetic”; *Federal Reserve Bank of Minneapolis*; es una referencia ya clásica pero, entre otros, pueden consultarse con provecho Leeper, E. M. (1991). “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies”; *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147. Lo que dichos trabajos muestran es que, en condiciones de dominancia fiscal (vale decir, en circunstancias en las que el desfinanciamiento estructural del fisco impone al banco central la necesidad de monetizar continuamente los desequilibrios presupuestarios), el recurso residual al señoreaje impide en última instancia a la política monetaria ejercer el control nominal del sistema. Cuando ello es así, la política monetaria deviene “pasiva” y las autoridades del banco central se ven incapacitadas de anclar las expectativas del sector privado (lo que, a su turno, afecta negativamente la demanda del público por dinero). En tales circunstancias, si existen límites a la cantidad de deuda pública que el mercado está dispuesto a absorber, la política monetaria es incapaz de afectar en forma permanente la tasa de inflación de la economía (que resulta, en realidad, explicada por el valor presente de las necesidades de recursos del fisco, “exógenamente” determinadas para las autoridades monetarias). En instancias de ese tipo, pueden, incluso, presentarse resultados “paradójicos” tales como que una restricción monetaria presente conduzca, de hecho, a niveles de precios más elevados que los correspondientes a una política monetaria laxa (véase Drazen (1985). “Tight Money and Inflation: Further Results”, *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 113-20). El estudio empírico de numerosas experiencias —tanto en países en desarrollo como en economías avanzadas— en las que la monetización pasiva de los desbalances fiscales ha dado lugar a la generación de episodios de alta inflación e hiperinflación es una vívida ilustración de estos fenómenos. Para un estudio detallado del funcionamiento de estos mecanismos en el caso local, véase Heymann y Leijonhufvud (1995). “High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures”; Clarendon Press, Oxford, 1995.

monetaria pierden autonomía respecto de la política fiscal. En este sentido, un requisito básico para asegurar en el próximo período un descenso sostenido de la tasa de inflación es salir de la configuración de dominancia fiscal heredada. Ello permitirá a la política monetaria recuperar gradualmente grados de libertad para anclar expectativas y afectar la evolución nominal de la economía en la dirección de una baja persistente de los registros inflacionarios.

El deterioro de las finanzas públicas y la restricción de acceso al financiamiento externo condujeron en los últimos años a una creciente dependencia de las diversas modalidades de transferencias de recursos del BCRA por parte del Tesoro (ver gráfico 1). En 2015 dicho financiamiento alcanzó más de 5 puntos porcentuales del PIB, cubriendo no sólo la totalidad del déficit primario sino también una parte sustantiva de los vencimientos de capital e intereses de la deuda pública. Mientras la colocación de Letras Intransferibles como contrapartida del uso de reservas internacionales representó en dicho año alrededor de 2% del PIB, el recurso a financiamiento con impacto monetario interno (adelantos transitorios por el artículo 20 de la Carta Orgánica y la transferencia de utilidades) representó más de 3% del Producto.

Gráfico 1 | Resultado primario del tesoro nacional sin rentas ni transferencias del BCRA

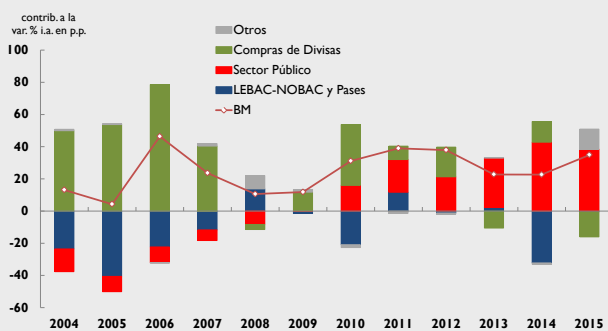


* No se consideran las transferencias por asignaciones extraordinarias de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del FMI en 2009 y 2010 (por \$9.575 millones y \$777 millones, respectivamente).
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda y Finanzas e INDEC

Una consecuencia de esta situación fue que en los últimos años el financiamiento monetario al fisco se transformó en el principal factor de expansión de la base monetaria (ver gráfico 2). Allí se observa que, si antes de 2009 el sector público era un factor que, en forma neta, contribuía en forma contractiva a la evolución de la base monetaria esa situación

cambió en forma drástica a partir del año 2010, cuando la monetización de los desequilibrios fiscales pasó a representar más de la totalidad de la evolución neta del dinero de alto poder. Pese a que —con diferente intensidad según las etapas— el BCRA buscó en ciertos momentos esterilizar a través de la colocación de Letras parte de esa expansión de la oferta de dinero para acomodarla a la evolución de la demanda de base monetaria, lo cierto es que el elevado ritmo de crecimiento impuesto por las crecientes necesidades de financiamiento fiscal (y una débil demanda por activos financieros domésticos en un contexto de elevada inflación) dio lugar a un marcado desequilibrio en el mercado monetario. Dicho desequilibrio estuvo en la base de las tendencias a una sistemática suba de los registros inflacionarios.

Gráfico 2 | Factores de explicación de la base monetaria
(contribución a la variación interanual por factor)

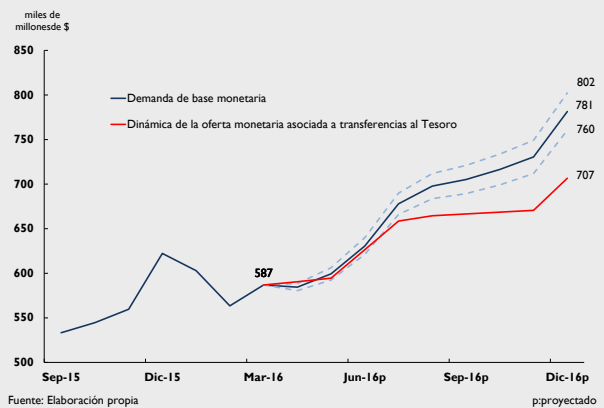


*Acumulado últimos 12 meses al 6-abr-16. El factor "Otros" incluye cancelaciones de redescuentos/créditos del bicentenario, compra/ventas de títulos públicos, y ganancia/pérdida por futuros de tipo de cambio, entre otros. La variación interanual de la BM está influida por cambios en los encajes.
Fuente: Elaboración propia

La intención del BCRA y de las autoridades económicas es revertir esta dinámica, como prerequisite básico para una baja paulatina pero persistente de la tasa de inflación. En este sentido, como parte del proceso de ordenamiento fiscal gradual y de normalización del acceso a los mercados voluntarios de crédito externo actualmente en curso, se ha acordado entre las autoridades monetarias y el Poder Ejecutivo empezar a reducir en forma significativa el financiamiento provisto por el BCRA al Tesoro. Esto implica todavía comprometer ciertos recursos monetarios dirigidos al financiamiento del déficit fiscal durante un período de transición. De acuerdo a lo convenido se ha determinado que para el año en curso el BCRA efectuará transferencias al Tesoro de adelantos transitorios netos y utilidades por un total de \$160.000 millones (2,1% del PIB), a razón de unos \$40.000 millones por trimestre. En términos reales esto implica una reducción del orden del 20% respecto de lo girado al fisco el año pasado por adelantos transitorios netos y utilidades.

Durante la última semana de abril, al presentar su programa financiero luego del acuerdo alcanzado por la deuda en litigio con los acreedores externos, el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas comunicó formal y públicamente que ése es el límite de financiamiento que el Tesoro aspira a recibir de parte del BCRA. El compromiso del Poder Ejecutivo es que esta cifra vaya reduciéndose en los próximos años. El objetivo compartido es salir definitivamente de la configuración de dominancia fiscal que ha condicionado seriamente el accionar de la política monetaria en los últimos años y ha conducido al entorno de alta inflación que caracteriza actualmente el funcionamiento de la economía argentina.

Gráfico 3 | Demanda nominal de base monetaria y efecto de transferencias del BCRA al Tesoro
(bandas a un desvío estándar)



Fuente: Elaboración propia

A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la cifra de financiamiento al fisco comprometida para 2016 por el BCRA es enteramente consistente con la dinámica prevista de reducción de la tasa de inflación⁴⁹. El BCRA estima que el aumento de la demanda por base monetaria excederá a las transferencias remanentes al Tesoro para 2016 (\$120.000 millones) en una magnitud de entre \$53.000 y \$95.000 millones (ver gráfico 3). Esto se deriva de las proyecciones para la demanda de saldos reales de M2 del sector privado —que se anticipa que se expandirá nominalmente a fines del año en curso entre 16,4% i.a. y 22,8% i.a. con un pronóstico central de 19,6% i.a.— y las previsiones de evolución del multiplicador monetario. En tales condiciones, la demanda de base monetaria por parte del público y las entidades financieras permitirá absorber la totalidad de la emisión monetaria

⁴⁹ Ver presentación del plan monetario 2016. http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticMonetarias2016.pdf

prevista para financiar al fisco, sin que ello genere ulteriores presiones inflacionarias.

La existencia de este potencial exceso de demanda de base monetaria brinda paulatinos grados de libertad al BCRA para manejar su política monetaria. Dependiendo de las circunstancias, la autoridad monetaria podrá atender la demanda excedente por liquidez primaria optando entre reducir el *stock* de LEBAC y/o aumentar su tenencia de reservas internacionales. Si se optase por el primero de estos cursos de acción, el *stock* de LEBAC podría revertir su dinámica ascendente, pasando de un *stock* promedio de unos \$427.000 millones en marzo a un nivel proyectado en diciembre entre \$415.000 millones y \$463.000 millones (con una proyección central de \$439.000 millones). Por el contrario, si se privilegiase la compra de reservas internacionales, el acervo de activos líquidos en poder del BCRA podría incrementarse entre US\$4 mil millones y US\$6,2 mil millones. En este último caso, y contingente al escenario macroeconómico proyectado como base, se proyecta que el *stock* de LEBAC tendería a ubicarse en torno de los \$519.000 millones como promedio de saldos en el último mes del año.

Cabe destacar que en cualquiera de los cursos factibles de política, el *stock* de LEBAC tenderá a mostrar una dinámica declinante como proporción de la base monetaria (ver gráfico 4). Ello es así porque —tal como ha sido anunciado en los comunicados semanales que acompañan a las licitaciones de LEBAC y en la presentación del plan monetario para el año en curso— conforme los registros inflacionarios mensuales vayan reduciéndose en línea con lo que anticipa esta autoridad monetaria, el BCRA estima que estará en condiciones de reducir en los próximos meses las elevadas tasas de interés nominales actualmente vigentes. En particular, y en la medida en que una porción muy significativa de sus instrumentos de esterilización se concentra actualmente en los plazos más cortos (la vida promedio del *stock* se ubica en la actualidad en torno de los 44 días), la reducción de las tasas nominales de política se traducirá rápidamente en una disminución de la carga de intereses asociada.

En línea con la gradual superación del cuadro de dominancia fiscal heredado, la evolución esperada del *stock* de LEBAC refleja una composición del pasivo del BCRA compatible con la generación de crecientes márgenes de maniobra para que la política monetaria recupere nuevamente su capacidad de asegurar un entorno de estabilidad nominal.

Gráfico 4 | Stock de LEBAC



Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

ADIMRA: Asociación de Industriales metalúrgicos de la República Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

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

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorios

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

Bbl: Barriles

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

Bim: Bimestre

BNDES: Banco Nacional de Desarrollo

Bonac: Bono del Tesoro Nacional

Bonad: Bono atado en dólares

Bonar: Bono de la Nación Argentina

BRIC: Brasil, Rusia, India y China

BTU: *British Thermal Unit*

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

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

CAME: Confederación Argentina de la Mediana Empresa

CCBCRA: Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina

CEDIN: Certificados de Depósitos para la Inversión

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index plus*

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CGV: Cadenas Globales de Valor

CNPHV: Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

DEG: Derecho Especial de Giro

DGA: Dirección General de Aduanas

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

DPN: Deuda Pública Nacional

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EFSF: *European Financial Stability Facility*

EIA: Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos

ELA: *Emergency Liquidity Assistance*

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMEA: Europa emergente, Medio oriente y África

EMI: Estimador Mensual Industrial

ENARSA: Empresa Energía Argentina S.A.

ENERGAS: Ente Nacional Regulador del Gas

ENGH: Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares

ENRE: Ente Nacional Regulador de la Electricidad

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

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

ERM: *Exchange Rate Mechanism*

ETFs: *Exchanged Traded Funds* (fondos negociables)

excl.: Excluyendo

FBC: Formación bruta de capital

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FFS: Fondo Federal Solidario

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

FONDEA: Fondo de Desendeudamiento Argentino

FONDEAR: Fondo de desarrollo económico argentino

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

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