

Informe de Política Monetaria

Abril de 2019



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Abril de 2019

Prefacio

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

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

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

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

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de Abril de 2019.

Contenidos

Pág. 4		1. Política monetaria: evaluación y perspectivas
Pág. 6		2. Contexto internacional
Pág. 17		3. Actividad económica
Pág. 35		<i>Apartado 1 / Exportaciones de servicios basados</i>
Pág. 39		<i>Apartado 2 / Impacto de la flexibilización normativa en el balance cambiario de operaciones por bienes</i>
Pág. 41		4. Precios
Pág. 54		5. Política monetaria
Pág. 69		Glosario de abreviaturas y siglas

ISSN 2525-071X | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Diseño editorial | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisismacro@bcra.gob.ar

Acceda a las series de datos a través del siguiente [enlace](#).

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.

1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

Desde octubre de 2018, el Banco Central de la República Argentina lleva adelante un esquema basado en el control de la base monetaria y la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La meta de crecimiento cero de la base monetaria ha sido sobrecumplida cada mes desde su implementación. Asimismo, durante enero y febrero de 2019, el tipo de cambio llegó a ubicarse por debajo del límite inferior de la zona de no intervención, llevando a que el BCRA comprara divisas frente a la mayor demanda de moneda local.

El nuevo esquema redujo la volatilidad nominal registrada durante el año pasado: luego del pico de septiembre (6,5%), la inflación mensual comenzó a descender. Sin embargo, las tasas de inflación de febrero y marzo de 2019 han sido superiores a las deseadas por el BCRA. En parte, se explican por los aumentos de precios regulados, así como por el impacto rezagado de la depreciación cambiaria. A esta situación se sumó una mayor volatilidad cambiaria a partir de fines de febrero.

Para evitar que la inflación registrada recientemente se vuelva persistente, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA ha tomado una serie de medidas que refuerzan el actual esquema monetario. Se extendió el objetivo de crecimiento nulo de la base monetaria hasta fin de año; se eliminó el ajuste estacional de la base monetaria en junio; se hizo permanente el sobrecumplimiento de la meta obtenido en febrero; y se fijaron hasta fin de año los límites de la zona de no intervención en su nivel a la fecha de publicación de este informe (39,75 – 51,45 pesos por dólar). Asimismo, el BCRA se abstendrá de comprar divisas por debajo del límite inferior de la zona de no intervención hasta el 30 de junio de 2019.

Bajo la política monetaria actual, la tasa de interés responde rápidamente a los cambios en las condiciones del mercado monetario: si hay aumentos en la inflación o en las expectativas de inflación o una mayor percepción de riesgo, las entidades financieras demandan una mayor tasa de interés para mantener sus posiciones en pesos. Esto se ve reflejado rápidamente en la tasa que surge de las licitaciones de LELIQ. La reacción rápida de la tasa ayuda a reducir la volatilidad cambiaria y a aumentar el sesgo contractivo frente a sorpresas inflacionarias. Para dar mayor previsibilidad a esta dinámica, el Banco Central también decidió que absorberá la liquidez necesaria para sostener una tasa mínima de 62,5% anual durante abril. A la vez, ha tomado diferentes medidas para contribuir a que la tasa de referencia se refleje en mayores rendimientos en pesos para los ahorristas, incentivando una mayor competencia entre los bancos por los depósitos en moneda local.

Mantener un sesgo contractivo de política monetaria es esencial para que los factores transitorios detrás de la inflación actual, como la suba de precios regulados o las oscilaciones del tipo de cambio, no tengan un impacto permanente. La política monetaria actúa con rezagos, y la inflación reconoce también un componente inercial, pero mantener condiciones monetarias controladas asegura que las decisiones de precios no perpetúen impactos que deben ser solo temporarios. Así, el sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019. Se espera que la tasa de interés de referencia baje gradualmente y sólo en la medida en que disminuya la inflación.

Este escenario tiene lugar con una economía que muestra signos incipientes de recuperación, como es puesto de manifiesto por los indicadores del primer trimestre del año. Pero podría verse afectado por algunos riesgos: un nuevo episodio de volatilidad de las condiciones financieras globales, o la incertidumbre habitual de los

procesos electorales. El Banco Central se encuentra en una mejor situación para enfrentarlos: cuenta con un balance más sólido; el tipo de cambio real es competitivo; el sector externo se ha ajustado; el déficit fiscal se está reduciendo, sin financiamiento monetario del Tesoro; y los precios de los servicios regulados ya han sido mayormente corregidos.

El stock de pasivos remunerados en pesos del Banco Central es bajo, tanto en términos del PIB como de las reservas internacionales. Aun suponiendo que la tasa de interés real de las LELIQ se mantenga en los niveles actuales hasta fines de este año, el ratio de pasivos remunerados a PIB se mantendría prácticamente estable en torno a 5,3%. Por otra parte, si se considera un escenario aún más extremo, en el que la tasa de interés nominal de las LELIQ permanece en torno de 68% anual, el peso de los pasivos remunerados en el PIB alcanzaría a 6% en diciembre de 2019; ello resulta todavía unos 4,6 p.p. por debajo del máximo registrado en marzo del año pasado.

En tanto, el tipo de cambio real se encuentra hoy 60% por encima del nivel que tenía antes de la unificación del mercado cambiario en diciembre de 2015 y es comparable al de fines de 2011, cuando la cuenta corriente era cercana al equilibrio. El actual nivel del tipo de cambio real contribuye a equilibrar las cuentas externas: el déficit de cuenta corriente del cuarto trimestre de 2018 (desestacionalizado y anualizado) fue de 2,4% del PIB, 4 puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior.

La mayoría de los intentos de control de la inflación en nuestro país convivieron con altos déficits fiscales: en los últimos años se ha avanzado en la corrección de este desequilibrio. El déficit primario del sector público nacional se redujo desde cerca de 5% del PIB en 2015 a 2,4% del PIB en 2018 y se bajará a cero en 2019. En tanto, desde junio de 2018, la emisión monetaria para financiar al fisco es nula.

Finalmente, las correcciones en las tarifas de servicios públicos regulados han sido completadas en gran medida, en contraste con el atraso tarifario anterior. Si bien ha conllevado mayor inflación en el corto plazo, la reducción de los subsidios contribuye a la solvencia fiscal y con ello a una menor inflación a lo largo del tiempo.

Más allá de las características concretas del esquema actual, es preciso fortalecer la institucionalidad del Banco Central para asegurar que contribuya a la estabilidad de manera perdurable. Con ese objetivo, el Poder Ejecutivo envió al Congreso Nacional un proyecto de reforma de la Carta Orgánica de la autoridad monetaria que, entre sus rasgos salientes, propone establecer la estabilidad de precios como el objetivo prioritario del Banco Central y la prohibición de que el organismo monetario financie al Tesoro.

La visión del BCRA es que están dadas las condiciones para una política monetaria más sostenible: sin recurrir a atajos como el atraso cambiario o tarifario, avanzando hacia el equilibrio fiscal y externo, la política monetaria será más efectiva en lograr una reducción perdurable de la inflación. Es un proceso que lleva tiempo y está condicionado por perturbaciones de corto plazo. Pero mantener un sesgo monetario contractivo, que haga que esas perturbaciones sean solo transitorias, permitirá reducir la inflación, brindando un ambiente de estabilidad y crecimiento a familias y empresas.

2. Contexto internacional

Las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales para las economías emergentes tuvieron una leve mejoría en lo que va de 2019, tras el deterioro de 2018. La depreciación de las monedas de los mercados emergentes se atenuó, registrándose un ingreso neto de capitales hacia los mismos. En parte esto se explica por las mejores perspectivas respecto de las condiciones monetarias en Estados Unidos y la zona del euro, lo cual se traduce en un panorama financiero más favorable para los emergentes en 2019. Las economías con desequilibrios externos pronunciados y/o elevados niveles de endeudamiento continuaron enfrentando condiciones financieras adversas, registrándose cierta volatilidad en estos mercados para fines de febrero y marzo.

En lo que va de 2019 continuó la desaceleración del nivel de actividad mundial que se empezó a observar a fines de 2018. Entre las economías desarrolladas, se destaca la desaceleración de la zona del euro (principalmente debido a Alemania e Italia), los Estados Unidos, y Japón. Sin embargo, el crecimiento estimado de los socios comerciales más importantes de Argentina, debido principalmente al mayor nivel de actividad esperado para Brasil respecto al de trimestres previos, *pari passu* con los niveles proyectados de tipo de cambio real, permiten esperar una leve mejoría en el desempeño del sector externo argentino, con impactos positivos en el nivel de actividad local para 2019. No obstante, debe señalarse que en los últimos meses las perspectivas de crecimiento de Brasil han empeorado.

Por ende, se observa para Argentina un escenario internacional mixto. Por un lado, si bien el escenario financiero externo mejoró para la mayoría de las economías emergentes, las condiciones de acceso a los mercados internacionales de deuda aún continúan siendo adversas para la Argentina. En tanto, por el canal comercial se espera un leve impulso al nivel de actividad local en 2019. Como se mencionó en el IPOM anterior, el principal factor de riesgo del contexto internacional sería que se profundice la desaceleración del crecimiento mundial. Otro riesgo potencial es que se dé un cambio desfavorable en la percepción de los inversores respecto del proceso de reformas estructurales de la economía brasileña. Otros riesgos, aunque con menor probabilidad de ocurrencia son condiciones financieras internacionales más contractivas, y una profundización de las medidas proteccionistas que tenga impacto en el nivel de actividad en China, lo que lleve a una depreciación del yuan que arrastre a otras monedas emergentes.

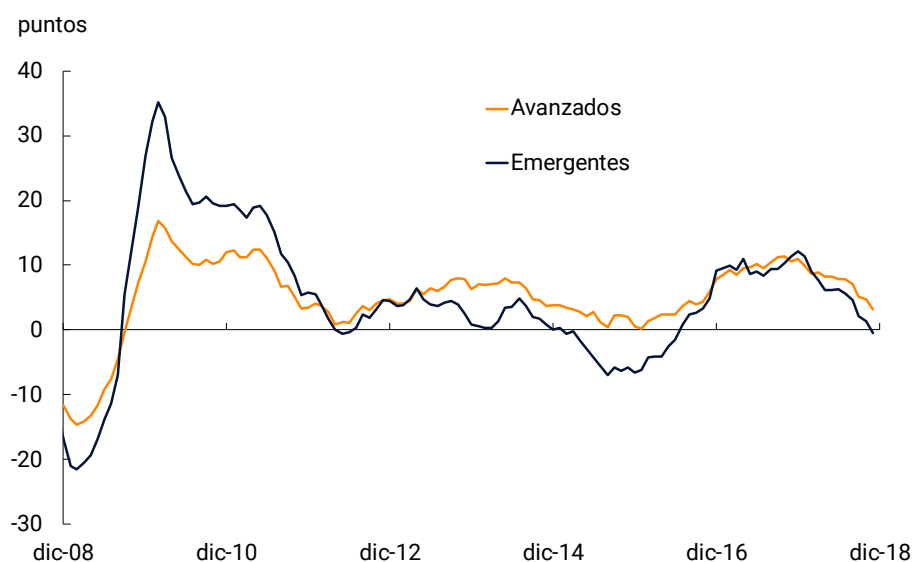
2.1 Se registró un deterioro en el nivel de actividad global, aunque los socios comerciales de Argentina continúan traccionando

Recientemente, se empezaron a registrar signos de desaceleración en las economías que más dinamizaban la actividad económica mundial¹. Es así que las proyecciones del FMI más recientes muestran una tasa esperada de crecimiento de la economía global de 3,3% para 2019, 0,2.p.p. menos que la estimación previa. La economía mundial que se había caracterizado durante 2017 por un crecimiento relativamente sincrónico a nivel global (4%), comenzó a mostrar cierta desaceleración parcial durante 2018 (creció 3,8% en el primer semestre y 3,2% en el segundo), y parecería estar yendo a un menor dinamismo más generalizado en 2019 (ver Gráfico 2.1). En parte,

¹ Algunos datos de actividad recientemente publicados indicarían cierta mejoría en el margen, pero aún es demasiado pronto como para saber si corresponden a un cambio de tendencia.

esto está vinculado a que la inversión en bienes de capital estaría creciendo a tasas apenas por arriba de 0%, mientras que en 2017 lo hacía en valores en torno al 6%. Este menor dinamismo en la inversión estaría vinculado a una menor confianza empresarial, en el contexto de tensiones comerciales a nivel global.

Gráfico 2.1 | Nivel de actividad mundial



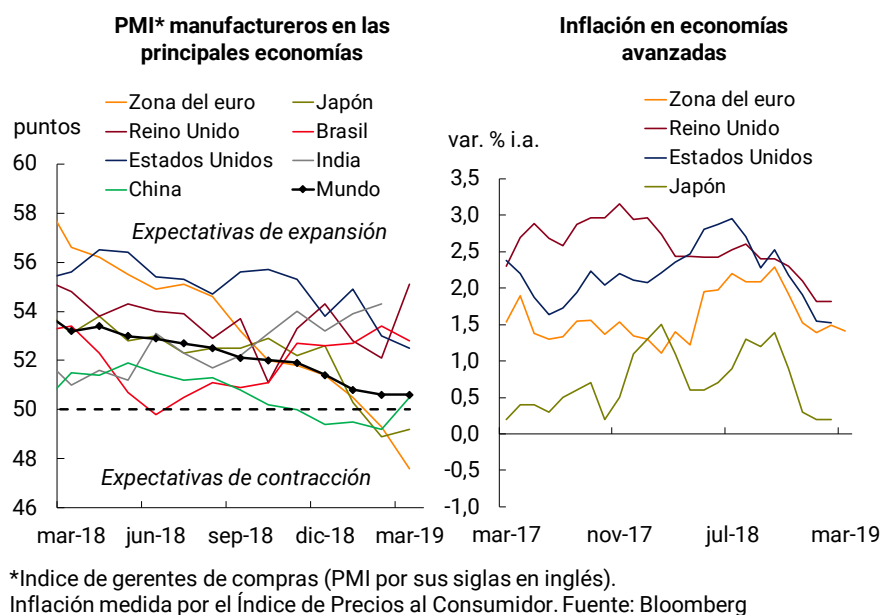
Fuente: Brookings

Este escenario se refleja en un menor dinamismo en los indicadores líderes de la industria de las principales economías, junto con menores presiones inflacionarias. La mayoría de los índices PMI están aún en zona de expansión, pero tienen una clara tendencia decreciente (entre ellos el indicador del mundo); y ya en dos casos se encuentran en zona de contracción (zona del euro y Japón)². Por su parte, las tasas de inflación de las economías avanzadas, en línea con lo que sucede con el nivel de actividad, continuaron su tendencia decreciente³, encontrándose en todos los casos por debajo de la meta (ver Gráfico 2.2). Esto a su vez se está reflejando en el sesgo de la política monetaria de estas economías.

² Los PMI del sector servicios muestran, en general, un mejor panorama respecto del nivel de actividad que los manufactureros.

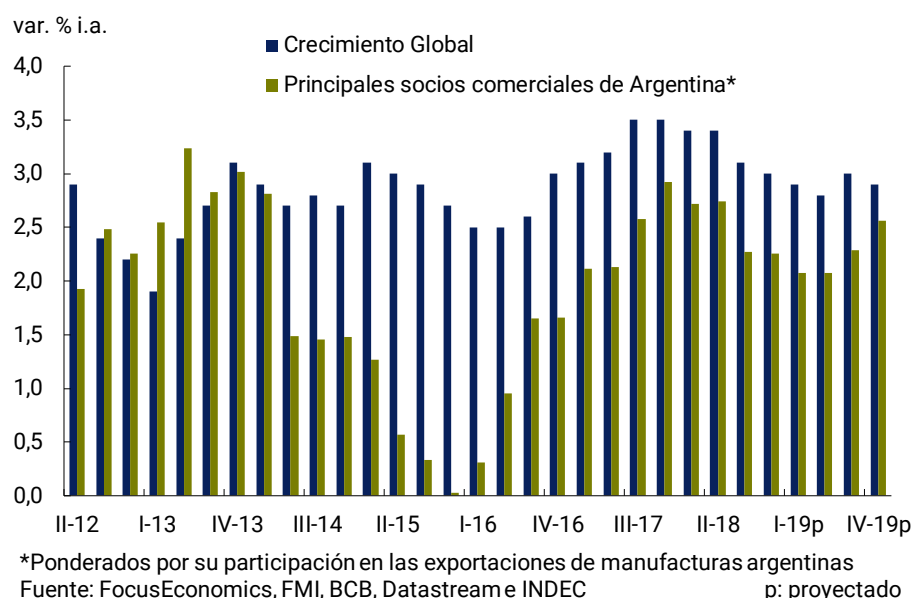
³ Sobre el cierre del IPOM se publicó el dato de inflación de los Estados Unidos para el mes de marzo que fue de 1,9% interanual.

Gráfico 2.2 | Indicadores líderes de la actividad manufacturera e inflación



Por otro lado, los principales socios comerciales de Argentina mantendrían un crecimiento levemente superior al de años anteriores (especialmente debido a Brasil, ver Gráfico 2.3). Esto tendría un impacto positivo en el nivel de actividad local. Más allá del buen momento de nuestros socios comerciales, estos también presentan proyecciones de crecimiento menores que en meses anteriores.

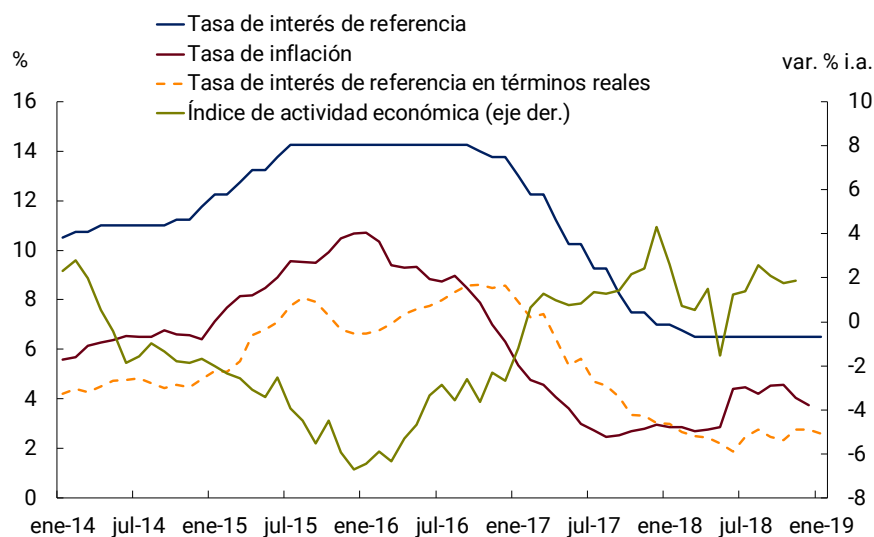
Gráfico 2.3 | Crecimiento de los socios comerciales de Argentina



Los indicadores de actividad de Brasil continúan mostrando tasas positivas de crecimiento, aunque con un menor dinamismo que en meses previos. El PIB del cuarto trimestre creció 0,1% sin estacionalidad (respecto del trimestre anterior) 0,4 p.p. menos que en el trimestre previo. En igual sentido, los datos de actividad mensuales medidos por el estimador *IBC-Br* del Banco Central de Brasil (BCB) muestran tasas interanuales de crecimiento de 0,9% en enero (sin estacionalidad) menores a las que se registraban a fines de 2018. Por otro lado, las estimaciones más recientes de la encuesta Focus del BCB *prevén* un crecimiento para 2019 de 1,97%, 0,5 p.p. menos que el crecimiento que se preveía en enero, pero la mayor expansión registrada desde 2013. No obstante ello, debe señalarse que un posible factor de riesgo en el caso de Brasil es un cambio desfavorable en la percepción de los inversores respecto del proceso de reformas estructurales que potencialmente puede ser un factor desestabilizante para la performance de la economía brasileña.

El BCB dejó recientemente sin cambios la tasa de interés de política monetaria, que se encuentra desde fines de marzo de 2018 en 6,5% (ver Gráfico 2.4). Por su parte, el dato más reciente de inflación de marzo fue de 4,6% interanual, cerca del centro de la meta ($4,5\% \pm 1,5$). De acuerdo con las proyecciones de los analistas que releva Focus, la tasa de inflación finalizaría 2019 sin grandes cambios en 3,9%, y el BCB mantendría sin cambios el objetivo sobre la tasa SELIC (en octubre de 2018 los analistas de Focus preveían un aumento de 1,5 p.p. y en enero de 2019 de 0,5 p.p.). El real se mantuvo relativamente estable en el trimestre, con una leve tendencia a depreciarse.

Gráfico 2.4 | Brasil. Indicadores macroeconómicos



Fuente: Banco Central de Brasil y Bloomberg

Como se mencionó en el IPOM anterior, la actividad económica en la zona del euro se está desacelerando desde principios de 2018⁴. Luego de un crecimiento de 2,4% en 2017, el PIB en 2018 aumentó 1,9%. Esta disminución en el crecimiento se dio especialmente en el segundo semestre, con un comportamiento dispar dentro del bloque. Entre las principales economías de la zona, Alemania e Italia son los que más contribuyeron a la desaceleración, mientras que Francia y España tuvieron un mejor desempeño. En el caso de Alemania, uno de los principales factores fue la implementación de los *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedures* (WLTP)⁵, lo que ya se mencionó en el IPOM anterior, cuyos efectos perduran más de lo esperado. También influyó la menor demanda externa de las exportaciones de Alemania. En el caso italiano se destaca la mayor volatilidad de los mercados financieros, y una menor confianza empresarial y de los consumidores, especialmente en el último trimestre. En las [últimas proyecciones](#) del Banco Central Europeo (BCE) se refleja también la desaceleración del nivel de actividad: se espera un crecimiento de 1,1% para 2019, y 1,6% para 2020, 0,6 y 0,1 p.p. menos que las estimaciones de diciembre de 2018. A pesar del menor crecimiento, el desempleo continuó reduciéndose y llegó a 7,8%, el menor valor desde octubre de 2008.

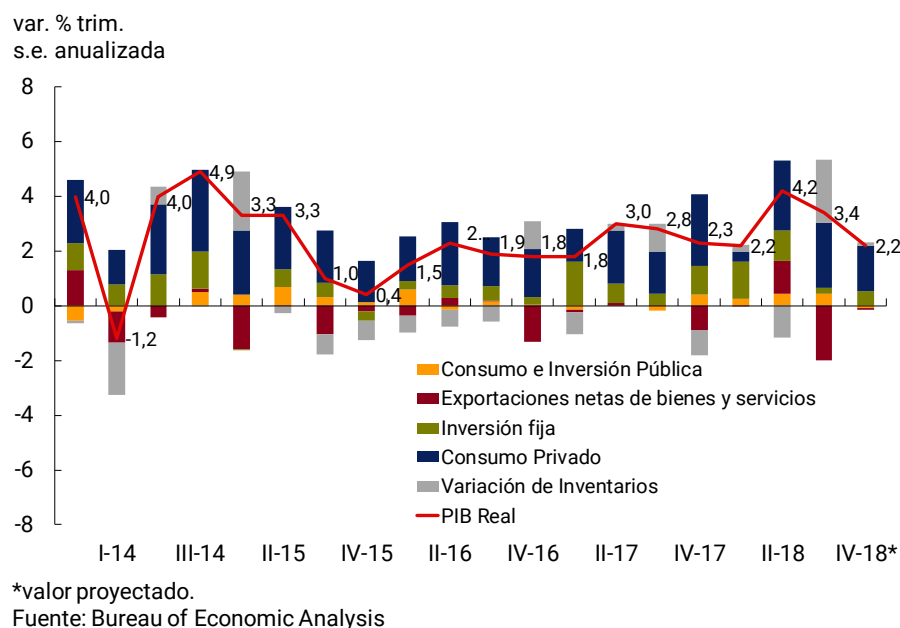
Como se esperaba, a lo largo del trimestre el BCE no modificó su tasa de interés de política monetaria (ni tampoco el corredor de tasas de interés), la que aplica sobre las *Main Refinancing Operations* (MRO), y que sigue en el mínimo histórico de 0%. Sin embargo, hubo un cambio importante en su política monetaria: durante 2018, el BCE fue dando señales de normalización de la misma, que antecedian un futuro incremento de la MRO; pero en su reunión de marzo, el Banco tomó medidas en sentido contrario. En el comunicado de prensa el BCE hace referencia a que mantendrá su tasa de interés de política monetaria en los niveles actuales por lo menos hasta fin de año, mientras que antes decía que la mantendría por lo menos hasta el fin del verano europeo. Además, lanzó la tercera edición de su línea de créditos *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* que forma parte de sus herramientas de política monetaria no convencional. En esa misma línea, el BCE afirmó que planea seguir con la reinversión de los vencimientos de su stock de deuda pública de la zona del euro. Y esto lo va a hacer por un período de tiempo prolongado, aún después de que haya empezado a aumentar su tasa de interés de política monetaria. De esta manera, afirmó que busca mantener condiciones de liquidez con un sesgo ampliamente expansivo.

Como se había anticipado en el IPOM anterior, la tasa de [crecimiento](#) del cuarto trimestre en los Estados Unidos se desaceleró a 2,2% (sin estacionalidad y anualizada, ver Gráfico 2.5). Esta menor tasa de variación respecto al trimestre previo se explica principalmente por una menor acumulación de inventarios, un menor crecimiento del consumo privado, y una caída del consumo público, lo que fue parcialmente compensado por un aumento de la inversión fija. Algunos indicadores adelantados (como el GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta) están mostrando que la tasa de crecimiento de la economía norteamericana en el primer trimestre de 2019 estaría en niveles similares a los del cuarto trimestre de 2018, o levemente por debajo. El desempleo de marzo se ubicó en 3,8% (el menor valor desde enero de 1969).

4 Luego de haber crecido a una tasa de 0,7% (respecto del trimestre anterior y sin estacionalidad) en todos los trimestres de 2017, el PIB creció 0,4% en el primer y segundo trimestres de 2018, 0,1% en el tercero, y 0,2% en el cuarto.

5 Para mayor sobre qué son los WLTP detalle véase [este vínculo](#).

Gráfico 2.5 | Estados Unidos. Variación desagregada del PIB



Los datos de inflación interanual más recientes para los Estados Unidos, si bien muestran un leve incremento en marzo, están por debajo de la meta de la Fed. En este sentido, y al igual que en el caso del BCE, el Comité de Política Monetaria (FOMC) de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) modificó las perspectivas para su política monetaria para 2019 (algo de esto se había anticipado en el IPOM anterior). En diciembre de 2018, tras anunciar que proyectaba un incremento de dicha tasa de interés durante este año, pocas semanas después dio algunas señales que fueron interpretadas por el mercado, no sólo como que no la incrementaría, sino que inclusive podría llegar a bajarla. En su reunión de marzo, la Fed mantuvo la tasa de interés de referencia⁶ en el rango 2,25-2,5%. Adicionalmente, en las proyecciones de marzo de 2019 del FOMC se reflejan las peores perspectivas para la economía de los Estados Unidos. Se espera que el PIB crezca 2,1% en 2019 (-0,2 p.p. en comparación con las proyecciones de diciembre pasado), y 1,9% en 2020 (-0,1 p.p.), que el desempleo sea de 3,7% en 2019 (+0,2 p.p.), y de 3,8% en 2020 (+0,2 p.p.), y que la inflación sea 1,8% (-0,1 p.p.) en 2019 y 2% en 2020 (-0,1 p.p.).

El crecimiento de China, principal destino de las exportaciones argentinas de productos primarios, que se había desacelerado marcadamente en la segunda mitad de 2018, estaría dando señales de mejoría en lo que va de 2019. El PIB chino creció 6,6% en 2018, el menor valor desde 1990, con un ritmo de expansión de 4% anualizado en diciembre de 2018. Parte de este menor crecimiento estuvo vinculado al impacto de los aranceles comerciales impuestos sobre algunas exportaciones chinas hacia los Estados Unidos⁷, y a políticas de desapalancamiento del crédito llevadas a cabo por el banco central de China. Sin embargo, indicadores adelantados que elabora el sector privado muestran que el PIB chino se estaría recuperando, creciendo a valores cercanos a 6-6,5% para 2019. En parte, esto se puede deber que ante la mencionada desaceleración del nivel de actividad, la autoridad monetaria china tomó medidas expansivas mientras que el gobierno adoptó medidas de impulso fiscal. Las proyecciones más recientes muestran que para 2019 se espera un crecimiento del PIB de 6,3% (0,1 p.p. más que respecto de las proyecciones previas), y de 6,1% para 2020 (-0,1 p.p.).

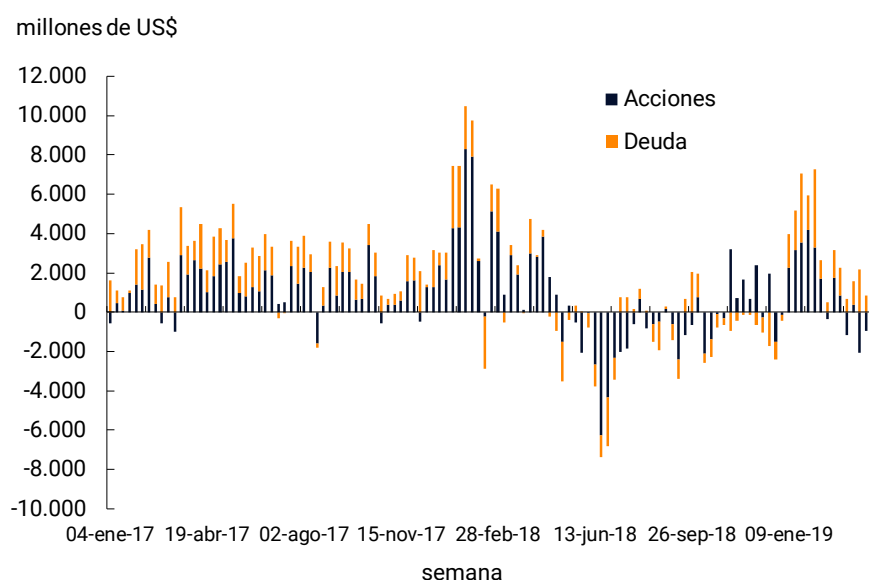
⁶ El objetivo sobre la tasa de fondos federales.

⁷ Se estarían registrando avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China.

2.2 Leve mejoría en las condiciones globales de liquidez que igualmente continúan siendo relativamente adversas para Argentina

Las condiciones globales de liquidez -holgadas en términos históricos- que desde fines de 2017 se habían empezado a endurecer, tuvieron una leve mejoría en lo que va de 2019 (ver Gráfico 2.6). No obstante, para los próximos meses siguen existiendo considerables factores de riesgo: 1) presiones inflacionarias en los Estados Unidos podrían llevar a un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias en dicho país y a un aumento en la tasa de rendimiento de sus bonos del tesoro de largo plazo; 2) tensiones comerciales vigentes producirían una mayor desaceleración de la economía china que impulse un proceso depreciatorio del yuan, y que esto se propague al resto de los mercados emergentes; 3) por último, el nivel de endeudamiento en algunos países de la eurozona podría generar un deterioro de la confianza de los inversores lo que puede ser un factor disruptivo para los mercados financieros globales.

Gráfico 2.6 | Mercados Emergentes. Flujos de capitales

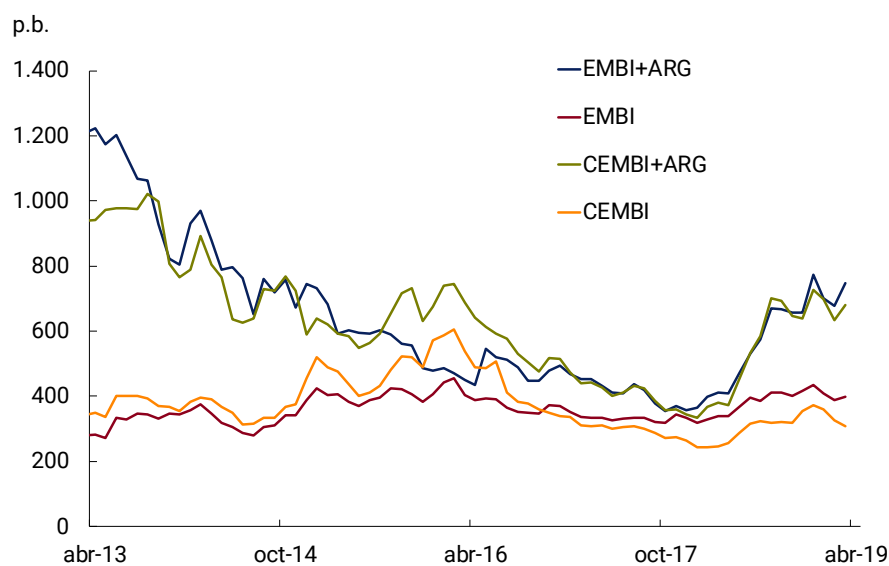


Fuente: JP Morgan, Standard Chartered y EPFR

Las primas de riesgo, tanto corporativas como soberanas, de las economías emergentes mostraron caídas durante el primer trimestre del año con relación al trimestre previo; no obstante, continúan en niveles elevados en comparación con las registradas en los últimos años. El monto de las colocaciones brutas de deuda (corporativa y soberana) de países emergentes registró una caída de 7% i.a. en el primer trimestre del año, continuando con la tendencia negativa del año previo, aunque con descensos menos pronunciados (en el cuarto trimestre del 2018 la merma interanual fue de 33%). La caída fue explicada por el desempeño del segmento corporativo (con una contracción de 13% i.a.), ya que las colocaciones soberanas mostraron un avance de 6%. Para Argentina, las condiciones crediticias externas del financiamiento en moneda extranjera se mantuvieron en los niveles registrados a final del cuarto trimestre del año previo. En un marco en el que continuó influyendo la incerti-

dumbre propia del calendario electoral de 2019, las primas de riesgo soberano y corporativo de Argentina permanecieron en torno a los registros más elevados de los últimos años. En tanto que en el resto de los emergentes, como ya se mencionó, se verificó una mejora; por ello, se ampliaron las brechas relativas respecto a este conjunto de países (ver Gráfico 2.7).

Gráfico 2.7 | Indicadores de riesgo de la deuda soberana y corporativa



Fuente: Bloomberg

Al igual que en el último trimestre de 2018, el gobierno argentino continuó basando su estrategia de financiamiento soberano en el fondeo de origen multilateral y mediante colocaciones en el mercado local de deuda mediante Letras en Pesos Capitalizables, Letras del Tesoro indexadas por la inflación, Letras en dólares y a través de la refinanciación de bonos. Se destaca en el presente trimestre el lanzamiento del Programa de Creadores de Mercado, que busca darle más profundidad al mercado de las Letras en Pesos Capitalizables, en una primera etapa, y que se encuentra en su fase inicial. El acuerdo firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) le permitiría al gobierno nacional no tener que recurrir a los mercados internacionales de deuda prácticamente hasta 2020. En los primeros tres meses de 2019 hubo una única colocación internacional de una empresa con oferta pública local por US\$ 150 millones (frente a US\$750 millones obtenidos en este tipo de financiamiento en el mismo período de 2018).

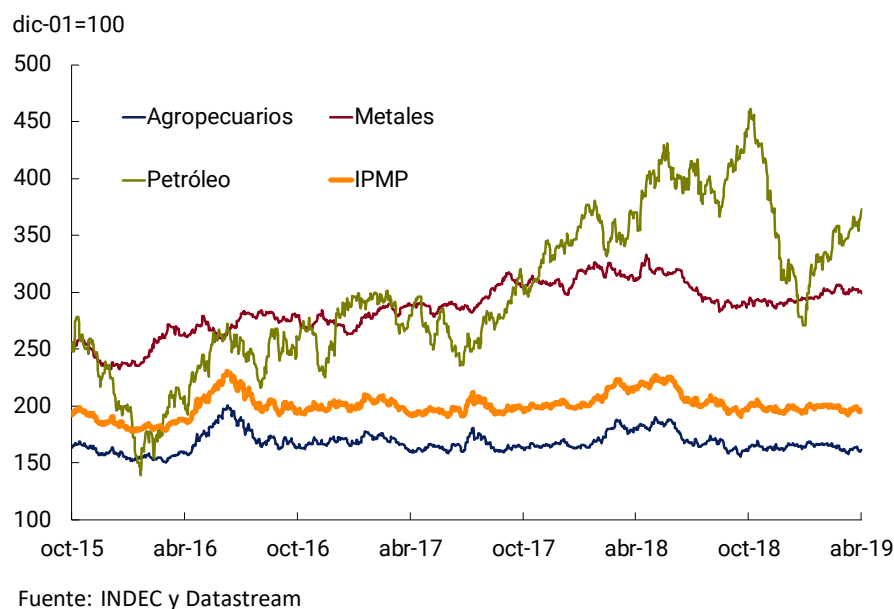
Durante octubre de 2018, el primer mes de vigencia del nuevo esquema de política monetaria, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) experimentó una fuerte caída y dejó atrás un período de significativa depreciación del peso. A partir de noviembre, el tipo de cambio real multilateral se estabilizó en torno a un nivel un 18% por encima del que registró luego de la unificación cambiaria del 17-Dic-15. Al final del primer trimestre de 2019 el ITCRM es un 66% superior al observado en los últimos días del “cepo” cambiario (ver Gráfico 2.8).

Gráfico 2.8 | Tipo de cambio real multilateral



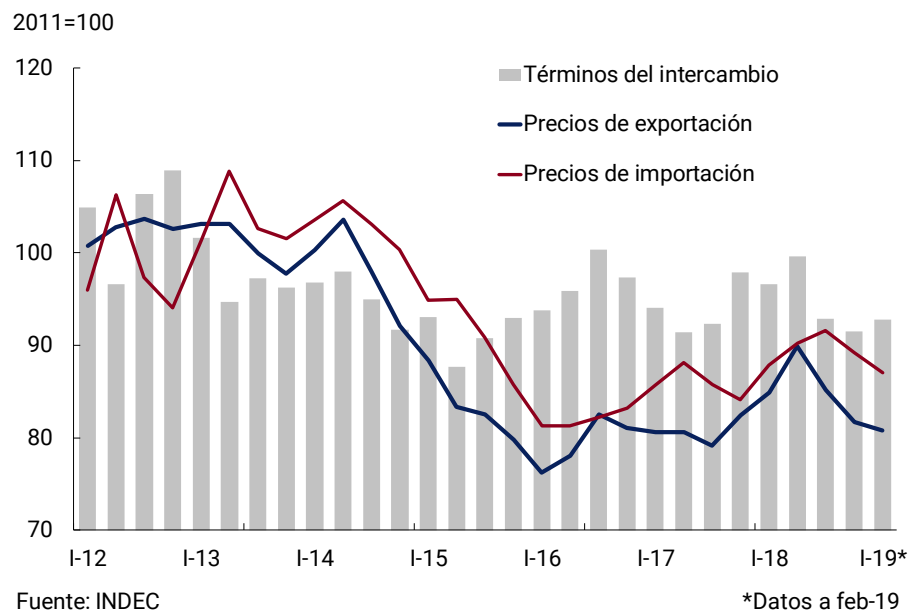
Por otra parte, los precios internacionales de las materias primas medidos en dólares se mantuvieron relativamente estables en el primer trimestre de 2019 (ver Gráfico 2.9), implicando valores que en el margen se ubican aproximadamente 0,9% por debajo de los niveles de igual período del año previo. Debido a que la economía argentina es importador neto de energía y combustibles, la recuperación del precio internacional del petróleo que se registró en los últimos meses, aún no reflejada en los precios de importación del agrupado de combustibles, constituiría un factor de deterioro de los términos de intercambio (ver Gráfico 2.10). En el primer bimestre de 2019 los precios externos Argentina volvieron a caer. Dado que la baja fue más pronunciada en los precios de las importaciones, los términos de intercambio se incrementaron ligeramente (1,3%). La merma de los precios de exportación reflejó la fuerte caída en las cotizaciones de los combustibles y de algunas MOA como los pellets de soja, las frutas y las hortalizas elaboradas. En el caso de las importaciones la evolución de los precios estuvo asociada a bajas en las cotizaciones de insumos químicos, piezas y accesorios para bienes de capital y de combustibles elaborados.

Gráfico 2.9 | Precios internacionales de las materias primas



Las perspectivas del nivel de actividad mundial empeoraron desde el último informe de política monetaria, aunque las condiciones financieras internacionales tuvieron una leve mejoría para los mercados emergentes. A pesar del peor panorama para el nivel de actividad, aún se espera un impacto favorable leve en el sector externo argentino debido al mejor desempeño que tendría en 2019 la economía brasileña respecto a años anteriores. Todo esto configuraría un escenario externo mixto para Argentina. El principal riesgo de este escenario es un deterioro aún mayor del nivel de actividad global. Junto a ello, un deterioro de la confianza de los inversores en el proceso de reformas en Brasil puede ser un factor disruptivo. Otros factores de riesgo con menor probabilidad de ocurrencia son: condiciones financieras internacionales aún más contractivas y profundización de las medidas proteccionistas, cuyo impacto directo en el nivel de actividad de China produzca una depreciación inmediata del conjunto de monedas emergentes.

Gráfico 2.10 | Términos del Intercambio



3. Actividad económica

La actividad económica exhibió los primeros indicios de recuperación en diciembre 2018, una vez superado el pico de incertidumbre financiera del tercer trimestre de 2018 y el efecto que el mismo tuvo sobre la economía real. A ello se agregaron, en diciembre, la implementación de un conjunto de políticas de ingresos destinadas a hogares con alta propensión a consumir y la reapertura de varios acuerdos paritarios. En enero y febrero de 2019, con la mejora en las condiciones financieras, la recuperación se difundió a una mayor cantidad de sectores.

En marzo, ante un aumento excesivo de la volatilidad cambiaria que podría afectar el proceso de desinflación y la recuperación económica en dicho mes, el Comité de Política Monetaria (COPOM) tomó una serie de medidas a fin de reforzar los canales de transmisión de la política monetaria.

La última Predicción Contemporánea del PIB (PCP-BCRA) estima una suba de 1% trimestral s.e. para el primer trimestre de 2019 en tanto que la mediana del REM correspondiente al mes de marzo señaló un aumento de 0,3% trimestral s.e. El ILA-BCRA siguió mostrando señales favorables pero aún insuficientes para confirmar la salida de la recesión.

Para 2019, la cosecha agrícola récord y el impulso proveniente de otras actividades productoras de bienes y servicios transables, favorecidas por la depreciación del tipo de cambio real, permiten prever un buen desempeño de la actividad económica. Esta visión es compartida por los analistas del REM que proyectan una etapa de recuperación y crecimiento durante 2019 y 2020.

3.1 La economía comenzó a dar signos de salida de la recesión en diciembre de 2018

En el cuarto trimestre de 2018 el PIB se contrajo 1,2% trimestral s.e. y 6,2% respecto de igual período del año anterior. Sin embargo, la caída trimestral desestacionalizada fue inferior a la que había sido anticipada por el EMAE (-1,8% s.e.), por la última salida del PCP-BCRA (-1,8% s.e.) y por los analistas del mercado (-1,7% mediana del REM de noviembre de 2018). Durante 2018 la economía se contrajo en promedio 2,5% anual, dejando un arrastre estadístico para este año de -2,4 puntos porcentuales (p.p.).

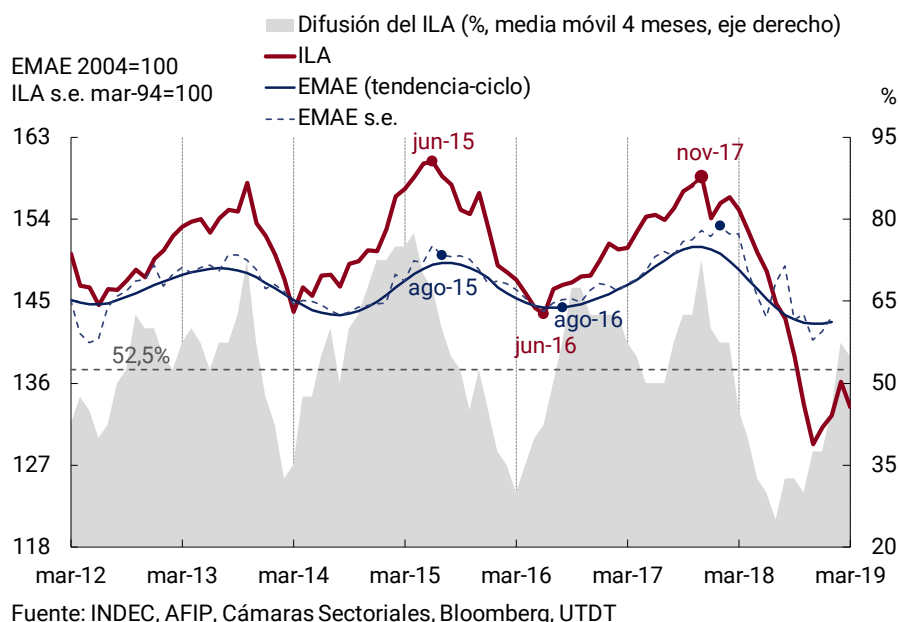
A partir de diciembre de 2018 la actividad cobró dinamismo, una vez superado el pico de incertidumbre financiera del tercer trimestre de 2018 y el efecto que el mismo tuvo sobre la economía real. A este impulso se sumaron las mejoras en los ingresos reales de las familias por los bonos extraordinarios otorgados a fin de año y las reaperturas de acuerdos paritarios. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) registró dos subas consecutivas en diciembre y enero de 2019 (de 1% y 0,6% s.e., respectivamente), por lo cual en noviembre podría haber finalizado la fase recesiva iniciada en diciembre de 2017.

La última Predicción Contemporánea del PIB (PCP-BCRA) arroja una suba de 1% trimestral s.e. para el primer trimestre de 2019 en tanto que la mediana del REM correspondiente al mes de marzo señala un aumento de 0,3% trimestral s.e.

La confirmación de que efectivamente diciembre de 2018 fue el inicio de una fase expansiva requiere al menos de dos trimestres de crecimiento del PIB consecutivos. Para anticipar la existencia de un punto de giro se utilizan otros indicadores como el Índice Líder del BCRA (ILA-BCRA) y el de difusión del crecimiento de un conjunto amplio de series vinculadas a la actividad.

El ILA-BCRA siguió mostrando señales favorables durante el primer trimestre del año, pero aún insuficientes para confirmar una salida de la recesión. En marzo el ILA registró una caída mensual luego de tres subas consecutivas, pero continuaron mejorando los criterios de difusión y de profundidad. El porcentaje de componentes del ILA con variaciones mensuales positivas —es decir, la difusión del crecimiento entre los componentes del indicador— superó el umbral requerido y se atenuó la profundidad de la caída acumulada en los últimos 6 meses (ver Gráfico 3.1). Se espera que en los próximos meses continúe mejorando la tendencia del ILA para poder reunir la totalidad de los criterios necesarios y confirmar que la actividad se encuentra en una fase expansiva⁸.

Gráfico 3.1 | Indicador Líder de la Actividad (ILA-BCRA)

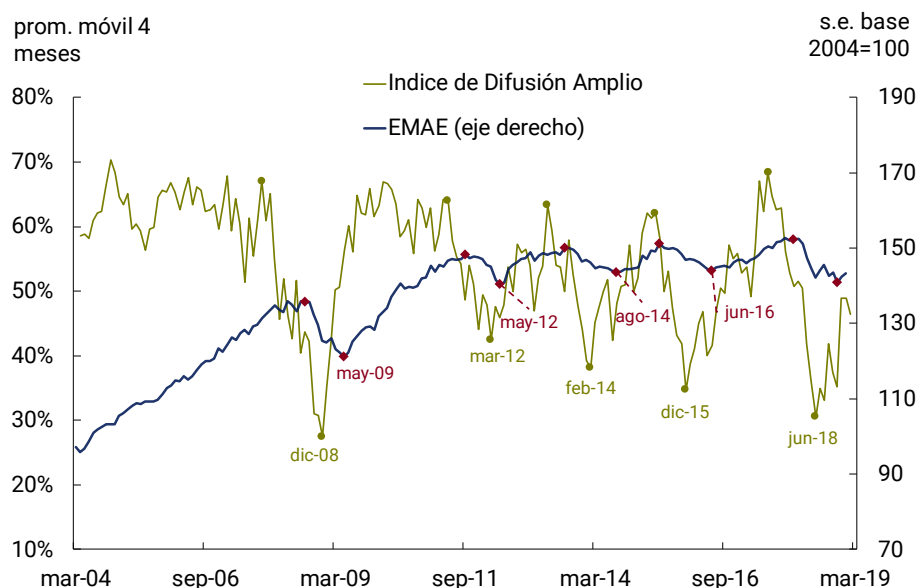


La difusión del crecimiento mensual desestacionalizado de un conjunto de 95 indicadores vinculados a la actividad⁹ aporta evidencia en el mismo sentido que el ILA-BCRA. Este indicador amplio anticipó todos los puntos de giro del EMAE desde 2004. En particular, durante los cuatro periodos recesivos anteriores, los valles fueron anticipados entre 3 y 7 meses. En el margen, la difusión amplia fue mejorando a partir del mínimo cercano al 30% en mayo de 2018 y alcanzó el 48,9% en febrero de 2019 (ver Gráfico 3.2).

⁸ En particular, sólo resta cumplir con el criterio de profundidad, que es el porcentaje de caída acumulada por el ILA en los últimos seis meses. Ese valor que en marzo se ubicó en -7,9% debe tornarse positivo y superar el valor de 2,3% (umbral que fue estimado en base a anteriores fases recesivas de la historia económica argentina). Para más detalles ver IPOM de Enero de 2017, Apartado 3.

⁹ Para conocer el listado de los 95 indicadores incluidos ver Series de datos Abril de 2019.

Gráfico 3.2 | Índice de Difusión del crecimiento Amplio y EMAE



Fuente: INDEC, cámaras sectoriales, OJF, FIEL y UTDT

3.1.1 El consumo privado y la inversión mostraron un mayor dinamismo en el comienzo del año

Los datos del INDEC correspondientes al cuarto trimestre de 2018 indicaron que la demanda interna se contrajo fuertemente (-12,1% i.a. y -3,8% trimestral s.e.), con disminuciones de todos sus componentes: Consumo Privado (-9,5% i.a.; -2,4% s.e.), Inversión (-25% i.a.; -11,6% s.e.) y Consumo público (-5,1% i.a.; -0,8% s.e.). Las exportaciones netas contribuyeron positivamente con 6,4 puntos porcentuales a la variación trimestral s.e. del PIB del cuarto trimestre como resultado de la fuerte reducción de las importaciones (-26,1% i.a.; -12,2% s.e.) por la menor demanda interna y la suba de las exportaciones (10,4% i.a.; 15% s.e.; ver Tabla 3.1), mientras que la variación de stocks y la discrepancia tuvieron un aporte negativo.

Tabla 3.1 | Variaciones trimestrales del PIB y contribuciones de sus componentes

	var. % trimestral desestacionalizada				contribución a la var. % trim. desest. en p.p.*			
	I-18	II-18	III-18	IV-18	I-18	II-18	III-18	IV-18
PIB a precios constantes	-0,2	-4,7	-0,5	-1,2	-0,2	-4,7	-0,5	-1,2
Demanda interna	0,8	-4,3	-4,7	-3,8	0,8	-4,7	-5,2	-4,1
Consumo privado	1,3	-3,9	-4,1	-2,4	0,9	-3,0	-3,1	-1,7
Consumo público	-1,9	-0,8	-1,7	-0,8	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
Inversión bruta interna fija	0,7	-7,7	-9,1	-11,6	0,2	-1,7	-1,9	-2,2
Exportaciones netas*					1,6	-0,9	3,5	6,4
Exportaciones	6,2	-13,3	3,5	15,0	1,2	-2,8	0,7	2,9
Importaciones	-1,3	-6,0	-9,3	-12,2	0,4	1,9	2,9	3,4
Var. de stocks y discrep. estadística*					-2,7	0,9	1,2	-3,5

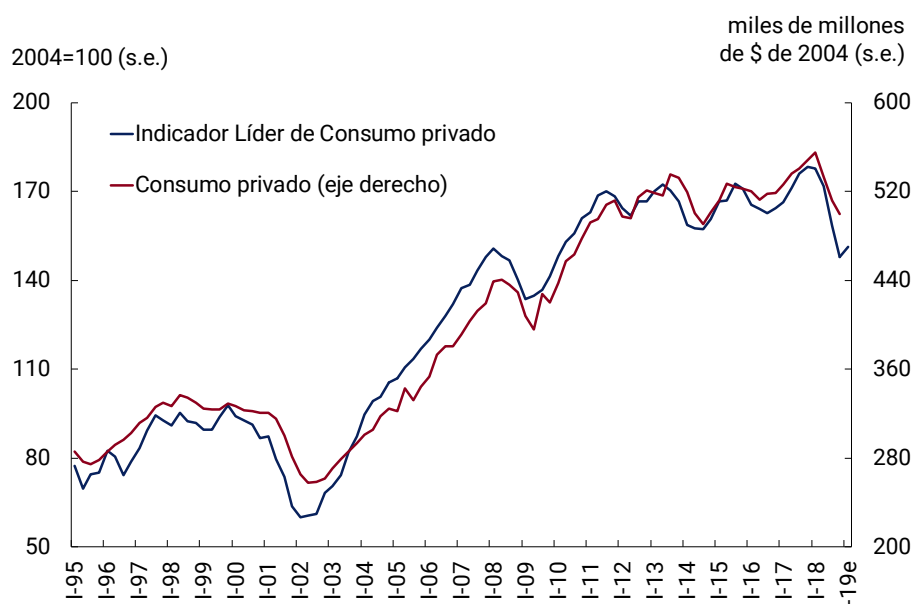
*Contribuciones a la variación del PIB. Se calcula como la variación % del componente multiplicada por su participación en el PIB en el periodo anterior.

Fuente: INDEC

La caída del Consumo privado en el cuarto trimestre se explicó por el deterioro de la masa de ingresos laborales ante la aceleración de la inflación y la moderada contracción del empleo. El salario real de los empleados registrados privados cayó un 10,1% i.a. y un 3,0% s.e. respecto al tercer trimestre. También se retrasaron los ingresos no laborales ajustados por la fórmula de movilidad (jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares).

Las políticas de ingreso implementadas en diciembre, entre las que se incluye el incremento adicional de la AUH (ver Recuadro), y la superación del pico de incertidumbre financiera del tercer trimestre de 2018, apuntalaron el Consumo privado durante el primer trimestre de este año, tal como se había anticipado en el IPOM de enero. En esta línea, el Indicador Líder del Consumo privado del BCRA que incluye indicadores tradicionales y no tradicionales del consumo de bienes y servicios, anticipa una suba para el primer trimestre de 2019 luego de caer a lo largo de 2018 (ver Gráfico 3.3)¹⁰

Gráfico 3.3 | Nivel de consumo privado

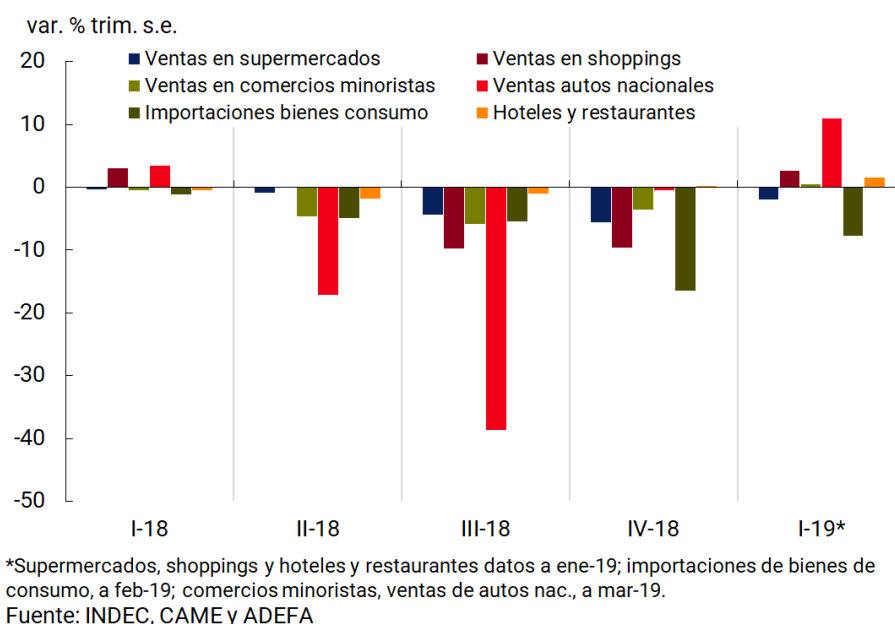


Fuente: INDEC

Entre los indicadores de consumo que evidenciaron aumentos en los primeros meses del año se destacan los volúmenes de ventas en shoppings (2,3% s.e.), las ventas de autos nacionales (10,9% s.e.) y la actividad de hoteles y restaurantes (1,5% s.e.). Por su parte, las ventas reales en supermercados, en comercios minoristas y las cantidades importadas de bienes de consumo atenuaron las caídas observadas durante el trimestre anterior (ver Gráfico 3.4).

¹⁰ Para mayores detalles ver Apartado 1/ El consumo privado, una variable difícil de seguir en tiempo real, IPOM Julio 2017.

Gráfico 3.4 | Variaciones trimestrales de indicadores parciales de Consumo privado



Recuadro: Asignación Universal

El Poder Ejecutivo otorgó un incremento del 46% a partir de marzo de 2019 en el monto de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y de la Asignación por Embarazo para Protección Social (AUE) en concepto de adelanto de los aumentos previstos para 2019. Esta medida busca paliar las contingencias primarias de los sectores más vulnerables de la sociedad.

En marzo de 2019, las transferencias por este programa se incrementaron de \$1.816 a \$2.652 por mes por beneficio (hijo). La misma implicó una recomposición del poder de compra real de 14,8% i.a. (sin subsidios extraordinarios) para unos 4 millones de beneficiarios.

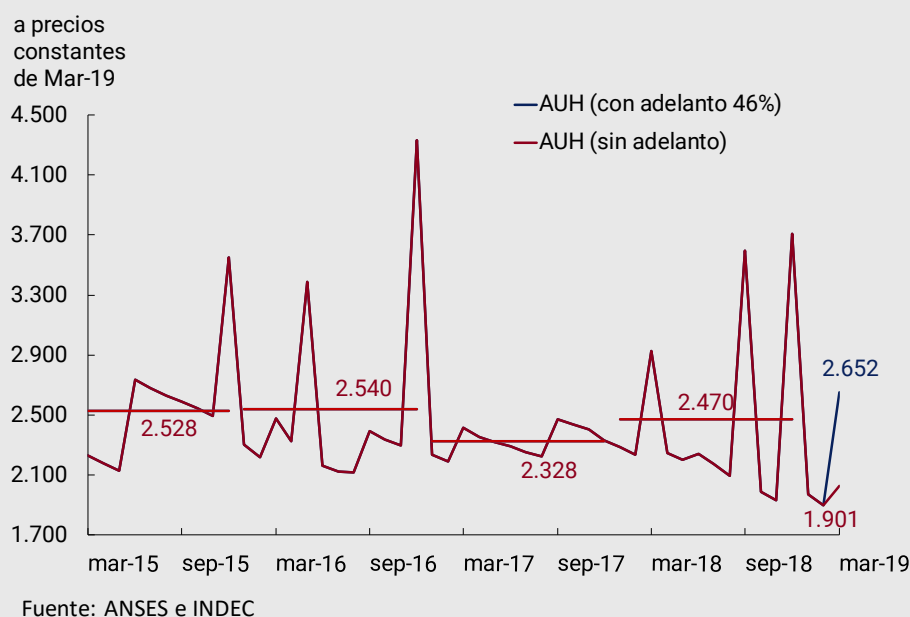
La fórmula de movilidad establecida por Ley 27.160 se compone en un 70% por las variaciones del Nivel General del Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y en un 30% por las variaciones de la Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE) calculado por el Ministerio de Producción y Trabajo en base a datos de registro (AFIP).

$$Movilidad_{Mar-19} = 0,7 * \left[\left(\frac{IPC_{Sep-18}}{IPC_{Jun-18}} \right) - 1 \right] + 0,3 * \left[\left(\frac{RIPTE_{Sep-18}}{RIPTE_{Jun-18}} \right) - 1 \right]$$

En caso de que la acumulación de aumentos por movilidad resulte en el año superior al 46% se compensará a los beneficiarios por la diferencia.

La fórmula de movilidad previsional opera con rezago de un semestre entre la información utilizada para el cómputo y su aplicación. De esta forma, los ingresos alcanzados por dicha movilidad (AUH, AUE, haberes jubilatorios, las pensiones, asignaciones familiares, etc.) sufrieron un deterioro en su poder adquisitivo durante 2018. Si bien en un escenario de reducción de los niveles de inflación y de recuperación de los salarios reales, la misma fórmula tiende a restaurar con rezago el poder adquisitivo de las prestaciones sociales, en el caso de la AUH se otorgaron sumas fijas en septiembre y diciembre de 2018 que más que compensaron dicha pérdida. Así, las AUH se incrementaron 6,1% en términos reales durante 2018.

Gráfico 3.1 | Evolución real AUH



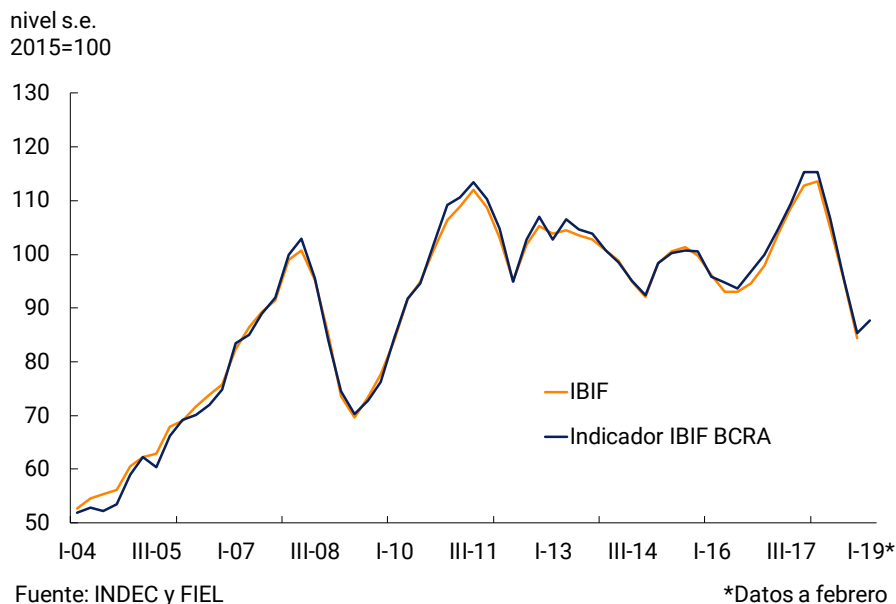
La inversión social adicional de esta medida se estima en \$15.000 millones para todo 2019, equivalente al 0,1% del PIB. De esta forma, el gobierno continuó ampliando la red de contención social, al adoptar las medidas necesarias para proteger a los sectores de la población más vulnerable de los riesgos que transitoriamente enfrentan.

Por el lado de la inversión, el indicador IBIF-BCRA¹¹ mostró una suba (2,9% trimestral s.e.) durante el primer trimestre de 2019¹² luego de tres trimestres de caídas (ver Gráfico 3.5). El aumento de la inversión durante el primer trimestre de 2019 se explicó tanto por la suba de la construcción como del gasto en equipamiento durable de producción.

11 Las variaciones trimestrales del indicador IBIF-BCRA son estimadas utilizando las variaciones trimestrales desestacionalizadas de: ISAC (INDEC), empleo formal en la construcción (INDEC), cantidades importadas de bienes de capital (INDEC) y producción nacional de bienes de capital (FIEL).

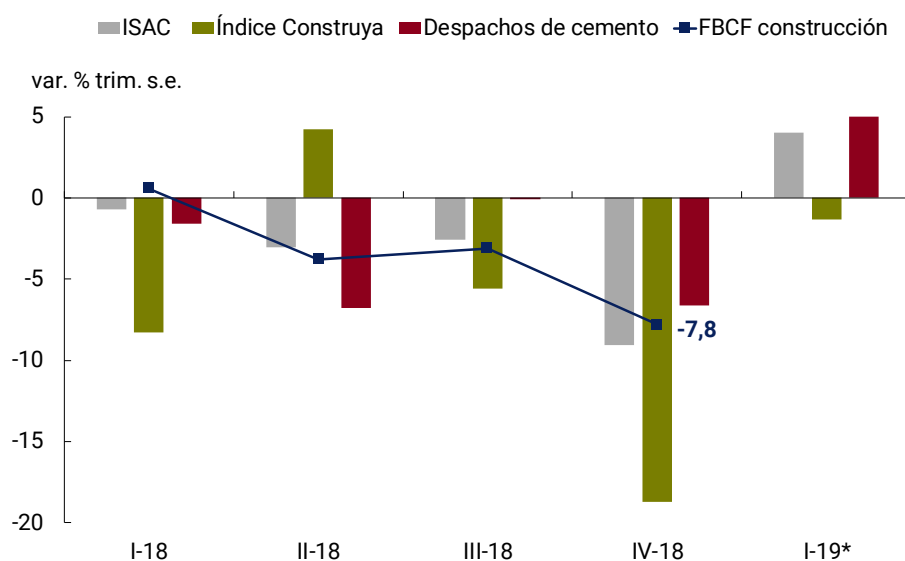
12 Con datos parciales a febrero.

Gráfico 3.5 | Evolución de los niveles de inversión bruta interna fija (IBIF)



El componente de Construcciones de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) habría crecido durante el primer trimestre de 2019, revirtiendo parcialmente la caída de 7,8% s.e. trimestral evidenciada en el trimestre anterior. El principal insumo, los despachos de cemento, aumentaron 5,4% s.e. en el primer trimestre respecto del anterior, en tanto que el ISAC –indicador que pondera la demanda de los principales materiales de la construcción– creció en el primer bimestre 4% s.e. con respecto al cuarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 | Indicadores de Construcción



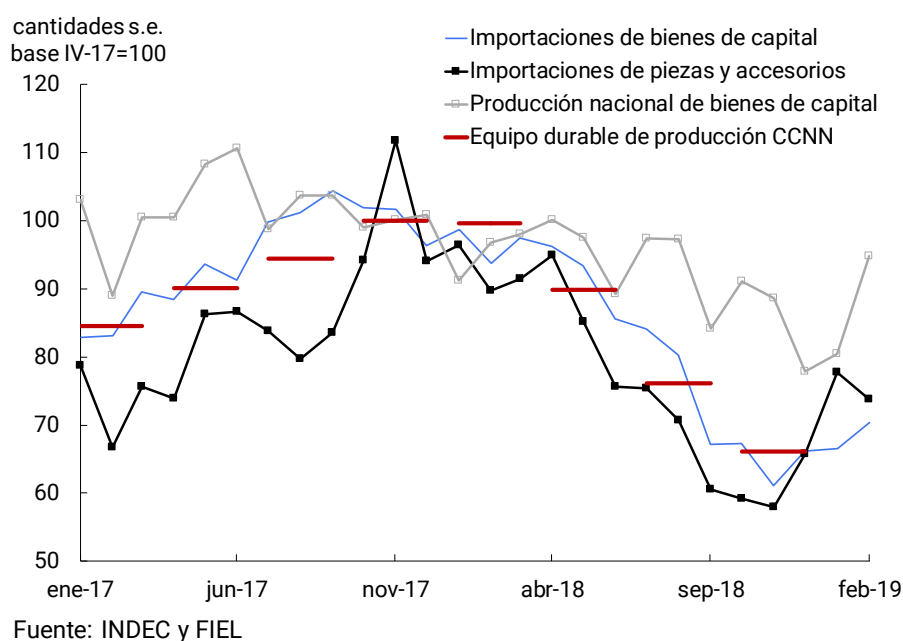
*ISAC datos a feb-19, índice Construya y despachos de cemento, a mar-19.

Fuente: INDEC, Grupo Construya y AFCEP

El desempeño de la construcción se explicó tanto por la reactivación de obras privadas¹³ como por el mayor ritmo de ejecución de obras públicas en todo el país. Según los datos de Construar¹⁴, los montos involucrados en los llamados a licitación del Estado Nacional, los estados provinciales y municipales subieron 68,2% i.a. en términos nominales en enero 2019 cifra que deflactada por el Índice del Costo de la Construcción del INDEC implicó un aumento de 16,2% i.a. en términos reales.

La mejora en el gasto en equipamiento durable fue impulsada por la demanda de bienes de inversión tanto de origen importado como nacional. Las cantidades importadas de bienes de capital comenzaron a recuperarse a partir del mínimo alcanzado en noviembre de 2018. Entre diciembre 2018 y febrero de 2019, acumularon una suba de 15,1% en términos desestacionalizados mientras que las importaciones de piezas y accesorios para bienes de capital subieron 27,4% s.e. en el mismo lapso. La producción nacional de bienes de capital relevada por FIEL – que tiene una elevada correlación con la inversión en equipamiento de origen nacional– registró un mínimo en diciembre pasado y acumuló un aumento de 21,8% s.e. en el primer bimestre del año (ver Gráfico 3.7)

Gráfico 3.7 | Indicadores de inversión en equipamiento durable de producción



3.1.2 Las exportaciones no agrícolas continuaron creciendo en los primeros meses del año

En el cuarto trimestre de 2018 las cantidades exportadas de bienes aumentaron fuertemente (15% trimestral s.e. y 10,4% i.a.) mientras que las importaciones cayeron (12,2% s.e. y 26,1% i.a.), compensando parcialmente la marcada retracción de la demanda interna.

13 Varios componentes del ISAC mayormente asociados a obras privadas registraron aumentos en el primer bimestre de 2019 respecto del trimestre anterior: pinturas para la construcción (7,2% s.e.), placas de yeso (7,1% s.e.), mosaicos (5,2% s.e.) y artículos sanitarios de cerámica (3% s.e.).

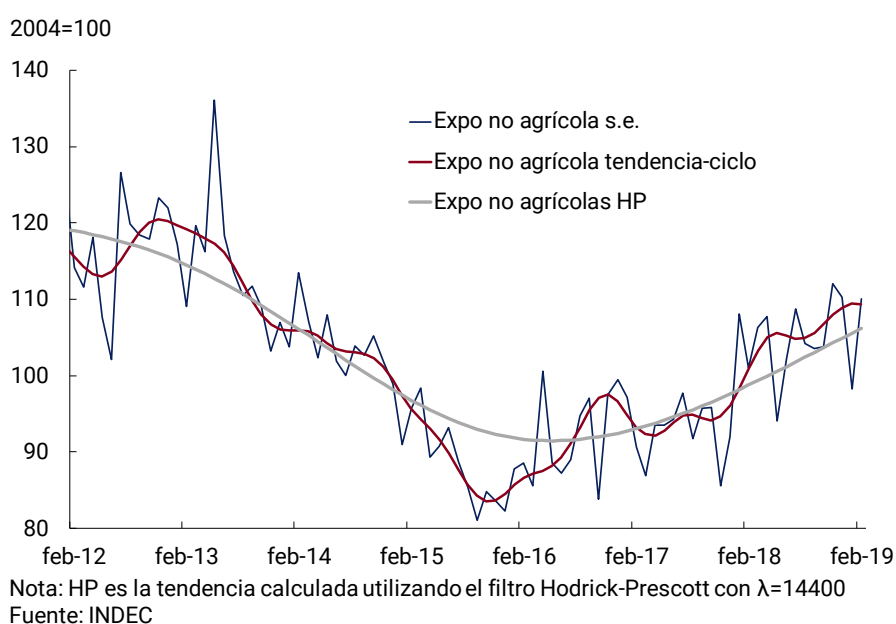
14 Periódico digital de la construcción <http://www.construar.com.ar/>

Luego del extraordinario desempeño del cuarto trimestre, durante el primer bimestre las exportaciones de bienes cayeron (-2,4% s.e.). Los envíos de porotos de soja a China inusualmente elevados entre octubre y diciembre de 2018—en el marco de las disputas comerciales entre ese país y Estados Unidos—incidieron en el comportamiento volátil de las exportaciones. Esas ventas extraordinarias explicaron más de la mitad de la suba trimestral de las exportaciones totales de bienes a fines de 2018, y un porcentaje similar de la caída observada en lo que va de 2019. En contraste, en el comienzo de este año, contribuyeron positivamente las mayores cantidades exportadas de cereales (producto de una cosecha récord de trigo) y de aceite de soja.

En términos de tendencia, las exportaciones no agrícolas continúan exhibiendo un crecimiento en los primeros meses del año. Detrás de este desempeño agregado se encuentran crecimientos significativos en los envíos de diversos productos, tales como pescados y mariscos, frutas, carnes, productos lácteos, infusiones, bebidas, cueros, productos plásticos, caucho, papel y edición, metales comunes, material de transporte terrestre, petróleo crudo, carburantes, lubricantes y gas (ver Gráfico 3.8).

Este buen comportamiento de las exportaciones no agrícolas fue difundido a nivel provincial. Si se excluyen los productos primarios, afectados por la sequía en 2018, 19 de las 24 provincias exhibieron incrementos interanuales en sus ventas externas.

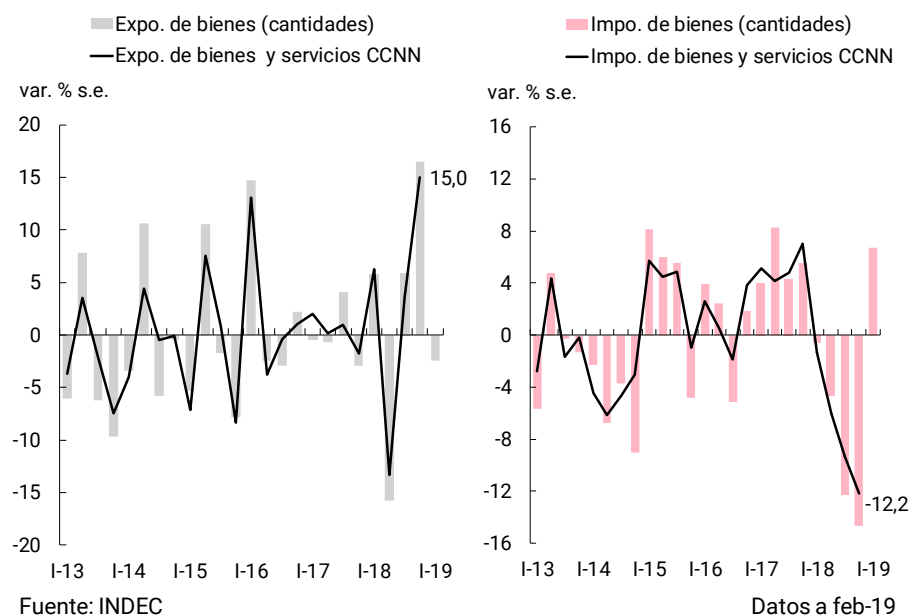
Gráfico 3.8 | Exportaciones de bienes excluyendo principales granos y derivados



Las importaciones se elevaron 6,7% s.e. en el primer bimestre de 2019, en línea con el mejor desempeño de la demanda interna. En particular, se destacó el aumento de los volúmenes adquiridos de piezas y accesorios para bienes de capital y, en menor medida, de autopartes.

De este modo, dado el comportamiento de las cantidades exportadas e importadas de bienes en el primer bimestre de 2019, se prevé una contribución negativa de las exportaciones netas de bienes y servicios al crecimiento trimestral desestacionalizado del PIB (ver Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9 | Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios



Como se mencionó en el anterior IPOM la evolución mencionada de los flujos comerciales se tradujo en una significativa reducción del déficit de cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2018. En términos desestacionalizados y anualizados, el desbalance externo se contrajo en 4 p.p. del PIB en un solo trimestre, una corrección sin precedentes en los últimos 12 años.

3.1.3 La mejora del primer trimestre fue difundida a nivel sectorial

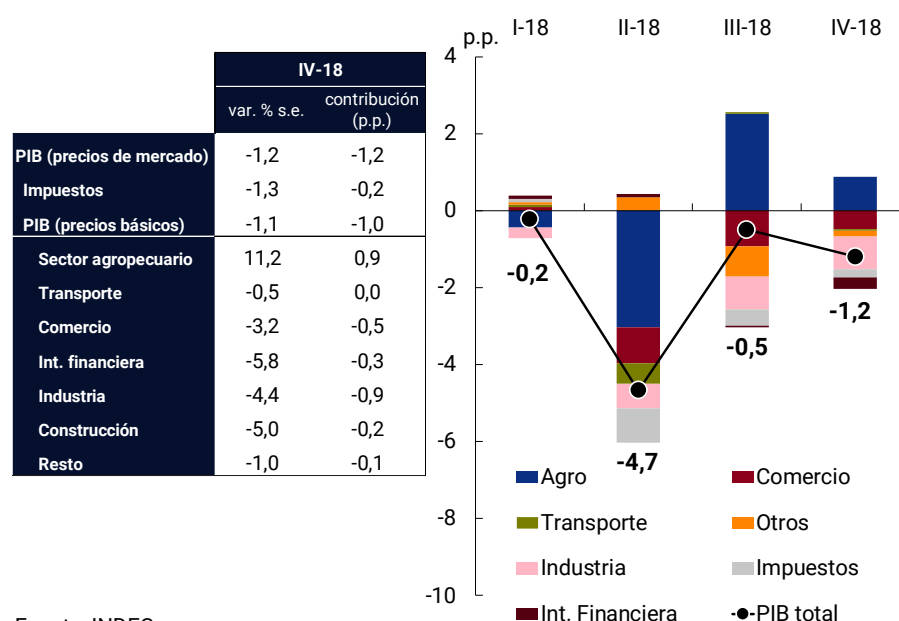
La contracción del PIB durante el cuarto trimestre de 2018 (-1,2% trimestral s.e.) fue menor a la prevista en el último IPOM tanto por los analistas del REM como por la última PCP del BCRA¹⁵. Esto se explicó en mayor medida por un crecimiento del producto agropecuario de 11,2% s.e. impulsado por la buena cosecha de trigo. El buen desempeño del agro contribuyó a atenuar la caída del resto de los sectores que se encontró en línea con las estimaciones basadas en indicadores adelantados.

La actividad del resto de los sectores productores de bienes (no agropecuarios) cayó 3,7% s.e. con respecto al tercer trimestre, con fuertes incidencias negativas de la Industria y la Construcción, tal como se anticipó en el IPOM anterior.

¹⁵ REM 1,7% PCP-BCRA 1,8%

Los sectores productores de servicios recortaron en el cuarto trimestre de 2018 su caída a -1,4% s.e. (vs. -1,9% s.e. en el III-18). La Intermediación financiera y el Comercio fueron los sectores con mayor contribución a la contracción de los servicios. Estas actividades fueron afectadas por el aumento de la volatilidad cambiaria y el endurecimiento de las condiciones financieras que, entre septiembre y octubre de 2018, impactaron negativamente sobre la demanda de préstamos bancarios (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 | Evolución sectorial de la actividad del IV-18



Desde fin de 2018 y durante el primer trimestre de 2019 se evidenció una recuperación en la mayor parte de los sectores productivos. Según datos del EMAE, en doce de los quince sectores, el nivel de actividad de enero—ajustado por estacionalidad—fue superior al de noviembre de 2018.

Los sectores del EMAE, pueden clasificarse en cuatro grupos de acuerdo con su desempeño reciente (ver Gráfico 3.11). El primer grupo, conformado por Agro, Pesca, Enseñanza y Servicios sociales y de salud, se compone de las actividades que ya han alcanzado tasas de crecimiento interanual positivas en enero de 2019. El sector más relevante es el Agro, el cual retornó en el tercer trimestre de 2018 a un nivel de actividad normal luego de la caída originada por la sequía y en el cuarto trimestre continuó creciendo gracias a la cosecha récord de trigo. Las muy buenas campañas de maíz y soja están contribuyendo a la reactivación de otras actividades vinculadas como Transporte y Comercio e impulsarían a algunas ramas industriales como Maquinaria e Implementos agrícolas luego de un año con fuertes caídas¹⁶. Por su parte, el producto de la Pesca—traccionado por el incremento de las exportaciones—tuvo un buen desempeño en 2018 (5,2% i.a.), registró en enero de 2019 un crecimiento

16 2018: Sembradoras (-26,3% i.a.), Cosechadoras (-41,8% i.a.), Tractores (-28,4% i.a.), Pulverizadoras (-24,5% i.a.), Acarreo y almacenaje de granos (-29,3% i.a.) y Otros implementos (-22,4% i.a.).

interanual de 10,2% y los datos de capturas de febrero continuaron siendo favorables¹⁷. En tanto, los servicios de Enseñanza y Salud se desaceleraron durante 2018 en el marco de un proceso de consolidación fiscal pero no han llegado a evidenciar una fase recesiva¹⁸.

El segundo conjunto, conformado por Explotación de minas y canteras, Hoteles y restaurantes, Administración pública y Otros servicios comunitarios, incluye a sectores que se han recuperado en los últimos meses y están próximos a alcanzar el nivel de un año atrás si mantienen la tendencia reciente. La producción de petróleo y gas no convencionales en Vaca Muerta lidera al sector de Explotación de minas y canteras, compensando la tendencia declinante de la extracción de hidrocarburos convencionales y de minerales metalíferos. La recuperación de la actividad de Hoteles y restaurantes se explica por la incipiente mejora de la demanda interna y por el buen desempeño del turismo internacional receptivo beneficiado por un tipo de cambio real favorable. Los datos disponibles a febrero confirman esta tendencia, las llegadas de turistas por vía aérea a los aeropuertos de Ezeiza y Aeroparque y la cantidad de no residentes hospedados en Argentina se incrementaron considerablemente¹⁹.

El tercer grupo—Comercio, Industria, Construcción y Transporte—lo conforman los sectores que han sufrido fuertes caídas en 2018, y han comenzado a recuperarse desde noviembre pero todavía requieren de varios meses adicionales de crecimiento para alcanzar tasas de variación interanual positivas. Los datos del EMAE a enero de 2019 y los indicadores disponibles a febrero²⁰ confirman que este grupo de actividades habría crecido en el primer trimestre del año en comparación al cuarto de 2018 en términos desestacionalizados. La mejora se explicó principalmente por la moderada recuperación de la demanda interna desde fines de 2018 que se sumó a los impulsos del agro y del sector energético antes mencionados. En relación a la industria, las exportaciones de algunos rubros como lácteos, pescados elaborados, caucho y papel también contribuyeron con la recuperación del sector. Los indicadores disponibles confirman que tanto la construcción pública como la privada explicaron la recuperación del sector²¹.

La última agrupación, que se compone de Electricidad, gas y agua, Actividades inmobiliarias empresariales y de alquiler e Intermediación financiera, reúne a los únicos tres sectores que, a enero de 2019, no han superado el nivel desestacionalizado de noviembre de 2018. La producción de Electricidad, gas y agua se redujo en un contexto de incremento en el precio relativo de estos servicios públicos que implicó una racionalización en su consumo. La Actividad inmobiliaria se vio afectada por la contracción en la demanda de viviendas ante el aumento del tipo de cambio y las tasas de interés. La Intermediación continuó afectada por el endurecimiento de las condiciones financieras que incrementó el costo y redujo la demanda de los préstamos bancarios. Se espera que en caso de consolidarse la salida de la recesión de la actividad económica general, este conjunto de sectores comiencen a reaccionar en el segundo trimestre sumándose a la fase de recuperación.

17 Los datos de capturas de febrero han sido favorables, cerrando el primer bimestre con aumentos en las capturas de peces (6,5% i.a.) y moluscos (21%) compensados parcialmente por una disminución en la de crustáceos (-7,9% i.a.).

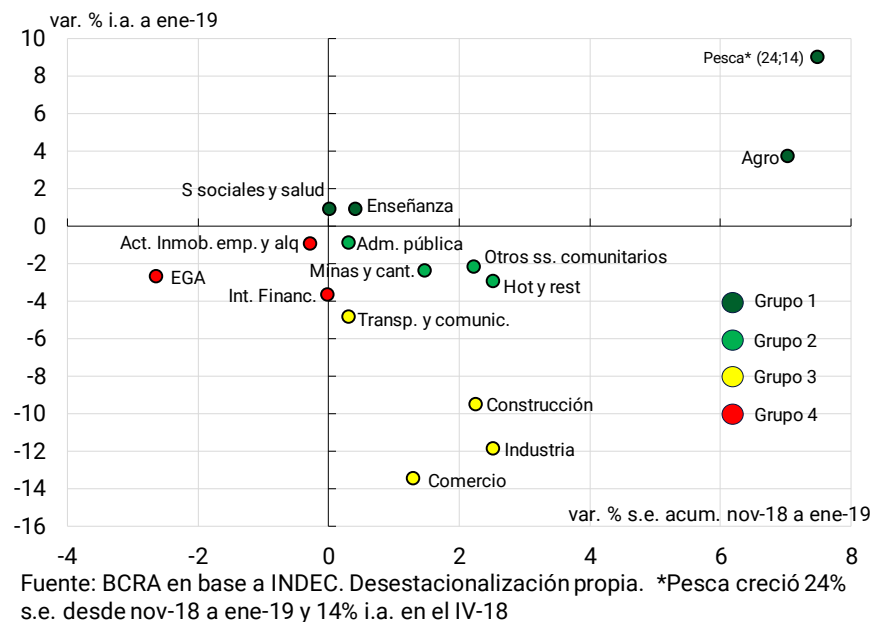
18 La metodología de estimación de los servicios de Enseñanza y Salud se vincula con la dotación de personal dedicada a esas tareas y es por eso que las series muestran desde el año base—2004—una tendencia positiva de largo plazo que como mínimo acompaña al crecimiento vegetativo.

19 La llegada de turistas vía aérea se incrementó en el primer bimestre de 2019 un 29% con respecto a igual período de 2018 y i.a. y 6% s.e. con respecto al IV-18. En relación a la hotelería en enero de 2019 la cantidad de viajeros no residentes hospedados aumentó 17,3% i.a.

20 El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) y el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPIIm) publicados por INDEC de 2019 se ubicaron en el bimestre enero-febrero de 2019, en promedio, 4% s.e. y 2,3% s.e. por encima del nivel registrado en IV-18.

21 Las ventas de asfalto y cemento a granel (más asociadas a obras públicas) se ubicaron en el bimestre enero-febrero de 2019 un 7,8% y 7,5% s.e. por encima del cuarto trimestre de 2018. Las ventas de cemento en bolsa (asociadas a obras privadas) también se incrementaron en igual período (5,9% s.e.).

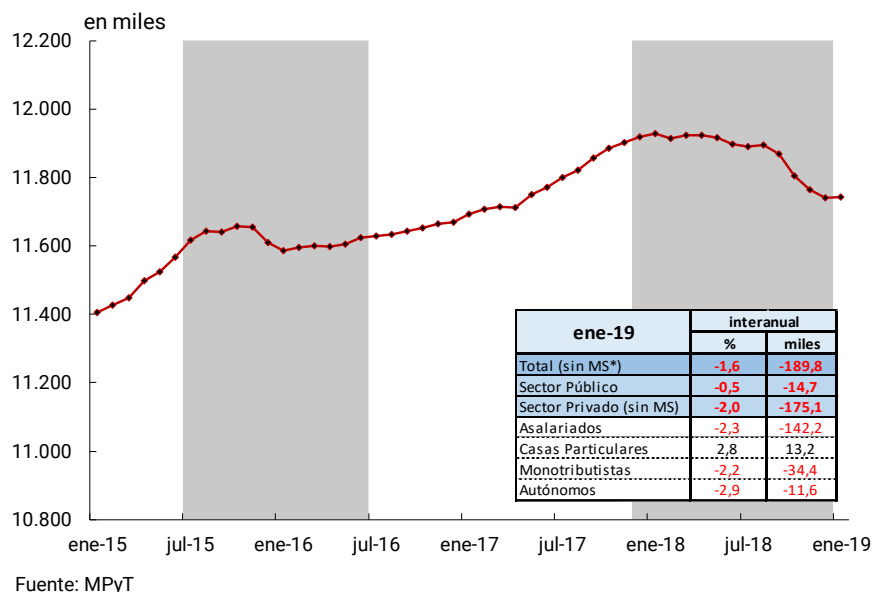
Gráfico 3.11 | Evolución reciente sectores del EMAE



3.1.4 El empleo registrado detuvo su caída a inicios del año

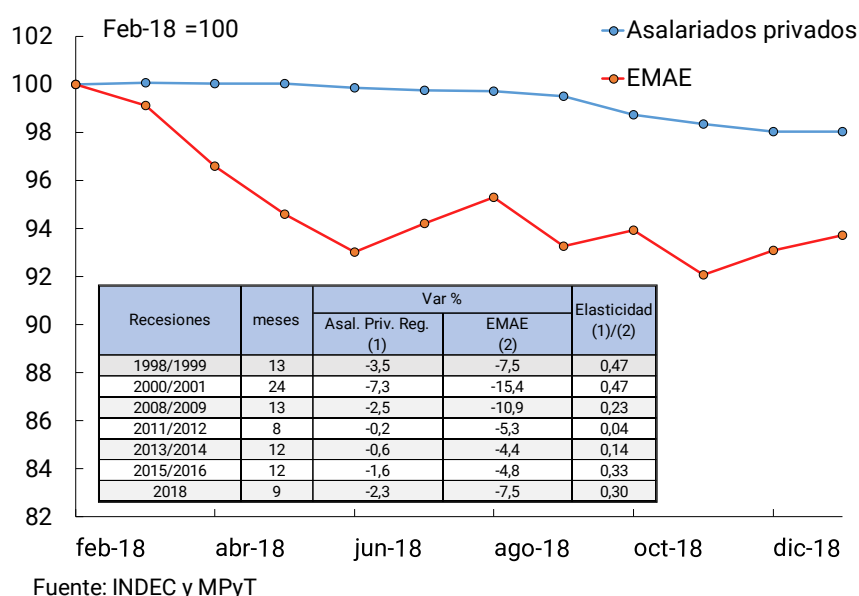
En línea con la aparición de los primeros indicios de recuperación de la actividad, el empleo registrado total detuvo su caída en enero de 2019 (0,0% s.e.). El empleo privado se mantuvo sin variaciones durante el mes, luego de tres trimestres consecutivos de caída. El empleo asalariado privado registró una leve caída (-0,11% se), en tanto el empleo público se mantuvo estable (0,07% se; ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 | Empleo registrado total (s.e.; excluido el monotributo social)



En enero de 2019, el empleo asalariado registrado se ubicó 2,3% por debajo de un año atrás, mostrando una variación acotada con relación a la contracción de la actividad en el período (EMAE 5,9% i.a.). La menor respuesta del empleo a los cambios en la actividad se reflejó en que las empresas optaron por subutilizar el factor trabajo antes que recurrir a medidas más permanentes como la reducción de la dotación del personal²² (ver Gráfico 3.13).

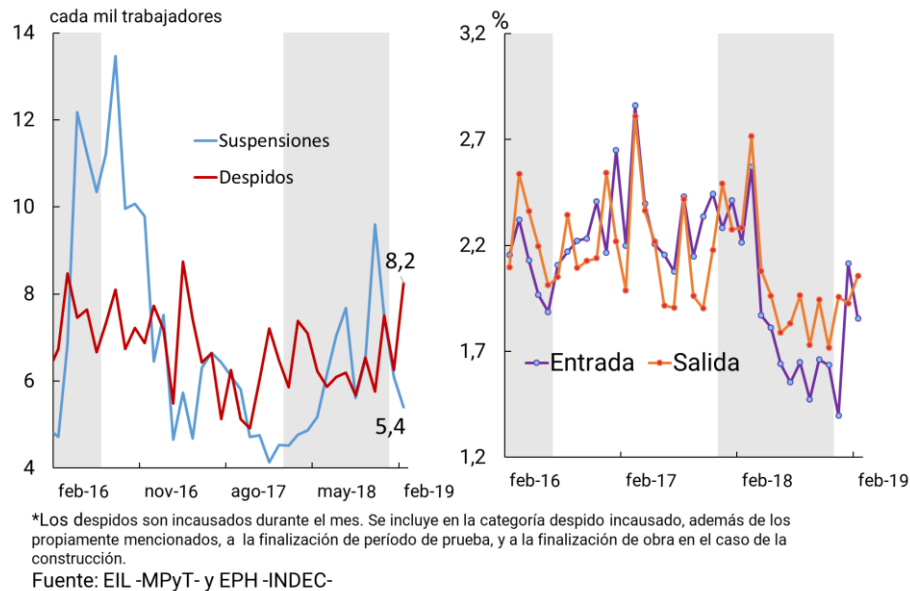
Gráfico 3.13 | Elasticidad empleo-producto



Como señalamos en el último IPOM, ante la caída de la demanda interna, las empresas continuaron respondiendo en gran medida con suspensiones (aceleración de la tasa de suspensiones -EIL) y con reducción en las horas trabajadas (aumento de la subocupación - EPH). En las recesiones de los últimos 20 años, se observa que bajo régimen de tipo de cambio fijo (2000/01 y 1998/99) la elasticidad entre la variación del empleo asalariado y la del producto es mayor que en los episodios en los que el tipo de cambio fluctuó (2008/09, 2013/14, 2015/16 y 2018). Ello se explica porque los movimientos cambiarios facilitan el ajuste de los salarios tanto en términos reales como en dólares. (ver Gráfico 3.14).

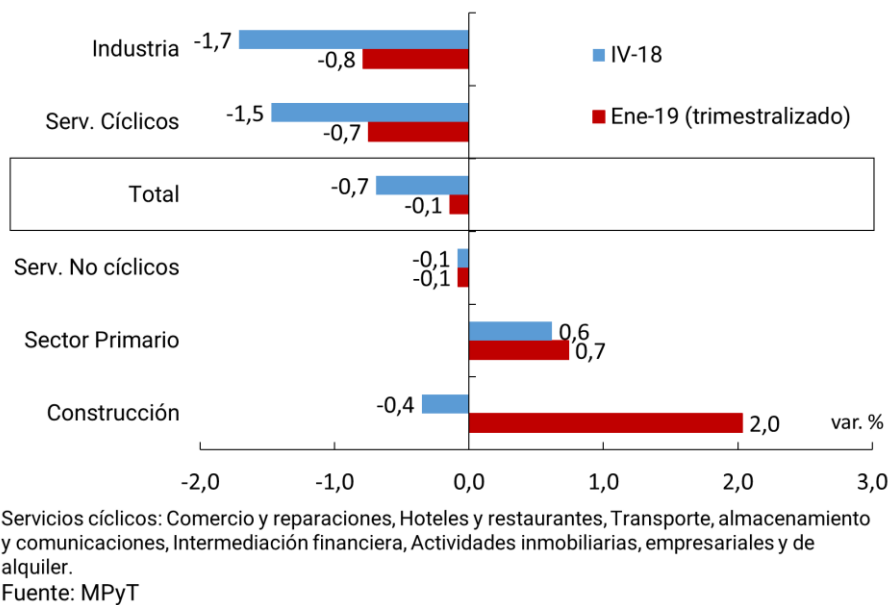
²² Cuando la producción se desvía por encima o por debajo de lo normal, en general las empresas ajustan en una cuantía inferior a los desvíos por diversos motivos (planta mínima, indemnizaciones, capacidades adquiridas, capacitación específica, etc.). Aun manteniendo sus puestos, los trabajadores no contribuyen de manera plena a la producción. A esta práctica se la llama "atesoramiento de trabajo" o "desempleo encubierto".

Gráfico 3.14 | Suspensiones, despidos, entradas y salidas, mercado laboral



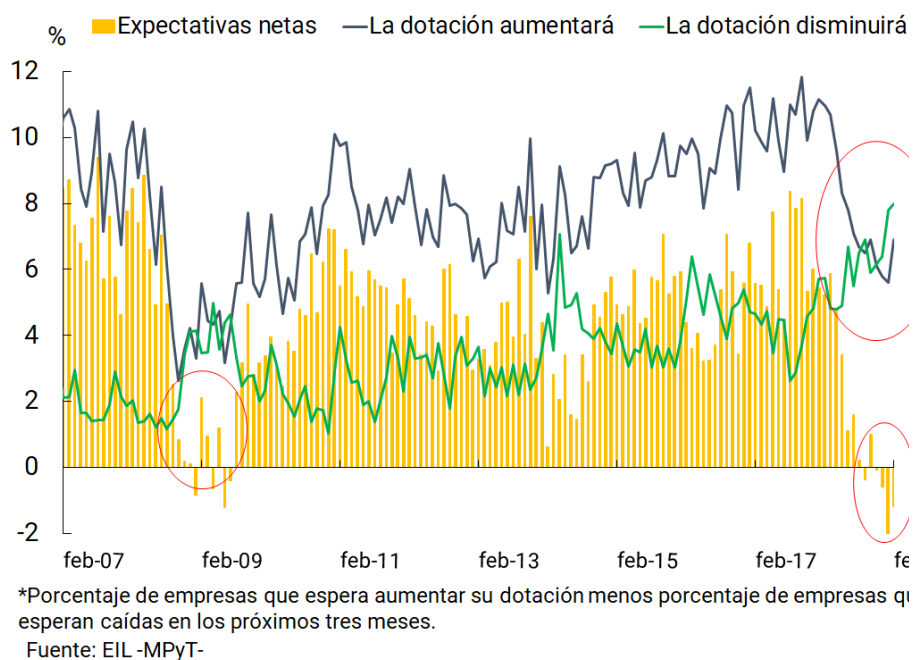
Los indicadores de los primeros meses de 2019 muestran algunas señales positivas. A nivel sectorial, el empleo primario continuó creciendo y el de la construcción mostró una recuperación. El resto de los sectores recortaron su caída (ver Gráfico 3.15).

Gráfico 3.15 | Empleo asalariado registrado por sectores (sin estacionalidad)



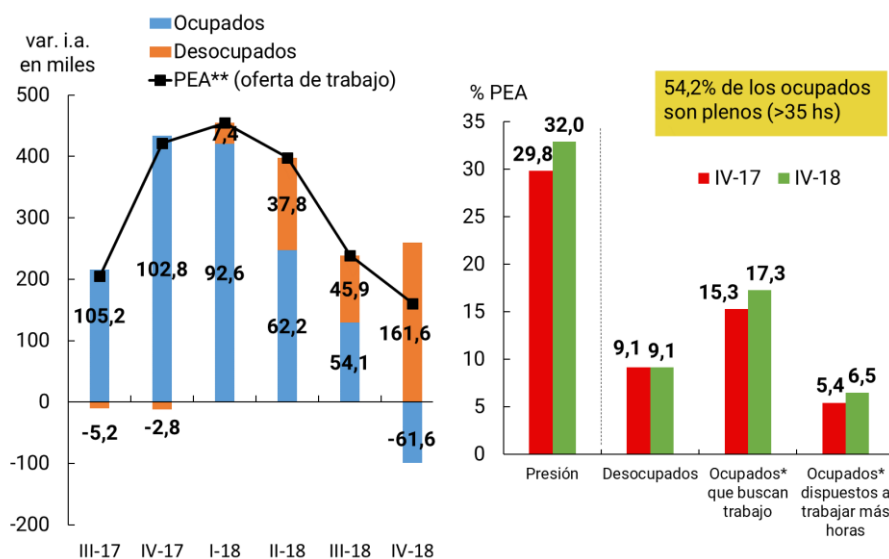
En febrero las perspectivas netas de contratación en las empresas que releva la encuesta EIL para los próximos tres meses aún se mantienen en terreno negativo (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 | Evolución de las expectativas de empleo



Por último, la caída del empleo junto con la de los ingresos reales llevaron a un deterioro de las condiciones del mercado laboral durante el cuarto trimestre. Como consecuencia, y habitualmente ocurre en las recesiones, más trabajadores salieron a buscar trabajo y/o más horas para complementar su jornada de trabajo ante la necesidad de recuperar los ingresos familiares, generando una mayor presión sobre el mercado laboral (5,6 p.p. interanual), según datos de la EPH. En este contexto, la tasa de desocupación creció 1,9 p.p. (i.a.) pasando de 7,2% al 9,1%, como consecuencia de la retracción del nivel de empleo, contenida en parte por crecimiento del empleo no registrado (ver Gráfico 3.17).

Gráfico 3.17 | Población económicamente activa y presión en el mercado laboral



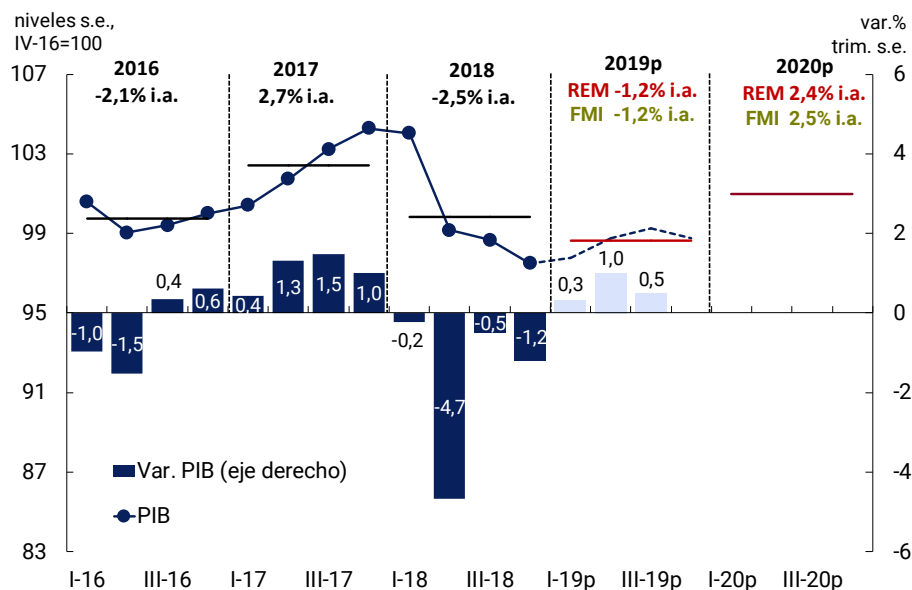
Fuente: INDEC

* Plenos y subocupados ** Población Económicamente Activa

3.2 Perspectivas

Para 2019, la cosecha agrícola récord y el impulso proveniente de las actividades productoras de bienes y servicios transables favorecidas por la depreciación del tipo de cambio real permiten prever un buen desempeño de la actividad económica. Esta visión es compartida por los analistas del REM que proyectan una etapa de recuperación y crecimiento durante 2019 y 2020 (ver Gráfico 3.18).

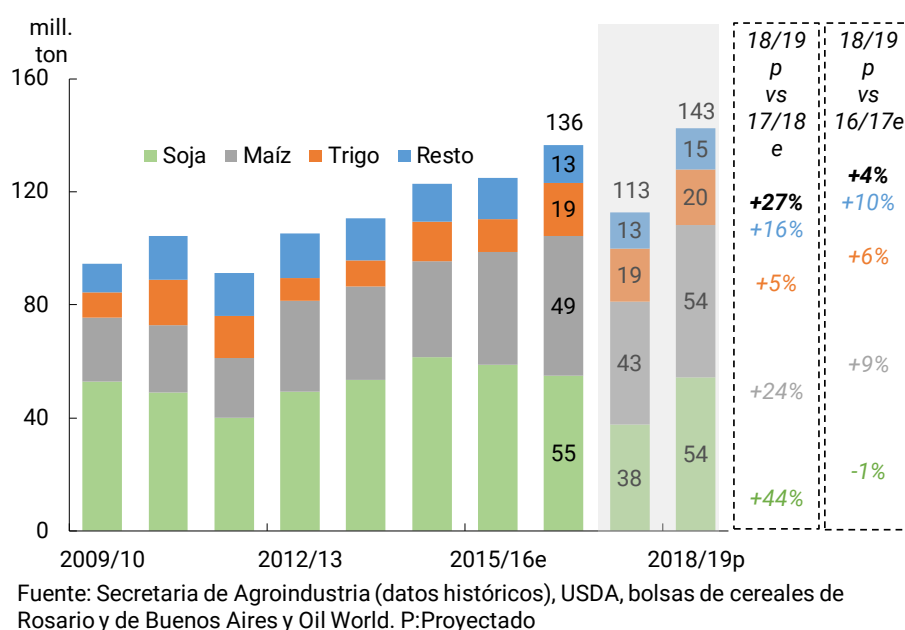
Gráfico 3.18 | Proyecciones de mercado del PIB.



Fuente: INDEC y REM. P: Proyección

Existen buenas perspectivas para la producción agropecuaria²³ y las exportaciones en general, dado el crecimiento esperado de los socios comerciales dentro de un contexto de precios relativos más favorables (ver Gráfico 3.19). Las cosechas de soja y de maíz tendrían incrementos de aproximadamente 44% y 24% i.a., respectivamente. Durante 2019, la demanda externa aportaría positivamente al crecimiento. En particular, el fortalecimiento de la economía brasileña (se estima un crecimiento de alrededor de 2,0% en 2019 frente al 1,3% registrado en 2018) impulsaría las exportaciones no agrícolas.

Gráfico 3.19 | Producción agrícola



El sector energético continuará mostrando una buena performance debido a que sus planes de inversión se mantuvieron inalterados²⁴. El aumento previsto en la producción de gas y petróleo para los próximos años permitirá reducir el déficit externo²⁵.

Si bien el contexto internacional en el cual se desenvuelven las economías emergentes mejoró, algunos factores de riesgo podrían condicionar este escenario de recuperación progresiva de la actividad (Ver Capítulo 2. Contexto Internacional). A nivel local, el escenario de recuperación económica podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados principalmente con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual de los procesos electorales. De todas formas, en el marco de la reducción de los desequilibrios fiscales y externos previstos para este año junto con un balance del BCRA más sólido

23 La Secretaría de Agroindustria proyecta que la campaña 2018/19 se posicione en cifras récord históricas de 143 millones de toneladas. Los acuerdos comerciales llevados adelante estos años permiten proyectar un incremento en las exportaciones de carne vacuna.

24 La importación de bienes de capital relacionadas con la producción de petróleo se cuadruplicó en el primer bimestre de 2019 respecto del mismo período del año anterior.

25 En el primer bimestre de 2019 las exportaciones de gas natural se multiplicaron por diez, representando US\$ 51 millones cuando en el primer bimestre de 2018 fueron solamente de US\$ 5 luego que el gobierno autorizara a una serie de empresas el envío de gas a Chile y Brasil.

y un régimen monetario en el que la tasa de interés de política reacciona inmediatamente frente a las novedades, el espacio para que se produzcan eventos de volatilidad financiera local es más acotado (ver Capítulo 5. Política Monetaria).

Apartado 1 / Exportaciones de servicios basados en el conocimiento

Desde hace varios años, los Servicios Basados en el Conocimiento (SBC) han ganado protagonismo en la economía local, confirmando el gran potencial exportador que poseen en nuestro país. A nivel internacional es uno de los rubros más dinámicos del comercio global: mientras que las exportaciones mundiales de bienes se incrementaron un 33% acumulado en el período 2006-2016, las exportaciones de SBC se incrementaron en 161%.

Dentro del sector denominado “servicios basados en el conocimiento (SBC)” se agrupa un diverso número de tareas del sector terciario que comparten tres características distintivas: son intensivas en trabajo calificado, son usuarias, productoras y difusoras del conocimiento y son crecientemente transables directa o indirectamente a través de la “servitización²⁶” de los bienes (López, et. al. 2014 y Crozet y Milet, 2017). Cumplen con esta definición el desarrollo de software y los servicios informáticos, servicios jurídicos, contables, de arquitectura, de marketing, de investigación y desarrollo y audiovisuales, entre otros.

La literatura especializada indica que la disponibilidad de capital humano de calidad, el costo laboral y la provisión de infraestructura informática adecuada se encuentran entre los principales factores de competitividad de este tipo de actividades (López, et. al 2017).

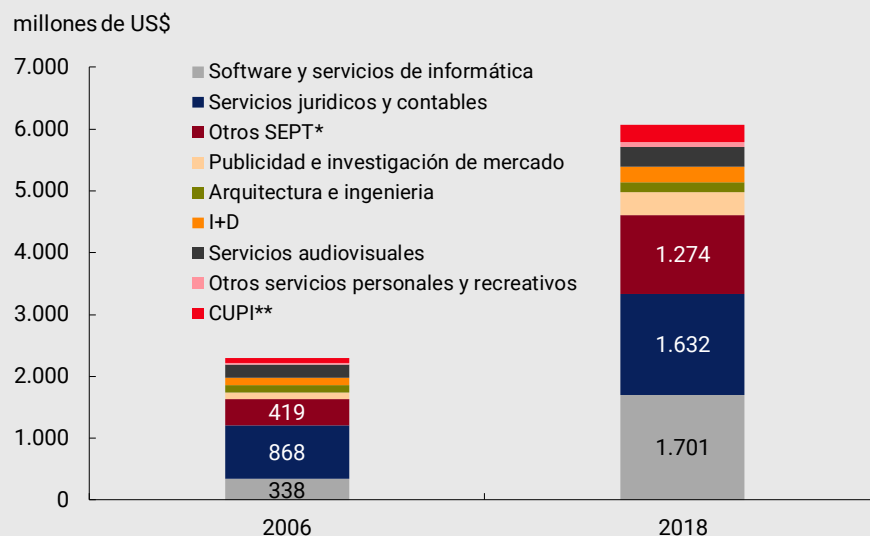
En la Argentina, en el tercer trimestre de 2018 ese conjunto de actividades empleaba a 433.657 personas, lo que representaba el 6,6% del trabajo registrado privado total. El peso de este sector en el empleo total viene creciendo de forma sostenida desde hace 3 años. En el período que va del tercer trimestre de 2015 al tercer trimestre de 2018 las personas ocupadas en los distintos rubros de los SBC acumularon una suba de 3,1% mientras que el empleo privado registrado total presentó una leve baja de 0,3%. Durante 2018 los SBC generaron exportaciones por US\$6.067 millones, lo que posicionó al sector como el tercer complejo exportador, detrás del sojero y del automotor. Los servicios basados en el conocimiento conservaron su lugar en el podio de complejos exportadores a pesar de que sus ventas externas medidas en dólares se redujeron 9% en el año producto de la devaluación del peso²⁷. Dentro del conjunto de los SBC se destacan los servicios informáticos y de software, y en menor medida, los servicios jurídicos y contables²⁸. En 2018, Argentina exportó más software que petróleo crudo y más servicios jurídicos y contables que vino, dos bienes icónicos de la canasta de exportación del país. Todos los rubros de SBC en 2018 mostraron un crecimiento respecto de 2006 (ver gráfico 1).

26 Se entiende a la servitización de los bienes como el proceso mediante el cual una mayor porción del valor agregado de los bienes proviene de servicios calificados que forman parte de la cadena de valor ya sea en etapas previas o posteriores a la manufactura. Algunos ejemplos son la investigación de mercado, el diseño de producto, la elaboración de la estrategia de comercialización y los servicios de post-venta, entre otros.

27 En este sector las fuertes depreciaciones provocan inmediatamente una caída en las exportaciones medidas en dólares —lo cual puede ser contra intuitivo—, debido a que en una proporción considerable de estas actividades aplica el sistema de facturación “*producer currency pricing* (PCP)”, en particular cuando se trata de los servicios prestados a las casas matrices por parte de las subsidiarias radicadas en Argentina.

28 Estados Unidos es el principal destino de exportación, seguido por la Unión Europea (Gayá, 2017).

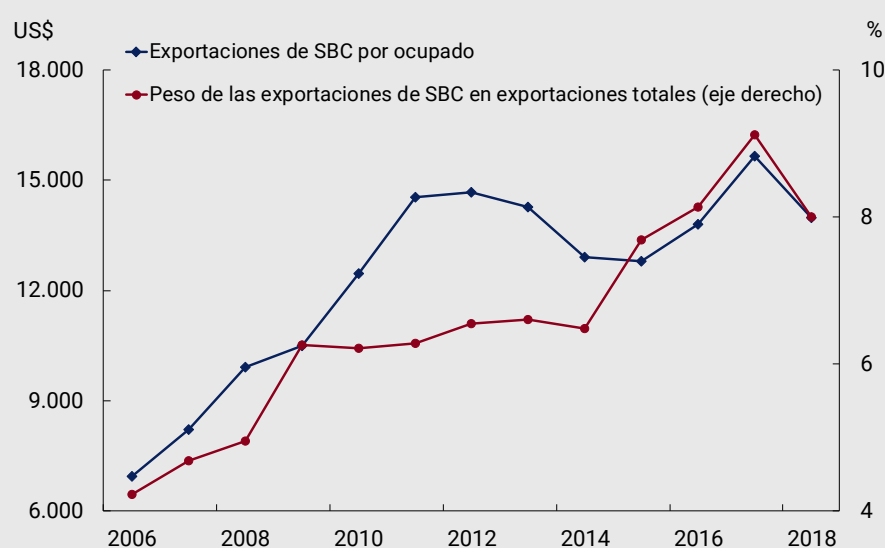
Gráfico 1 | Exportaciones de SBC por categoría



*Otros servicios empresariales, profesionales y técnicos. **Cargos por uso de propiedad intelectual. Fuente: INDEC

Las exportaciones de los SBC tuvieron una evolución irregular. Mostraron un crecimiento significativo desde 2006 hasta 2012 (+168% acumulado) impulsadas por la sanción de la Ley de Promoción de la Industria del Software²⁹ en 2004 y por el tipo de cambio real que se mantuvo en niveles elevados en la mayor parte de ese período. La sucesión de controles de capitales y su impacto en el funcionamiento del mercado cambiario desde 2012 a 2015 coincidió con una reversión de las exportaciones de SBC: en ese período acumularon una caída de 13%. Con posterioridad a 2016, luego de la eliminación de las restricciones cambiarias las ventas externas retornaron a su tendencia alcista hasta que se vieron afectadas por la depreciación reciente como se mencionó. (ver gráfico 2).

Gráfico 2 | Exportaciones de SBC por ocupado y peso en exportaciones totales



Fuente: INDEC y Ministerio de Producción y Trabajo

²⁹ Ley 25922.

Las perspectivas para el sector son favorables. Pese a que el Gobierno Nacional fijó en carácter transitorio a partir de inicios de 2019 un derecho de 12% —con un tope de \$4 por dólar—³⁰, se espera que la suba del tipo de cambio real de 2018 se plasme en una mejora de la competitividad de las firmas domésticas. Esto puede verse potenciado si se aprueba el proyecto de ley de la economía del conocimiento que extiende los beneficios impositivos de la industria del software a otras actividades como la biotecnología, los servicios audiovisuales y los servicios profesionales.³¹ A esto se suma que se trata a nivel global de un sector que, como se dijo previamente, está en plena expansión.

Finalmente, los desafíos hacia delante no son menores. En primer lugar, si bien hay indicios de algunos encadenamientos entre las firmas proveedoras de SBC y otras ramas económicas (las ventas internas de SBC han aumentado —particularmente las asociadas al desarrollo de Vaca Muerta—), todavía son bajos en relación con la servitización observada en otros países. Una parte significativa del valor agregado de las exportaciones de manufacturas de países avanzados de Europa está constituida por servicios mientras que Argentina se encuentra en el extremo opuesto de la muestra (OECD, 2018). En segundo lugar, si bien hubo avances recientes en infraestructura relacionada con los SBC gracias al desarrollo del Plan de Telecomunicaciones y Conectividad y del Plan Federal de Internet³² el país todavía se encuentra rezagado en la comparación internacional. En 2017 Argentina se ubicaba en el puesto 86 de 140 en provisión de electricidad, y 73 de 140 en número de suscripciones de internet de banda ancha. Por último, varias de las actividades en las que Argentina tiene una ventaja comparativa tienen un elevado riesgo de ser automatizadas por la introducción de la inteligencia artificial, lo que requiere de visión de futuro para superar este obstáculo (Frey y Osborne, 2013).

Potenciar las virtudes y enfrentar estratégicamente los desafíos mediante políticas públicas que articulen al sector privado con la comunidad educativa/científica será prioritario para el buen desempeño de un sector que genera exportaciones, empleos de calidad bien remunerados, al tiempo que produce y difunde conocimiento.³³

Referencias

- Crozet, M., Milet, E. (2017): "Should everybody be in services? The effect of servitization on manufacturing firm performance". *Journal of economics and management strategy*, Vol. 23 n° 3.
- Gayá, R. (2017): "Strengthening knowledge based services in Argentina". *RAM, Rev. Adm. Mackeine*. Vol.18, n.6, pp.96-123.
- Frey, C. B., Osborne, M. (2013): "The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation". Oxford Martin School.

30 Previendo que las Micro y Pequeñas Empresas sólo tributen si exportan montos superiores a los US\$600.000 anuales. Decreto 1201/2018.

31 El país ostenta el primer lugar en el ranking global de habilidades tecnológicas de Coursera en 2019 (en particular con elevadas capacidades demostradas en desarrollo de software e interfaces entre personas y computadoras), mientras que se ubica en la franja competitiva en las otras dos dimensiones (habilidades empresariales y análisis de datos).

32 <https://www.argentina.gob.ar/planconectividad> y <https://www.argentina.gob.ar/comunicaciones/planfederaldeinternet>. En materia de conectividad la velocidad promedio de banda ancha pasó de 4,5 megabits por segundo a 14mbps, el despliegue de 4G pasó de cubrir al 10% de la población al 58%, la red de fibra óptica de ARSAT pasó de tener 6.500 kilómetros en funcionamiento y conectar 17 localidades a 30.000 kilómetros y 550 localidades, más de medio millón de argentinos fueron alcanzados por los programas de alfabetización digital, el proyecto "Ley de Fomento de despliegue de infraestructura y competencia TIC" ya cuenta con media sanción del Senado, entre otros.

33 Véase Informe SBC N° 9, Observatorio de la Economía del Conocimiento, Ministerio de Producción y Trabajo. <https://www.produccion.gob.ar/wp-content/uploads/2019/02/IOEC9-1-3.pdf>.

- López, A., Niembro, A. y Ramos, D. (2014): "La competitividad en América Latina en el comercio de servicios basados en el conocimiento". Revista de CEPAL N° 113, pp. 23 a 41.
- López, A., Niembro, A. y Ramos, D. (2017): "Las empresas de servicios en América Latina: Un estudio exploratorio sobre factores de competitividad internacional, obstáculos y políticas públicas". Tec Empresarial Vol. 11 N°1, pp. 7-22
- OECD (2018): "The changing nature of international production: Insights from Trade in Value Added and related indicators", OECD

Apartado 2 / Impacto de la flexibilización normativa en el balance cambiario de operaciones por bienes

La flexibilización normativa implementada paulatinamente a partir de diciembre de 2015 tuvo impacto en las estadísticas cambiarias, no en el mercado cambiario. Como era esperable, los montos declarados como “Cobros de exportaciones de bienes” y “Pagos de importaciones de bienes” han disminuido su participación respecto a los movimientos aduaneros en comparación con lo que se observaba durante los años en que existieron controles de cambios. Sin embargo, el resultado neto de estas operaciones del mercado de cambios (operaciones por el concepto “Bienes”) está en línea con el resultado del balance comercial que surge de las estadísticas aduaneras.

Como se puede observar en los gráficos de más abajo, los niveles informados como cobros de exportaciones y pagos de importaciones de bienes del mercado de cambios comenzaron a separarse de los niveles aduaneros de exportaciones e importaciones a medida que se fueron introduciendo las principales modificaciones normativas. ¿Por qué?

Por un lado, desde la derogación de la obligación de ingreso y liquidación de los cobros de exportaciones de bienes, las empresas del sector real con operaciones en el exterior comenzaron a utilizar la opción de no ingresar al mercado local la totalidad de sus cobros por exportaciones y mantener una parte en cuentas del exterior para afrontar sus obligaciones externas, incluidas importaciones (abaratando sus costos de transacción). Esta es la razón principal de la disminución en los flujos de cobros de exportaciones (línea en verde claro del primer gráfico) y también contribuyó a la reducción de los flujos de pagos de importaciones (línea en rojo claro del segundo gráfico).

Por otro lado, a partir de que se reestableció la posibilidad de transferir fondos a cuentas propias del exterior, los importadores no solo cursan sus pagos a través de los conceptos incluidos en “Bienes”, sino que además comenzaron a fondear sus cuentas en el exterior para futuros pagos de importaciones (este proceder les genera una menor carga administrativa que si informan estar pagando importaciones). Sumado a lo anterior, esta es la explicación principal de la reducción de los flujos de pagos por importaciones (línea en rojo claro del segundo gráfico).

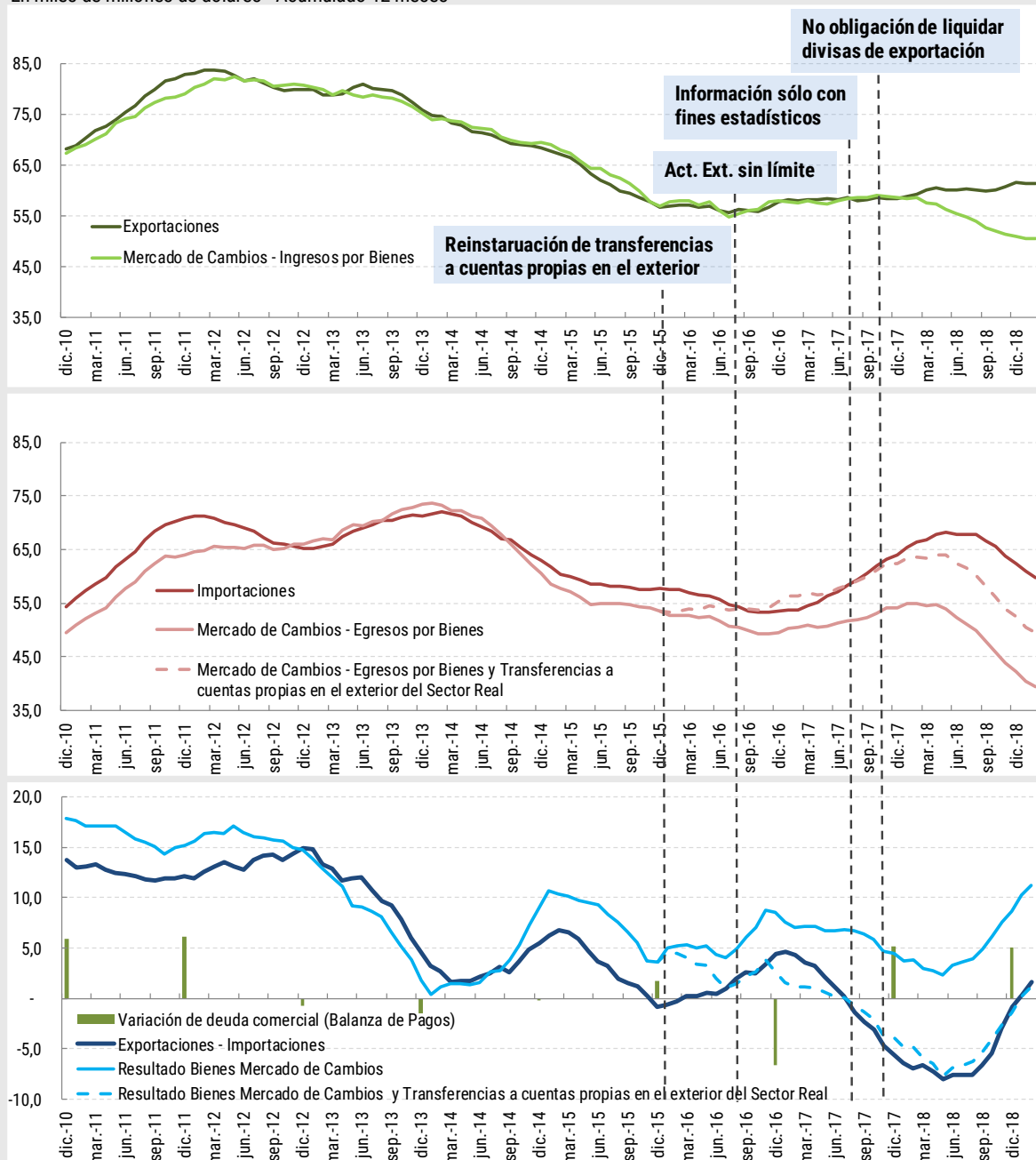
Debido a esta nueva modalidad administrativa, a la hora de analizar los flujos de pagos de importaciones de las empresas del sector real, resulta necesario tener en cuenta también sus transferencias a cuentas propias en el exterior sin destino específico. Pero aun incorporando estas transferencias (línea punteada del segundo gráfico), estos flujos se han despegado de las importaciones que surgen de las estadísticas aduaneras.

El resultado neto de estas operaciones del mercado de cambios (ingresos por bienes menos egresos por bienes y por transferencias a fondos del exterior sin destino específico) está en línea con el resultado del balance comercial. Es decir, no se observa un impacto de la flexibilización normativa en el resultado neto de operaciones por bienes en el mercado de cambios.

Balanza de Pagos y Mercado de Cambios

Flujos por Bienes

En miles de millones de dólares - Acumulado 12 meses



Fuente: BCRA e INDEC

4. Precios

En los primeros tres meses del año la inflación se aceleró, comportamiento explicado principalmente por la dinámica de los precios regulados, shocks de oferta que afectaron puntualmente a algunos alimentos y el impacto rezagado de la depreciación cambiaria. Tal como se había anticipado en el anterior IPOM, los aumentos de las tarifas estuvieron fuertemente concentrados en la primera parte del año. El aumento de los precios minoristas reflejó en mayor medida la evolución de la inflación núcleo, dada su elevada participación en la canasta. El desempeño de esta última respondió básicamente a la evolución de los alimentos y bebidas no alcohólicas, y más puntualmente las carnes. Hacia fines del trimestre la depreciación de la moneda doméstica agregó presiones adicionales sobre los precios. La aceleración de la inflación del primer trimestre no fue anticipada por los analistas del REM y llevó a un incremento de las expectativas para este año.

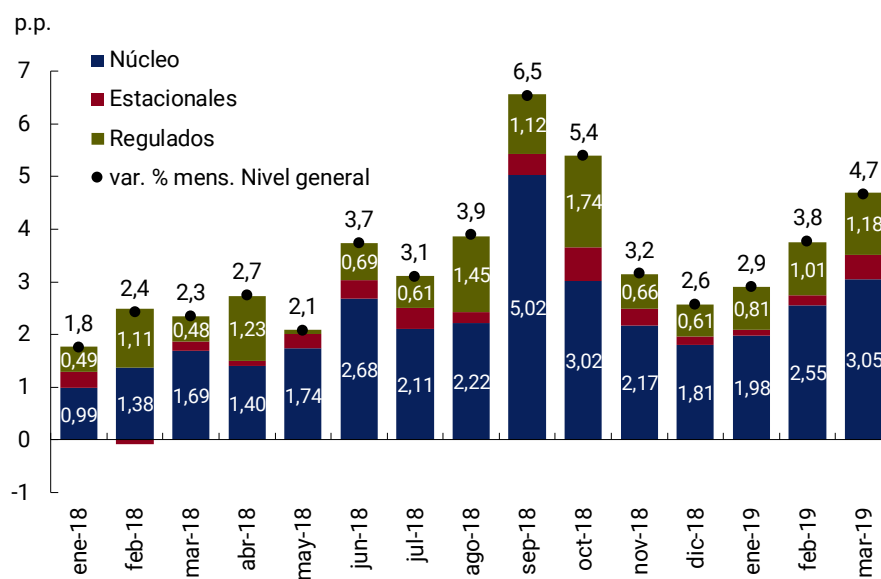
Frente a las mayores presiones inflacionarias y al deterioro de las expectativas, el BCRA anunció una serie de medidas orientadas al endurecimiento de su política. Estas medidas intensificaron el carácter más restrictivo que viene adoptando la política monetaria desde octubre pasado y tienen por objetivo lograr la reducción de la tasa de inflación a lo largo de 2019. Este proceso podría no ser lineal, dados los rezagos con los que opera la política monetaria, la inercia inflacionaria, la corrección de precios relativos de regulados y los efectos del incremento del tipo de cambio del año pasado y de marzo.

4.1 En el primer trimestre del año los registros de inflación se aceleraron

En los primeros tres meses del año los registros mensuales de inflación ganaron dinamismo, interrumpiendo la tendencia descendente registrada luego del pico de septiembre pasado. La tasa promedio mensual del primer trimestre fue de 3,8%, 0,9 puntos porcentuales –p.p.– por encima de la tasa media de los últimos dos meses de 2018. Sin embargo, en la comparación trimestral la inflación media se mantuvo relativamente estable, ya que el último trimestre de 2018 incluye el registro de octubre que tuvo efectos directos de la depreciación cambiaria de fines de agosto e inicios de septiembre de 2018.

A nivel de categorías, la mayor aceleración se observó en los regulados. Esta componente creció a una tasa promedio mensual 4,2% (1,5 p.p. por sobre la tasa media del último bimestre de 2018). La componente núcleo se aceleró a 3,8% (0,8 p.p. encima del dato del último bimestre 2018), principalmente por las subas de los precios de los alimentos (ver Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 | IPC. Contribuciones por categorías

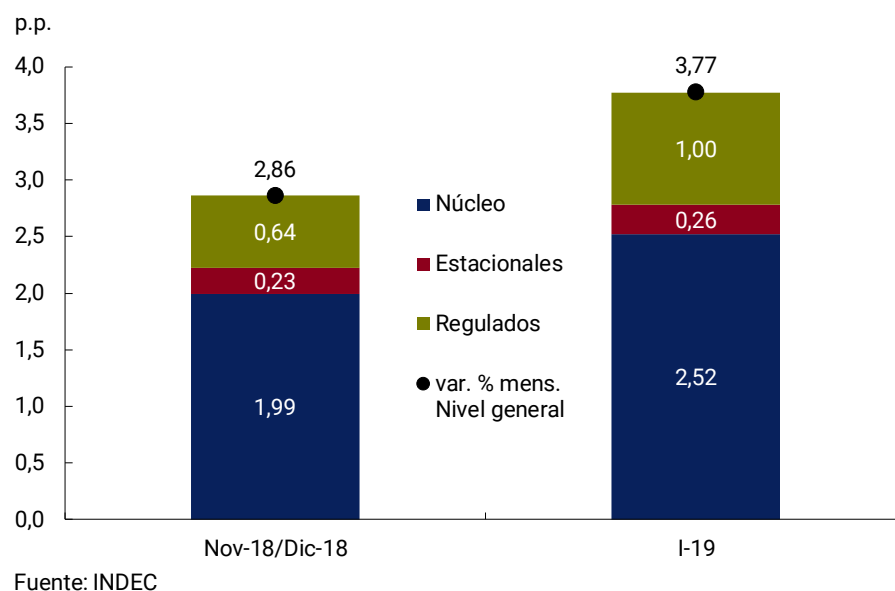


Fuente: INDEC

Tal como habíamos anticipado en el anterior IPOM, los aumentos de los regulados estuvieron fuertemente concentrados en la primera parte del año. Los mayores aumentos de tarifas de servicios públicos se concentraron entre enero y abril. Puntualmente, en los primeros tres meses se registraron subas en electricidad, transporte público de pasajeros (tren, colectivo y subte en el GBA y colectivos en el interior), agua por red, medicina prepaga, servicios educativos, cigarrillos, naftas, peajes y telefonía. El subíndice Regulados continuó recomponiéndose en términos reales al promediar entre enero y marzo un alza de 4,2%, 0,4 p.p. por sobre la componente núcleo. Esta componente explicó la mitad de la aceleración de los precios minoristas entre el último bimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. Para los próximos meses quedan correcciones pendientes de tarifas de servicios públicos (ya fueron anunciadas), aunque de una magnitud considerablemente menor.

La suba de la inflación en el período también reflejó la dinámica de la componente núcleo (ver Gráfico 4.2). Si bien el ajuste de precios relativos de los regulados influye de manera directa e indirecta sobre la inflación núcleo, sólo explicó parcialmente la aceleración de la misma. El mayor dinamismo del componente núcleo estuvo vinculado en parte a correcciones de precios relacionadas con el salto cambiario de fines de agosto y septiembre 2018. Puntualmente, los bienes, que son intrínsecamente más transables son los que más aportaron al alza de los precios. En particular, se destacó la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas con subas por encima de la media de la inflación núcleo.

Gráfico 4.2 | IPC. Contribuciones por Categorías a la suba de la inflación en el primer trimestre



En el primer trimestre del año los Alimentos registraron un alza de 16% a nivel nacional, equivalente a una tasa media de 5% mensual. A nivel de clase se destacó el comportamiento de las carnes, que según los datos del GBA acumuló un alza cercana al 25% el período. La suba de los precios minoristas de la carne fue consecuencia del traslado de un marcado incremento en las cotizaciones del kilo vivo en el mercado de hacienda de Liniers.

En el plano local la suba del precio de la hacienda respondió a un cambio de factores que llevó a los productores pecuarios a reducir la oferta en los primeros meses del año. Entre mediados de 2016 y fines de 2018 se observó un continuo incremento de la producción de carne vacuna y de la participación de los vientres dentro de la faena que se reflejó en un deterioro del precio relativo de la carne respecto al nivel general de precios. En 2018 este proceso se profundizó por la sequía al dificultar el engorde. Asimismo, durante 2018 la sequía también redujo la rentabilidad de los *feedlots* por el aumento de los costos³⁵ e indujo un desarme de los mismos. A inicios de 2019, el proceso se revirtió, tras la fuerte pérdida de la rentabilidad del negocio pecuario y en un contexto de mejores condiciones climáticas, la oferta de hacienda se restringió significativamente, impulsando los precios mayoristas y minoristas de la carne vacuna a lo largo del primer trimestre.

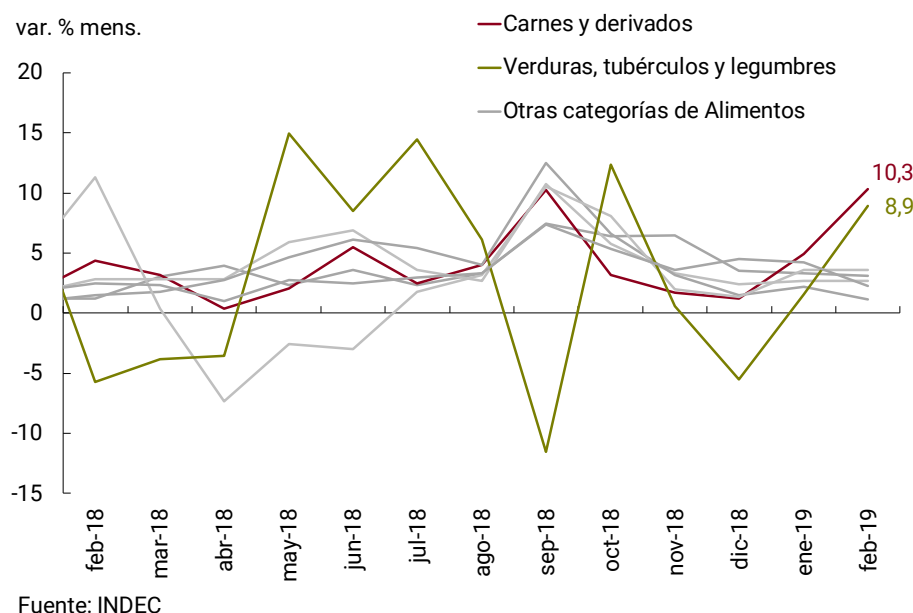
En el plano internacional, Argentina incrementó su participación en el comercio internacional de carnes. Durante 2018 se verificó un fuerte aumento en los niveles de exportaciones de carnes (+56%), con una mayor concentración de las mismas en el segundo semestre. La mayor integración a los mercados internacionales hace que el precio doméstico sea más sensible a los precios externos. Entre oct-18 y mar-19 el precio internacional de la carne aumentó 16% en dólares tras varios meses consecutivos de caída. Internamente este efecto se vio amplificado por la depreciación de la moneda doméstica. Todos estos factores operaron en igual sentido y

³⁵ El aumento de costos se puede apreciar por el deterioro del *ratio* novillo/maíz que alcanzó valores que no se observaban desde diciembre de 2009, luego de los cual se observaron varios meses de subas marcadas de los precios de las carnes.

presionaron al alza el precio de la carne vacuna, que había aumentado por debajo del Nivel General desde mediados de 2016.

Además de las carnes, las verduras también explicaron en parte el mayor dinamismo de los Alimentos y bebidas. En el primer trimestre estas mostraron un alza de 20%, reflejando el comportamiento habitual de las mismas para esta época del año³⁶. El resto de las clases que componen la división, si bien no explican la aceleración, mantuvieron tasas de aumento elevadas y superiores a la media de la inflación. La persistencia de variaciones en torno al 3% para el resto de los alimentos explicó en buena medida los altos registros de la inflación núcleo (ver Gráfico 4.3).

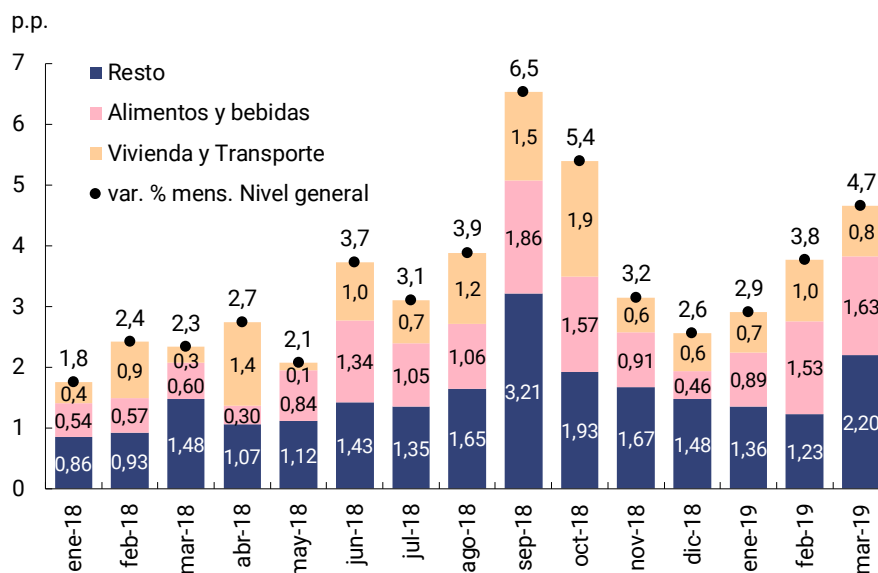
Gráfico 4.3 | IPC GBA. Clases de Alimentos y bebidas seleccionadas



Al excluir del IPC la división de Alimentos y bebidas y aquellas con elevada participación de regulados (Vivienda y Transporte), se observó un proceso gradual de moderación de la inflación entre octubre y febrero. En efecto, este conjunto de precios, aproximadamente el 55% de la canasta, pasó de crecer de una tasa media de 3,2% en el último bimestre de 2018 a una tasa de 2,6% en los primeros dos meses del año. Este comportamiento se dio en un contexto en el que el tipo de cambio nominal se mantuvo relativamente estable, con una variación promedio entre octubre y febrero de 0,9% mensual. En mar-19 el tipo de cambio nominal volvió a ganar dinamismo al crecer a una tasa de 7,4% (dejando un arrastre de 5,3% para el mes de abril). La depreciación de la moneda doméstica, sumada a subas estacionales, generó presiones adicionales que hicieron que este subconjunto de precios se acelerara en marzo (ver Gráfico 4.4).

³⁶ En los primeros meses del año las verduras presentan estacionalidad positiva, por el ingreso de la nueva cosecha.

Gráfico 4.4 | IPC. Contribuciones por Divisiones seleccionadas



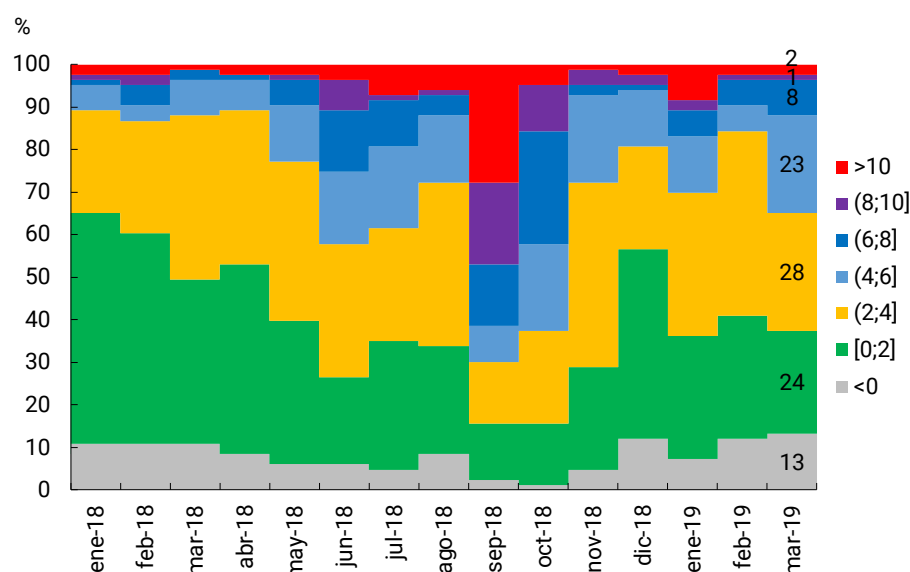
Fuente: INDEC

El IPC de la Ciudad de Buenos Aires mostró un comportamiento relativamente similar al de INDEC en el acumulado entre fines del año pasado e inicios del presente³⁷, aunque con algunas diferencias en las variaciones mensuales. Estas diferencias respondieron en términos generales a cuestiones vinculadas a la composición de la canasta, asignando la de la Ciudad una mayor ponderación a los Servicios. Las similitudes en el comportamiento acumulado permiten utilizar los datos de la Ciudad de Buenos Aires para analizar la difusión y la magnitud de los aumentos de precios. Utilizando la clasificación por finalidad de gasto, al máximo nivel de desagregación disponible³⁸, se observó que la aceleración de marzo estuvo ligada a una disminución de la proporción de clases con aumentos entre 2% y 4% y un aumento en las clases con subas superiores. Otro indicador que da cuenta del deterioro de la distribución es el aumento del número de clases con alzas superiores a las del nivel general, que se elevó hasta 35% en marzo luego de varios meses de caída (ver Gráfico 4.5).

³⁷ El IPC Nacional acumuló un alza de 14% entre octubre y marzo, mientras que el de la Ciudad acumuló un alza de 17,5%.

³⁸ Sólo se dispone de esta información para el IPCBA y el nivel de desagregación utilizado es el de clase (nivel 3). La clasificación de gastos adoptada por la Ciudad de Buenos Aires es la Clasificación de Consumo Individual según Finalidad (CCIF) y según este criterio los bienes y servicios que conforman el IPC se agruparon en 12 Divisiones, 37 Grupos, 83 Clases, 145 subclases, 285 conjuntos de productos y 628 productos.

Gráfico 4.5 | IPCBA. Distribución de variaciones mensuales de precios a nivel Clase

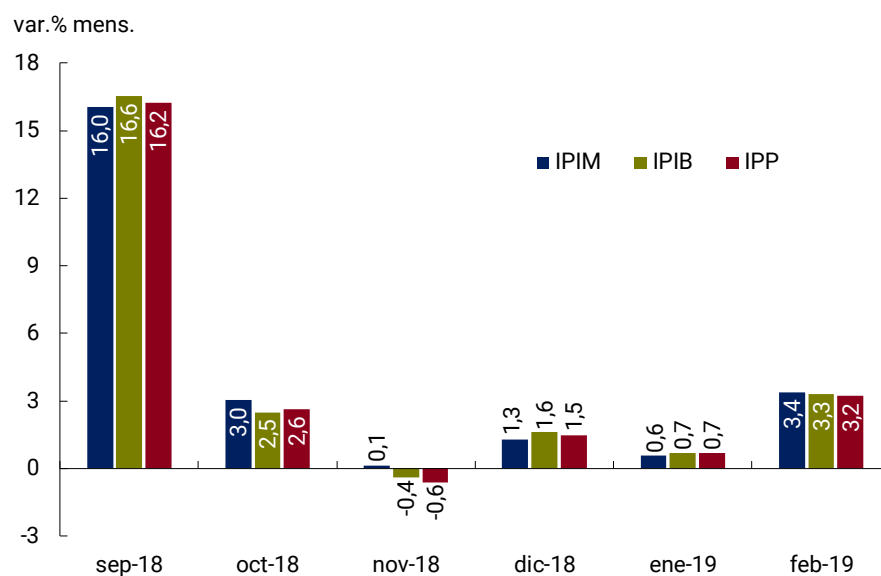


Fuente: Dirección de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires

El mayor ritmo de crecimiento de los precios impulsó la inflación a tasas interanuales superiores al 50%. El IPC Nacional registró una suba de 54,7% i.a. en marzo. La trayectoria interanual de la componente núcleo se aceleró hasta marcar un aumento de 55,5% i.a. en marzo, en tanto los bienes y servicios regulados crecieron por encima del resto de los precios (58,9% i.a.), continuando el proceso de ajuste de precios relativos.

Los precios mayoristas también incrementaron su ritmo de suba en los primeros meses de 2019. En efecto, la variación mensual promedio del primer bimestre fue de 2,0%, 0,5 p.p. por sobre el último trimestre de 2018 y 1,3 p.p. superior al dato del último bimestre. Este mayor dinamismo de los precios mayoristas se da tras varios meses consecutivos de moderación, que estuvo influenciado por la evolución del tipo de cambio nominal. Cabe señalar que estos índices de precios son más sensibles a los movimientos del tipo de cambio por ser intrínsecamente “más transables” (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6 | Precios mayoristas

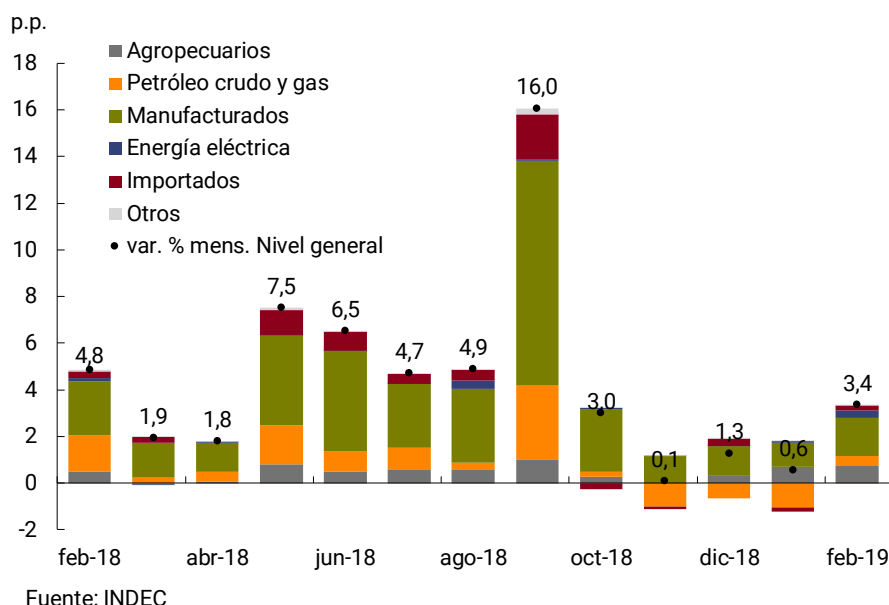


Fuente: INDEC

Al igual que los precios al consumidor, la aceleración de los precios mayoristas en el primer bimestre del año estuvo vinculada a *shocks* puntuales que afectaron a los alimentos y los precios regulados (energía eléctrica). A nivel mayorista, los precios de los alimentos aparecen como insumos primarios o como alimentos elaborados. Los aumentos del ganado en pie y leche (21,3% acumulado en el primer bimestre de 2019) y de las verduras (26,7%) impulsaron los precios de los productos agropecuarios. Al interior de los Alimentos y bebidas procesados, los productos cárnicos y los lácteos, seguidos de los panificados fueron los que más incidieron en la suba del bimestre y en la aceleración respecto de fines del año previo. En lo que refiere a los regulados, el mayor impulso provino del precio mayorista de la electricidad, que fue revisado al alza por el aumento autorizado para la tarifa de este servicio público. Un factor adicional de presión fue el alza de los precios del petróleo crudo y gas sobre los que incidió la recuperación en dólares de las cotizaciones internacionales³⁹ y la depreciación de la moneda (ver Gráfico 4.7).

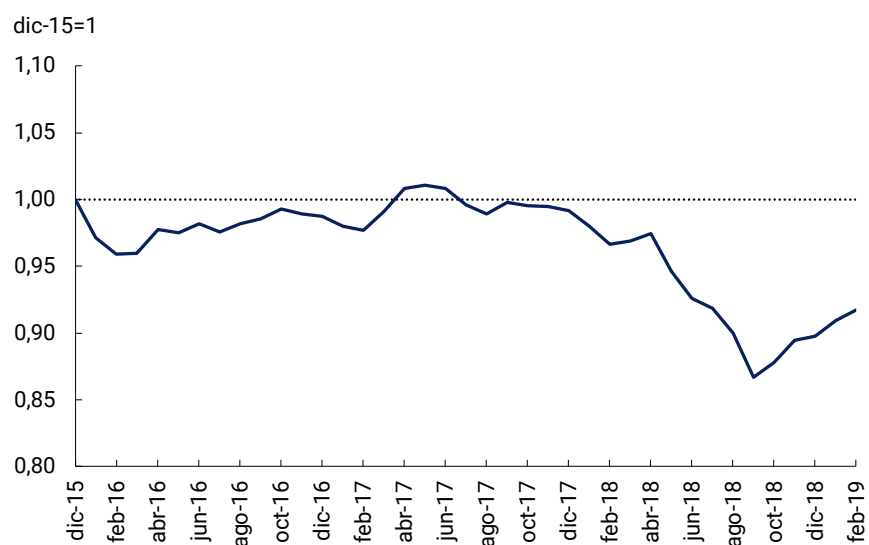
³⁹ El precio del petróleo crudo Brent acumuló en dólares un alza de 14,3% en el primer bimestre de 2019

Gráfico 4.7 | IPIM. Contribuciones por aperturas seleccionadas



De todos modos, los precios mayoristas continuaron mostrando tasas de aumento inferiores a las de los minoristas. Esto daría cuenta de cierta recuperación de los márgenes de comercialización minorista⁴⁰, comprimidos después de la depreciación cambiaria de agosto y septiembre 2018. Se observa que a partir del último trimestre del año pasado comenzó una recuperación de los márgenes de comercialización que continuó en los primeros meses de 2019 en línea con la mejora observada en los indicadores de consumo (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 | Ratio IPC Bienes e IPIM manufacturados

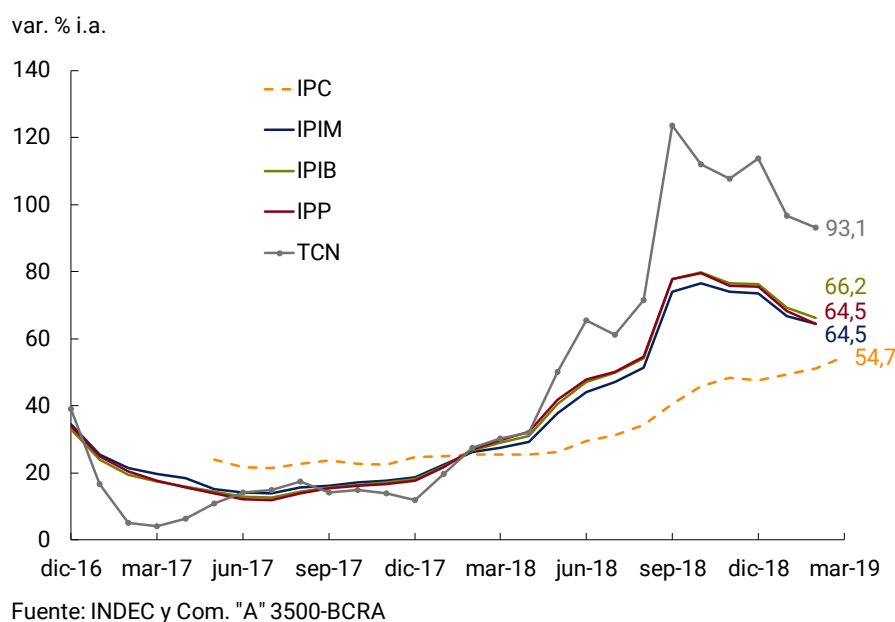


Nota: Bienes excluyendo frutas y verduras del GBA desde may-16 empalmado con IPCBA
Fuente: INDEC y Dirección de Estadística de Ciudad de Buenos Aires

⁴⁰ La evolución de los márgenes minoristas puede ser aproximada a partir de la evolución del cociente entre los precios minoristas y los mayoristas

En términos interanuales, los precios mayoristas continuaron recortando sus tasas de aumento. El IPIM desaceleró su tasa de variación 12 p.p., desde el máximo alcanzado en septiembre pasado, hasta 64,5% i.a. en febrero. En un contexto de depreciación real del tipo de cambio, los índices de precios mayoristas continúan registrando alzas interanuales superiores a la de los precios minoristas, dado que los primeros tienen una mayor componente relativa de “transables” (51,3% i.a. a febrero de 2019; ver Gráfico 4.9).

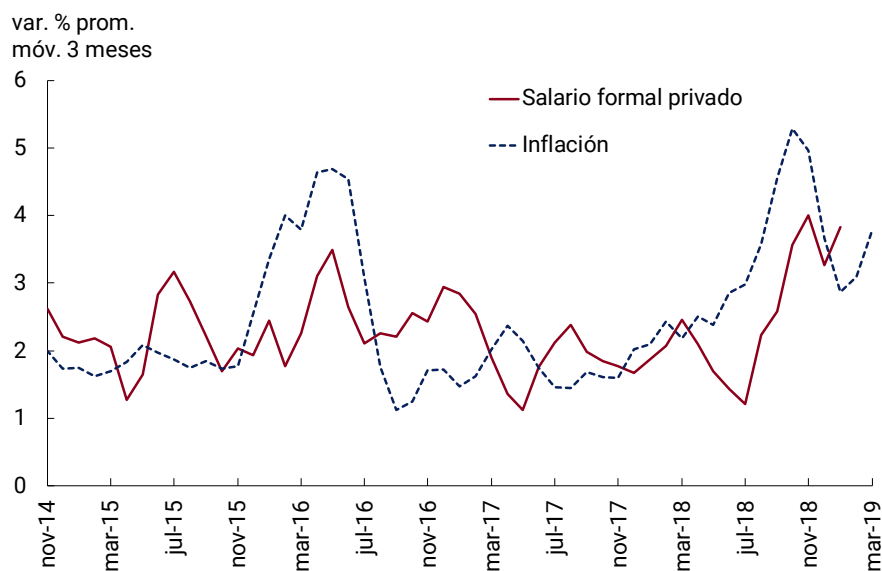
Gráfico 4.9 | Precios mayoristas. Trayectorias interanuales.



4.2 En el primer trimestre hubo recomposiciones del salario nominal

Según datos del Ministerio de Producción y Trabajo, los salarios nominales del sector privado formal continuaron la tendencia ascendente verificada desde mediados del año pasado. La aceleración de los salarios en la última parte de 2018 estuvo vinculada con la reapertura de paritarias. Si bien hubo cierta mejora nominal de los salarios en la última parte de 2018, esta no fue suficiente para compensar la suba del nivel general de inflación. La pérdida de salario real llevó a que diversos sindicatos optaran por negociar el pago de sumas compensatorias a inicios de 2019, para establecer una base salarial más elevada para la negociación paritaria del año en curso. La capacidad individual (por sindicato) de negociar estas compensaciones estuvo limitada por la situación económica del sector y las perspectivas para el presente año. Estas mejoras permitieron sólo estabilizar el salario real en el primer trimestre del año, dada la aceleración de la inflación en el período (Ver Gráfico 4.10)

Gráfico 4.10 | Evolución del salario nominal



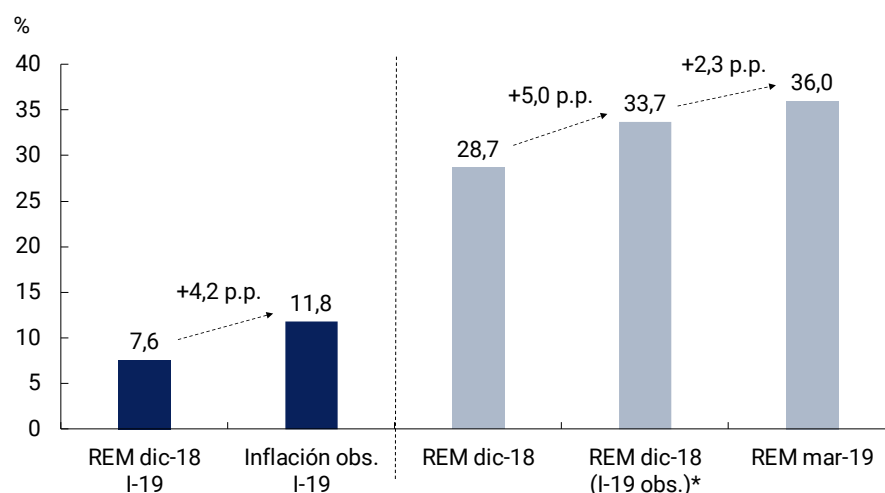
Fuente: Ministerio de Trabajo (OEDE) e INDEC

En el segundo trimestre del año, dado su cronograma habitual, se espera que se cierre la mayor parte de las paritarias para 2019. En principio, se prevé una estructuración de los aumentos similar a la observada en 2018. En dicho año los sindicatos acordaron que la mayor parte de la recomposición salarial se integre en los primeros meses del año, dejando sólo mejoras marginales para la segunda mitad. Sin embargo, la pauta salarial en muchos casos se hizo condicional a la evolución de la inflación a través de cláusulas gatillo, por lo que diversos sectores terminaron integrando aumentos adicionales en los últimos trimestres para compensar una evolución de la inflación mayor a la esperada. Por tal motivo, la distribución final de los aumentos en 2019 dependerá de la pauta inicial que se acuerde y el diferencial entre la inflación observada y la esperada *ex-ante* por los sindicatos.

4.3 Perspectivas: Las expectativas de inflación para 2019 se elevaron por la incorporación de la inflación mayor a la observada de los primeros meses del año

En los primeros meses de 2019 la inflación mostró una aceleración no anticipada por el mercado. El REM preveía a dic-18 una inflación acumulada para el primer trimestre del año de 7,6%, mientras que finalmente la registrada fue de 11,8%. Ello incrementó las expectativas de inflación para el presente año. La mediana del REM de marzo estimó que la inflación de 2019 será de 36% (+7,3 p.p. por sobre la estimación a fines del año previo). Esta revisión al alza respondió mayormente a la incorporación de los datos observados de los primeros meses del año (+5 p.p.) y en menor medida a una revisión al alza de la tasa media de aumento para el resto del año (+2,3 p.p., el equivalente a una variación mensual promedio 0,3 p.p. más alta). La inflación núcleo verificó un comportamiento similar al de la inflación nivel general, por lo que fue la principal fuente de discrepancia entre la mediana de los pronósticos y la inflación observada. Esto llevó a que las expectativas para el año también sean revisadas al alza, principalmente por la incorporación de la inflación realizada (ver Gráfico 4.11).

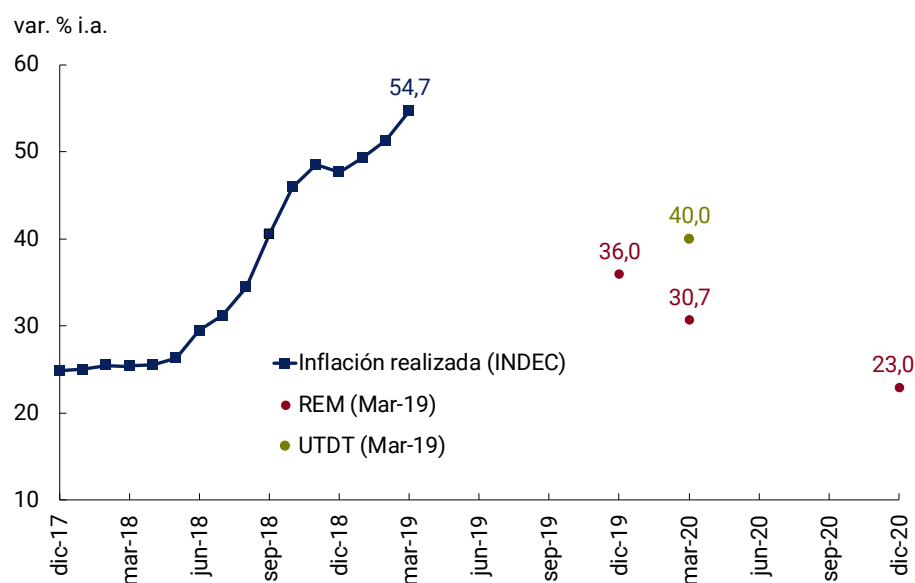
Gráfico 4.11 | Expectativas de inflación REM



*A la estimación de inflación anual 2019 del REM dic-18 se le reemplazó la estimación del primer trimestre por el dato observado, sin modificar las proyecciones para el resto del año. Esto hace que la estimación de 28,7% se eleve a 33,7% para dicho período.
Fuente: INDEC y REM-BCRA

Los analistas de mercado esperan una moderación significativa de la inflación desde mayo, para finalizar el año con tasas cercanas al 2% promedio mensual. Según el REM, la inflación núcleo también seguiría esta misma dinámica. Así, el máximo valor de la tasa de crecimiento interanual se alcanzaría en mayo (aproximadamente 56% i.a.), para luego comenzar a descender paulatinamente. El año finalizaría con una inflación general 11,6 p.p. inferior a la de 2018 (ver Gráfico 4.12).

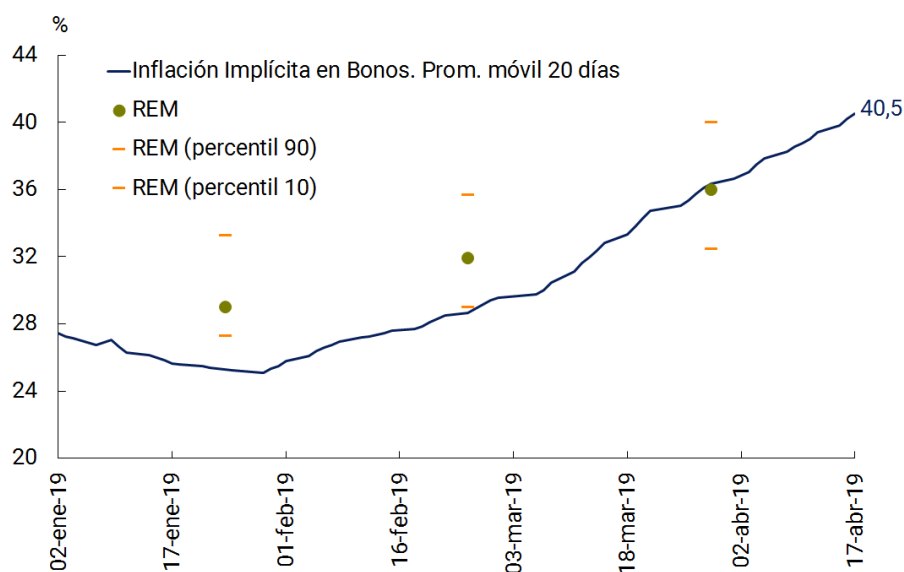
Gráfico 4.12 | Expectativas de inflación



Fuente: INDEC, REM-BCRA y UTDT

En el mismo sentido, otros indicadores de expectativas de inflación también exhibieron un incremento. El índice de Expectativas de inflación de UTDT, que refleja la percepción de los hogares sobre la inflación esperada, subió hasta 40% (+10 p.p.) para los próximos 12 meses. Las expectativas de inflación implícitas en el diferencial de rendimiento entre bonos nominales⁴¹ y aquellos indexados por CER también, que reflejan las perspectivas de los inversores, se incrementaron hasta 40,5% i.a. para 2019 (ver Gráfico 4.13).

Gráfico 4.13 | Expectativas de inflación implícita en la curva de rendimiento de bonos

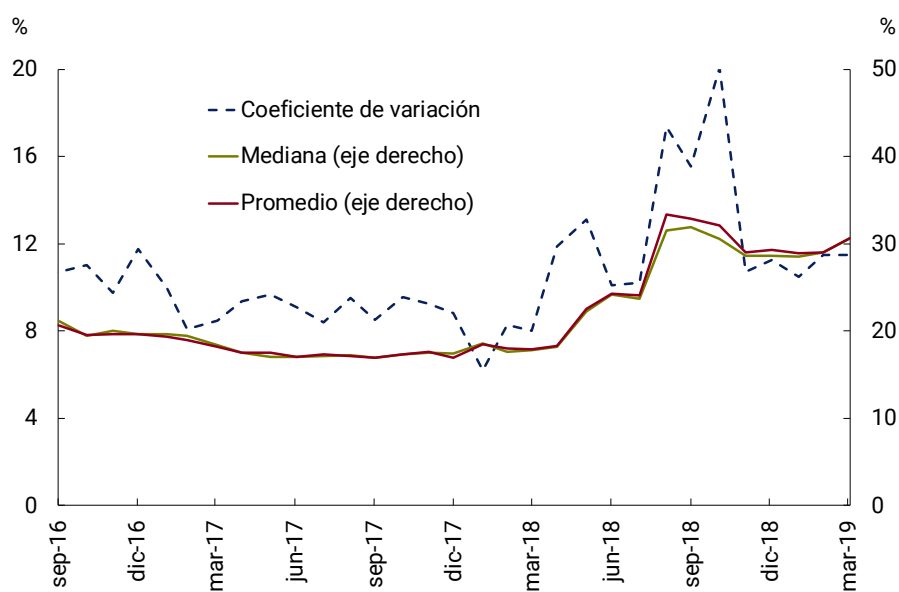


Fuente: BCRA y Bloomberg

La incertidumbre en torno a los pronósticos de inflación del REM se mantuvo relativamente estable entorno a sus valores de los últimos meses. Sin embargo, este nivel de incertidumbre es superior al registrado durante períodos de menor inflación. Puntualmente, el coeficiente de variación de las respuestas para la inflación nivel general de los próximos 12 meses se estabilizó en torno al 12%, casi 8 p.p. por debajo del máximo de octubre y aproximadamente 4 p.p. por sobre la media de 2017 (ver Gráfico 4.14).

⁴¹ La curva de rendimientos nominales se estima en base a Bontes y LECAPS

Gráfico 4.14 | Coeficiente de variación. IPC Nivel general Próximos 12 meses



Fuente: REM-BCRA

Frente a las mayores presiones inflacionarias observadas, el BCRA anunció una serie de medidas que intensifican el carácter contractivo de la política monetaria orientadas a evitar que esa dinámica se haga persistente y encausar las expectativas (ver Capítulo 5. Política Monetaria).

5. Política monetaria

El esquema monetario implementado a partir de octubre de 2018 redujo la fuerte volatilidad nominal registrada durante el año pasado. Luego del pico de 6,5% mensual en septiembre, la inflación comenzó a mostrar una tendencia descendente. Sin embargo, las tasas de inflación de febrero y marzo se ubicaron por encima de los niveles deseados por la autoridad monetaria, a lo que se sumó una mayor volatilidad cambiaria a partir de mediados de febrero. Esto llevó al Comité de Política Monetaria (COPOM) a tomar una serie de medidas que reforzaron el actual esquema monetario para evitar que la dinámica inflacionaria de estos primeros meses del año se vuelva persistente. Básicamente, se extendió el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta fin de año y se redujo a cero el ritmo mensual de ajuste de los límites de la zona de no intervención cambiaria hasta fin de año.

En este contexto, el Banco Central sobrecumplió sus metas monetarias en todos los meses del primer trimestre, lo que implicó un mayor sesgo contractivo de la política monetaria. En consecuencia, luego de caer durante enero y la primera parte de febrero, la tasa de interés de referencia volvió a incrementarse hasta llegar a 68,2% anual a fines de marzo, lo que acotó la volatilidad cambiaria registrada a partir de mediados de febrero. Para dar mayor previsibilidad a esta dinámica, el Banco Central anunció que absorberá la liquidez necesaria para sostener una tasa mínima de 62,5% anual durante abril.

El sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019, por lo que se espera que la tasa de interés de referencia baje gradualmente y sólo en la medida en que disminuya la inflación. Si bien este escenario de normalización de la economía podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual de los procesos electorales, el Banco Central se encuentra en una mejor situación para enfrentarlos: balance más sólido de la autoridad monetaria, tipo de cambio real competitivo y reducción del déficit fiscal sin financiamiento monetario y con precios de los servicios regulados mayormente corregidos.

5.1 La política monetaria en el primer trimestre del año

5.1.1 El Banco Central reforzó el esquema monetario ante el aumento de la inflación en febrero y marzo

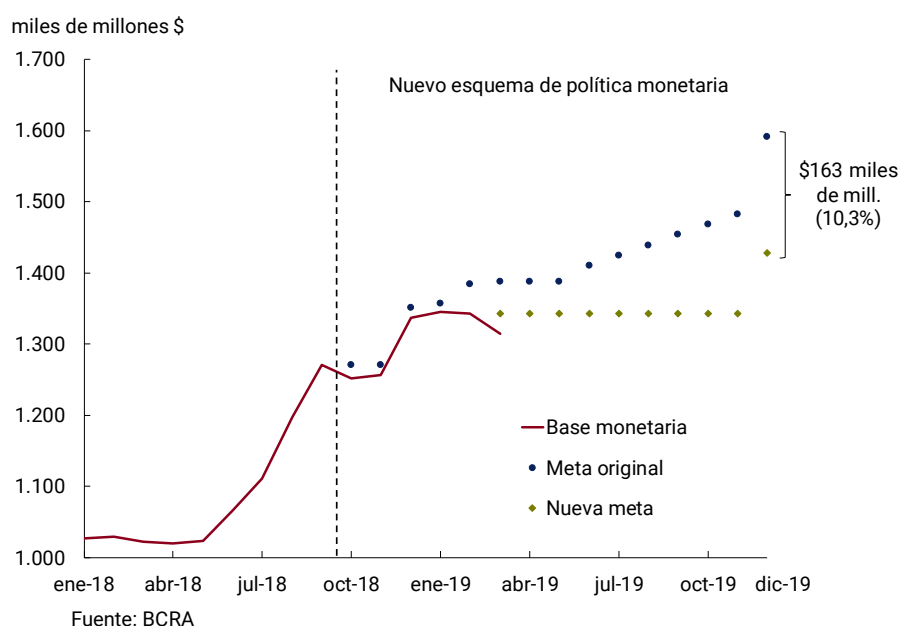
El esquema monetario iniciado en octubre de 2018 redujo la fuerte volatilidad nominal registrada durante el año pasado, luego de que el peso perdiera la mitad de su valor frente al dólar y que la inflación alcanzara un pico mensual de 6,5% en septiembre. La inflación mensual comenzó a bajar a partir de entonces. Sin embargo, los procesos de desinflación no son lineales, especialmente cuando coexisten con reacomodamientos de precios relativos y efectos rezagados de las subas del tipo de cambio y las tarifas de los servicios públicos. Así, las tasas de inflación de febrero y marzo se ubicaron por encima de los niveles deseados por la autoridad monetaria (ver la Sección 4). A ello se sumó una mayor volatilidad cambiaria a partir de mediados de febrero.

Esto llevó al Comité de Política Monetaria (COPOM) a tomar una serie de medidas destinadas a reforzar el actual esquema monetario para evitar que la dinámica inflacionaria de estos primeros meses del año se vuelva

persistente. Se decidió extender el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta fin de año, eliminar el ajuste por estacionalidad previsto para junio (manteniendo el ajuste de diciembre de 6,3%) y hacer permanente el sobrecumplimiento de la base monetaria alcanzado en febrero. Con estas medidas, la meta de base monetaria a fin de 2019 pasará a ser 10,3% inferior a lo establecido originalmente (ver Gráfico 5.1).⁴²

En lo que respecta al esquema cambiario, se estableció un ritmo de crecimiento de los límites de la zona de no intervención de 0% para el resto del año, los cuales quedarán fijados en \$39,75 y \$51,45 (ver Gráfico 5.5).⁴³ Asimismo, se decidió que no se realizarán compras de divisas en el caso en que el tipo de cambio se ubique por debajo del límite inferior de la zona de no intervención hasta el 30 de junio, lo que garantiza que la meta de base monetaria no aumentará por este motivo. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por encima de la zona de no intervención, el Banco Central mantendrá su regla de intervención de vender hasta US\$150 millones diarios, el máximo contemplado en el esquema monetario, y la meta de base monetaria se reducirá con dichas ventas.

Gráfico 5.1. Metas de base monetaria para 2019



A su vez, con el objetivo de fortalecer la institucionalidad de la política monetaria, el Poder Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central. Sus ejes centrales consisten en establecer la estabilidad de precios como el objetivo prioritario de la autoridad monetaria y la prohibición de la financiación monetaria al Tesoro. Si bien ambas cuestiones se están aplicando en la práctica, resulta relevante desde el punto de vista institucional que queden plasmadas en la ley que rige el accionar de la autoridad monetaria.

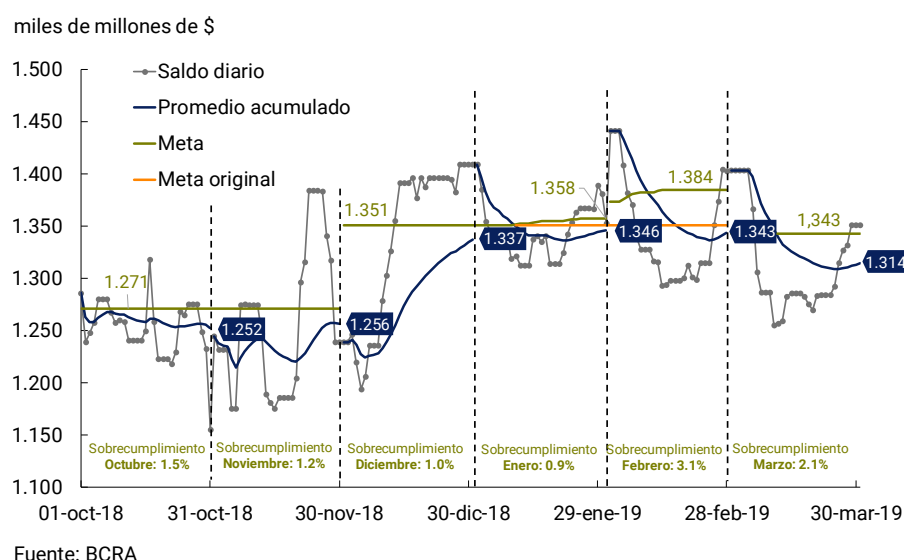
⁴² Para mayores detalles ver las Decisiones del Comité de Política Monetaria del 14 de marzo de 2019.

⁴³ El ajuste de los límites de la zona de no intervención cambiaria había sido de 2% mensual durante el primer trimestre y de 1,75% en los primeros 16 días de abril. Para mayores detalles ver las Decisiones del Comité de Política Monetaria del 16 de abril de 2019.

5.1.2 El Banco Central sobrecumplió las metas del primer trimestre, profundizando el sesgo contractivo de la política monetaria

En el primer trimestre del año el Banco Central sobrecumplió sus metas de base monetaria (BM) en \$12 mil millones en enero (0,9%), en \$41 mil millones en febrero (3,1%) y en \$29 mil millones en marzo (2,1%) (ver Gráfico 5.2).⁴⁴ De esta forma, la BM alcanzó un promedio de \$1.314 mil millones en marzo, sólo 3,4% por encima del nivel de septiembre del año pasado, por lo que absorbió en parte el incremento estacional de diciembre y las compras de divisas de enero y febrero. Para alcanzar estas metas, la autoridad monetaria realizó subastas diarias de LELIQ a 7 días, que constituyen el principal instrumento de regulación monetaria y sólo pueden ser adquiridas por las entidades financieras locales.

Gráfico 5.2. Seguimiento de las metas de base monetaria



Dada la dinámica de la inflación en los tres primeros meses del año, el cumplimiento de la meta monetaria implicó una reducción significativa de la cantidad de dinero en términos reales, lo que refleja el sesgo contractivo de la política monetaria. La BM cayó 8,1% en términos reales sin estacionalidad entre diciembre del año pasado y marzo de este año y acumuló una caída real de 18,1% sin estacionalidad desde el inicio del esquema monetario.

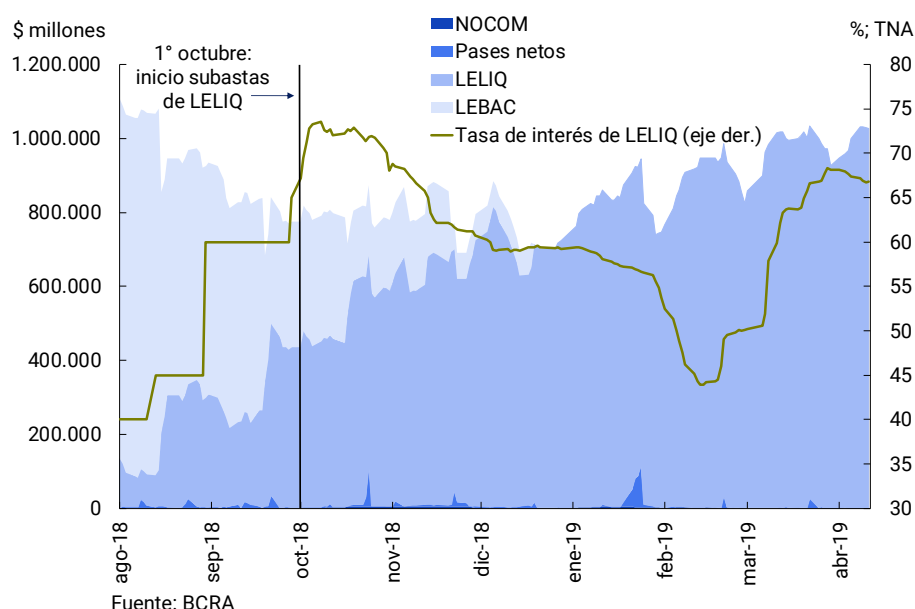
Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia se determina por la oferta y la demanda de liquidez en las subastas diarias de LELIQ, hasta alcanzar un nivel consistente con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. Si hay aumentos en las expectativas de inflación o una mayor percepción de riesgo, las entidades financieras demandan una mayor tasa de interés para mantener sus posiciones en pesos, lo que se ve reflejado rápidamente en la tasa que surge de las licitaciones de LELIQ. Esta

⁴⁴ La meta de enero fue de \$1.358 mil millones para el promedio mensual de la BM (incluyendo el efecto promedio de \$8 mil millones resultante de las compras de divisas del mes), en febrero fue de \$1.384 mil millones (incorporando el efecto promedio de \$12,6 mil millones resultante de las compras de divisas durante el mes) y en marzo fue de \$1.343 mil millones (incorporando el nuevo objetivo consiste en un crecimiento de 0% de la BM hasta fin de 2019 desde el nivel registrado en febrero, neto de la expansión por compra de divisas y aumento estacional de diciembre).

reacción de la tasa de interés de referencia ayuda a reducir la volatilidad cambiaria y a aumentar el sesgo contractivo frente a sorpresas inflacionarias.

Luego de una gradual reducción de la tasa de interés de LELIQ durante enero, en la primera quincena de febrero se aceleró su caída debido al ingreso de capitales del exterior. Así, mientras que la tasa de referencia cayó 5,6 p.p. en el primer mes del año, bajó 9,8 p.p. en la primera parte de febrero para ubicarse en 43,9% anual el día 14 (ver Gráfico 5.3). Ante esta dinámica, el Banco Central decidió acotar las tenencias de LELIQ de cada entidad financiera al 65% de sus depósitos o a su Responsabilidad Patrimonial Computable.⁴⁵ Esto significó un límite al posicionamiento de las entidades financieras en pasivos del Banco Central para los flujos de capitales externos de corto plazo.

Gráfico 5.3. Tasa de interés y stock de pasivos remunerados en pesos (LEBAC, LELIQ, NOCOM y pases netos)

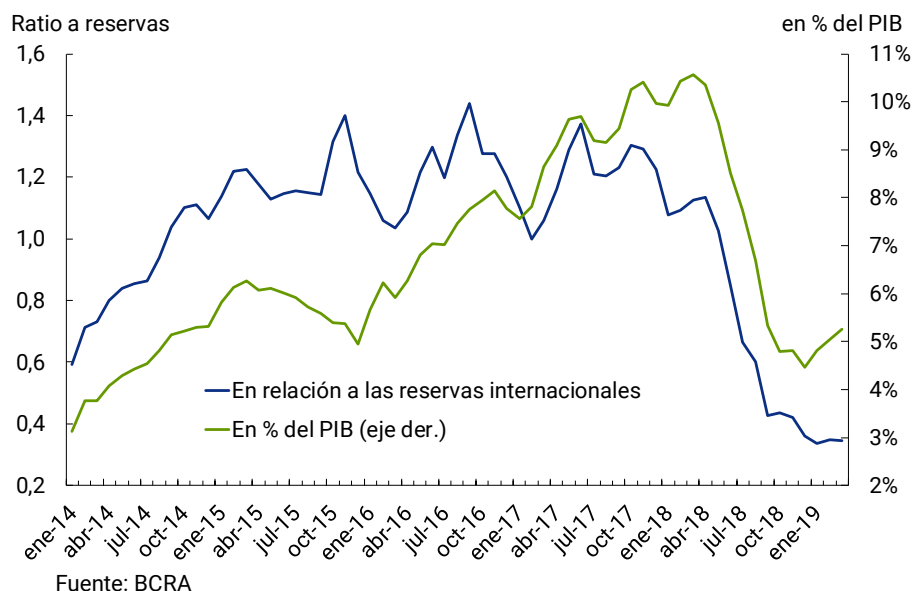


Como consecuencia del mayor sobrecumplimiento de la meta en febrero y las medidas de refuerzo del esquema monetario tomadas en marzo (ver Sección 5.1.1), la tasa de interés de referencia aumentó en forma significativa, subiendo 24 p.p. desde el 14 de febrero hasta alcanzar 68,2% anual a fines de marzo, un nivel similar al de principios de noviembre de 2018 (ver Gráfico 5.3), lo que ayudó a acotar la volatilidad cambiaria registrada a partir de mediados de febrero. Para dar mayor previsibilidad a esta dinámica, el COPOM anunció que el Banco Central absorberá la liquidez necesaria para sostener una tasa mínima de 62,5% anual durante abril, con lo cual la tasa de interés de referencia sólo se moverá endógenamente por encima de dicho nivel. En los primeros días de abril la tasa de LELIQ evidenció una tendencia decreciente, perdiendo 1,3 p.p. hasta el día 11, en un contexto de menor volatilidad en el mercado de cambios.

⁴⁵ Para mayores detalles ver la Comunicación "A" 6647 del 8 de febrero de 2019.

El sobrecumplimiento de las metas monetarias implicó además un incremento de los pasivos remunerados en pesos del Banco Central (LELIQ, NOCOM y pases netos), que pasaron de \$739,6 mil millones a fines de diciembre de 2018 a \$1.026,5 mil millones al 11 de abril de este año (+38,8%), principalmente por el comportamiento de las LELIQ. A pesar de este aumento, el stock de pasivos remunerados se ubicó 30% por debajo del máximo de \$1.459,0 mil millones alcanzado el 20 de marzo del año pasado (cuando incluían las LEBAC). Al mismo tiempo, en términos del PIB estos pasivos representaron 5,3% en marzo, frente a 10,6% en igual mes del año pasado, y como ratio de las reservas internacionales alcanzaron 0,35 en marzo, frente a 1,12 en igual mes de 2018 (ver Gráfico 5.4).

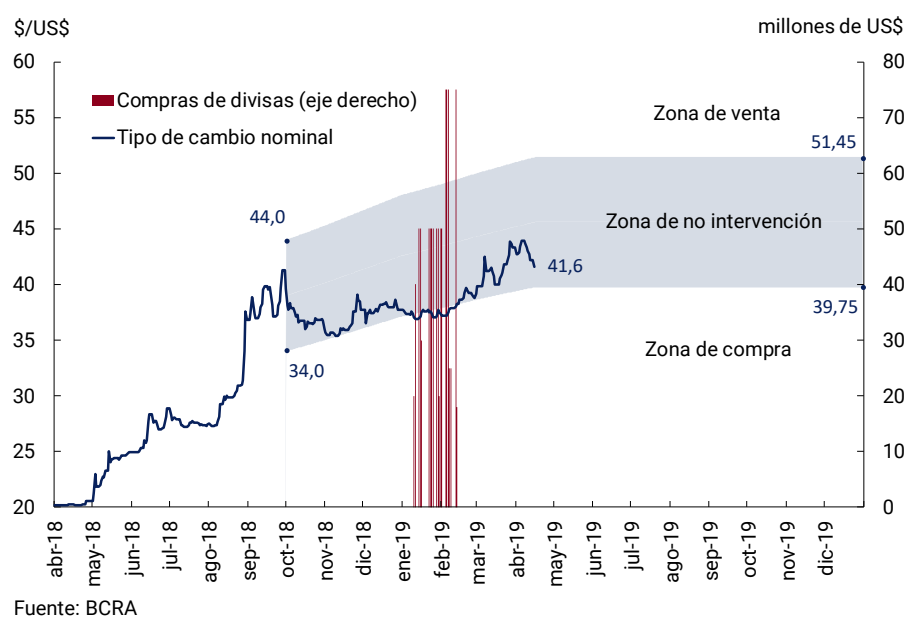
Gráfico 5.4. Pasivos remunerados en pesos del Banco Central (LEBAC, LELIQ, pases netos y Nocom) (en términos del PIB y de las reservas internacionales)



Durante enero y gran parte de febrero el tipo de cambio operó cerca del límite inferior de la zona de no intervención, ubicándose por debajo del mismo en varias oportunidades. Esto llevó al Banco Central a realizar compras de divisas al mercado por US\$978 millones entre el 10 de enero y el 13 de febrero de acuerdo con el mecanismo establecido en el régimen monetario (ver Gráfico 5.5).⁴⁶ A partir de mediados de febrero, el tipo de cambio comenzó a desplazarse hacia el centro de la zona de no intervención. Si bien el valor de la divisa norteamericana se incrementó 12% entre fines de 2018 y los primeros doce días de abril, el tipo de cambio real se ubicó en un nivel similar al registrado a fines de diciembre del año pasado (ver Gráficos 5.5 y 5.16).

46 El esquema monetario lanzado a principios de octubre del año pasado estableció que el Banco Central puede realizar intervenciones en el mercado cambiario cuando la cotización de la divisa norteamericana se ubica por fuera de los límites de la zona de no intervención (puede comprar dólares cuando se ubica por debajo del límite inferior de la zona de no intervención y puede vender dólares cuando se coloca por encima del límite superior de la misma). Estos límites se definieron en \$34 y \$44 al 1° de octubre de 2018 con un ajuste diario a un ritmo de 3% mensual entre octubre y diciembre del año pasado, 2% mensual entre enero y marzo de este año, 1,75% mensual en los primeros 16 días de abril y 0% para el resto del año. Durante enero las licitaciones diarias para comprar divisas fueron de hasta US\$50 millones (con un límite de 2% de la meta del mes para el acumulado de pesos emitidos por estas operaciones) y durante febrero fueron de hasta US\$75 millones (con un límite de 3% de la meta del mes para el acumulado de pesos emitidos). A partir del 16 de abril y hasta el 30 de junio el Banco Central no realizará compras de divisas en caso de que el tipo de cambio se ubique por debajo del límite inferior de la zona de no intervención.

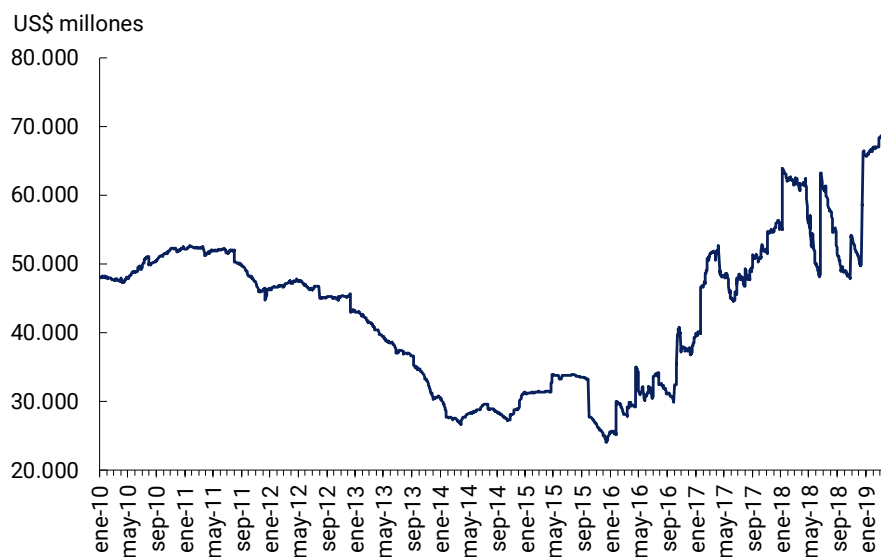
Gráfico 5.5. Tipo de cambio e intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios



Las compras de divisas en el mercado cambiario y el ingreso del cuarto tramo del acuerdo Stand-By firmado con el FMI por US\$10.800 millones, llevaron a las reservas internacionales a US\$77.334 millones al 10 de abril, unos US\$11.500 millones por encima del nivel de fines de diciembre del año pasado (ver Gráfico 5.6). Por otra parte, el 15 de abril el Tesoro comenzó a realizar subastas diarias de hasta US\$60 millones para cubrir necesidades en pesos por un monto total de US\$9.600 millones. Estas licitaciones se realizarán hasta fines de noviembre.⁴⁷ En la medida en que el tipo de cambio se ubique por debajo de la zona de no intervención, las ventas se realizarán directamente al Banco Central en la cantidad consistente con el objetivo monetario, lo que podrá ocurrir a partir de junio de acuerdo a los cambios anunciados recientemente. Los pesos resultantes de estas operaciones quedarán depositados en la autoridad monetaria hasta que el Tesoro necesite utilizarlos.

⁴⁷ Para interrumpir estas subastas el Tesoro deberá anunciarlo con 20 días de anticipación.

Gráfico 5.6. Reservas internacionales del Banco Central



Fuente: BCRA

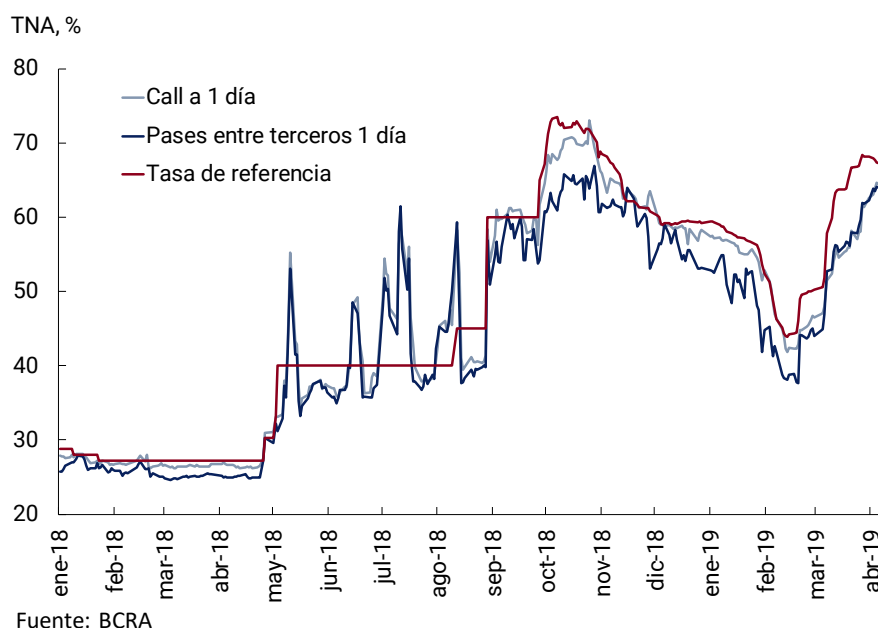
5.2 El sistema financiero en el primer trimestre

Las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero siguieron la tendencia creciente de la tasa de interés de referencia, pero con subas más leves en el caso de las pasivas. El crédito en pesos al sector privado continuó contrayéndose, aunque a un menor ritmo que el trimestre anterior, y los depósitos mostraron estabilidad ante la mayor volatilidad cambiaria registrada en febrero y marzo.

5.2.1 Las tasas interbancarias respondieron a los cambios en la tasa de interés de referencia

Las tasas de interés del mercado interbancario -call y pases entre terceros a 1 día- exhibieron aumentos de 6 p.p. y 10 p.p., respectivamente, entre fines de diciembre y los primeros días de abril, acompañando el alza de alrededor de 8 p.p. de la tasa de LELIQ en el mismo periodo (ver Gráfico 5.7). De esta forma, las tasas del mercado monetario se ubicaron en 64,5% y 63,2% anual, respectivamente, tras haber tocado valores mínimos a mediados del mes de febrero, en línea con la dinámica de la tasa de referencia.

Gráfico 5.7. Tasas de interés de referencia y del mercado interbancario



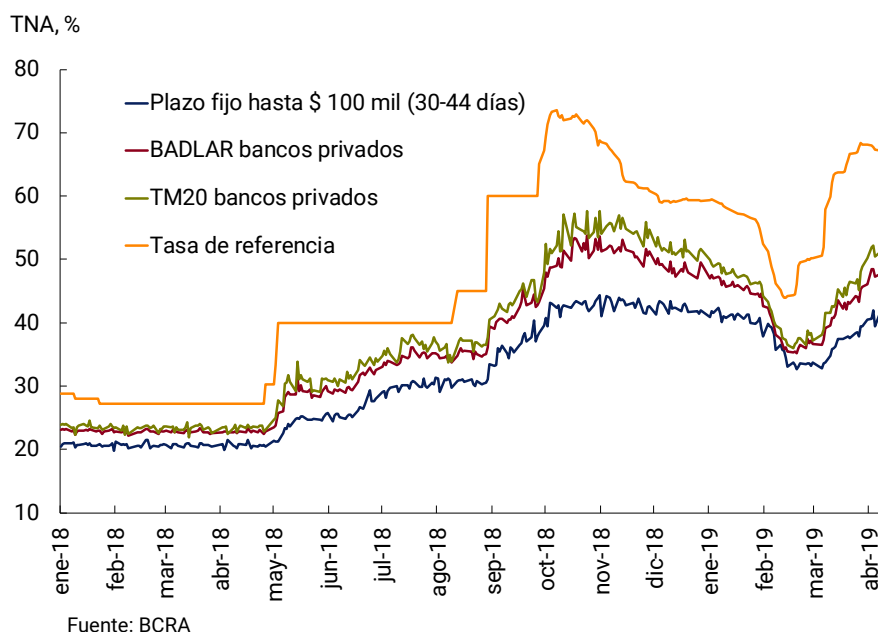
5.2.2 Los depósitos en pesos del sector privado se mantuvieron estables en un contexto de tasas crecientes

A partir de la suba de la tasa de interés de referencia desde mediados de febrero las principales tasas de interés pasivas mostraron una tendencia ascendente, aunque a un menor ritmo que el registrado por la tasa de LELIQ, por lo que se incrementaron los spreads entre ambos tipos de tasas. Frente a una suba de la tasa de referencia de alrededor de 24 p.p. entre mediados de febrero y principios de abril, la TM20, la BADLAR y la tasa por depósitos a plazo fijo de hasta 100.000 pesos de bancos privados aumentaron cerca de 16 p.p., 13 p.p. y 10 p.p. en el mismo lapso, hasta alcanzar niveles de 52,0%, 48,8% y 43,0% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.8). En los primeros días de abril, con la reducción de la tasa de referencia, los spreads respecto de las tasas pasivas bancarias comenzaron a caer.

El Banco Central estableció que los usuarios bancarios podrán realizar depósitos a plazo fijo en pesos de manera *online* en cualquier entidad financiera sin necesidad de ser clientes o realizar trámites adicionales.⁴⁸ De esta forma, los usuarios podrán comparar las tasas de interés ofrecidas por distintos bancos y elegir aquella opción que les resulte más conveniente, lo que promueve la competencia entre las entidades financieras y mejora el mecanismo de transmisión de la tasa de referencia hacia las tasas pasivas de las entidades financieras.

⁴⁸ El monto del plazo fijo podrá debitarse de la cuenta del banco del que el usuario es cliente y, una vez finalizado el plazo, se acreditará en la misma el capital y los intereses, sin el cobro comisión alguna por esta operación. Los bancos dispondrán hasta el 30 de abril para adecuar sus sistemas a esta operatoria. Para mayores detalles ver la Comunicación "A" 6667.

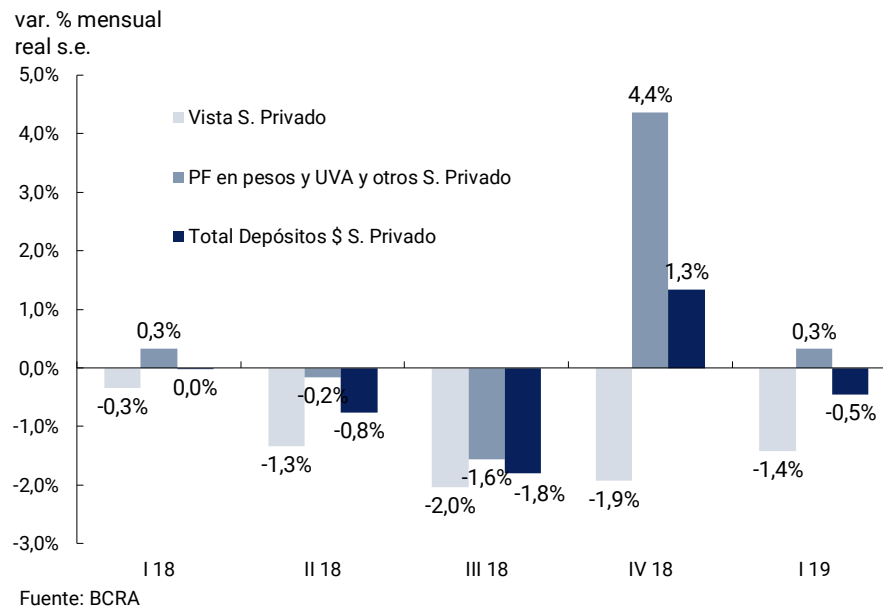
Gráfico 5.8. Principales tasas de interés pasivas del sistema financiero



Los depósitos en moneda nacional del sector privado crecieron a un ritmo promedio de 3,4% mensual en términos nominales sin estacionalidad durante el primer trimestre del año, mostrando resiliencia frente al contexto de mayor volatilidad cambiaria de febrero y marzo. En términos reales esto implicó una contracción de 0,5% mensual promedio real sin estacionalidad (ver Gráfico 5.9).

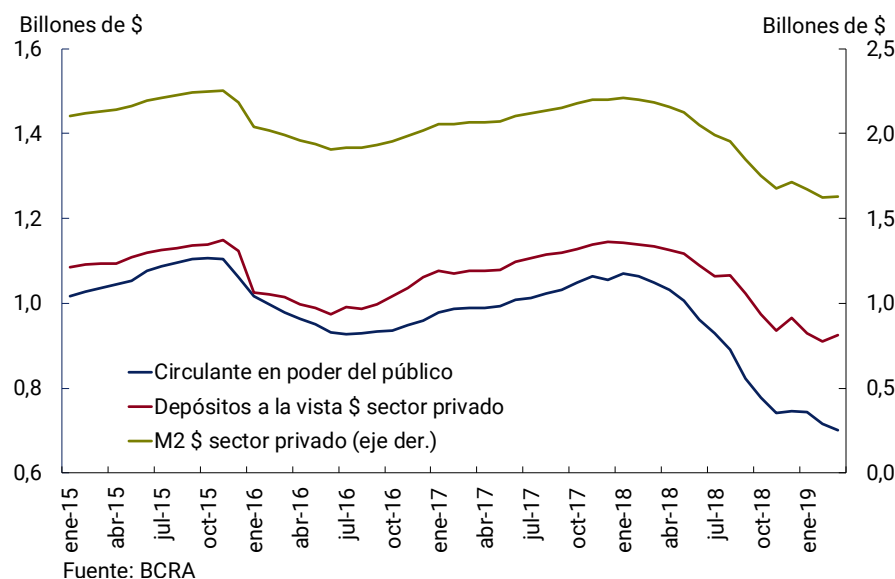
Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado continuaron creciendo en los primeros tres meses del año ante la recuperación de las tasas de interés pasivas, registrando una suba de 0,3% mensual promedio en términos reales sin estacionalidad. Las colocaciones a plazo fijo ajustables por UVA mostraron un comportamiento dispar a lo largo del trimestre. Cayeron desde 2,8% de los depósitos a plazo fijo totales en diciembre del año pasado hasta 1,5% en febrero, para luego recuperarse hasta alcanzar en marzo una participación de 2,5% como consecuencia de la inflación elevada de febrero y marzo y del incremento de la tasa de interés de estas imposiciones de 1,3 p.p. promedio frente a diciembre del año pasado (hasta alcanzar 6% anual promedio en marzo).

Gráfico 5.9. Depósitos del sector privado en pesos (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad)



Las tenencias de depósitos a la vista en pesos del sector privado (depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro) continuaron con la tendencia decreciente mostrada el año previo y cayeron en términos reales a un ritmo promedio de 1,4% mensual desestacionalizado en el primer trimestre del año. Sin embargo, en marzo registraron una ligera recuperación, con un crecimiento de 1,8% real desestacionalizado con respecto a febrero, impulsados en parte por las colocaciones a la vista remuneradas. En el mismo sentido, el circulante en poder del público exhibió una contracción real promedio de 2,0% mensual desestacionalizado en el trimestre. De esta forma, el agregado M2 privado en pesos registró una disminución real promedio de 1,7% mensual desestacionalizado en el trimestre, y acumuló una caída de 25,5% real interanual en el mes de marzo (ver Gráfico 5.10).

Gráfico 5.10. M2 en pesos del sector privado (en términos reales sin estacionalidad)

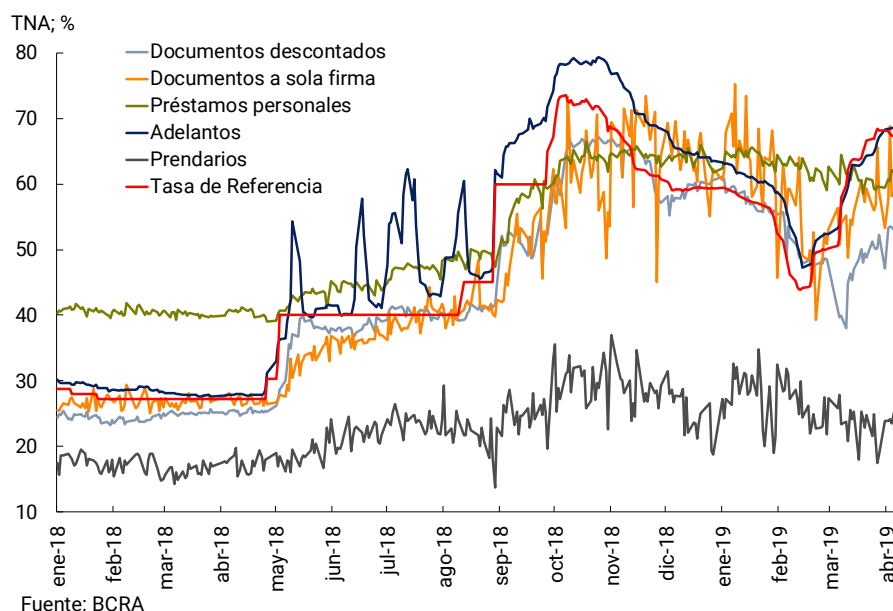


Por su parte, los depósitos en moneda extranjera del sector privado sostuvieron su crecimiento durante los primeros tres meses del año, aumentando 1,6% promedio mensual en moneda de origen y ubicándose así en un máximo de US\$ 29.896 millones en promedio en el mes de marzo.

5.2.3 Se desaceleró la tendencia contractiva de los préstamos al sector privado

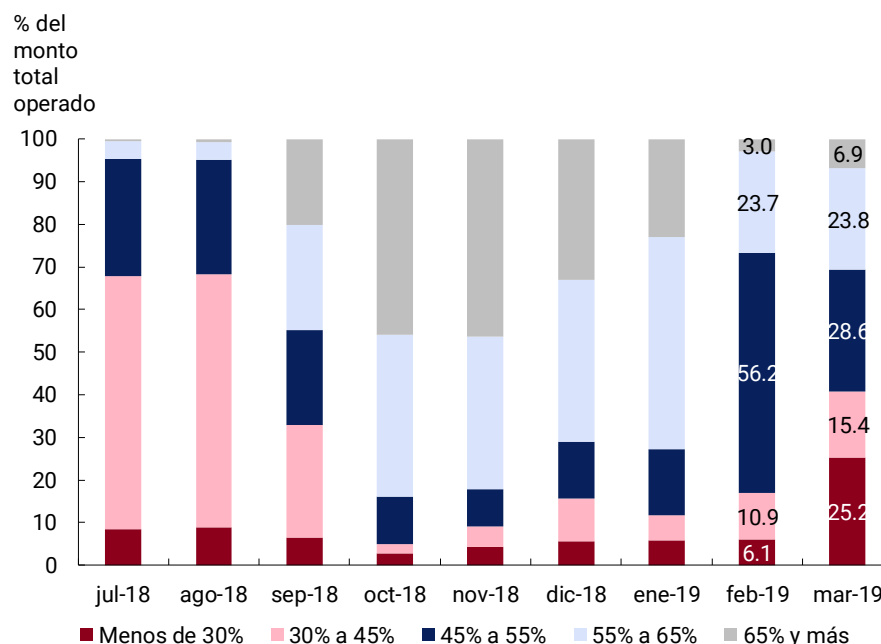
Luego de los descensos registrados en enero y la primera parte de febrero, las tasas activas de las principales financiaciones bancarias en pesos a las empresas se mostraron al alza hasta los primeros días de abril. Así, las tasas de adelantos en cuenta corriente, documentos a sola firma y descuento de documentos crecieron 20 p.p., 7 p.p. y 3 p.p. en ese lapso, hasta alcanzar niveles de 67,7%, 56,3% y 51,0% anual, respectivamente (ver Gráfico 5.11).

Gráfico 5.11. Principales tasas de interés activas del sistema financiero



El menor aumento de la tasa de descuento de documentos fue consecuencia de la implementación en marzo de la línea de financiamiento para el descuento de cheques para PyMes lanzada por el Ministerio de Producción de la Nación. Dicha línea ofrece este tipo de préstamos bancarios a una tasa subsidiada sustancialmente menor a la de mercado, lo que se tradujo en un aumento en la participación del financiamiento otorgado a tasas de interés menores al 30% anual en estas líneas de préstamo (ver Gráfico 5.12).

Gráfico 5.12. Monto operado del sector privado en documentos descontados por estrato de tasa de interés (TNA)



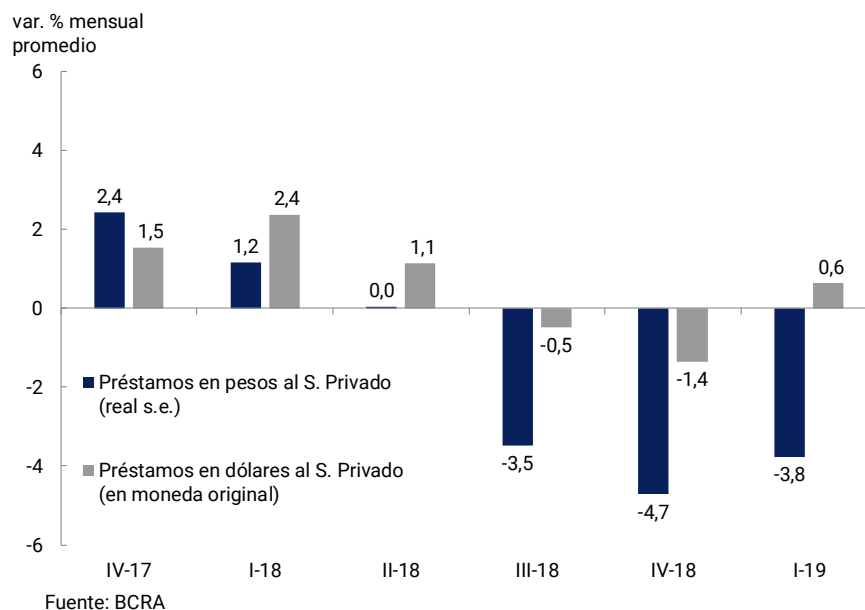
Fuente: BCRA

En cuanto a las tasas de interés de las líneas en moneda local a los hogares, la de préstamos personales se redujo en aproximadamente 3 p.p. en el trimestre, hasta ubicarse en torno a un promedio de 61% anual en marzo, mientras que la de tarjetas de crédito aumentó en promedio 1 p.p. entre diciembre y marzo, hasta alcanzar un promedio de 62,3% anual.

Por su parte, las tasas de interés de los créditos hipotecarios, prendarios y personales denominados en UVA se mantuvieron estables durante el primer trimestre del año, en torno a valores del 6%, 15% y 19% anual, respectivamente.

Los préstamos en pesos al sector privado moderaron su baja respecto al trimestre previo, con una caída de 3,8% mensual promedio en términos reales sin estacionalidad (ver Gráfico 5.13), acumulando una contracción de 30,6% en términos interanuales. Si bien la reducción fue generalizada en todas las líneas crediticias, las más asociadas con el consumo de los hogares (préstamos personales y tarjetas de crédito) cayeron menos que las de las empresas (adelantos en cuenta corriente y documentos). En el caso de las primeras, los préstamos personales y las tarjetas de crédito se redujeron a un ritmo mensual real de 3,5% y 2,6% en el trimestre, respectivamente. Asimismo, las líneas de adelantos y documentos cayeron 5,9% y 6,5% real mensual en el mismo periodo, respectivamente, aunque en estas últimas el ritmo de la caída se redujo a la mitad a partir de marzo (de -7,9% en febrero a -4,3% real mensual en marzo), en el marco de la puesta en marcha de la citada línea de financiamiento a PyMes de parte del Gobierno Nacional. Los préstamos con garantía real (hipotecarios y prendarios) registraron bajas de 3,5% y 4,9% real mensual en el trimestre, respectivamente. Por su parte, los créditos denominados en moneda extranjera crecieron un 0,6% mensual promedio en el trimestre, luego de dos trimestres consecutivos de contracción.

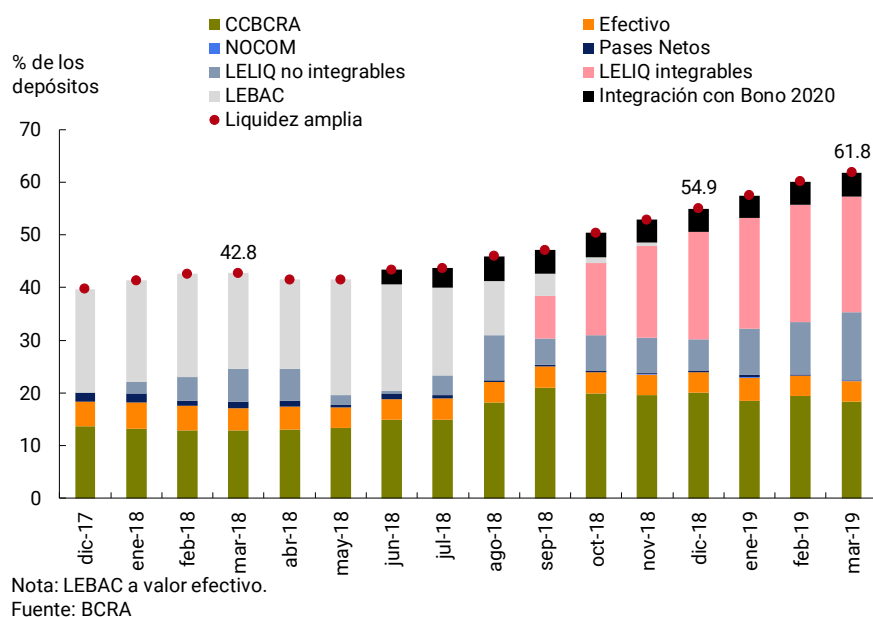
Gráfico 5.13. Préstamos al sector privado en pesos y en dólares (variación mensual promedio en el trimestre – real sin estacionalidad y en moneda original)



5.2.4 La liquidez de las entidades financieras continuó en ascenso

La liquidez amplia en pesos de las entidades financieras, compuesta por los depósitos en cuenta corriente en el BCRA, efectivo, LELIQ, NOCOM, pases netos e integración con Bono 2020, continuó creciendo durante el trimestre. Alcanzó 61,8% en términos de los depósitos en marzo, lo que representó un aumento alrededor de 7 p.p. con relación a diciembre de 2018 (ver Gráfico 5.14). Este incremento fue explicado en su totalidad por el aumento en el stock de LELIQ no integrables (+6,9 p.p. en el trimestre), mientras que la tenencia de LELIQ aplicada a la integración de encajes aumentó 1,7 p.p. en el periodo, compensándose con la caída de los depósitos en cuentas corrientes en el BCRA (-1,6 p.p.).

Gráfico 5.14. Liquidez en pesos de las entidades financieras

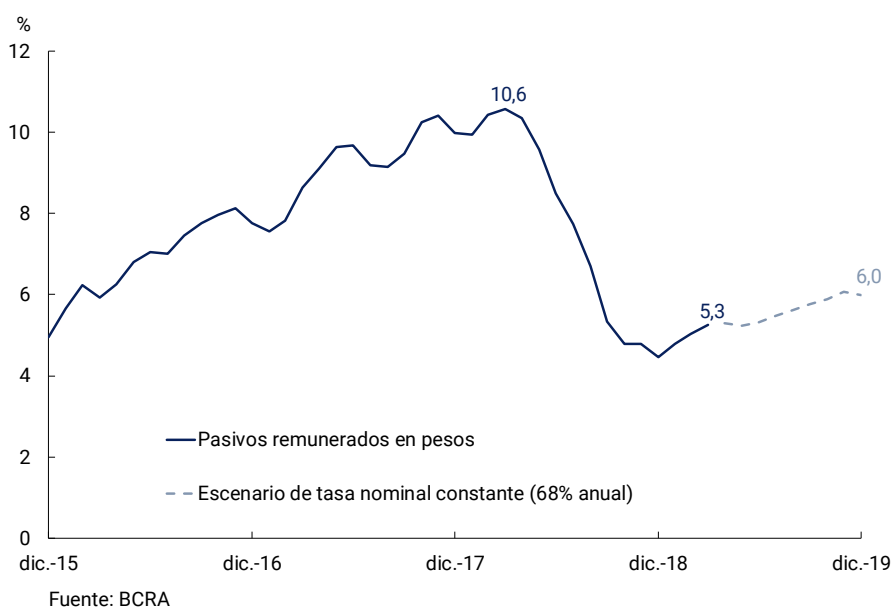


5.3 Perspectivas

El sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019, por lo que se espera que la tasa de interés de referencia baje gradualmente y sólo en la medida en que disminuya la inflación.

Esta estrategia monetaria se asienta sobre bases sostenibles. El stock de pasivos remunerados en pesos del Banco Central se encuentra en niveles bajos, tanto en términos del PIB como de las reservas internacionales, luego del programa de cancelación de LEBAC del segundo semestre del año pasado (ver Gráfico 5.15). Asimismo, se han suprimido los principales factores de creación de base monetaria que operaban en el pasado, como las transferencias al Tesoro, lo que reduce las necesidades de esterilización por parte de la autoridad monetaria. Aun asumiendo un escenario extremo en el que la tasa de interés de las LELIQ se mantiene en niveles de 68% anual, el peso de los pasivos remunerados en el PIB alcanzaría a 6,0% en diciembre de 2019, lo que resulta todavía 4,6 p.p. por debajo del máximo registrado en marzo del año pasado (ver Gráfico 5.15).

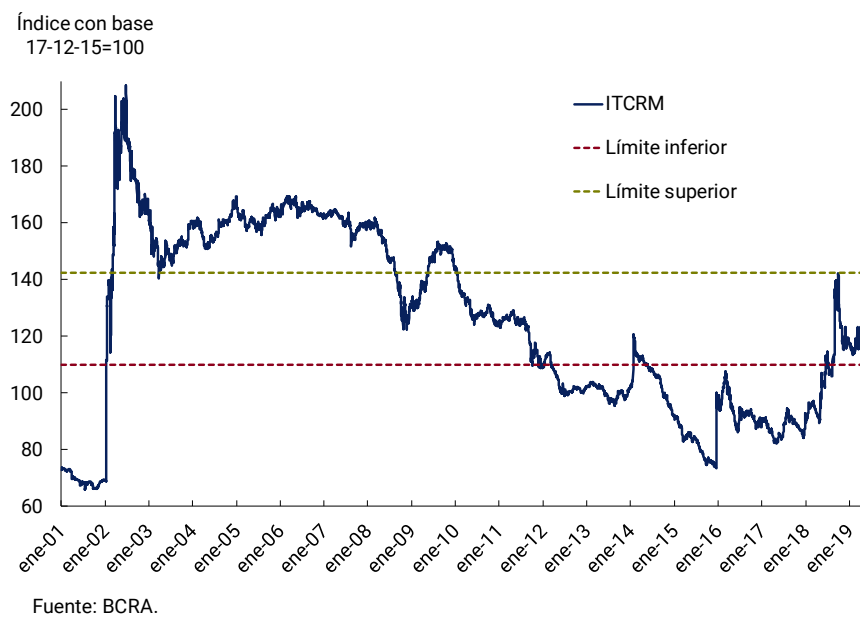
Gráfico 5.15. Pasivos remunerados en pesos del Banco Central ante un escenario de tasa de interés constante (en términos del PIB)



El sesgo contractivo que mantendrá el Banco Central hasta fines de 2019 también es consistente con las cuentas externas. El tipo de cambio real se encuentra hoy 60% por encima del nivel que tenía antes de la unificación del mercado cambiario en diciembre de 2015 y se mantiene en niveles similares a los de fines de 2011, momento en el que la economía registraba una balanza de cuenta corriente cercana al equilibrio (ver Gráfico 5.16). Asimismo, el actual nivel del tipo de cambio real está contribuyendo al ajuste de las cuentas externas. En efecto, el déficit de cuenta corriente del cuarto trimestre de 2018 (desestacionalizado y anualizado) fue de 2,4% del PIB, 4 puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior.

Si bien este escenario de normalización de la economía podría verse afectado por algunos riesgos, vinculados principalmente con un nuevo episodio de volatilidad en las condiciones financieras globales o con la incertidumbre habitual de los procesos electorales, el Banco Central se encuentra en una mejor situación para enfrentarlos: el balance de la autoridad monetaria es más sólido, el tipo de cambio real está contribuyendo a equilibrar las cuentas externas y se está eliminando el déficit de las cuentas públicas sin financiamiento monetario y con precios de los servicios regulados mayormente corregidos.

Gráfico 5.16. Tipo de cambio real multilateral



Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

Acum.: Acumulado

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BONAR: Bono de la Nación Argentina

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CEMBI+: *Corporate Emerging Market Bond Index Plus*

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

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

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

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

CyE: Combustibles y Energía

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

e: Estimado

EDP: Equipo Durable de Producción

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

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

EMBIG: *Emerging Market Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos e Ingresos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

excl.: Excluyendo

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FMI WEO: *World Economic Outlook*

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

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

ICC-INDEC: Índice del Costo de la Construcción

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

ILA: Índice Líder de la Actividad

ILCO: Indicador Líder del Consumo privado del BCRA

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers

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

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

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

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

IPC-NP: Indicador Nacional Ponderado

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

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPOM: Informe de Política Monetaria

ITCNM: Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

kg: Kilogramo

LAC: Latin American Consensus Forecasts

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

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

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

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

Mens.: mensual

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

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

Vol.: Volumen
YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima

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



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA