

# Informe de Política Monetaria

Julio de 2016



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Política Monetaria

## Julio de 2016



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Política Monetaria**  
**Julio de 2016**

Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio de 2016

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

Contenidos y edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

# Prefacio

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

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

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

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

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

*Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 18 de julio de 2016.*

# Contenido

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

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

*Pág. 19 | Apartado 1 / Proyecciones de crecimiento: optimismo con cautela*

*Pág. 22 | Apartado 2 / Las ventajas del tipo de cambio flexible*

**Pág. 25 | 3. Actividad económica**

*Pág. 39 | Apartado 3 / Nowcast de actividad económica en el BCRA*

**Pág. 44 | 4. Precios**

*Pág. 56 | Apartado 4 / Índice de Precios al Consumidor del GBA*

*Pág. 59 | Apartado 5 / Medidas de inflación núcleo*

*Pág. 62 | Apartado 6 / Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)*

**Pág. 64 | 5. Política monetaria**

*Pág. 77 | Apartado 7 / El fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA*

*Pág. 81 | Apartado 8 / Resultados de la posición de futuros de dólar estadounidense del BCRA*

**Pág. 83 | Glosario de abreviaturas y siglas**

## 1. Política monetaria: evaluación y perspectivas

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) implementa su política monetaria para alcanzar, en un plazo razonable, una inflación de 5% anual. Como objetivo intermedio, la autoridad monetaria busca que la inflación en el último trimestre sea 1,5% mensual, o menor. El índice con respecto al cual se establece este objetivo, hasta tanto exista un índice de alcance nacional, es el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC-GBA)<sup>1</sup> que el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) comenzó a publicar en junio.

En el segundo trimestre de 2016 se registró una inflación superior a la buscada, principalmente debido a los altos registros de abril y mayo vinculados al impacto de incrementos en precios regulados, especialmente en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. El ritmo de aumento de los precios se redujo en junio en el nivel general, aunque con signos mixtos en el componente núcleo. En particular, según el IPC-GBA la inflación de mayo fue 4,2% y la de junio, 3,1%, mientras que la inflación núcleo fue 2,7% y 3,0%, respectivamente.

Esta evolución no altera el análisis sobre la dinámica inflacionaria planteado por el BCRA en el Informe de Política Monetaria de mayo: la aceleración en el nivel de precios desde finales de 2015 respondió al reordenamiento de precios relativos impulsado por el Gobierno Nacional y, pasados sus efectos, comenzará un proceso de desinflación inducido por la política monetaria. De hecho, ese proceso parece haber comenzado en junio. Validan esta visión indicadores de alta frecuencia así como las expectativas de inflación del consenso de analistas económicos, que permanecen ancladas en niveles cercanos a 1,5% mensual para el final del año y en niveles cercanos a las metas de la institución para mayores plazos. El reciente relanzamiento del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA permite contar con una medida de estas expectativas con frecuencia mensual.

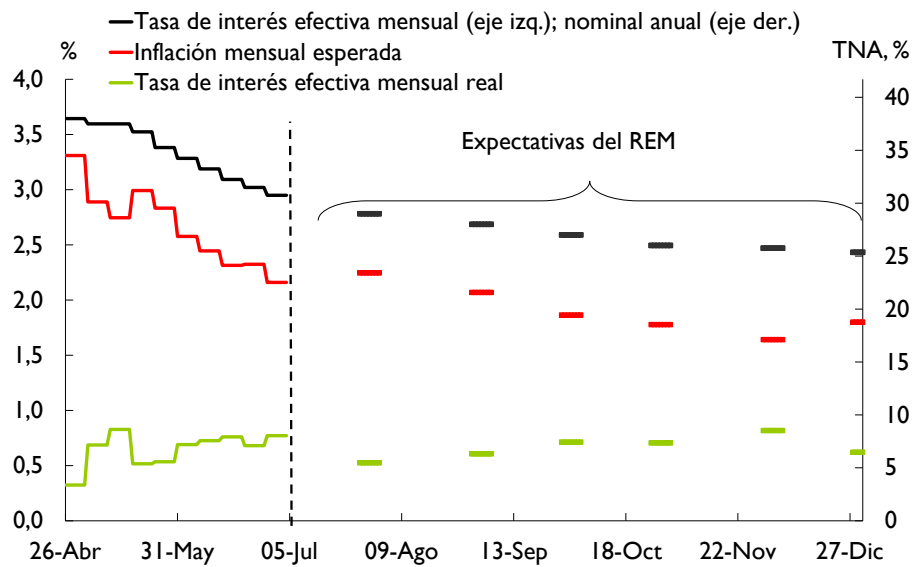
En tanto, la publicación de datos confiables de Producto Interno Bruto (PIB) por parte del INDEC reveló un menor crecimiento en los últimos años y una mayor volatilidad del Producto que la conocida. En particular, reveló una retracción del nivel de actividad desde el tercer trimestre de 2015, que se profundizó a inicios de 2016. Distintos indicadores de actividad sugieren que esta contracción se habría seguido profundizando en el segundo trimestre, aunque con signos de recuperación hacia el final del mismo en diversos sectores. Hacia adelante, el BCRA continúa esperando que se materialice una recuperación económica a partir de la segunda mitad del año, impulsada por una continua recuperación en los flujos del comercio exterior, mayor inversión privada y pública y progresivamente mayores ingresos reales de las familias.

En este contexto, el BCRA ha mantenido una política de sesgo antiinflacionario desde diciembre. Esta política se instrumenta a través de una tasa de interés positiva en términos reales. En particular, pasado el periodo de reordenamiento de precios relativos y ante la consolidación de una expectativa de desinflación para los próximos meses, el BCRA fija su tasa de política monetaria, la LEBAC de 35 días, de manera que sea superior a la tendencia esperada de la inflación para ese periodo (descontando factores transitorios). En el segundo trimestre esta política se plasmó en una reducción de la tasa de referencia, desde 38% a principios de mayo a su actual 30,25%. Esto

<sup>1</sup> Compuesto por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y 24 partidos del conurbano bonaerense.

se debió a que, a medida que la autoridad monetaria fue dejando atrás el impacto del reordenamiento de precios relativos y pasó a tener frente a sí menores registros de inflación esperada, acompañó la reducción en la inflación esperada con una reducción de similar magnitud en sus tasas nominales (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Tasa de interés de política monetaria nominal y real**



Fuente: Elaboración propia en base a Latin American Consensus Forecasts

Hacia adelante, el BCRA mantendrá esta política de sesgo antiinflacionario para alcanzar su meta de inflación de 5% anual.

## 2. Contexto internacional

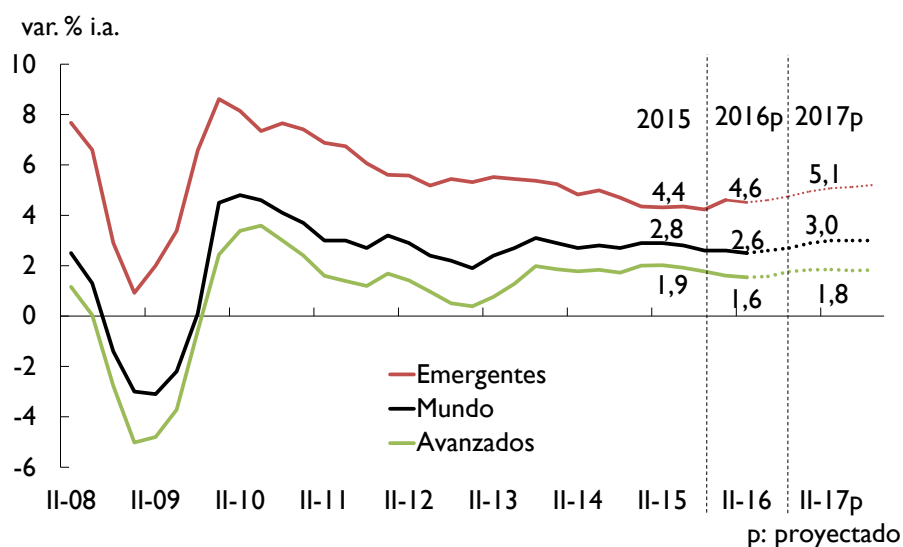
En el segundo trimestre del año prevaleció un escenario internacional favorable para Argentina. Los precios de los bienes primarios que exporta el país crecieron y las condiciones financieras para el acceso y el costo del financiamiento externo siguieron mejorando. Los principales socios comerciales de Argentina registraron un mayor dinamismo que en los tres meses anteriores, destacándose el recorte en la caída interanual del nivel de actividad de Brasil —el socio de mayor peso en el intercambio comercial argentino—. Esta evolución fue incluso algo mejor a la proyectada en el anterior Informe de Política Monetaria. En tanto, el referéndum del 23 de junio de 2016 sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea aumentó considerablemente la incertidumbre acerca de la integración económica europea y, por ello, redujo las expectativas de crecimiento para esa región, que representa alrededor del 22% del Producto global. Este evento adverso fue inmediatamente absorbido en nuestro país por una depreciación del peso.

### 2.1 Demanda externa

#### 2.1.1 Crecimiento mundial y de socios comerciales

Las proyecciones sobre la economía mundial indican que crecerá a un ritmo moderado de 2,6% este año, implicando una revisión a la baja de 0,1 punto porcentual (p.p.) respecto de las perspectivas de un trimestre atrás (ver apartado 1 / Proyecciones de crecimiento: optimismo con cautela). Sobre esta evolución, afectó fundamentalmente el deterioro de 0,6 p.p. en las proyecciones para el Reino Unido tras la votación a favor de separarse de la Unión Europea<sup>1</sup> (*Brexit*; ver Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 | Crecimiento global. Avanzados y emergentes



Fuente: FocusEconomics y Encuesta Focus del Banco Central de Brasil

<sup>1</sup> La Unión Europea incluye a los 19 países que conforman la zona del euro y a otros 9 países: el Reino Unido, Suecia, Rumanía, Polonia, Hungría, Croacia, Dinamarca, República Checa y Bulgaria.



Este modesto desempeño de la actividad global se da en un contexto de débiles tendencias de la productividad en las economías avanzadas, con bajos niveles de inversión, que sugieren perspectivas de bajo crecimiento global de largo plazo. Datos preliminares señalan que el volumen del comercio mundial volvió a mostrar una expansión leve en el segundo trimestre.

**Cuadro 2.1 | Evolución de las proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina**

| Socio comercial              | Participación en el PIB global (%)* | Participación en las exportaciones manufactureras argentinas (%) | Crecimiento proyectado 2016 |                   |
|------------------------------|-------------------------------------|--|-----------------------------|-------------------|
|                              |                                     |  | Estimación IPOM** may-16    | Estimación actual |
| <b>Brasil</b>                | 2,4                                 | 19,2   | -3,9                        | -3,4              |
| <b>Zona Euro</b>             | 15,8                                | 11,7   | 1,5                         | 1,5               |
| <b>Estados Unidos</b>        | 24,5                                | 6,3  | 2,0                         | 1,9               |
| <b>India</b>                 | 2,9                                 | 5,3  | 7,5                         | 7,5               |
| <b>Chile</b>                 | 0,3                                 | 4,9  | 1,8                         | 1,8               |
| <b>Suiza</b>                 | 0,9                                 | 3,0  | 1,2                         | 1,2               |
| <b>Canadá</b>                | 2,1                                 | 2,7  | 1,5                         | 1,4               |
| <b>Venezuela</b>             | 0,3                                 | 2,7  | -7,2                        | -9,0              |
| <b>China</b>                 | 15,0                                | 2,7  | 6,5                         | 6,5               |
| <b>Uruguay</b>               | 0,1                                 | 2,5  | 1,0                         | 0,6               |
| <b>Socios comerciales***</b> |                                     |  | <b>0,6</b>                  | <b>0,8</b>        |

\*Según tipos de cambio de mercado.

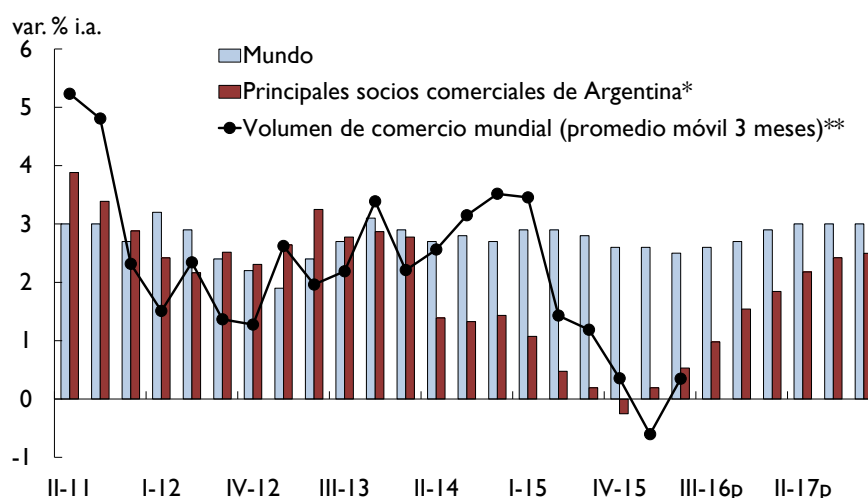
\*\* Informe de Política Monetaria del BCRA

\*\*\* La proyección contempla pronósticos para los 22 principales socios comerciales de Argentina que representan más del 75% de las exportaciones manufactureras argentinas.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI, INDEC, FocusEconomics y Encuesta Focus del Banco Central de Brasil

En este contexto, los principales socios comerciales de Argentina habrían registrado un mayor crecimiento interanual que en los tres meses previos, aún superior al proyectado en el anterior Informe de Política

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



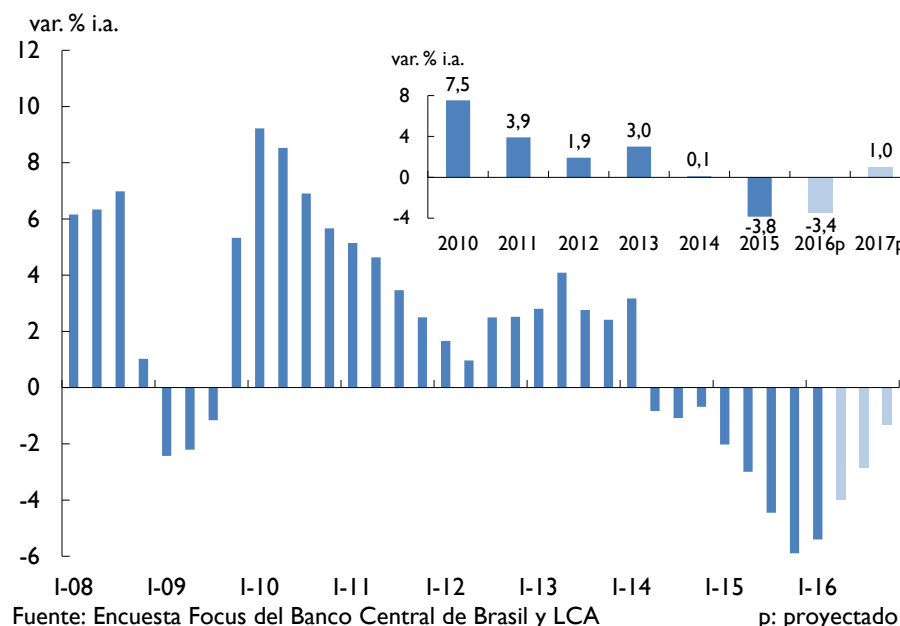
\* Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas, que en conjunto supera al 75% del total de esas exportaciones; \*\* Datos hasta may-16.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FocusEconomics, Encuesta Focus del Banco Central de Brasil, FMI, Datastream e INDEC

p: proyectado

Monetaria (ver Cuadro 2.1). Esta evolución respondió básicamente al recorte de la caída del nivel de actividad en Brasil. Para los próximos trimestres se espera que se consolide esta mejora (ver Gráfico 2.2). En particular, se proyecta para Brasil un crecimiento positivo de 1,0% para 2017 (ver Gráfico 2.3). Las mejoras en las perspectivas contemplan que ya se verificó un fuerte ajuste del gasto doméstico y que se está registrando una incipiente recuperación de sus términos de intercambio (ver apartado 1 / Proyecciones de crecimiento: optimismo con cautela).

**Gráfico 2.3 | Brasil. Crecimiento económico**



Por su parte, en la zona del euro el foco de preocupación se orientó a los potenciales efectos negativos del *Brexit*. Si bien se espera que la principal economía afectada por esta decisión sea la del Reino Unido (destino de sólo 1,6% de las exportaciones manufactureras argentinas), también impactaría negativamente sobre la actividad del resto de Europa al aumentar la incertidumbre sobre los acuerdos relacionados con el comercio, las finanzas y la movilidad de los trabajadores justo cuando el ciclo económico comenzaba a robustecerse. No obstante, las proyecciones de analistas especializados todavía no recogen este riesgo.

En tanto, China —que representa 15% del PIB global— continuó desacelerando su ritmo de crecimiento económico, en línea con su meta de crecimiento para 2016 de entre 6,5% y 7%. Sin embargo, se verificó un significativo aumento de la inversión de las empresas estatales ante el menor crecimiento del gasto de capital privado. Esta medida permitió revitalizar el dinamismo de la inversión total en el corto plazo —que representa cerca del 43% del PIB de ese país— aunque persiste un contexto de incertidumbre respecto de su trayectoria futura (ver Gráfico 2.4).

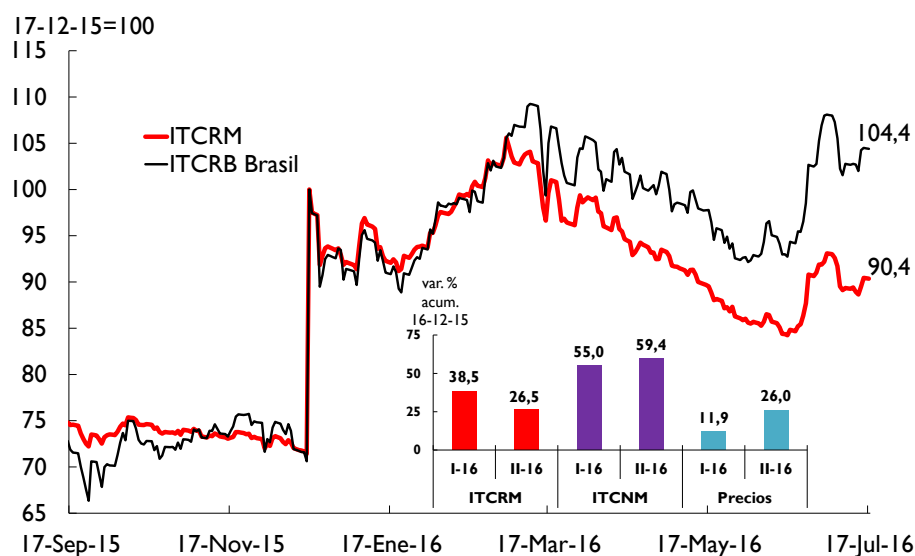
Los principales riesgos del escenario internacional se vinculan con los impactos del aumento de la incertidumbre y la aversión al riesgo global, que podrían afectar negativamente la dinámica de la economía mundial. Estos riesgos se suman a los elevados niveles de endeudamiento público y privado que caracterizan tanto a las economías avanzadas como a muchas de las emergentes y que continuarán planteando significativos desafíos para la estabilidad financiera global a mediano plazo.

**Gráfico 2.4 | China. Inversión**

Fuente: Datastream

### 2.1.2 Tipo de cambio real multilateral

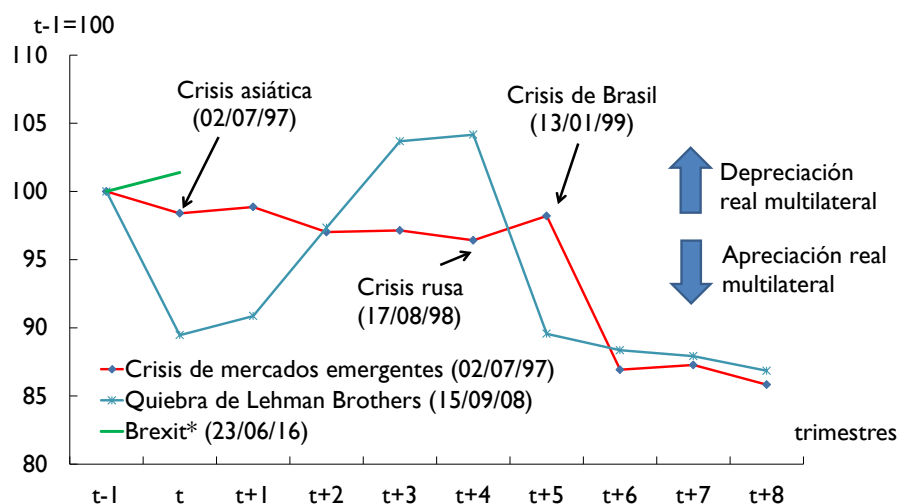
Además de las condiciones de la economía global, la capacidad de la economía argentina para penetrar mercados internacionales depende del precio relativo de sus bienes y servicios transables. La evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), que captura este precio relativo, reflejó una apreciación real de la moneda local durante la mayor parte del segundo trimestre (ver Gráfico 2.5).

**Gráfico 2.5 | Índices de tipo de cambio real multilateral y bilateral con Brasil**

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

Hacia fines de junio, y tras conocerse la decisión del Reino Unido de separarse de la Unión Europea (*Brexit*), se evidenció una de las principales ventajas de contar con un régimen cambiario flexible: permitir que el tipo de cambio funcione como amortiguador de los *shocks* externos que podrían afectar negativamente a la economía local (ver Gráfico 2.6).

**Gráfico 2.6 | Argentina. Respuesta del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) a shocks externos**

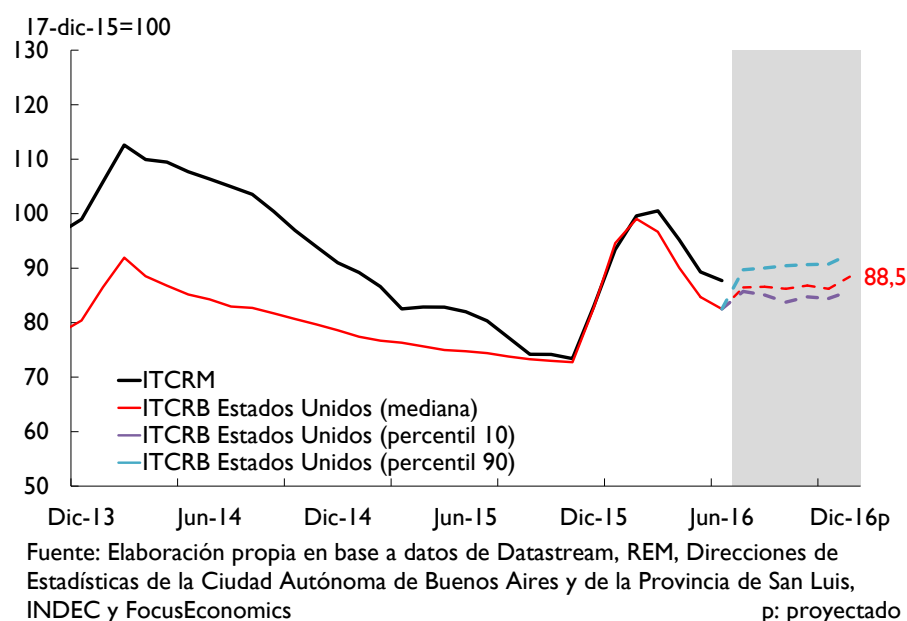


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Datastream, Direcciones Generales de Estadísticas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la Provincia de San Luis  
\*Datos parciales

Esta característica del régimen cambiario que adoptó el BCRA contrasta con lo ocurrido ante eventos externos de similar o mayor magnitud en el pasado, cuando ante el uso del tipo de cambio como ancla nominal de la economía los *shocks* externos impactaban directamente sobre las variables reales, como la actividad o el empleo (ver apartado 2 / Las ventajas del tipo de cambio flexible).

En los próximos meses, el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos se ubicaría, de acuerdo a pronósticos del mercado<sup>2</sup>, en torno a los niveles actuales, aproximadamente un 30% por encima de los vigentes con anterioridad a la unificación cambiaria (ver Gráfico 2.7).

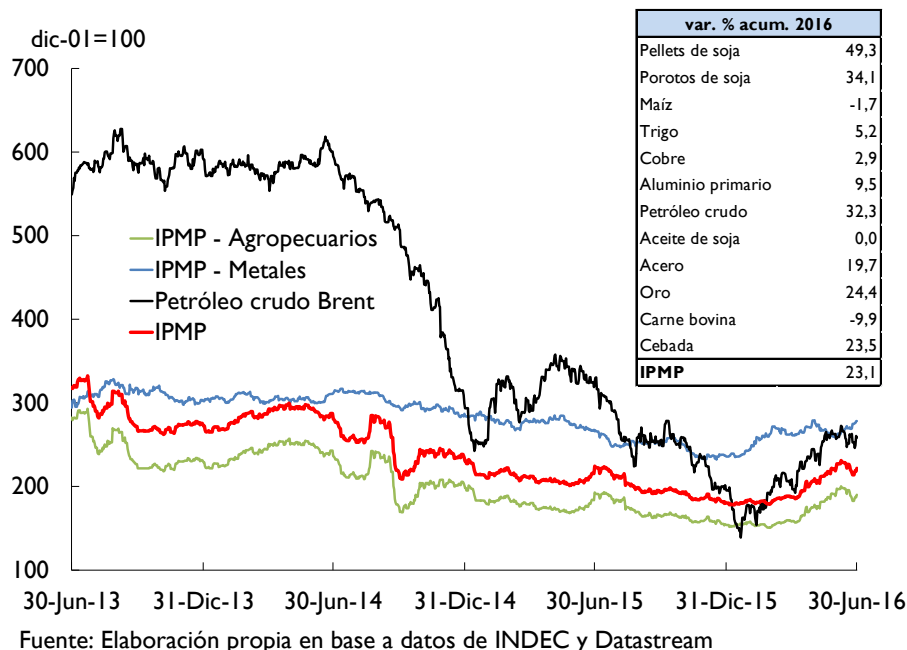
<sup>2</sup> Esto se desprende de los pronósticos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA y de las proyecciones de inflación para los Estados Unidos utilizando estimaciones de FocusEconomics.

**Gráfico 2.7 | Índices de tipo de cambio real**

### 2.1.3 Los precios de los productos primarios

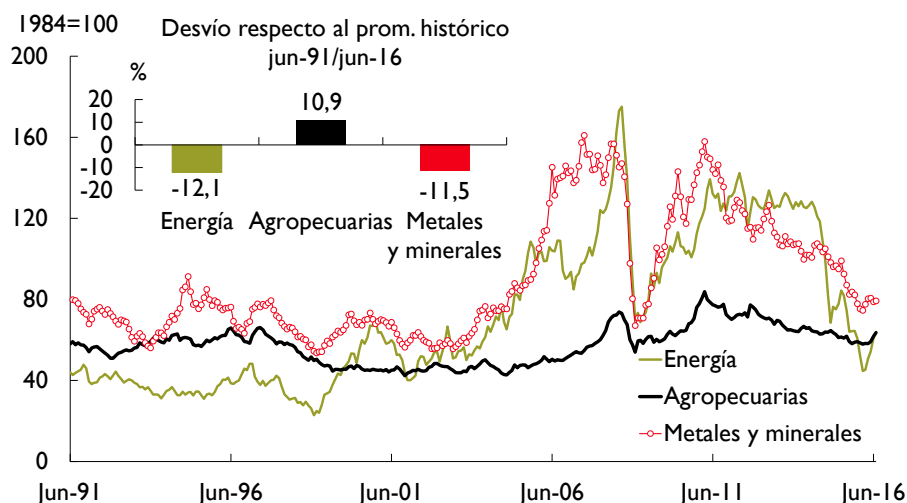
Las cotizaciones internacionales de los productos básicos —que representan cerca de la mitad de las exportaciones argentinas— continuaron recuperándose.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) —que refleja la evolución de los precios internacionales de los principales productos primarios que exporta Argentina— se incrementó 23% en lo que va del año, hasta niveles similares a los de igual período del año previo (-1% i.a.). A nivel de agrupados, los bienes agropecuarios acumularon un alza de 24% (-1% i.a.), los metales subieron 18% (+5% i.a.) y el petróleo se incrementó 32% (-21% i.a.; ver Gráfico 2.8).

**Gráfico 2.8 | Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA (IPMP) y principales agrupados**

Entre los productos agrícolas, las cotizaciones de la soja y del trigo subieron 34% y 5%, respectivamente, en tanto que las del maíz se contrajeron levemente (2%) en el primer semestre del año.

**Gráfico 2.9 | Precios de materias primas de acuerdo a una canasta de monedas en términos reales\***



\* Deflactado por el IPC ponderado de los integrantes de la canasta del DEG (dólar, euro, yen y libra esterlina).

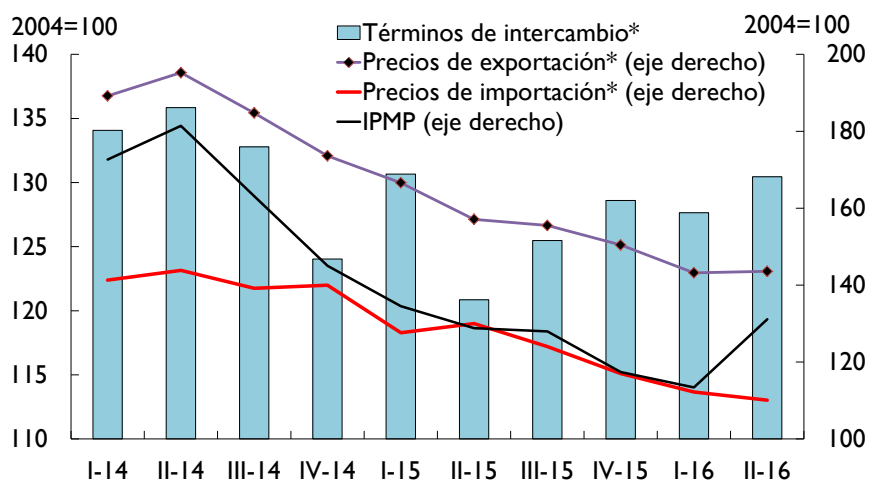
Fuente: Elaboración propia en base al Banco Mundial, FMI y Bloomberg

Cabe señalar que en general se siguió registrando un escenario de abundante oferta de la mayoría de estos bienes. Asimismo, desde una perspectiva de largo plazo y considerando los valores en términos reales, los precios se ubican en línea con los valores promedio de los últimos 25 años (ver Gráfico 2.9).

## 2.2 Comercio exterior de Argentina

La evolución de los precios internacionales de los productos básicos no necesariamente se refleja de manera inmediata en los precios del comercio exterior de Argentina. Primero, influye la variación a lo largo del año de la composición de los bienes que se comercian con el resto del mundo. Segundo, parte de las operaciones de comercio exterior se concertan con precios prefijados, los cuales pueden diferir en el corto plazo de las cotizaciones corrientes.

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



\*Acum. a mayo 2016

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

Con datos parciales del segundo trimestre, los términos de intercambio mostraron una mejora (ver Gráfico 2.10). Los precios de las exportaciones permanecieron en niveles similares a los de diciembre de 2015 si bien aún se sostienen por debajo de los niveles de igual período del año anterior. En contraste, el IPMP mostró una significativa suba, que probablemente se refleje en las próximas publicaciones de datos sobre el comercio exterior argentino. En tanto, los precios de los productos importados mostraron bajas significativas, influidos particularmente por la caída del precio de las importaciones de los hidrocarburos.

Esta trayectoria de los precios fue el principal determinante de la caída interanual de los valores del comercio exterior argentino, aun en un marco en el que aumentaron los volúmenes transados (ver Cuadro 2.2).

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

| Rubro                                | I-16        |              |             | II-16*      |              |             |
|--------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|                                      | Total       | Precios      | Cantidades  | Total       | Precios      | Cantidades  |
| <b>EXPORTACIONES</b>                 |             |              |             |             |              |             |
| Productos primarios                  | 38,5        | -14          | 64          | -1,6        | -9           | 7           |
| MOA                                  | 14,9        | -16          | 42          | 1,3         | -9           | 11          |
| MOI                                  | -22,2       | -7           | -17         | -7,6        | -6           | -2          |
| Combustibles y energía               | -40,6       | -26          | -20         | -19,1       | -30          | 19          |
| <b>TOTAL EXPORTACIONES</b>           | <b>2,9</b>  | <b>-14,0</b> | <b>19,5</b> | <b>-2,8</b> | <b>-8,9</b>  | <b>6,6</b>  |
| <b>IMPORTACIONES</b>                 |             |              |             |             |              |             |
| Bienes de capital                    | -1,1        | -3           | 3           | 1,6         | -7           | 10          |
| Bienes intermedios                   | -12,3       | -13          | 1           | -7,7        | -16          | 10          |
| Combustibles y lubricantes           | -16,2       | -40          | 40          | -47,5       | -42          | -11         |
| Piezas y acc. para bienes de capital | -1,9        | -14          | 14          | -7,0        | -12          | 5           |
| Bienes de consumo                    | 5,6         | -7           | 14          | 17,3        | -10          | 30          |
| Vehículos automotores de pasajeros   | 44,1        | -6           | 56          | 36,0        | -3           | 41          |
| <b>TOTAL IMPORTACIONES</b>           | <b>-3,4</b> | <b>-12,1</b> | <b>9,9</b>  | <b>-6,2</b> | <b>-15,4</b> | <b>10,8</b> |

\*Acum. a may-16

Fuente: INDEC

Los datos disponibles del segundo trimestre sobre la evolución de las ventas externas apuntan a una reducción cercana a 3% i.a. del valor exportado.

Entre abril y mayo se estabilizó el ritmo de crecimiento de los envíos al extranjero de Productos Primarios (PP) y Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), luego de un primer trimestre en el que habían crecido extraordinariamente debido a la liquidación de inventarios acumulados en campañas previas. Sobre el sector agropecuario continuaron operando favorablemente la unificación y liberalización en el mercado de cambios, la quita o reducción de retenciones y la eliminación de las restricciones cuantitativas a la exportación.

Por su parte, el valor de las ventas externas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) cayó con respecto al mismo período de 2015, aunque a un menor ritmo que en el primer trimestre, en un marco en el que continuó afectando la debilidad de la demanda de Brasil (principal destino de estos productos). Respecto de los combustibles y energía, el aumento de las cantidades exportadas no logró compensar la fuerte caída interanual de los precios de esos bienes.

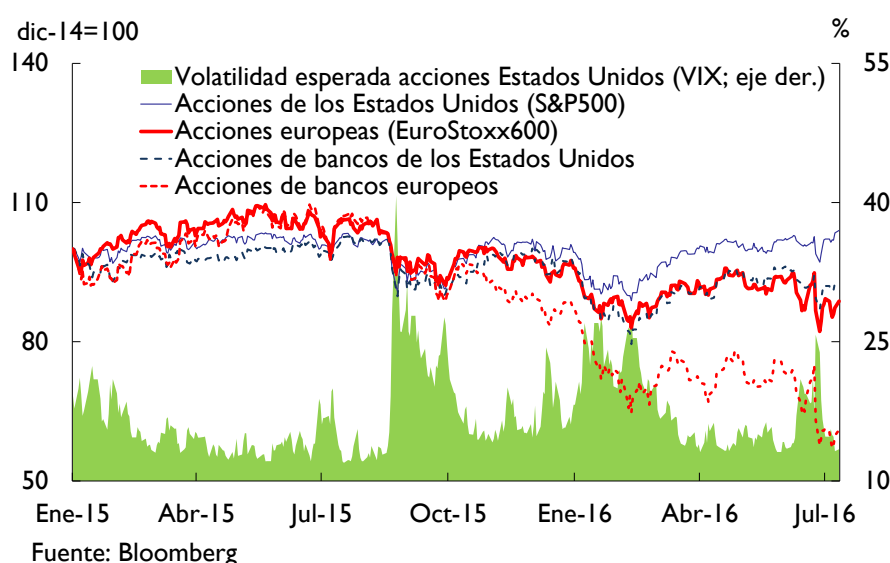
Según los datos parciales del segundo trimestre, el valor de las compras externas volvió a disminuir pese a que las cantidades importadas mantuvieron un crecimiento cercano al 10% i.a. Se destacó un mayor volumen de las importaciones de bienes de consumo y de aquellos ligados a la inversión, que fue parcialmente compensado por menores compras de combustibles y lubricantes.

## 2.3 Condiciones financieras internacionales: buenas para acceder a financiamiento

### 2.3.1 Mercados financieros globales

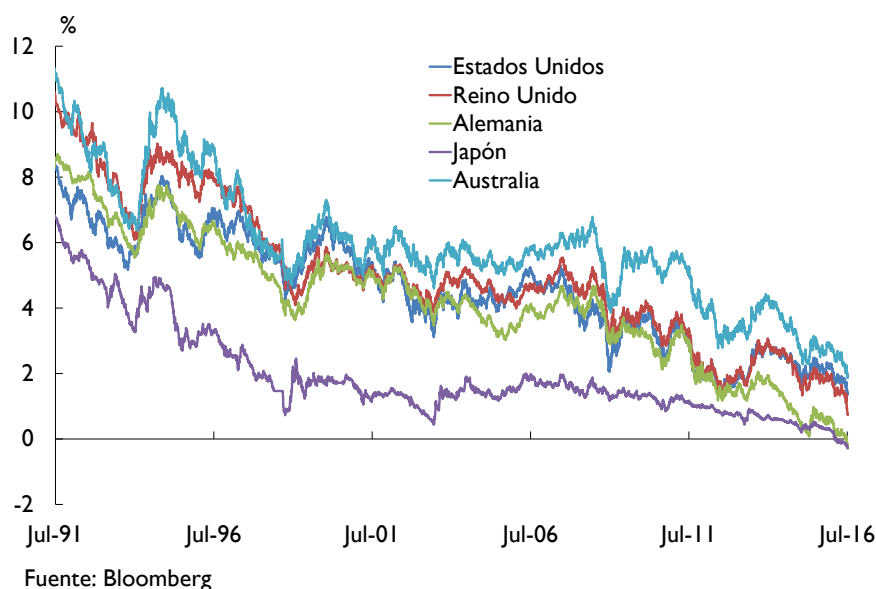
Durante buena parte del segundo trimestre las expectativas de crecimiento y la menor incidencia de ciertos factores de riesgo permitieron que los mercados financieros internacionales mostraran un comportamiento mayormente positivo (ver Gráfico 2.11).

**Gráfico 2.11 | Índices bursátiles en economías avanzadas y volatilidad esperada**



Sin embargo, a fines de junio el resultado electoral asociado al *Brexit* tuvo un impacto inmediato negativo en los principales mercados financieros globales. Se tradujo principalmente en un desplome de la libra esterlina hasta un mínimo en treinta años, en una marcada caída en las acciones de bancos de economías desarrolladas y en una mayor aversión al riesgo global (ver Gráfico 2.11). El dólar estadounidense, el franco suizo y el yen se apreciaron significativamente, reflejando esa “fuga hacia la seguridad”.

**Gráfico 2.12 | Rendimiento de deuda soberana a 10 años de economías avanzadas**

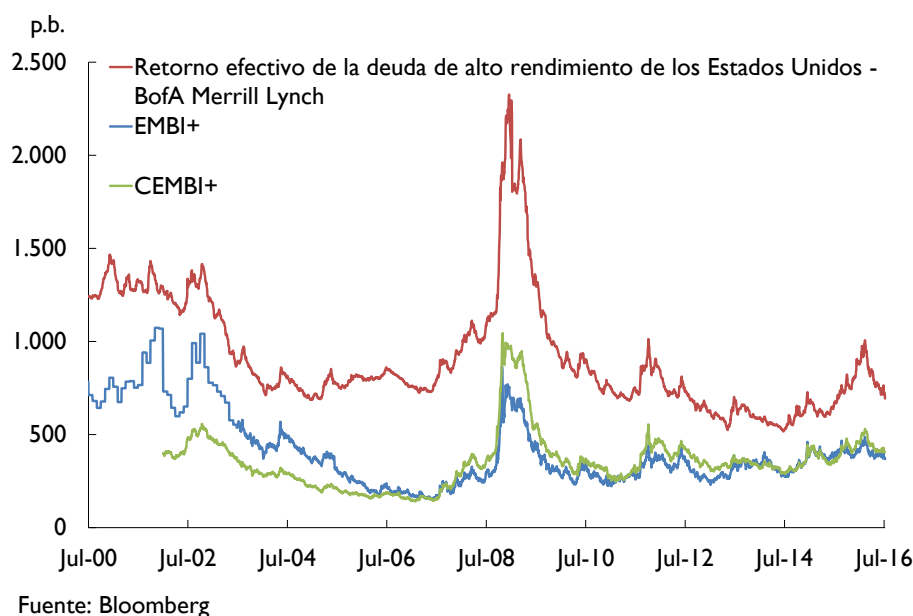




Se espera que tras la decisión del *Brexit* tanto el Banco de Inglaterra, como el Banco Central Europeo y el Banco de Japón se inclinen hacia un sesgo más expansivo de sus políticas monetarias. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) pospondría nuevas subas de la tasa de interés, lo que contribuiría a sostener las favorables condiciones financieras para el financiamiento externo de los países emergentes. Estas expectativas de una política monetaria más laxa, sumadas a la búsqueda de refugio en activos de menor riesgo percibido, se vieron reflejadas en los rendimientos de los bonos a 10 años de las principales economías avanzadas, los cuales llegaron a sus niveles más bajos en al menos 50 años (ver Gráfico 2.12).

Los activos más riesgosos sufrieron efectos adversos por el *Brexit*, pero recientemente las condiciones financieras internacionales tendieron a estabilizarse. Esto se observa en la evolución del retorno sobre la deuda de alto rendimiento de los Estados Unidos y de las primas de riesgo de las deudas corporativas y soberanas emergentes (EMBI+ y CEMBI+<sup>3</sup>; ver Gráfico 2.13).

**Gráfico 2.13 | Riesgo percibido, deuda de alto rendimiento de los Estados Unidos y prima de riesgo de deuda soberana de emergentes**



El agregado de los índices bursátiles de economías emergentes cayó en el segundo trimestre medido en dólares, aunque en el caso de América Latina se dio una suba cercana a 5%. En promedio las monedas emergentes no mostraron grandes cambios contra el dólar en el trimestre. En los mercados secundarios de deuda, la sobretasa exigida para títulos públicos en dólares de estas economías se recortó y esta contracción fue más marcada para América Latina. Las colocaciones de deuda de emergentes en los mercados internacionales mejoraron en el segundo trimestre tanto en forma trimestral como interanual (incluso descontando el efecto de la colocación de Argentina en abril por el acuerdo con los tenedores de deuda impaga).

La incertidumbre con respecto a cómo se implementará el *Brexit* y cuáles serán sus consecuencias, junto con la posibilidad de cambios en las expectativas con respecto a las acciones de política monetaria en las economías desarrolladas (por ejemplo, la posibilidad de nuevas subas en las tasas de interés por parte de la Fed), se mantendrán en el foco de los inversores en los próximos meses. No se descarta, entonces, que se produzcan nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que, dependiendo de su intensidad y duración, podrían llegar a generar un cambio en el apetito por riesgo a nivel global.

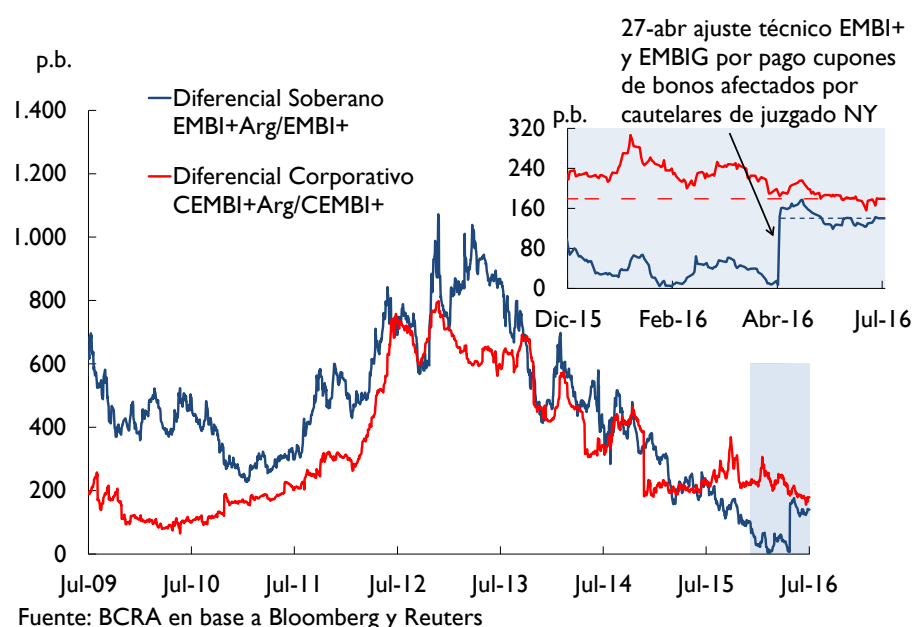
<sup>3</sup> Emerging Market Bond Index y Corporate Emerging Market Bond Index

### 2.3.2 Integración financiera de Argentina

En el segundo trimestre del año continuó el proceso de integración de los distintos sectores del país a los mercados financieros globales. Así, luego de la resolución del conflicto con los tenedores de deuda en litigio por parte del Gobierno Nacional en abril, se continuaron resolviendo las disputas con acreedores externos y se alcanzaron nuevos acuerdos por demandas con firmas que contaban con laudos arbitrales definitivos (usualmente referidos como “juicios del CIADI<sup>4</sup>”).

El proceso de normalización de las relaciones financieras internacionales permitió que la sobre-tasa exigida para instrumentos argentinos por sobre los de otros emergentes mantenga una tendencia a la contracción para los bonos públicos y privados. Esta corrección se dio tanto en términos absolutos como relativos, contra el agregado de los emergentes (ver Gráfico 2.14<sup>5</sup>).

**Gráfico 2.14 | Prima de riesgo para deuda argentina relativa a otros países emergentes**



Así, las colocaciones corporativas y soberanas en el exterior se dinamizaron en forma marcada: en el primer semestre del año el monto de emisiones se constituyó en un máximo de al menos los últimos 10 años (ver Gráfico 2.15<sup>6</sup>). Se destacaron por su magnitud las colocaciones del Tesoro Nacional (en torno a los US\$10.000 millones netos de las compensaciones por acuerdos con *holdouts*<sup>7</sup>) y de algunos distritos subnacionales y, por el lado de los privados, las de empresas como YPF, Cablevisión, Arcor e IRSA.

El ingreso de capitales también se reflejó en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) con un considerable aumento durante el primer semestre de las inversiones extranjeras en el país con respecto a los

<sup>4</sup> Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones.

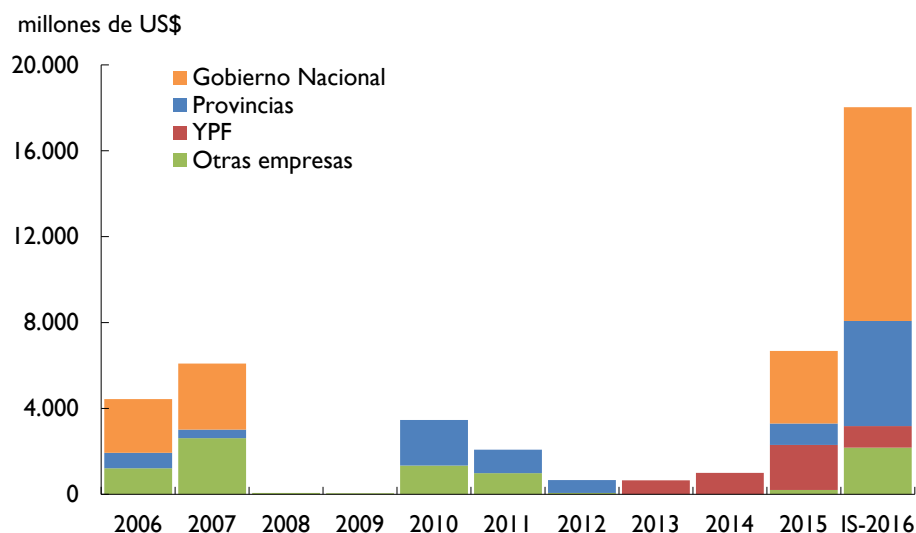
<sup>5</sup> El 27-abr-16, una vez conocida la fecha de cobro de los cupones no cobrados (de los bonos afectados por medidas cautelares en Nueva York) la cotización de los bonos argentinos en ese mercado reflejan una caída ya que cotizaban con los cupones no cobrados incluidos en el precio, hasta ese momento. Consecuentemente hay un ajuste técnico del EMBI+ y EMBIG (suba de más de 140 p.b. y 100 p.b. respectivamente). El 31-may-16 hay un rebalanceo del EMBIG de Argentina, ingresan los nuevos bonos emitidos en abril con vencimiento en 2019, 2021, 2026 y 2046 que pasan a componerlo, junto con los Discount 2005 y 2010 y el Par 2005.

<sup>6</sup> Excluye operaciones por canjes directos y refinanciaciones de pasivos. En las colocaciones del Gobierno Nacional incluye colocaciones de bonos en dólares con legislación doméstica realizadas a mercado mediante subasta pública, que pueden contener una parte de inversores locales.

<sup>7</sup> Se incluye la reciente licitación de bonos destinados a la recompra de cupones ligados al PIB por US\$2.750 millones.

últimos dos años. Entre ellas, se observa un aumento de 44% de la inversión extranjera directa respecto del promedio 2014-2015 (ver Gráfico 2.16).

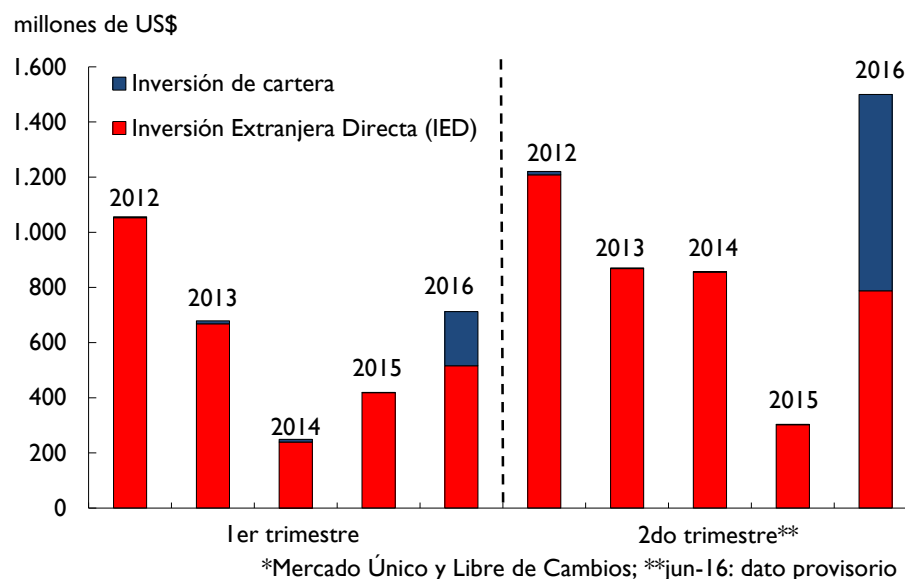
**Gráfico 2.15 | Emisiones de deuda soberana y corporativa en los mercados internacionales**



Fuente: BCRA en base a BCBA, CNV, IAMC, MHyFP y Bloomberg

A mediano plazo, se estima que se profundizará el proceso de integración financiera de la economía argentina. Esto facilitaría el acceso a fondos en los mercados internacionales para empresas de gran tamaño, liberando recursos para otras empresas en el mercado doméstico. El costo de fondeo para agentes económicos de Argentina podría seguir bajando si se mantiene el contexto de bajas tasas de interés en los mercados internacionales y a medida que se siga avanzando en el proceso de ordenamiento del contexto macroeconómico local. A mediano plazo, podría verificarse el efecto adicional de factores técnicos, tanto para instrumentos de renta fija (incremento en la ponderación de los instrumentos argentinos en índices como el EMBI+ o el EMBIG) como para acciones (si Argentina vuelve a ser considerada como economía emergente para el índice MSCI).

**Gráfico 2.16 | Inversión extranjera en el país (Base MULC\*)**



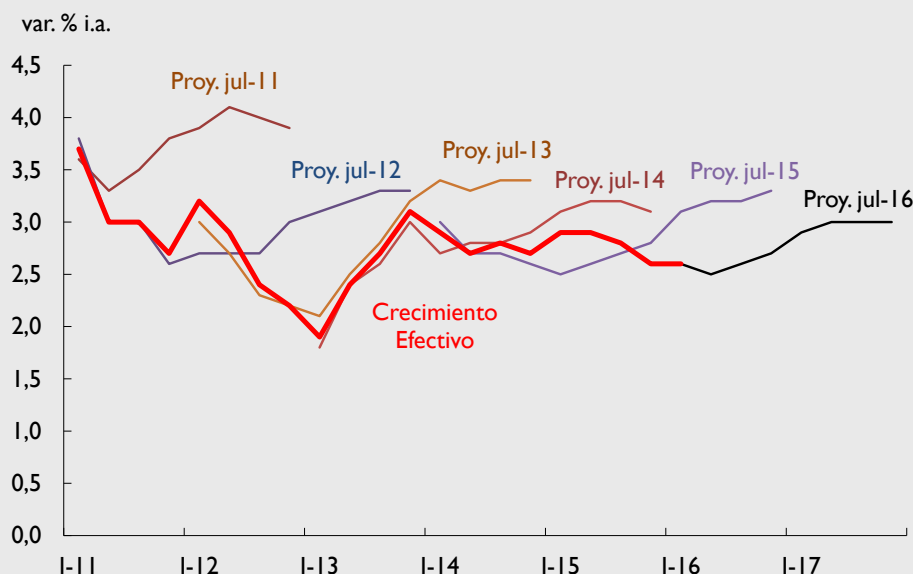
Fuente: Elaboración propia

## Apartado 1 / Proyecciones de crecimiento: optimismo con cautela

Un lugar común en la profesión es que los economistas son bastante buenos para predecir lo que va a pasar, pero bastante malos para precisar cuándo. Esta noción arroja una nota de cautela sobre las perspectivas de recuperación económica global previstas actualmente (¡y desde hace tiempo!) por el consenso de analistas del mercado.

El Gráfico 1 muestra el crecimiento global esperado para un horizonte de varios trimestres, de acuerdo a los analistas encuestados por FocusEconomics en distintos puntos del tiempo desde el año 2011. Con el beneficio del espejo retrovisor, ahora es posible confirmar que el analista mediano fue sistemáticamente optimista en todos los últimos años: en particular, en julio de cada año entre 2011 y 2015, la mediana del crecimiento esperado para el último trimestre del año posterior fue, en promedio, 3,4%. En contraste, el crecimiento interanual promedio realizado en todo el período hasta ahora conocido fue 2,7%. Sólo en la última medición, la de julio de 2016, el analista mediano parecería haber moderado su optimismo, reduciendo su expectativa de crecimiento para el cuarto trimestre de 2017 a un menos ambicioso 3,0%.

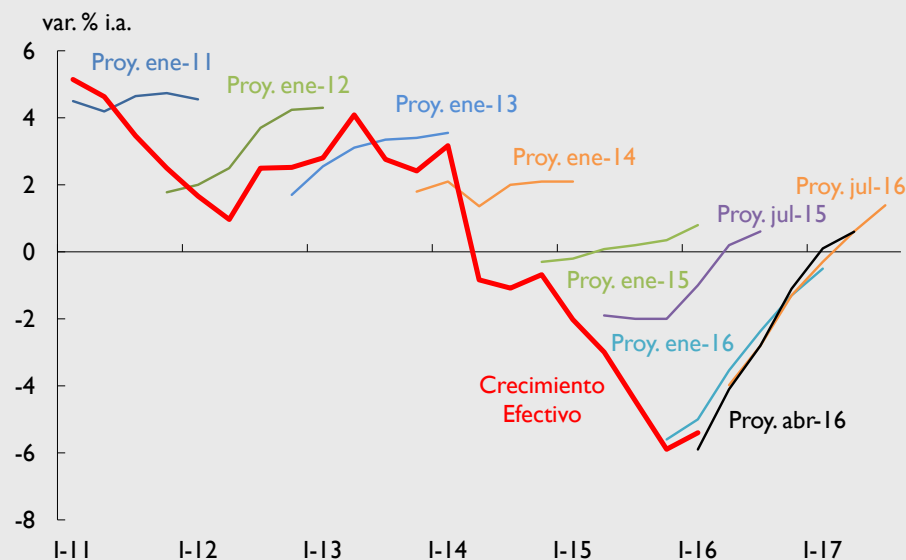
**Gráfico 1 | Proyecciones de crecimiento mundial**



Fuente: Elaboración propia en base a FocusEconomics y FMI

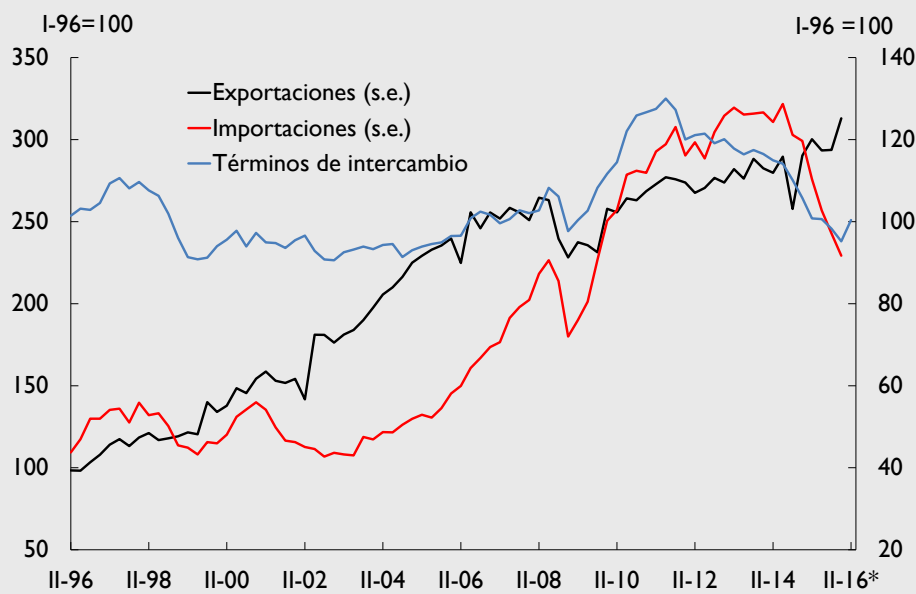
Pero si los analistas de la economía global han sido levemente optimistas, los de la economía brasileña han sido panglosianos. El Gráfico 2 muestra el mismo ejercicio anterior aplicado a la economía de Brasil, con fuente en la encuesta Focus de su banco central. En este caso se releva la expectativa de crecimiento interanual proyectada para un horizonte de cinco trimestres, es decir, que alcanza hasta el mismo trimestre del año siguiente de la medición.

En promedio, la mediana de la expectativa de crecimiento para ese período medida en enero y julio de cada año fue 2,1%; el crecimiento promedio realizado en cada trimestre conocido de los últimos años, en cambio, fue levemente negativo.

**Gráfico 2 | Brasil. Proyecciones de crecimiento**

Fuente: Elaboración propia en base a Encuesta Focus del Banco Central de Brasil y LCA

Para Argentina, la recuperación esperada en la economía mundial, de un crecimiento de 2,6% en el primer trimestre a un ritmo de expansión de 3,0% a partir del segundo trimestre de 2017, es menos crítica que el rebote previsto para la economía brasileña —destino de 40% de nuestras exportaciones de manufacturas de origen industrial— que se contrajo a un ritmo de 5,4% en el primer trimestre. ¿Podría decirse que “esta vez es diferente” y el optimismo hacia Brasil tendrá mayor sustento que en los últimos años?

**Gráfico 3 | Brasil. Exportaciones, importaciones y términos de intercambio**

Fuente: Elaboración propia en base a datos de LCA

\*datos a may-16

A riesgo de pecar del mismo exceso, dos elementos sugieren que lo peor podría haber pasado para Brasil. Primero, la economía ya experimentó un fuerte ajuste en su gasto doméstico, como se observa en la pronunciada caída real de sus importaciones; en consistencia con este desarrollo y con la fuerte depreciación real que lo acompañó, ha comenzado una recuperación en las exportaciones (ver Gráfico 3). Segundo, los últimos meses han traído alivio a la economía brasileña a través de una (apenas incipiente) recuperación en sus términos de intercambio.

Dicho esto, los errores de predicción del pasado llaman a la cautela. El Premio Nobel de Economía Paul Samuelson dijo una vez que “los índices de Wall Street predijeron exitosamente nueve de las últimas cinco recesiones”. En los últimos años, y sobre todo en Brasil, podría decirse lo mismo de las proyecciones de una recuperación.

## Apartado 2 / Las ventajas del tipo de cambio flexible

A fines de abril último, en ocasión de la presentación de su política monetaria para 2016, el BCRA anunció formalmente la migración a un esquema de metas de inflación y flexibilidad cambiaria. Si bien este esquema ha mostrado ser el mecanismo más efectivo y duradero en numerosos países para lograr la estabilidad de precios, suavizar el ciclo macroeconómico y alcanzar procesos de crecimiento ordenados, cabe destacar que la elección del régimen monetario y cambiario más apropiado no es una decisión trivial.

En la elección del régimen apropiado, la literatura identifica en general tres criterios vinculados con diferentes dimensiones del desempeño macroeconómico: a) la reducción de costos de transacción; b) facilitar el acomodamiento de la economía frente a *shocks* exógenos; y, c) la capacidad para establecer un ancla nominal creíble y asegurar la estabilidad de precios de largo plazo.

En general, parece obvio que un esquema de tipo de cambio fijo reduce los costos de realizar intercambios entre diferentes espacios económicos (v.gr. riesgo cambiario y de conversión de unidades monetarias) y que ello facilita los flujos de comercio y de inversión internacional. Estas consideraciones son relevantes cuando los espacios económicos considerados cumplen ciertas condiciones que la literatura ha identificado entre los criterios de las denominadas “áreas monetarias óptimas” (niveles elevados de integración, sincronía del ciclo económico, grados importantes de movilidad factorial, existencia de mecanismos fiscales compensatorios<sup>8</sup>). Bajo estas circunstancias puede justificarse la adopción de una moneda única entre dichos espacios (una forma extrema de fijación cambiaria). En otros casos, las ganancias microeconómicas a obtener de la fijación del tipo nominal son menos obvias y deben contrapesarse con los costos que pueden derivarse de la rigidez inherente a un régimen de este tipo.

La capacidad para responder a *shocks* exógenos es un segundo criterio que la literatura identifica como un factor crítico para favorecer, en general, la adopción de esquemas de flexibilidad cambiaria. En efecto, los esquemas de tipo de cambio fijo exhiben una gran incapacidad para acomodar las perturbaciones que típicamente afectan a las economías pequeñas y abiertas. Una incapacidad que quedó palmariamente en evidencia, por caso, en las crisis financieras que sufrieron en la década del noventa numerosas economías emergentes y en las que sobresale de manera prominente el caso del fin de la Convertibilidad en nuestro país<sup>9</sup>. La razón es que, bajo tipo de cambio fijo, estas perturbaciones requieren ajustes deflacionarios con serias repercusiones en materia de actividad y empleo (ver Gráfico 1). Por el contrario, un tipo de cambio flexible es un mecanismo de estabilización mucho más eficiente en estos casos, permitiendo amortiguar los efectos adversos del *shock* en la economía real.

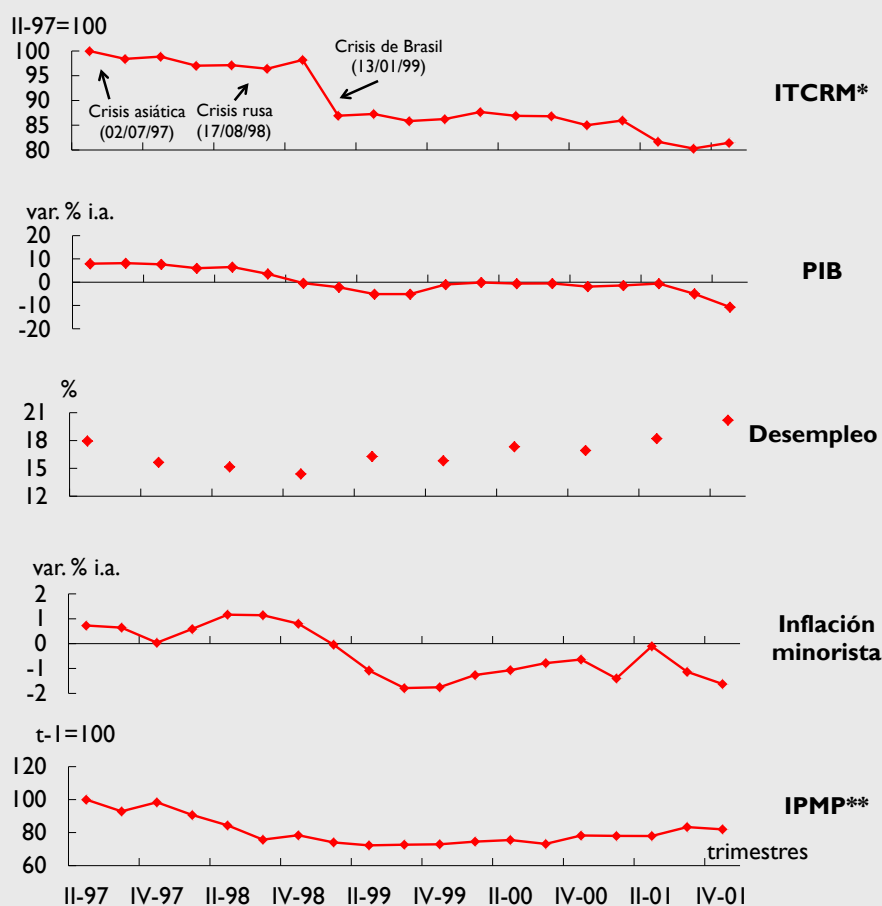
Algo similar suele ocurrir en presencia de *shocks* de naturaleza positiva. Frente a una mejora en los términos de intercambio y/o en las condiciones de acceso al financiamiento externo —que operarían en la dirección de una reducción del tipo de cambio real de equilibrio—, el intento del Banco Central por fijar el tipo de cambio nominal podría simplemente desplazar la presión hacia los precios internos sin impedir el proceso de apreciación real de equilibrio pero al costo de introducir presiones inflacionarias. Una dinámica de este tipo fue la que experimentó, por ejemplo, la economía argentina durante la segunda mitad de la década pasada. Se le encomendó a la política monetaria que contrarrestase las tendencias a la apreciación real. Sin embargo, una política nominal es incapaz de afectar en forma permanente los precios relativos. El resultado del episodio fue que la apreciación real ocurrió de todos modos, al costo de comprometer la estabilidad nominal interna<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Mundell, R. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review, Vol. 51, 4, pages. 657-665.

<sup>9</sup> Calvo, G. (2005): Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?, Cambridge, MA: The MIT Press.

Schmitt-Grohé, S. y Uribe, M. (2010): Pegs and Pain, NBER, Working Paper 16847.

<sup>10</sup> Schmitt-Grohé, S. y Uribe, M. (2010): Pegs and Pain, NBER, Working Paper 16847.

**Gráfico I | Experiencia argentina con régimen de tipo de cambio fijo frente a la crisis de los países emergentes iniciada en 1997**

\* Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral; \*\* Índice de Precios de las Materias Primas que exporta Argentina

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

En este sentido, y frente a lo que suele a veces considerarse, los esquemas de tipo de cambio fijo están lejos de ser el mecanismo más idóneo para asegurar el tercero de los criterios mencionados en la literatura sobre la deseabilidad relativa de regímenes cambiarios alternativos: el de su capacidad para asegurar la estabilidad de precios de largo plazo y la sostenibilidad macroeconómica intertemporal. En efecto, tal como se muestra en una abundante y rica literatura, las estabilizaciones basadas en esquemas de ancla cambiaria tienden a provocar estabilizaciones usualmente transitorias con ciclos pronunciados en la actividad económica que culminan frecuentemente en severas crisis de balanza de pagos<sup>11</sup>.

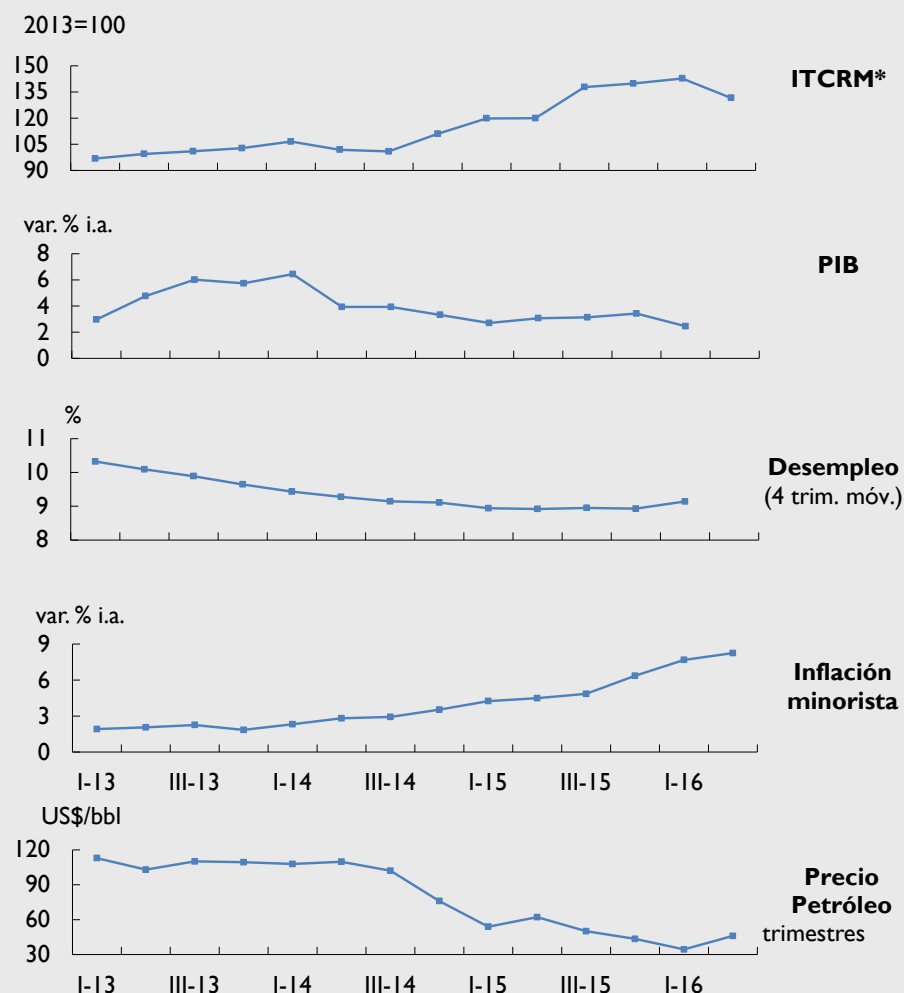
A raíz de estas dificultades de las estabilizaciones basadas en los tipos de cambio fijos y de las virtudes de los tipos de cambio flexibles para acomodar *shocks* externos, comenzó a establecerse un consenso importante en la profesión en favor de la flotación cambiaria. En el marco de una transición a esquemas formales de metas de inflación, estos regímenes empezaron a ser adoptados con muy buenos resultados en materia de creciente estabilidad nominal por la mayoría de las economías de mercados emergentes a inicios del nuevo milenio.

<sup>11</sup> Calvo, G. y Vegh (1999): Inflation Stabilization and BOP Crisis, NBER, Working Paper 6925.



Acostumbrar a los participantes del mercado y al público en general al funcionamiento de un esquema de flotación es clave asimismo para ayudar a disociar el comportamiento de los precios domésticos de la dinámica del tipo de cambio nominal, como se observa en varios países de la región que han adoptado en los últimos años regímenes de metas de inflación y exhiben en la actualidad entornos de creciente estabilidad nominal. La experiencia colombiana reciente permite ilustrar el punto. Frente a la abrupta caída de cerca de 60% del precio del petróleo desde 2013, el peso colombiano se depreció nominalmente alrededor de 35%. Sin embargo, gracias a un régimen creíble de metas de inflación, el impacto interno del *shock* negativo fue relativamente menor: la economía continuó creciendo a un ritmo elevado (pasando de 4,9% en 2013 a 3,1% en 2015), al tiempo que el traslado a los precios domésticos de la depreciación cambiaria fue bajo (la inflación aumentó transitoriamente desde 1,9% en diciembre de 2013 a 6,8% en igual mes de 2015, esperándose un descenso a 6,0% para fines de este año). Así, los impactos inflacionarios del *shock* externo tenderán a disiparse sin mayores impactos y la depreciación real de la moneda operó tal como predice la teoría, suavizando los efectos contractivos del *shock* adverso (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Experiencia colombiana con régimen de tipo de cambio flexible frente a la abrupta caída del precio del petróleo en 2014**



\* Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

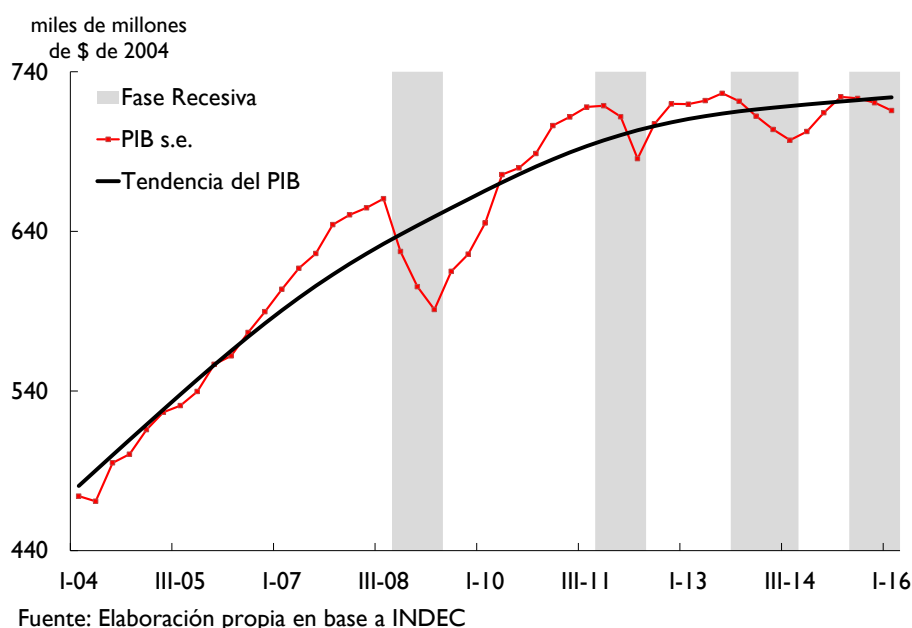
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BIS y Datastream

### 3. Actividad económica

La nueva estimación oficial del PIB reveló que la economía argentina ingresó a mediados de 2015 en una etapa recesiva. El nivel de actividad del primer trimestre de 2016 mostró una caída acumulada de 1,2% con respecto al del segundo trimestre de 2015. El BCRA continúa esperando una recuperación de la actividad económica en lo que resta del año. El conjunto de políticas implementadas continuarán siendo una fuerza expansiva en el sector exportador. Las mejores condiciones de acceso y el menor costo del financiamiento internacional facilitarán la inversión, tanto pública como privada. El consumo privado aumentaría con la recuperación de ingresos reales de los hogares, a partir del descenso en la tasas de inflación prevista para los próximos meses.

#### 3.1 La economía del primer trimestre de 2016

**Gráfico 3.1 | Nivel de PIB desestacionalizado y tendencia de largo plazo**



A fin de junio el INDEC publicó las nuevas series de cuentas nacionales<sup>12</sup>. Tal como anticipamos en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de mayo, la economía argentina acumuló un crecimiento nulo desde mediados de 2011. En el tercer trimestre de 2015 la economía entró en su tercera fase recesiva luego de la crisis financiera global de 2009<sup>13</sup> (ver Gráfico 3.1). En el primer trimestre de 2016 el PIB cayó 0,7% sin estacionalidad (s.e.), ubicándose 1,2% por debajo de su tendencia.

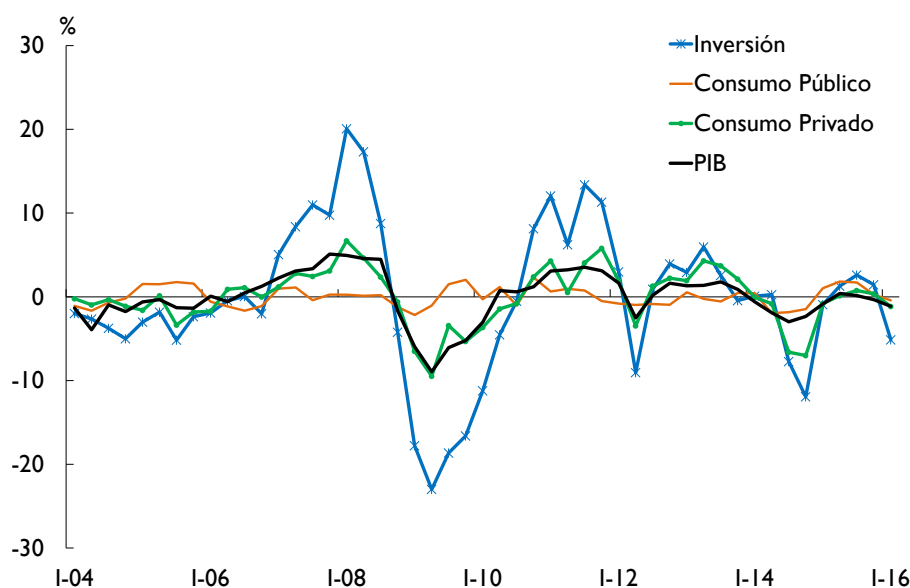
<sup>12</sup> En el marco de la emergencia del Sistema Estadístico Nacional (Decreto 55/2016), al momento de elaboración del presente informe no se dispone de suficiente información estadística para el seguimiento pormenorizado de la actividad económica y el mercado laboral, recurriéndose para ello a diversos indicadores parciales disponibles provistos por instituciones públicas y privadas (incluyendo entre estas últimas indicadores elaborados y difundidos por cámaras sectoriales).

<sup>13</sup> Se denomina ciclo de la actividad económica a las oscilaciones recurrentes desde una fase de expansión a otra de recesión y viceversa. Dichas oscilaciones se producen en torno a su tendencia de largo plazo. La tendencia se obtuvo aplicando el filtro de Hodrick-Prescott y el componente cíclico se calculó como el desvío de la serie desestacionalizada respecto de la tendencia.

Las nuevas series de demanda agregada muestran que el ciclo económico argentino exhibió en los últimos doce años un comportamiento típico de las economías emergentes: el consumo privado, la inversión, las exportaciones y las importaciones se movieron junto con el ciclo, mientras que las exportaciones netas estuvieron negativamente correlacionadas con el ingreso<sup>14</sup>.

Durante el primer trimestre de 2016, la caída del PIB estuvo asociada a una disminución del consumo privado y de la inversión, corroborando la regularidad observada. El consumo privado se ubicó 1,3% por debajo de su tendencia, el consumo público, 0,8% y la inversión, 5,3% (ver Gráfico 3.2).

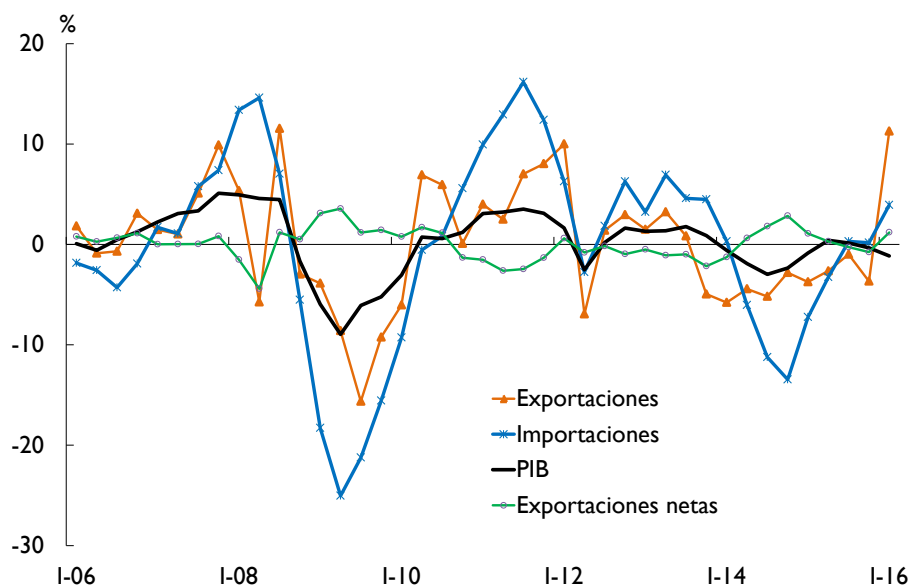
**Gráfico 3.2 | Ciclo del PIB y sus componentes de demanda**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Las exportaciones netas, por su parte, también tuvieron el comportamiento típico de los ciclos económicos de países emergentes: aumentaron al caer el producto. Sin embargo, se registró un fenómeno menos frecuente que en el ciclo típico: tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron simultáneamente en un contexto en el que el producto se contraía (ver Gráfico 3.3). Este aumento de los flujos de comercio respondió, tal como fue explicado en el IPOM de mayo, a la normalización cambiaria y a la eliminación de importantes restricciones a las operaciones de comercio exterior. Las exportaciones fueron también impulsadas por las medidas adoptadas por el nuevo gobierno, que incentivaron la liquidación de inventarios agrícolas acumulados en campañas anteriores.

<sup>14</sup> Ver, por ejemplo, Neumeyer, Pablo A. y Perri, Fabrizio (2005) *Business cycles in emerging economies: the role of interest rates*, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 52(2), pages 345-380. También Mark Aguiar y Gita Gopinath (2007) *Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend* Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 115, pages 69-102.

**Gráfico 3.3 | Ciclo del PIB, exportaciones e importaciones**

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

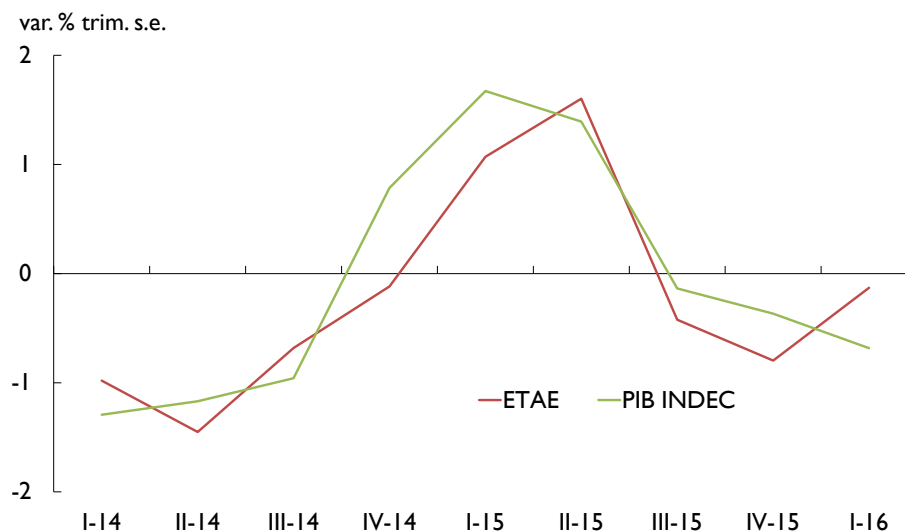
### 3.1.1 Nowcast de la actividad económica

#### 3.1.1.1 ¿Qué desempeño tuvo la predicción del Nowcast publicada en el IPOM de mayo?

El *Nowcast* de la actividad económica publicado en el IPOM de mayo proyectaba para el primer trimestre de 2016 un crecimiento de la actividad económica de 0,8% interanual (i.a.) y 0,5% trimestral s.e. (ver apartado 3 / *Nowcast* de actividad económica del BCRA). Dada la ausencia de estadísticas públicas confiables al momento de realizarse esa predicción, se proyectaba la evolución del Estimador Trimestral de la Actividad Económica (ETAE)<sup>15</sup>. Los datos del ETAE, publicados a fines de mayo, mostraron un leve aumento de la actividad económica en el primer trimestre de 2016 en términos interanuales (0,3% i.a.) y una variación levemente negativa en el trimestre (-0,1% s.e.).

Las cuentas nacionales revisadas por el INDEC, mostraron que el PIB aumentó algo más que el ETAE (0,5% i.a.) en el primer trimestre del año en términos interanuales, con una mayor contracción respecto del cuarto trimestre de 2015 (-0,7% s.e.). La discrepancia entre ambos indicadores se debe a la distinta dinámica que ambos describen para la actividad económica durante 2015 (ver Gráfico 3.4). En particular, según el ETAE, la caída trimestral en los dos últimos trimestres de 2015 (-0,4% en III-15 y -0,8% en el IV-15) fue mayor a la reflejada en el PIB INDEC (-0,1% y -0,4%, respectivamente).

<sup>15</sup> El indicador ETAE es producido conjuntamente por las consultoras privadas FIEL, Estudio Broda y ABECEB.

**Gráfico 3.4 | PIB INDEC y ETAE**

Fuente: INDEC, FIEL, Estudio Broda y ABECEB

Como surge con claridad del Cuadro 3.1, la predicción generada por el *Nowcast* del BCRA para el primer trimestre de 2016, comparada con las proyecciones que resultan de los principales consensos de mercado, ha sido la más acertada y lo más importante, lo ha sido en el signo del crecimiento interanual. A diferencia de las variaciones trimestrales, en las que los datos de distintas fuentes son poco comparables porque las metodologías de desestacionalización utilizadas pueden diferir, las variaciones interanuales son comparables entre pronósticos. De hecho, los consensos de mercado no publican las variaciones trimestrales desestacionalizadas.

**Cuadro 3.1 | Predicciones primer trimestre 2016. Var. interanual del PIB (%)**

| Fuente                             | PIB I-I6<br>var. % i.a. |
|------------------------------------|-------------------------|
| FocusEconomics                     | -1,0                    |
| Consenso Bloomberg                 | -1,9                    |
| Latin American Consensus Forecasts | -0,7                    |
| Nowcast BCRA                       | 0,8                     |
| PIB INDEC (observado)              | 0,5                     |

Nota: La tabla incluye las predicciones disponibles más actualizadas a abril de 2016, momento en el que se dispuso de los 6 *Nowcast* del PIB. La predicción del *Nowcast* BCRA es el promedio de los 6 *Nowcast* generados para I-I6.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, FocusEconomics, Bloomberg y Latin American Consensus Forecasts

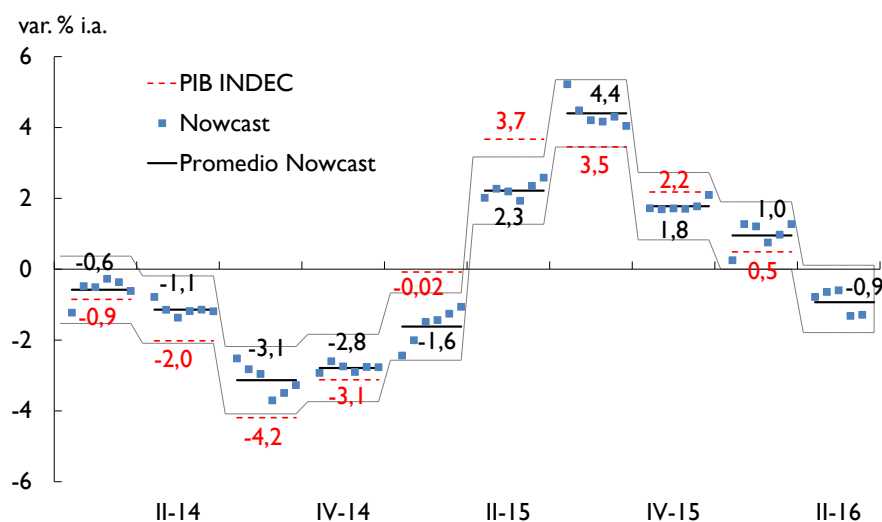
En adelante, las predicciones del *Nowcast* que elabora el BCRA serán absolutamente comparables con las generadas por el REM, porque tanto el indicador de actividad (PIB INDEC) proyectado como el conjunto de información disponible (dada la frecuencia mensual del REM) serán comunes para todas las predicciones.

### 3.1.1.2 ¿Qué predice el *Nowcast* del BCRA para la actividad económica en el segundo trimestre del año?

A partir de la publicación de las cuentas nacionales revisadas por el INDEC, se ha reemplazado el ETAE por el PIB oficial, base 2004, en la estimación del *Nowcast*. Este reemplazo implicó rehacer el ejercicio desde 2004, incluyendo la estimación de los nuevos factores, la generación de todas las predicciones pasadas y la evaluación de la capacidad predictiva del modelo de factores en relación al PIB INDEC<sup>16</sup>.

La quinta predicción del *Nowcast* —al 15 de julio— indica una caída de la producción de bienes y servicios en el segundo trimestre de 2016, de 1,3% interanual —i.a.— y una menor reducción trimestral en términos desestacionalizados —0,11% s.e.— (ver Gráfico 3.5).

**Gráfico 3.5 | Nowcast de la variación interanual del PIB INDEC**



Nota: la línea gris indica un intervalo de confianza del 68% (+/- 1 desv. est.) para la predicción del *Nowcast*

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## 3.2 La economía a partir del segundo trimestre

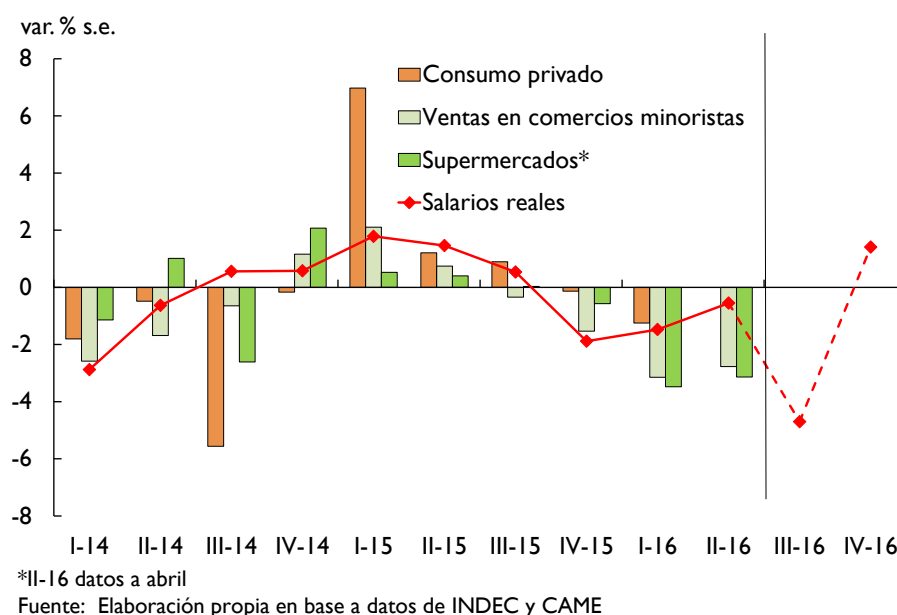
Se estima que durante el segundo trimestre continuó el proceso recesivo iniciado en el tercer trimestre de 2015. El consumo privado probablemente cayó, debido a la merma en los ingresos en términos reales y a un nivel de empleo estancado; la inversión continuó dando señales mixtas; las exportaciones mostraron un buen desempeño, a pesar de caer contra el excepcional trimestre anterior, en el que se habían comercializado existencias acumuladas previamente; por último, las importaciones crecieron.

<sup>16</sup> Los resultados encontrados para la estimación basada en el PIB INDEC siguen mostrando que el *Nowcast* supera en capacidad predictiva a un modelo AR(1) como base de comparación de acuerdo al test de Giacomini y White (2006) de capacidad predictiva condicional.

### 3.2.1 El consumo se mantuvo débil

El consumo privado continuó en baja en el segundo trimestre, según se desprende de los indicadores parciales de cobertura más difundida. La recaudación tributaria ligada al consumo (Impuesto al Valor Agregado —IVA— bruto) disminuyó 3,6% s.e. con respecto al primer trimestre en términos reales<sup>17</sup>, al tiempo que las ventas en supermercados deflactadas cayeron 3,1% s.e. y las ventas en comercios minoristas relevadas por CAME se redujeron 2,8% s.e. (ver Gráfico 3.6).

**Gráfico 3.6 | Evolución del consumo privado y de los salarios reales**

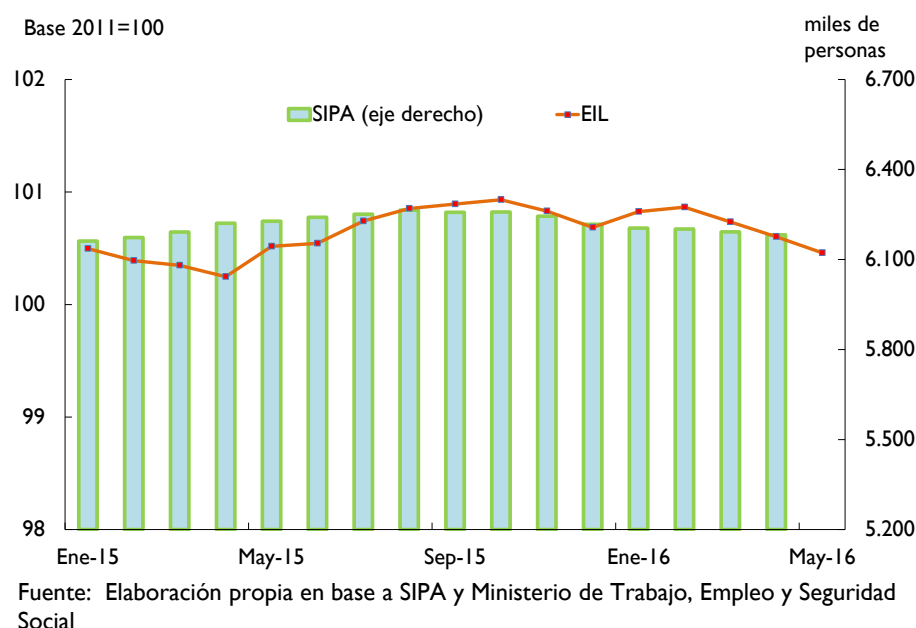


No obstante, se observaron algunas señales positivas. Las cantidades importadas de bienes de consumo volvieron a crecer en el trimestre (9,4% s.e.), al igual que la comercialización de autos en el mercado local (1,6% s.e.). Por otro lado, se evidenció una recuperación en las ventas en centros de compras medidas en términos reales (1,7% s.e.).

El consumo privado siguió afectado en el trimestre por la caída de los ingresos reales de las familias. En particular, fue afectado por el reacomodamiento de las tarifas que generó una disminución de su espacio presupuestario, aunque algunas medidas fiscales tendieron a atemperar este efecto. Los salarios del sector registrado —de acuerdo a la información de la Administración Federal de Ingresos Públicos —AFIP— se redujeron 0,6% s.e. en términos reales en relación al primer trimestre del año.

La ocupación registrada en el sector privado disminuyó levemente en abril y mayo en relación al primer trimestre. Los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) elaborada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social mostraron en dicho período una caída de 0,3% trimestral desestacionalizada (ver Gráfico 3.7).

<sup>17</sup> Como deflactor de las variables nominales se utiliza en todo el capítulo un índice de alcance nacional (ver sección 4. Precios).

**Gráfico 3.7 | Niveles de empleo privado registrado (series desestacionalizadas)**

La desaceleración inflacionaria prevista para los próximos meses mejorará el poder adquisitivo de los salarios. Para los trabajadores del sector formal, considerando los acuerdos paritarios ya celebrados (ver sección 4. Precios), el sendero esperado de precios al consumidor significará un aumento de sus ingresos en términos reales (ver Gráfico 3.6). Complementariamente, las medidas sociales implementadas<sup>18</sup> favorecerán la recuperación de los ingresos reales de las familias. Esto podría alentar una recuperación del consumo hacia fin de año.

### 3.2.2 Comportamiento heterogéneo en los componentes de la inversión

En el segundo trimestre, los indicadores de los componentes de la inversión mostraron nuevamente un desempeño heterogéneo. La inversión en equipo durable de producción habría vuelto a crecer en el período, mientras que la construcción habría continuado disminuyendo, a partir de la menor inversión del sector privado.

El incremento de la inversión en equipo durable de producción puede anticiparse por el mayor gasto en maquinarias y equipos de origen importado, como se observó en el primer trimestre. En particular, las compras externas de bienes de capital medidas en cantidades se elevaron 3,1% s.e. En cuanto al equipamiento de origen nacional, los datos de producción de bienes de capital de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) arrojaron una suba de 5,6% s.e.

Varios factores habrían alentado a la inversión en equipo durable de producción en el trimestre y continuarían operando en lo que resta del año. Primero, los acuerdos con los acreedores de los bonos en litigio al comienzo del segundo trimestre, permitieron un mayor acceso a los mercados externos para la financiación de la inversión, en un marco de elevada liquidez internacional. Segundo, las políticas implementadas por el nuevo gobierno generaron un cambio en las expectativas de los agentes económicos y se reflejaron en un alza de los créditos comerciales en dólares. En particular, en el sector agrícola estas medidas, junto con las subas en las cotizaciones internacionales de los granos, estimularán nuevas inversiones.

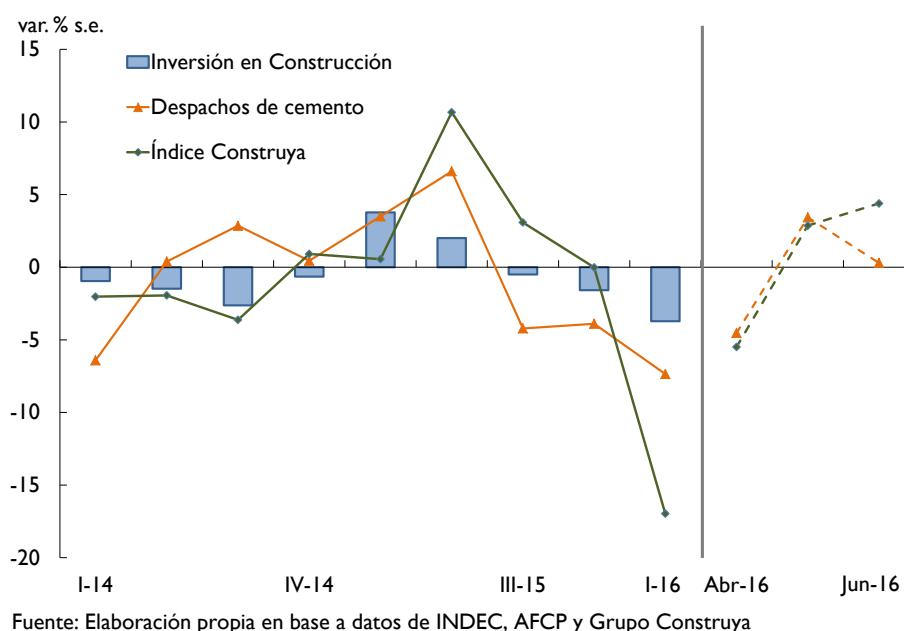
<sup>18</sup> Entre ellas, la exención del medio aguinaldo del Impuesto a las Ganancias; la suba del Salario Mínimo Vital y Móvil y del Seguro de Desempleo. Los nuevos jubilados verán incrementados sus ingresos reales a partir de la implementación de la Ley de Reparación Histórica, que corregirá la manera en la que se calculan los haberes, siguiendo lo que estableció la Justicia.



La inversión en construcción probablemente haya sufrido otra disminución en el trimestre, producto de la caída de las obras ligadas al sector privado, mientras que la inversión proveniente del sector público mostró un avance en relación a los niveles de inicio de año.

En particular, los indicadores sectoriales<sup>19</sup> como el Índice Construya y despachos de cemento cayeron en el segundo trimestre 6,6% s.e. y 4,6% s.e., respectivamente, afectados principalmente por la cantidad de días de lluvia de abril. Esta dinámica del sector se reflejó en la caída del empleo, con una disminución del 10,3% i.a. de los puestos registrados en la construcción en el período abril-mayo, según AFIP. Sin embargo, en mayo y junio se observó una recuperación de la actividad del sector medida por el Índice Construya, dejando buenas perspectivas para el tercer trimestre (ver Gráfico 3.8).

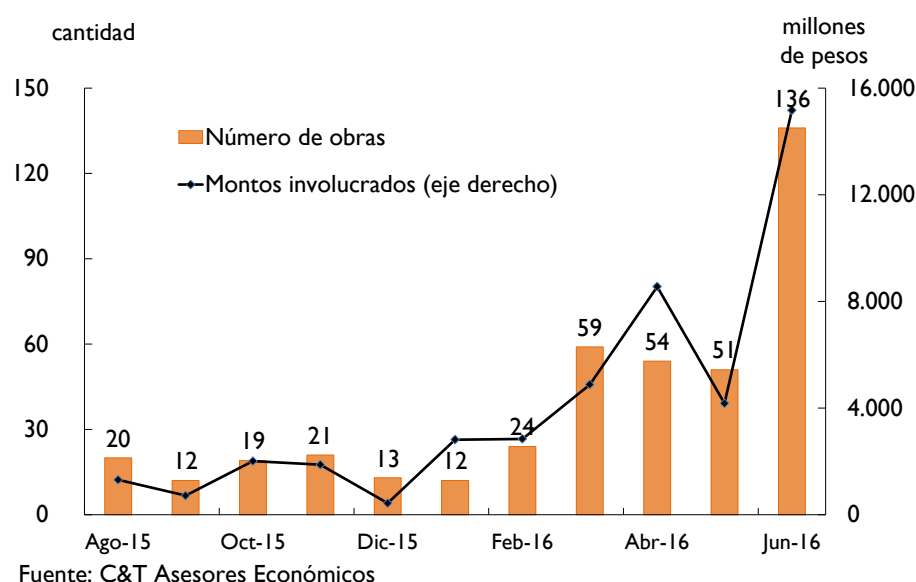
**Gráfico 3.8 | Inversión en construcción**



A diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre, la obra pública aumentó en el segundo. En este sentido, el gasto de capital del sector público nacional, medido en términos reales<sup>20</sup>, se incrementó 21,1% s.e. Se espera un mayor dinamismo por este concepto durante el resto del año, a partir del fuerte impulso que cobraron las licitaciones de obras (viales, hidráulicas, civiles y de arquitectura), triplicándose los montos involucrados. De acuerdo con un relevamiento nacional, provincial y municipal elaborado por C&T Asesores Económicos, mientras que en el primer trimestre se licitaron 95 obras públicas en el segundo trimestre las obras licitadas totalizaron 241, de las cuales 136 fueron en junio (ver Gráfico 3.9).

<sup>19</sup> El INDEC retomó el 31 de mayo la publicación del Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC). Sólo dio información de las variaciones interanuales desde enero, no se cuenta con una serie del mismo y tampoco se publicó el desagregado por tipo de obra como se hacía anteriormente.

<sup>20</sup> Se considera como deflactor al Índice de Costos de la Construcción publicado por INDEC desde enero de 2016, previamente el confeccionado por la Cámara Argentina de la Construcción.

**Gráfico 3.9 | Obra pública. Evolución de las licitaciones**

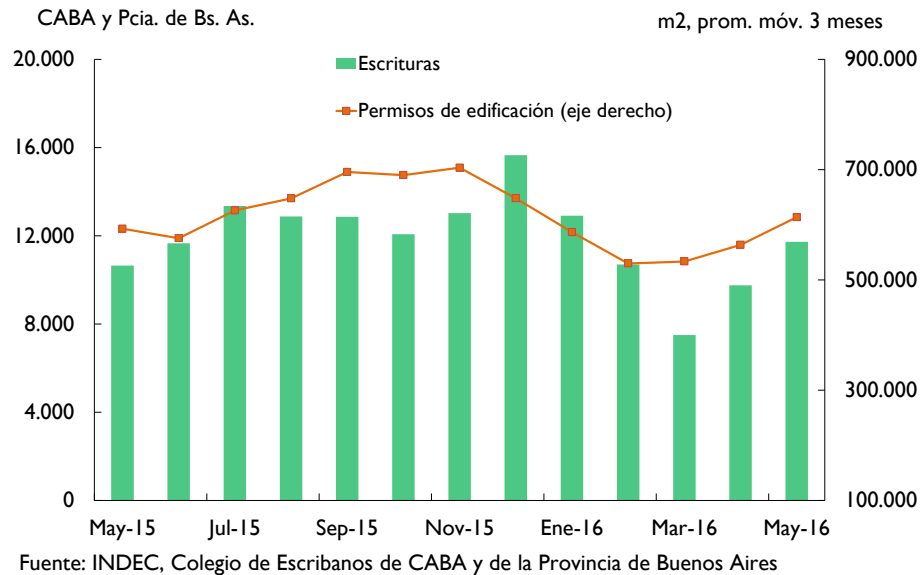
En igual sentido, considerándose sólo a la Administración Nacional, las erogaciones de capital devengadas entre enero y junio representaron sólo el 28% del total fijado en el presupuesto anual, frente a un ratio de ejecución cercano al 50% en el caso de los gastos corrientes. Ello indica que para el resto del año quedan pendientes unos \$130 mil millones en gasto de capital, lo que equivale a 2% del PIB. A ello se sumarán las ampliaciones presupuestarias de fines de junio, relacionadas con el plan de infraestructura anunciado<sup>21</sup>, con ejecución parcial en 2016.

Por su parte, la construcción privada será beneficiada por la desaceleración observada en sus costos y las inversiones de residentes y no residentes, en un contexto de reapertura de la cuenta capital y la implementación del régimen de sinceramiento fiscal (blanqueo de capitales)<sup>22</sup>. En este sentido, ya se observaron algunos indicios que anticipan un mejor desempeño de las construcciones privadas en lo que resta del año.

La superficie cubierta autorizada para la ejecución de obras privadas en 41 municipios de todo el país relevados por el INDEC evidenció un crecimiento promedio en abril-mayo en relación a los registros del primer trimestre. En el sector inmobiliario, el principal demandante de construcción, se observó un repunte en la cantidad de escrituras de compra-venta celebradas en CABA y en la Provincia de Buenos Aires, en torno al 20%, aunque desde niveles históricamente muy bajos (ver Gráfico 3.10).

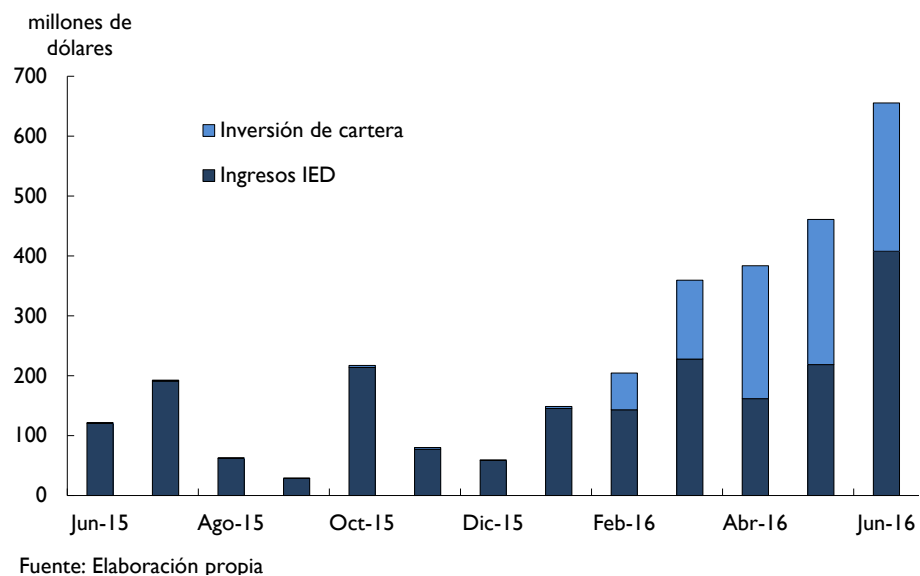
<sup>21</sup> El Decreto 797/2016 prevé un total de desembolsos por \$ 98.674 millones entre 2016 y 2019.

<sup>22</sup> El Régimen de Sinceramiento Fiscal establece un sistema voluntario y excepcional de declaración de tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país y en el exterior comúnmente conocido como blanqueo de capitales.

**Gráfico 3.10 | Escrituras y Permisos de Edificación**

También beneficiará a la actividad del sector el relanzamiento del Procrear, con recursos iniciales previstos por \$5.000 millones, siendo la primera adjudicación en septiembre próximo.

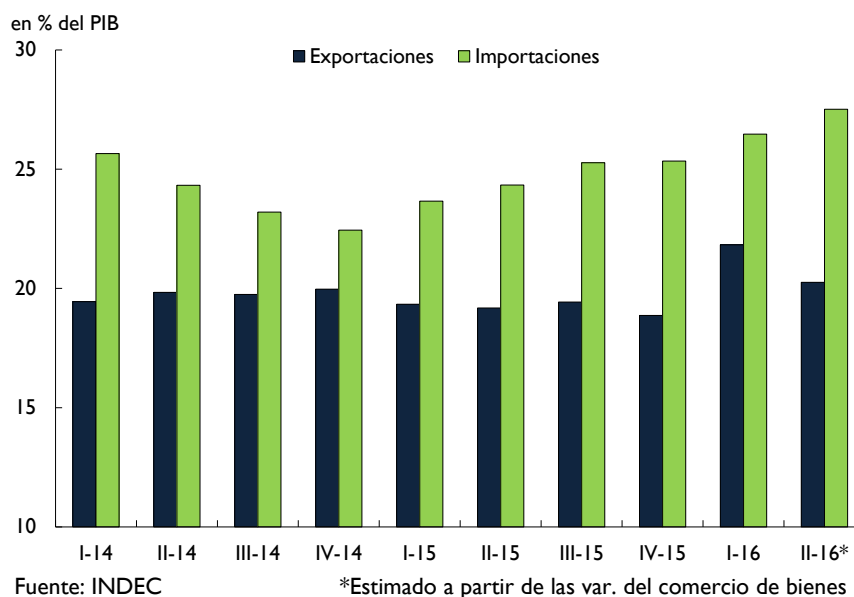
Adicionalmente, tal como se mencionó en el IPOM de mayo, la apertura de la cuenta capital junto con la normalización de los giros de utilidades al exterior, permitieron un mayor ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED). En el primer semestre, ingresaron más de US\$1.300 millones por ese concepto, cifra similar a la contabilizada a lo largo de todo el año 2015 (ver Gráfico 3.11).

**Gráfico 3.11 | Inversión Extranjera (Base MULC)**

### 3.2.3 Exportaciones e importaciones mantienen una evolución favorable

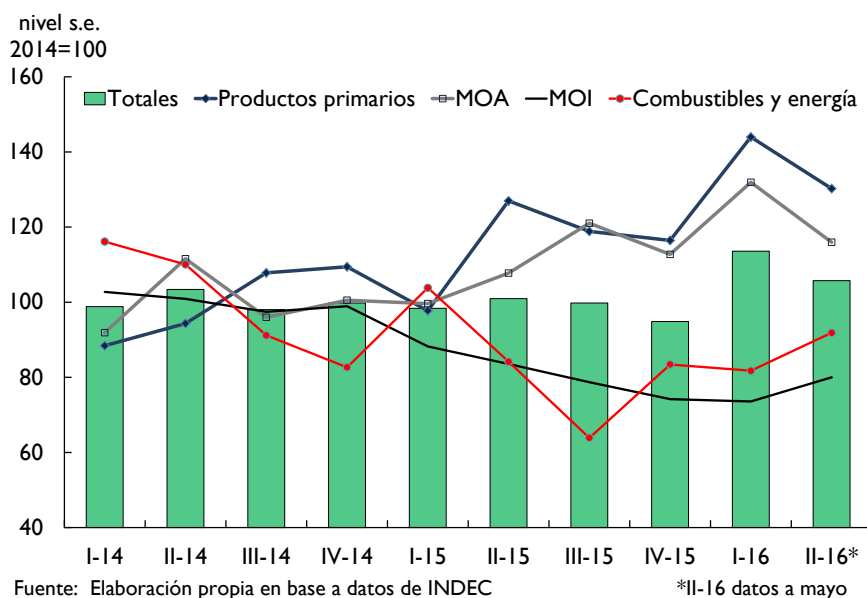
En el segundo trimestre se continuó observando dinamismo en el comercio exterior. El desempeño del sector exportador respondió favorablemente a las políticas implementadas, alcanzando las cantidades exportadas niveles superiores a los del año anterior (ver Gráfico 3.12), aunque disminuyendo 6,9% s.e. con respecto al excepcional trimestre previo.

**Gráfico 3.12 | Exportaciones e importaciones**



Al analizar los grandes rubros de exportación, se observó un cambio en la dinámica en relación a inicios de año (ver Gráfico 3.13). Por una parte, las ventas al exterior de Productos Primarios y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron en el trimestre 9,5% s.e. y 12,1% s.e., respectivamente, probablemente afectadas de manera extraordinaria por excesivas precipitaciones. De todos modos, las ventas de estos rubros se ubicaron en niveles superiores a los del cuarto trimestre de 2015 y se mantienen las perspectivas favorables para los próximos meses, producto de las inversiones en el sector agropecuario que generarán mayores saldos exportables.

**Gráfico 3.13 | Cantidades exportadas**



Por otra parte, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) mejoraron en el segundo trimestre, al exhibir un alza de 8,8% s.e. y revertir la caída del primero (los niveles superan en 7,8% s.e. a los del último cuarto de 2015). No obstante, esta mejora no se reflejó en una reactivación difundida de la actividad manufacturera. Las cantidades exportadas de autos, en particular, registraron una baja de 5,5% s.e. en el trimestre, impactando negativamente en la producción doméstica (-3,7% s.e.).

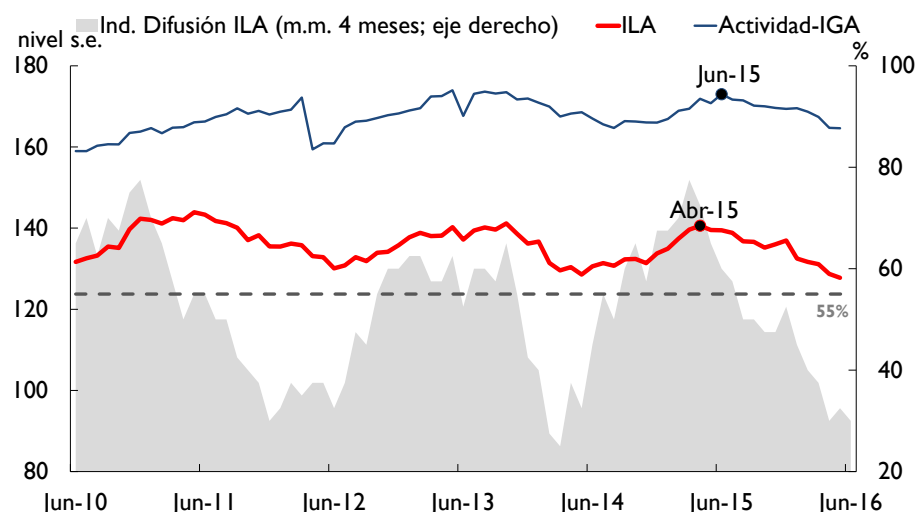
Las importaciones siguieron creciendo en el segundo trimestre a un ritmo semejante al de inicios de año, en un marco en que la flexibilización del comercio implementada en diciembre pasado siguió operando. La suba de las cantidades importadas fue difundida a los diversos usos, destacándose —por su participación en los montos comerciados— el aumento de las importaciones de los bienes intermedios (5,3% s.e.) y de los bienes de capital (3,1% s.e.). Las importaciones de bienes de consumo se mantuvieron en alza (9,4% s.e.), particularmente las de vehículos automotores (9,5% s.e.).

Hacia adelante, de la mano de la normalización cambiaria y la eliminación de trabas, se espera que se consolide la recuperación tanto de exportaciones como de importaciones. Estas últimas también se verían impulsadas por la recuperación del ciclo económico.

### 3.3 Perspectivas

A pesar de que tanto el BCRA como el consenso de analistas de mercado prevén una recuperación de la economía argentina, ésta no sucedería en lo inmediato. El Indicador Líder de la Actividad (ILA) elaborado por el BCRA aún no permite anticipar un cambio de signo en el ciclo económico (ver Gráfico 3.14). Por su parte, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) prevé una caída del PIB de 2% en el tercer trimestre con respecto al mismo trimestre del año anterior y de 1,4% en 2016 en su conjunto.

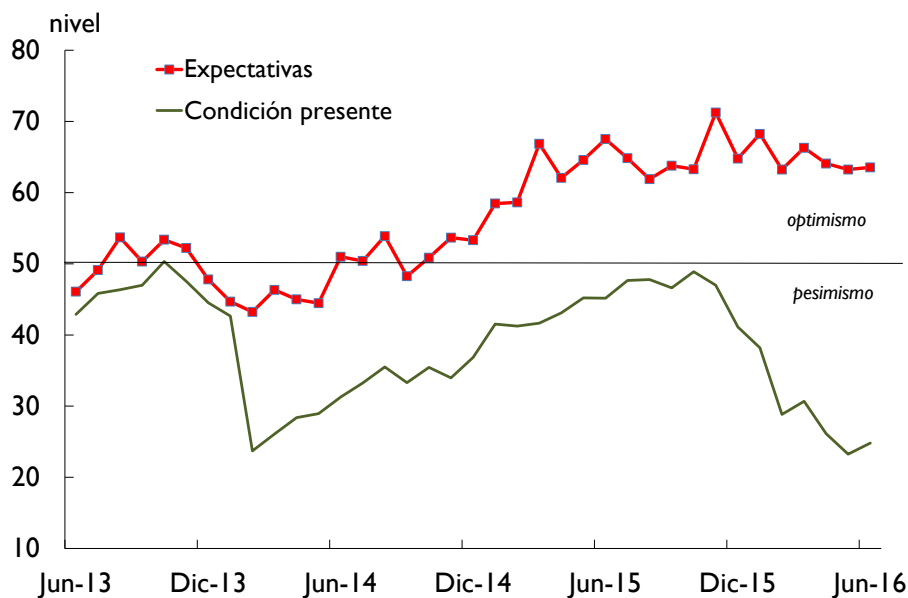
**Gráfico 3.14 | Indicador Líder de Actividad**



Nota: El ILA tiene por objetivo anticipar posibles puntos de giro en el ciclo de la economía. Por lo tanto, lo relevante es el cambio de tendencia de la serie y no su nivel. El IGA tiene base 1993=100 y el ILA, Marzo 94=100.

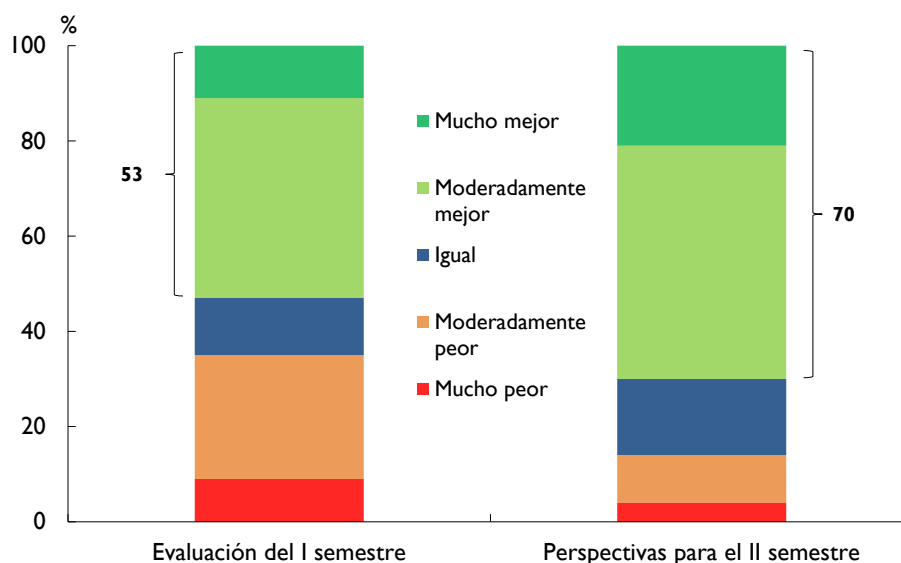
Fuente: Elaboración propia en base a OJF, AFIP, Cámaras Sectoriales, Bloomberg y UTDT.

Sin embargo, para 2017, el REM prevé un incremento de 3,2% en la actividad económica, en línea con otros indicadores de expectativas que indican optimismo. Por ejemplo, los consumidores siguen siendo optimistas respecto al futuro, a pesar del deterioro que perciben en la situación presente (ver Gráfico 3.15).

**Gráfico 3.15 | Confianza de los Consumidores**

Fuente: UTDT

Por su parte, el 70% de los empresarios encuestados en IDEA por la consultora D'Alessio IROL consideró que la situación económica será mejor en el segundo semestre, incrementándose con respecto al 53% que evaluó positivamente la primera mitad del año (ver Gráfico 3.16). El optimismo se refleja en las expectativas netas de inversión, ventas y especialmente en la evolución del empleo: un 50% de los encuestados anticipó algún incremento en su planta de personal y sólo el 14% anticipó una disminución.

**Gráfico 3.16 | Expectativas de los Empresarios**

Fuente: IDEA / D'Alessio IROL

Otros relevamientos dan cuenta de una posición más cauta de los empresarios en relación a la ocupación de personal. De acuerdo al último relevamiento de Manpower, durante el tercer trimestre el 80% de los encuestados reveló que mantendrá estable su dotación, en tanto que la expectativa neta de empleo resultó levemente positiva (1 punto porcentual). Resultados similares surgen de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad social realizada en mayo: el 88% de las empresas respondió que va a mantener su nivel de ocupación en tanto que entre los que esperan cambios, el balance es positivo en 3 puntos porcentuales.

Los principales factores por los que el BCRA continúa esperando una recuperación de la actividad económica son los siguientes: primero, la normalización cambiaria, las menores retenciones a las exportaciones y la eliminación de trabas continuarán apuntalando la recuperación de los flujos de comercio exterior; segundo, la mayor competitividad del tipo de cambio con respecto al año anterior dará un impulso adicional a las exportaciones; tercero, la normalización de las relaciones financieras con el mundo atraerá inversión extranjera directa y facilitará el acceso y disminuirá el costo del financiamiento para la inversión en general. A estos factores se sumaría la progresiva mejora del consumo a medida que se recuperen los ingresos de las familias.

## Apartado 3 / *Nowcast* de actividad económica del BCRA

### ¿Qué es el *Nowcast*?

El *Nowcast* permite aprovechar la riqueza informativa de un gran número de indicadores económicos que se publican con una frecuencia mayor a la del PIB. Estos indicadores contienen información valiosa acerca de la posición cíclica de la economía que puede ser utilizada para generar predicciones del PIB dentro del trimestre, actualizándolas a medida que nueva información está disponible.

El conjunto de series económicas consideradas abarca tanto indicadores de la actividad económica real, como indicadores financieros y de expectativas. Todas tienen un contenido informativo valioso acerca de las condiciones cíclicas de la economía y las percepciones del público sobre ellas.

El *Nowcast* permite generar estimaciones muy tempranas del PIB (que se publica recién a diez semanas de finalizado el trimestre), a apenas un mes de iniciado el trimestre.

La Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo, entre otros bancos centrales, utilizan el *Nowcast* como herramienta para contar con pronósticos adelantados del crecimiento económico.

### ¿Qué metodología utilizamos?

La metodología utilizada permite realizar el *Nowcast* a través de la estimación de los factores comunes a un conjunto relevante de indicadores del ciclo y utilizar esos factores para predecir el crecimiento del PIB. La idea de esta metodología es que la dinámica de las variables de interés está explicada por un número reducido de factores no observables que pueden entenderse como gobernando el comportamiento cíclico de la economía.

Las predicciones se actualizan a medida que se conoce nueva información sobre los indicadores de alta frecuencia. De este modo la predicción va incorporando las "noticias" acerca de las condiciones de la economía.

El *Nowcast* está basado en un modelo estadístico que se actualiza automáticamente, sin ninguna intervención del juicio de expertos. En ese sentido, sus resultados son complementarios a los pronósticos que involucran juicio de expertos, incluyendo los del Banco Central.

### ¿Qué indicadores incluye actualmente el *Nowcast* del BCRA?

Dada la emergencia estadística que atravesó Argentina, el estimador del PIB utilizado para las predicciones fue hasta junio de 2016 el Estimador Trimestral de la Actividad Económica (ETAE), producido conjuntamente por las consultoras privadas FIEL, Estudio Broda y Abeceb.

A partir de la publicación de las Cuentas Nacionales revisadas por el INDEC el 29 de junio pasado, se ha reemplazado el ETAE por el PIB oficial, con base 2004.

Este reemplazo implicó rehacer el ejercicio de *Nowcast* desde 2004, incluyendo la estimación de los nuevos factores, la generación de todas las predicciones pasadas y la evaluación de la capacidad predictiva del modelo de factores en relación al PIB INDEC.

Los indicadores de la actividad económica utilizados para estimar los factores son los mismos que los analistas de mercado monitorean para seguir la posición cíclica de la economía.

El conjunto de variables del ciclo a ser potencialmente utilizado incluye tanto indicadores de producción, que en algunos casos son componentes del PIB, como la producción industrial, variables financieras, del mercado laboral (*hard indicators*) o indicadores de confianza basados en encuestas a productores y con-



sumidores (*soft indicators*). Mientras que los últimos, que son considerados menos precisos o más ruidosos, pueden aportar información valiosa acerca de las percepciones de distintos agentes económicos sobre las condiciones presentes y futuras de la economía, los indicadores *hard* proveen señales fuertes (menos ruidosas) acerca de los desarrollos de muy corto plazo de la actividad económica (ver Cuadro 1).

**Cuadro 1 | Indicadores incluidos en el Nowcast**

| Serie                                 | Fuente | Grupo | Estacionalidad |
|---------------------------------------|--------|-------|----------------|
| Producción nacional de vehículos      | ADEFA  | I     | sí             |
| Exportación de vehículos              | ADEFA  | I     | sí             |
| Ventas a concesionarios               | ADEFA  | I     | sí             |
| Ventas a conc. veh. nac.              | ADEFA  | I     | no             |
| Despachos provisorios de cemento      | AFCP   | I     | sí             |
| Producción de hierro primario         | CIS    | 2     | no             |
| Producción de acero crudo             | CIS    | 2     | sí             |
| Producción de lam. en caliente planos | CIS    | 2     | no             |
| IPI nivel general                     | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI bienes de consumo durables        | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI bienes de uso intermedio          | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI bienes de capital                 | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI insumos textiles                  | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI combustible                       | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI químicos y plásticos              | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI metalmecánica                     | Fiel   | 2     | sí             |
| IPI automóviles                       | Fiel   | 2     | sí             |
| Faena de aves                         | CEPA   | 2     | sí             |
| Ventas de autos usados                | CCA    | I     | sí             |

Fuente: Elaboración propia

Todas las series fueron diferenciadas para lograr estacionariedad

El grupo 1 corresponde a las series que se actualizan hasta 15 días de finalizado cada mes. El grupo 2 incluye al resto.

El criterio de selección de las series se basa en la fuerza de la correlación contemporánea de cada una de ellas con el nivel de actividad.

Los indicadores se agrupan en dos conjuntos dependiendo de la rapidez con que los nuevos datos están disponibles para su actualización.

El calendario que se muestra debajo describe el esquema de actualización secuencial de los indicadores mensuales utilizados para la predicción. Seis semanas después del comienzo del trimestre es posible producir el primer *Nowcast* del PIB trimestral, para luego actualizarlo cada 15 días (ver Cuadro 2).

Cuadro 2 | Calendario de publicación de indicadores del Nowcast

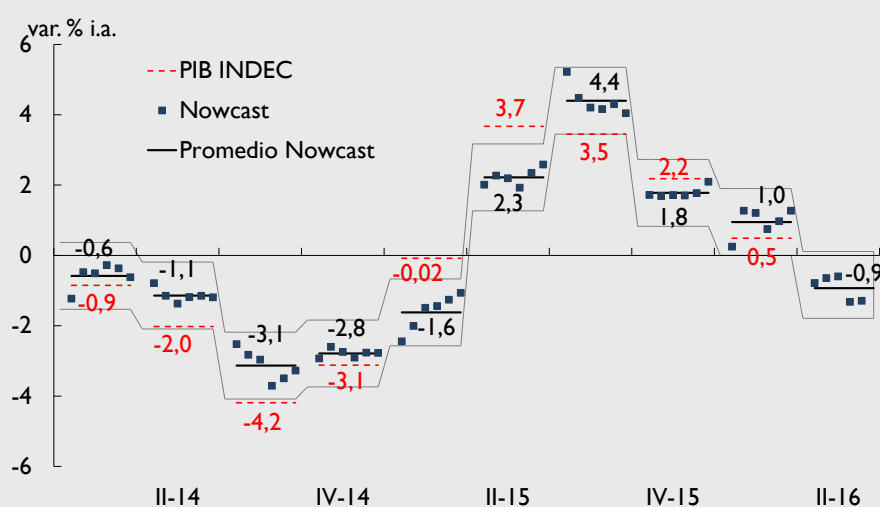
| Fecha Informe                    | Nro. de series | Datos empleados |
|----------------------------------|----------------|-----------------|
| <i>Primer trimestre de 2016</i>  |                |                 |
| 15-Feb                           | 7              | Ene-16          |
| 29-Feb                           | 18             | Ene-16          |
| 15-Mar                           | 18             | Feb-16          |
| 31-Mar                           | 18             | Feb-16          |
| 15-Abr                           | 18             | Mar-16          |
| 03-May                           | 18             | Mar-16          |
| <i>Segundo trimestre de 2016</i> |                |                 |
| 16-May                           | 7              | Abr-16          |
| 19-May                           | 18             | Abr-16          |
| 15-Jun                           | 18             | May-16          |
| 30-Jun                           | 18             | May-16          |
| 15-Jul                           | 18             | Jun-16          |
| 01-Ago                           | 18             | Jun-16          |

Fuente: Elaboración propia

### ¿Cómo se leen los resultados?

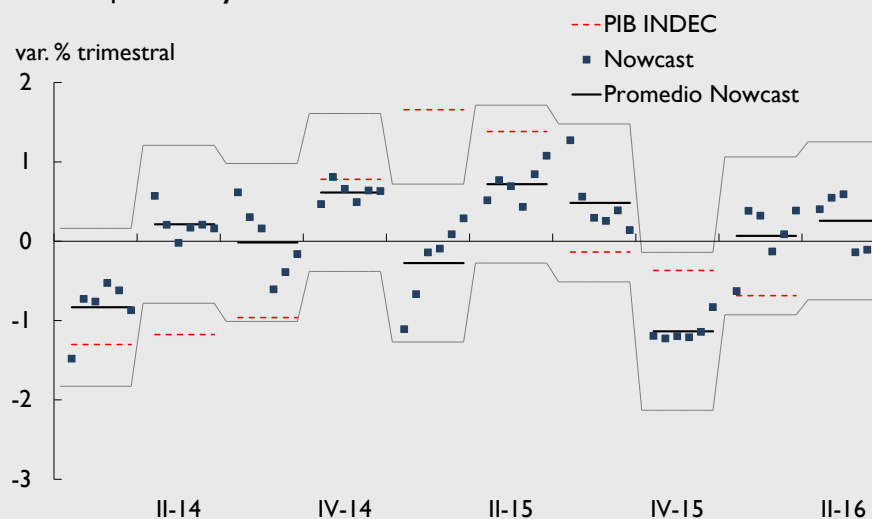
En el Gráfico 1 y en el Gráfico 2 se reportan los seis *Nowcast* del crecimiento (interanual y trimestral) del PIB generados dentro del trimestre. Cada uno de ellos incorpora las "noticias" que traen las sucesivas actualizaciones de los indicadores considerados.

Gráfico 1 | Nowcast y PIB



Nota: la línea gris indica un intervalo de confianza del 68% (+/- 1 desv. est.) para la predicción del Nowcast

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico 2 | Nowcast y PIB**

Nota: la línea gris indica un intervalo de confianza del 68% (+/- 1 desv. est.) para la predicción del Nowcast

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Se reporta además el crecimiento promedio interanual y trimestral de las seis predicciones generadas y el dato observado para el trimestre, una vez que está disponible.

La predicción al 15 de julio para el segundo trimestre de 2016 indica una leve caída de la producción de bienes y servicios de -1,3% interanual —i.a.— y una menor caída trimestral en términos desestacionalizados -0,11% s.e.—.

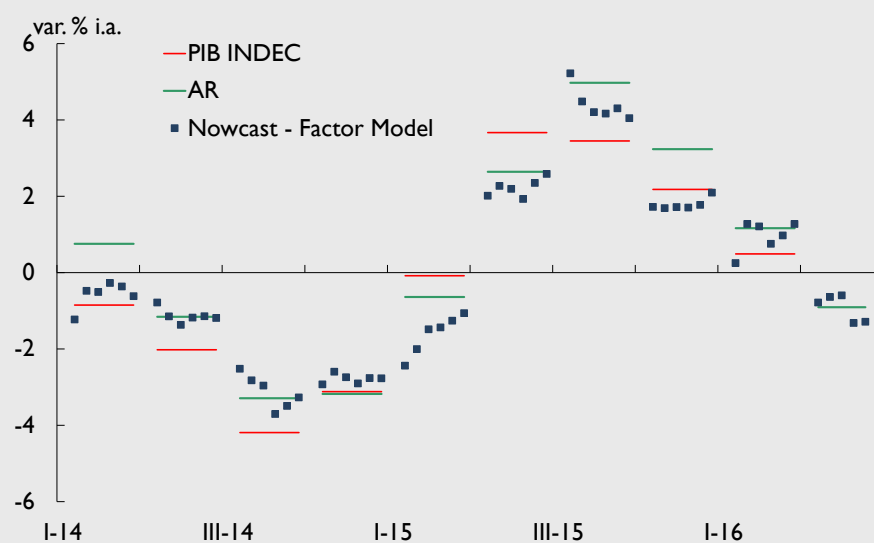
La inspección visual de ambos gráficos, en los que se muestra el intervalo de confianza para la predicción del Nowcast al 68%, sugiere una buena capacidad predictiva, tanto en las variaciones interanuales como trimestrales. En el primer caso se observa que en seis de los nueve trimestres el intervalo de confianza para la variación interanual del PIB incluye al valor observado. En el segundo caso el intervalo incluye en 7 de los 9 trimestres la variación trimestral del PIB observado.

### ¿Por qué confiamos en el modelo?

La capacidad predictiva de esta metodología ha sido evaluada en una amplia lista de economías incluyendo la Eurozona, los Estados Unidos, Japón, Canadá, Australia, Brasil, México y China, entre otras y la evidencia indica que supera a la de los pronósticos de los modelos rivales.

En el caso de Argentina, hemos corroborado, mediante una extensa evaluación de su capacidad predictiva, que el modelo tiene un muy buen desempeño. Encontramos que los pronósticos son al menos tan acertados como los generados por los mejores analistas de mercado, con la ventaja de proveer un pronóstico más oportuno para la toma de decisiones.

El Gráfico 3 muestra el desempeño del Nowcast en la predicción del crecimiento del PIB durante 2014-2016 comparado con el de un modelo autorregresivo de primer orden —AR(1)—, considerado como base de comparación. El gráfico exhibe las seis sucesivas predicciones del PIB que pueden obtenerse a medida que la información se actualiza. Al comparar la capacidad predictiva del Nowcast con la del AR(1) mediante un test estadístico (Giacomini y White, 2006) corroboramos que, en promedio, el Nowcast supera al AR(1).

**Gráfico 3 | Desempeño del Nowcast**

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

El seguimiento del desempeño del modelo también incluye una reevaluación periódica del grupo de series incluidas y de la capacidad predictiva del mismo.

## 4. Precios

En el segundo trimestre se registró en varios distritos una inflación superior a la buscada como consecuencia de fuertes subas en los precios regulados, concentradas en abril y mayo. Diversos indicadores de precios muestran que al cierre del trimestre se inició un incipiente proceso de desinflación, con una desaceleración en el nivel general de precios, aunque con signos mixtos en el componente núcleo. El BCRA prevé que el proceso de desinflación continúe en los próximos meses. Validan esta visión indicadores de alta frecuencia, así como las expectativas de inflación del consenso de analistas de mercado, que se mantienen ancladas en niveles cercanos a 1,5% mensual hacia fin de año.

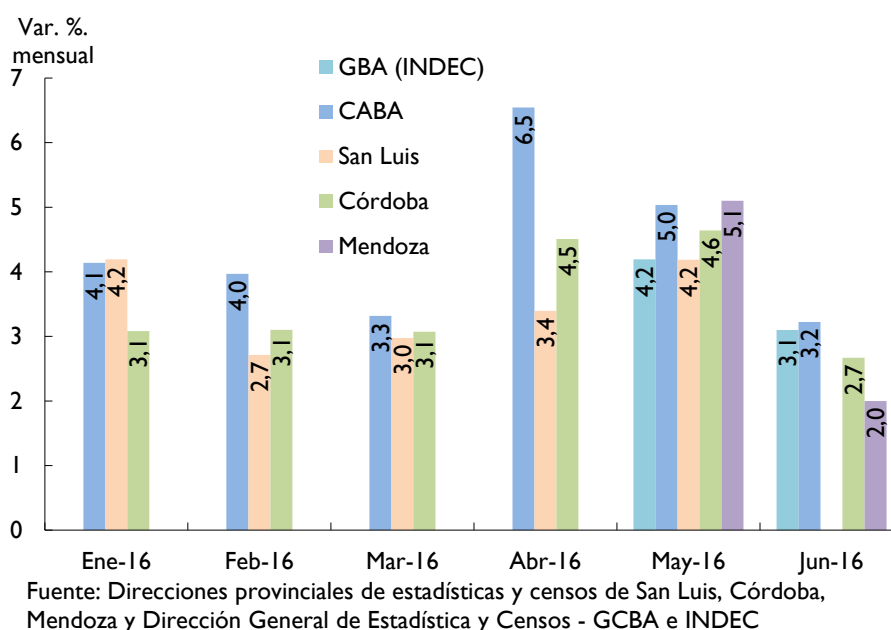
### 4.1 La inflación del segundo trimestre

En junio, el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) reanudó la publicación del Índice de Precios al Consumidor para el Gran Buenos Aires<sup>23</sup> (IPC-GBA) (ver apartado 4 / Índice de Precios al Consumidor del GBA). Como fue informado por el BCRA en uno de sus comunicados de política monetaria, la institución fijará sus objetivos de inflación sobre la base de este índice, hasta tanto exista uno de alcance nacional.

Según el IPC-GBA, la inflación de mayo fue 4,2% y la de junio 3,1%, mientras que la inflación núcleo<sup>24</sup> fue 2,7% y 3%, respectivamente (ver apartado 5 / Medidas de inflación núcleo).

Indicadores elaborados en otros tres distritos, con índices de precios avalados por el INDEC, completan la información oficial en materia de precios. Estos indicadores muestran una clara desaceleración en el nivel general de precios, pero un comportamiento heterogéneo en el componente núcleo (ver Gráfico 4.1).

**Gráfico 4.1 | Indicadores de precios minoristas. Nivel General**

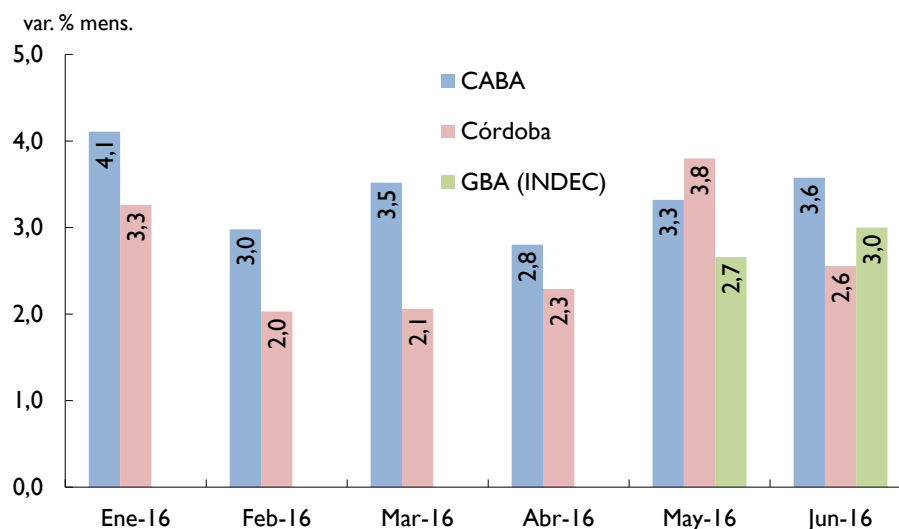


<sup>23</sup> Compuesto por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y 24 partidos del conurbano bonaerense.

<sup>24</sup> El componente IPC Núcleo representa el 69,9% de la canasta total del IPC, el mismo surge de excluir los bienes y servicios cuyos precios están sujetos a regulación o tienen alto componente impositivo y los bienes y servicios con comportamiento estacional.

El componente núcleo del IPC de la Ciudad de Buenos Aires y de Córdoba promediaron subas de 3,2% y 2,9%, respectivamente, durante el segundo trimestre<sup>25</sup>. En ambos distritos, las subas del IPC núcleo fueron inferiores a las del Nivel General (ver Gráfico 4.2).

**Gráfico 4.2 | Indicadores de precios minoristas. Núcleo.**



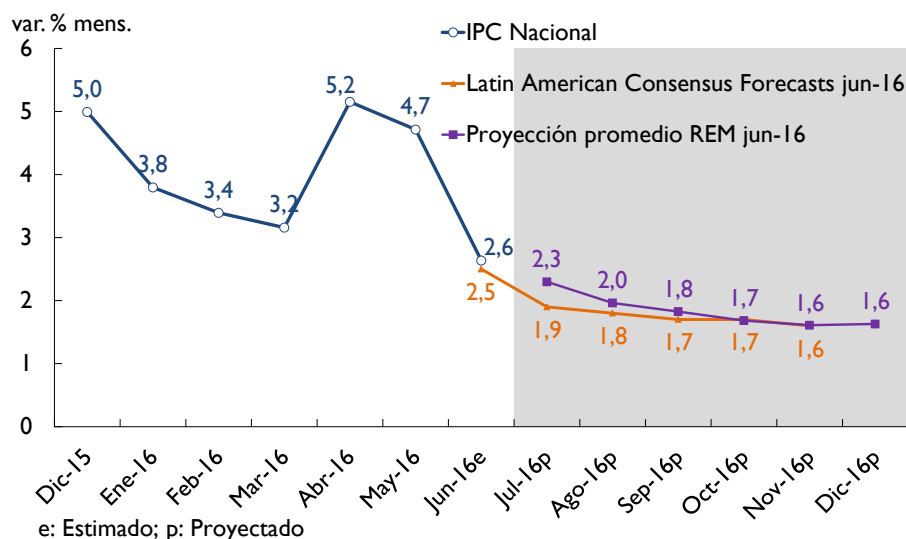
Fuente: Dirección Provincial de Estadística y Censos de Córdoba y Dirección General de Estadística y Censos - GCBA e INDEC

Una síntesis de la dinámica de la inflación la provee un indicador nacional de elaboración propia (IPC-NP)<sup>26</sup>, que incluye el IPC de la Ciudad de Buenos Aires, el de Córdoba y el de San Luis. Se estima que la variación de este indicador fue de 4,1% mensual en el segundo trimestre, ubicándose en junio en torno a 2,6%<sup>27</sup> (ver Gráfico 4.3). Por su parte, la inflación núcleo se habría ubicado en torno a 3,0% en promedio en el trimestre.

<sup>25</sup> El IPC BA y el IPC de Córdoba denominan al IPC núcleo como IPC Resto.

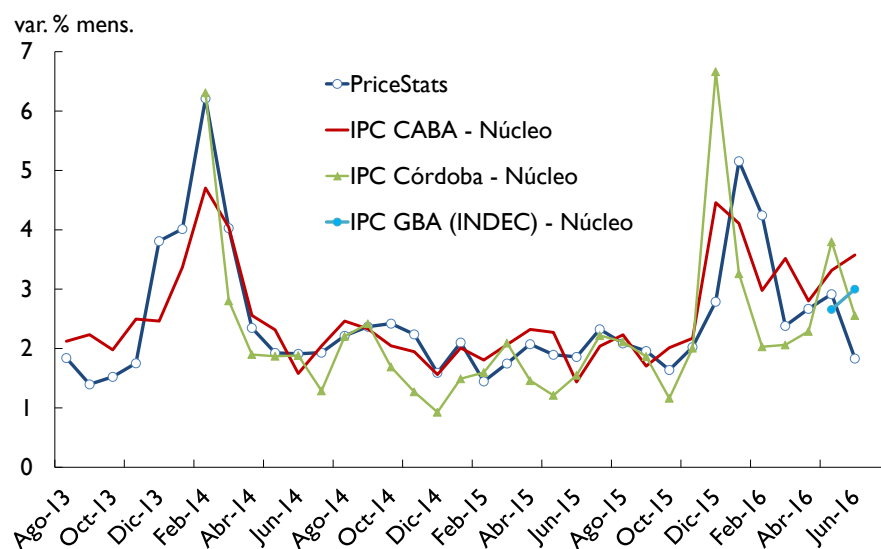
<sup>26</sup> El IPC-NP se calcula a partir de los índices de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba ponderados de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares correspondiente al período 2004-2005 (ENGHo 2004/05). Tomando como referencia la distribución del gasto de consumo por región de dicha encuesta, para la construcción del IPC-NP el IPCBA pondera 44% (utilizándose como representativo de la evolución de los precios del GBA), y el 56% restante se asigna al interior del país. En base a la participación de la Región Pampeana, el IPC de Córdoba pondera 34%, y el resto del interior del país queda representado por la evolución del IPC de San Luis (22% del IPC-NP).

<sup>27</sup> En la estimación de junio de San Luis impactó la medida cautelar del Juzgado Federal de dicha provincia que limitó el incremento tarifario del gas por red al 70%, lo cual significó una reducción del índice de este servicio de 79% (-1,4 p.p.).

**Gráfico 4.3 | Precios minoristas y expectativas de inflación**

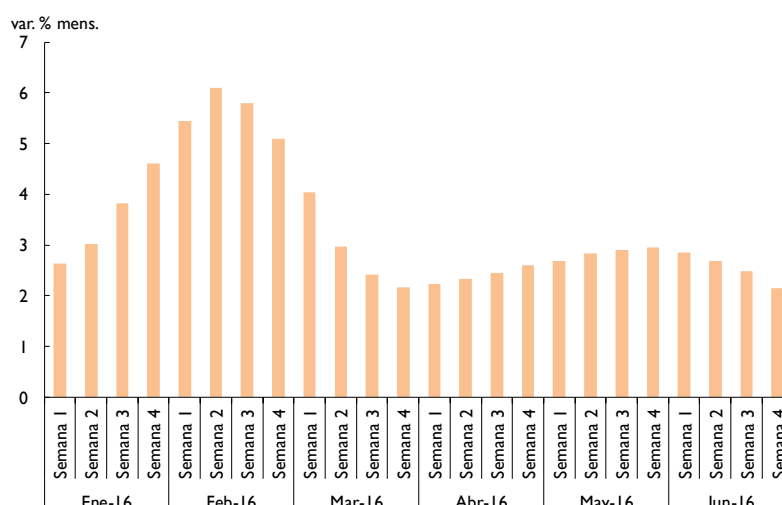
Fuente: Elaboración propia en base a Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA, Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de San Luis, Dirección General de Estadísticas y Censos de Córdoba, REM-BCRA jun-16 y Latin American Consensus Forecasts

Además de estos índices, el BCRA sigue otros indicadores de precios de alta frecuencia, como el indicador diario de precios State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series<sup>28</sup>. Esta serie posee a lo largo de su historia una alta correlación con los indicadores mensuales de inflación núcleo (Gráfico 4.4). Ello podría anticipar el cambio en la tendencia de los precios previo a la publicación de las estadísticas oficiales. Se observa un alza de la tasa de inflación de alta frecuencia a fines de mayo, con una desaceleración durante el mes de junio (ver Gráfico 4.5).

**Gráfico 4.4 | Inflación núcleo**

Fuente: Elaboración propia en base a Direcciones de estadísticas de Ciudad de Buenos Aires y Córdoba, INDEC y State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

<sup>28</sup> State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series trata de capturar los principales cambios en la tendencia de los precios a partir de relevamientos diarios en tiempo real de mediciones online. Para el caso de Argentina, tiene una cobertura nacional.

**Gráfico 4.5 | Indicador de alta frecuencia de precios minoristas**

Fuente: State Street' PriceStats Aggregate Inflation Series

## 4.2 Precios por distrito, categoría y capítulo<sup>29</sup>

En el ámbito del Gran Buenos Aires<sup>30</sup>, de acuerdo a los datos del INDEC, durante mayo y junio el nivel general de precios aumentó 7,4% acumulado.

En junio, se destacaron las subas de los capítulos: Alimentos y bebidas (3,2%); Vivienda y servicios básicos (7,1%); Equipamiento y mantenimiento del hogar (4,7%) y Atención médica y gastos para la salud (7,0%). Estos cuatro rubros explican el 87% de la variación de precios del mes. Durante el mes de mayo esos capítulos también habían sido los más relevantes, junto a Transporte y comunicaciones (ver Cuadro 4.1).

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

|  | Mayo | Junio |
|--|------|-------|
| Nivel general                          | 4,2  | 3,1   |
| <b>Por capítulo</b>                    |      |       |
| Alimentos y bebidas                    | 3,7  | 3,2   |
| Indumentaria                           | 2,3  | 0,3   |
| Vivienda y servicios básicos           | 5,2  | 7,1   |
| Equipamiento y mantenimiento del hogar | 2,9  | 4,7   |
| Atención médica y gastos para la salud | 1,7  | 7,0   |
| Transporte y comunicaciones            | 5,6  | 1,1   |
| Esparcimiento                          | 2,0  | 0,3   |
| Educación                              | 3,2  | 2,2   |
| Otros bienes y servicios               | 16,1 | 1,4   |
| <b>Por categoría</b>                   |      |       |
| IPC Núcleo                             | 2,7  | 3,0   |
| Regulados                              | 8,7  | 3,4   |
| Estacionales                           | 4,3  | 2,7   |

Fuente: INDEC

<sup>29</sup> Los índices de precios al consumidor se pueden descomponer en tres categorías: 1) “estacionales” que capturan precios mayormente afectados por efectos estacionales (como los servicios asociados al turismo), 2) “regulados” que agrupan aquellos con un fuerte componente impositivo o regulatorio (como las tarifas de servicios públicos) y 3) “resto” que identifica la inflación subyacente o núcleo, la evolución de precios más permanente

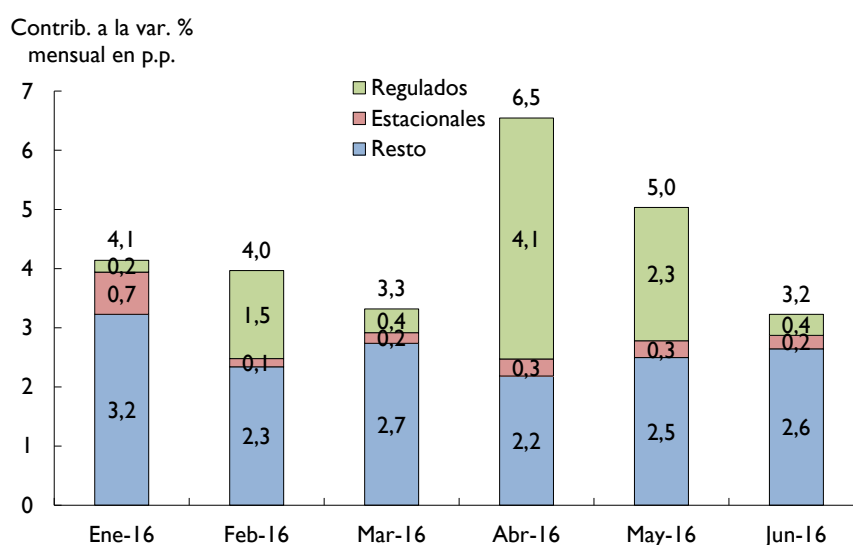
<sup>30</sup> Incluye la Ciudad de Buenos Aires y los 24 partidos del Gran Buenos Aires.



La actualización de las tarifas de los servicios públicos se reflejó principalmente en mayo en el incremento del subíndice Regulados (8,7%) que explicó el 46,4% de la inflación del mes. En junio, el aumento de esta categoría (3,4%) concentró el 25,8% de la variación del nivel general del índice. Los Estacionales se desaceleraron desde 4,3% en mayo hasta 2,7% en junio.

En la Ciudad de Buenos Aires, los precios minoristas se incrementaron 15,5% acumulado en el segundo trimestre. El 44,3% de dicho aumento se explicó por los incrementos de los bienes y servicios regulados (13% de la canasta), mientras que 50,2% estuvo explicado por el resto de los bienes y servicios que son capturados por la inflación núcleo<sup>31</sup> (78% de la canasta). Finalmente, el 5,5% restante del incremento de precios se debió al comportamiento de los componentes estacionales (ver Gráfico 4.6).

**Gráfico 4.6 | Incidencias por mes IPCBA**



Fuente: Elaboración propia en base a Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA

El componente Regulado fue el agrupado que más aumentó en el trimestre (54,7%) con una incidencia de 6,87 puntos porcentuales. Al interior de este subgrupo, los mayores aumentos se verificaron en gas de red (195%), agua corriente (283%), tren (79%) y colectivo urbano (85%), los cuales explicaron casi el 80% del comportamiento de los Regulados. También se destacaron los incrementos de cigarrillos (57%) y telefonía fija (33%; ver Cuadro 4.2).

**Cuadro 4.2 | Incidencias Abril – Junio IPCBA**

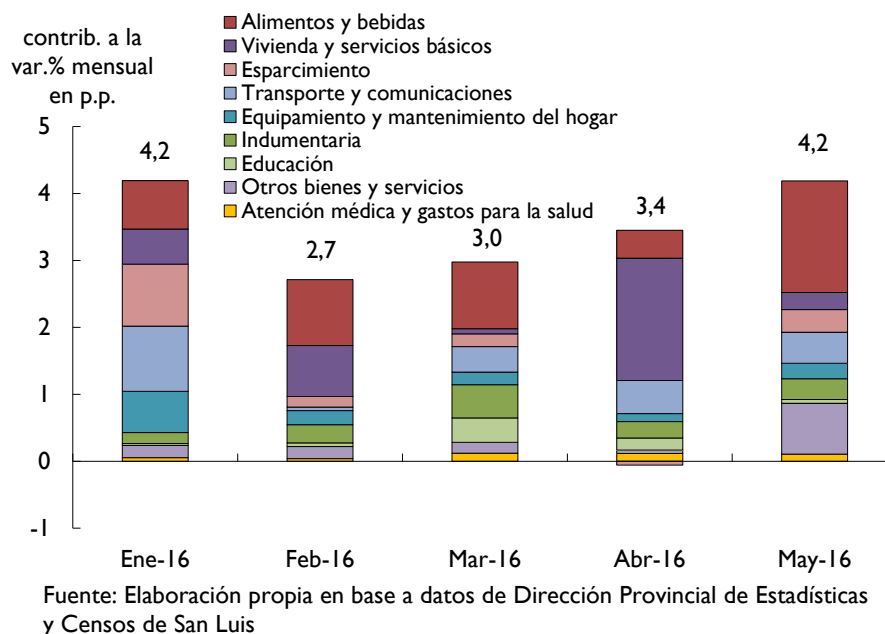
| Item             | Incidencia (en p.p.) | Contribución al interior de Regulados (en %) |
|------------------|----------------------|--|
| Gas por red      | 1,9                  | 27,1   |
| Agua corriente   | 2,0                  | 28,6   |
| Colectivo urbano | 1,5                  | 21,7   |
| Tren             | 0,1                  | 0,8  |
| Combustibles     | 0,7                  | 9,5  |
| Cigarrillos      | 0,7                  | 9,8  |
| Telefonía Fija   | 0,2                  | 3,2  |
| <b>Total</b>     | <b>6,9</b>           | <b>100,0</b>                                 |

Fuente: Estimación propia en base a Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA

<sup>31</sup> A diferencia de la metodología adoptada por el INDEC, la educación formal y los sistemas de salud forman parte de la inflación núcleo o “resto”.

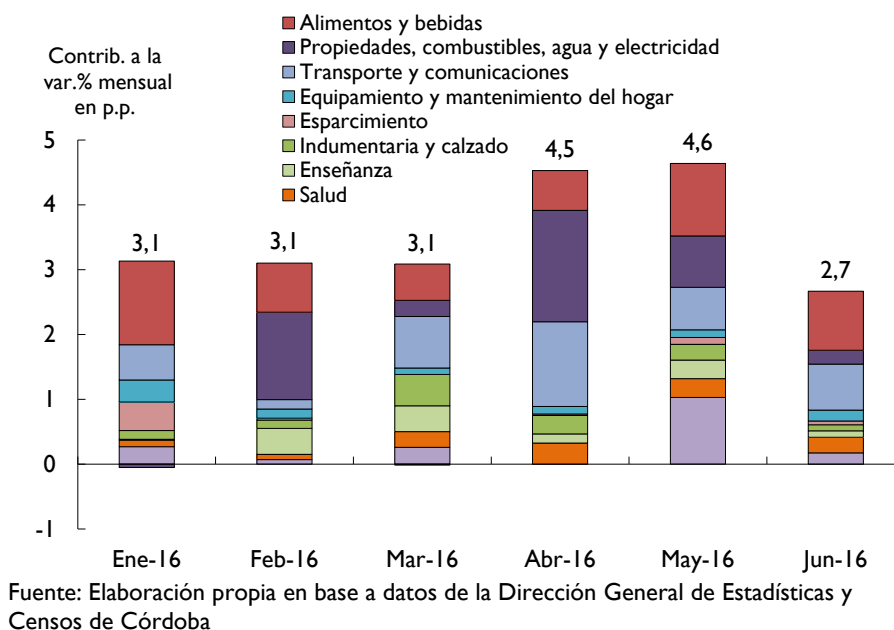
Un comportamiento similar se observó en el índice de precios minoristas de San Luis durante los meses de abril y mayo, en los que los capítulos Vivienda y servicios básicos y Transporte y comunicaciones explicaron 3 p.p. de la variación del IPC-SL de 7,6% en el período (ver Gráfico 4.7).

**Gráfico 4.7 | Incidencias por mes IPC San Luis**



En línea con lo anterior, el IPC de Córdoba registró en el segundo trimestre una suba de 12,3%. Los capítulos Propiedades, Combustibles, Agua y Electricidad y Transporte y Comunicaciones tuvieron una incidencia de 5,5 p.p. en el trimestre, explicando el 45,2% del aumento registrado (ver Gráfico 4.8).

**Gráfico 4.8 | Incidencias por mes IPC Córdoba**

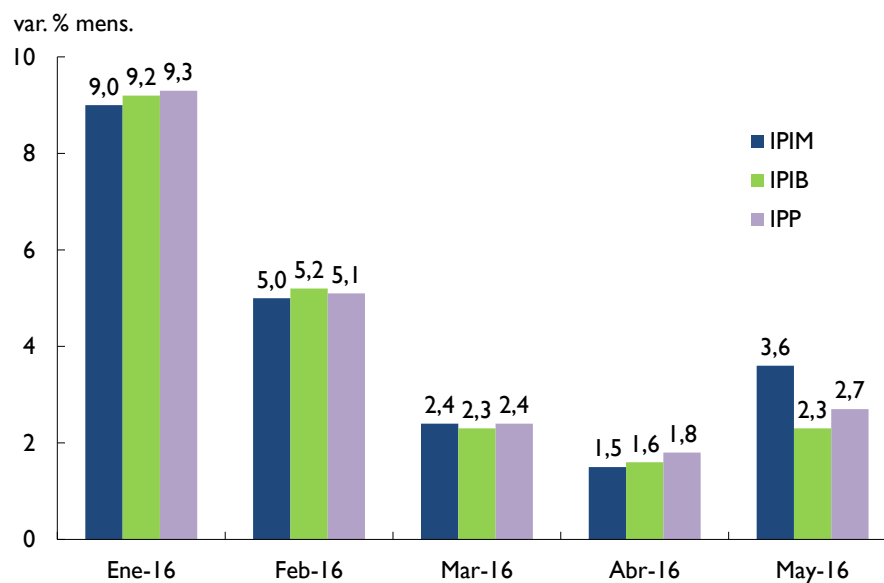


## 4.3 Costos y salarios

### 4.3.1 Precios mayoristas y costos de la construcción

En mayo el INDEC presentó el nuevo Sistema de Índices de Precios Mayoristas con datos desde enero de 2016. En el bimestre abril-mayo se observó una desaceleración en los precios mayoristas con respecto al primer trimestre (ver Gráfico 4.9).

**Gráfico 4.9 | Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM)**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) mide la evolución promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno<sup>32</sup>. El Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB) tiene igual cobertura que el IPIM, pero los precios no incluyen el efecto impositivo<sup>33</sup>. El Índice de Precios Básicos del Productor (IPP) mide la variación promedio de los precios percibidos por el productor local<sup>34</sup>.

Según este relevamiento, durante el primer trimestre, los precios mayoristas se incrementaron 5,47% en promedio por mes. Los rubros que más aumentaron fueron Energía eléctrica 78,8%, Productos importados 26,8% y el Petróleo crudo y gas 26,0%.

Luego de la suba ocurrida durante el primer trimestre del año como respuesta a la unificación cambiaria y a la eliminación de las restricciones a la compra y venta de divisas, los índices de precios mayoristas mostraron una desaceleración. En el bimestre abril-mayo, el IPIM registró una variación mensual promedio de 2,55%, mientras que el IPIB se incrementó 1,95%. Tal diferencia se explicó mayormente por la suba de los impuestos a los cigarrillos en mayo, la cual reflejó en el IPIM una incidencia en ese mes de 1,35 p.p. y en el IPIB -0,19p.p. En el acumulado del año (enero-mayo), los rubros que más crecieron e incidieron fueron Energía eléctrica (81,5%), Productos refinados del petróleo (30,2%) y, sólo para el caso del IPIM por su alto componente impositivo, Tabaco (65,2%).

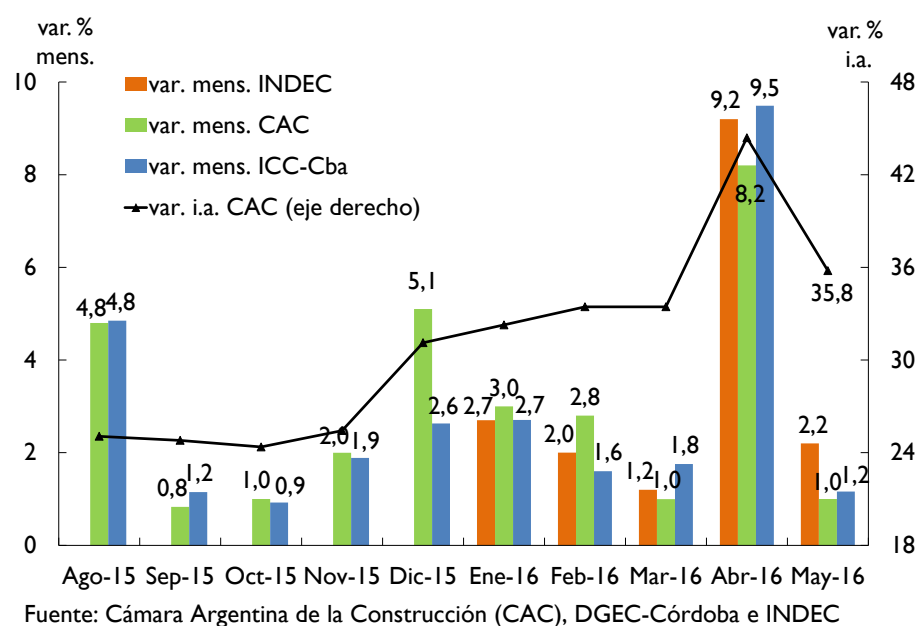
<sup>32</sup> El IPIM incluye el Impuesto al Valor Agregado, los impuestos internos y a los combustibles netos de los subsidios explícitos.

<sup>33</sup> El IPIB brinda un análisis alternativo al IPIM al desdoblarse el movimiento de los precios provenientes de modificaciones en la política impositiva, de los que resultan de decisiones del productor.

<sup>34</sup> El IPP excluye los bienes importados y en la ponderación de cada actividad se incluyen las exportaciones.

Con respecto al costo de la construcción, el aumento del bimestre abril-mayo fue mayor al del primer trimestre, debido fundamentalmente al impacto del incremento salarial del sector en abril<sup>35</sup>. Durante el mes de mayo, el índice elaborado por la Cámara de la Construcción (ICC-CAC) retornó a la tasa mensual registrada en el mes de marzo (1,0%) mientras que el de Córdoba (ICC-Córdoba) incluso redujo su variación a 1,2% (0,6 p.p. menor que dicho mes). Solamente el Índice de Costos de la Construcción elaborado por el INDEC (ICC-INDEC) aumentó su variación respecto de marzo a 2,2% mensual. A diferencia de los otros indicadores, el ICC-INDEC contabilizó una evolución de la mano de obra subcontratada que reflejó una recomposición salarial en mayo (ver Gráfico 4.10).

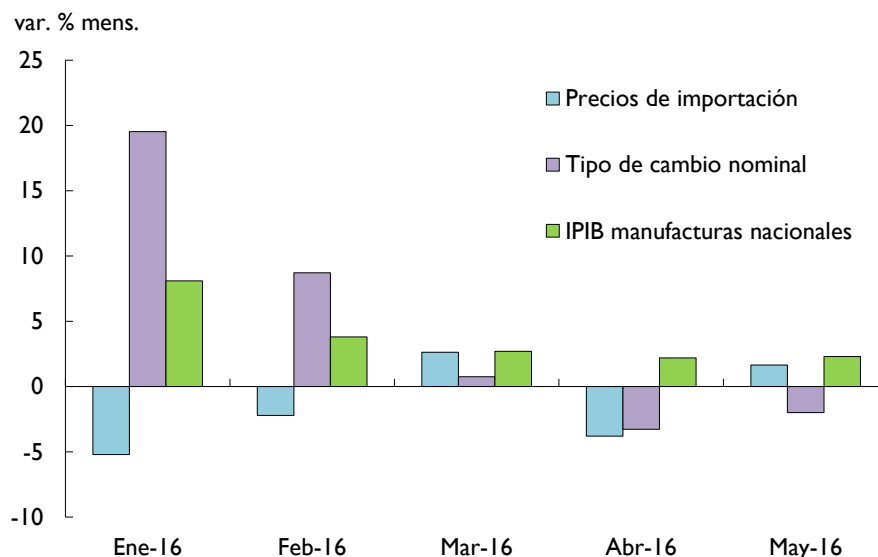
**Gráfico 4.10 | Costos de la construcción**



#### 4.3.2 Precios del comercio exterior

En los primeros meses del año, los precios en dólares de los productos importados disminuyeron, contribuyendo a contener la suba de los costos de los productos manufacturados (ver Gráfico 4.11). En mayo, los precios en dólares de las importaciones de bienes registraron una disminución del 7% con respecto a diciembre de 2015, comportamiento difundido a todos los usos de importación (ver sección 2. Contexto internacional).

<sup>35</sup> En abril el sector de la construcción homologó el convenio colectivo que estableció un aumento de 22% por seis meses. En septiembre se llevará a cabo las negociaciones respecto al semestre posterior.

**Gráfico 4.11 | Precios de productos importados, tipo de cambio y precios mayoristas**

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

### 4.3.3 Salarios

La eliminación de las distorsiones que enfrentaba la economía argentina desde diciembre de 2015 reabre el espacio para que los salarios acompañen el incremento de la productividad, sin ejercer presiones sobre los precios.

El seguimiento de los salarios de la economía y de la productividad (medida como la relación entre el PIB y la cantidad de ocupados u horas trabajadas) es fundamental para un análisis completo de la relación entre salarios y precios. Hasta el momento de la publicación de este informe, sin embargo, no se dispone la información suficiente para realizar el mencionado análisis, si bien la normalización de la publicación del PIB junto con la reanudación de la difusión a partir de mayo de la evolución salarial desde noviembre de 2015 del sector formal de la economía (público y privado) constituye un importante avance en la provisión de información por parte del INDEC.

Las paritarias conocidas hasta el momento<sup>36</sup>, que representan alrededor del 90% de los trabajadores del sector privado registrado bajo convenio colectivo de trabajo, cerraron en promedio en 21% para los acuerdos semestrales y en 34% para los acuerdos anuales. Tal comportamiento permite estimar que los salarios evolucionaron por debajo de la inflación del IPC-NP observada durante el primer semestre, mientras que se prevé una leve recuperación de salarios en términos reales durante la segunda mitad del año (ver Cuadro 4.3).

La magnitud de la recuperación depende del éxito de la política monetaria en reducir la tasa de inflación mensual y del resultado de los convenios colectivos que prevén una segunda ronda de negociaciones durante el segundo semestre del año.

<sup>36</sup> Según el INDEC 67% de los trabajadores asalariados se encuentran registrados, de los cuales 43% fijan sus salarios mediante convenios colectivos de trabajo.

Cuadro 4.3 | Paritarias cerradas 2016

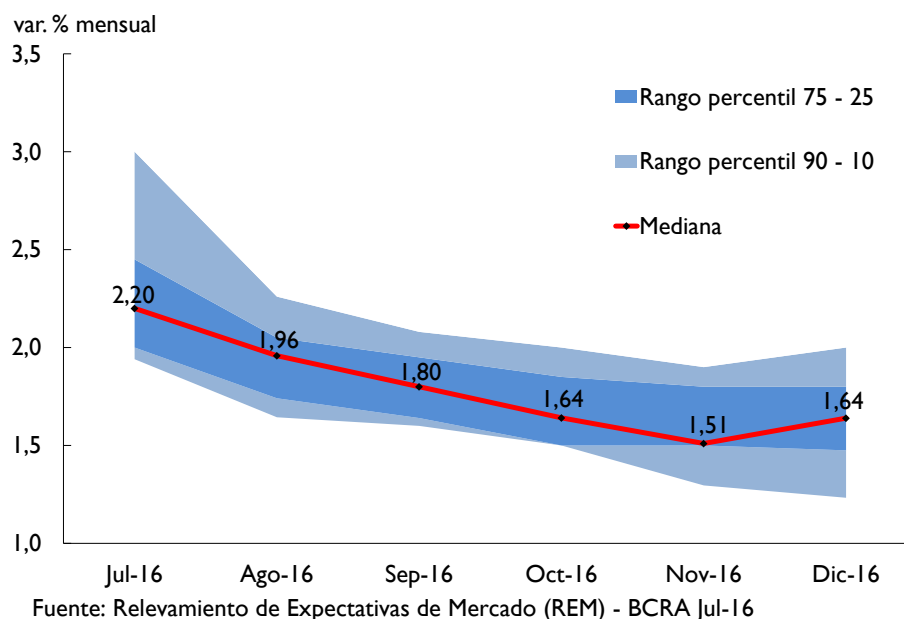
| Gremios más representativos              |   | Vencimiento<br>acuerdo<br>anterior | % del<br>Aumento<br>obtenido | Detalle del ajuste   | Suma fija   |
|--|---|------------------------------------|------------------------------|--|---|
| Acuerdos anuales 2016                    |   |                                    |                              |  |   |
| Adm. pública<br>(SINEP)                  | UPCN  | Mar-16                             | 31                           | 7% a Jun-16<br>9% a Jul-16<br>12% a Ago-16                 |   |
| Agrarios                                 | UATRE   | Nov-15                             | 28                           | Dic-15 a Sep-16  |   |
| Alimentación                             | STIA  | Abr-15                             | 36,5                         | 22% a May-16<br>11,9% a Nov-16                             |   |
| Bancarios                                | Bancaria  | Dic-15                             | 33                           |  |   |
| Aceiteros                                | FTCIODyARA  | Mar-16                             | 38                           |  |   |
| Camioneros                               | FEDCAM  | Jul-16                             | 37                           |  |   |
| Docentes                                 | Paritaria<br>nacional                               | Dic-15                             | 52                           | \$7.800 desde Febrero<br>\$8.500 a partir de<br>Julio      |   |
| Docentes (PBA)                           | Federación de<br>Educadores<br>Bonaerenses<br>(FEB) |                                    | 34,6                         | \$7.904 en febrero<br>\$8.846 en marzo<br>\$9.801 en julio |   |
| Docentes<br>Universitarios               | CONADU  |                                    | 35                           |  |   |
| Metalúrgicos                             | UOM   | Abr-16                             | 33                           | 20% en Abr-16<br>7% en Ago-16<br>6% en Oct-16              | \$ 2.600  |
| Plásticos                                | UOYEP   | Jun-16                             | 24                           | 20% Jul-16<br>3,33% Ago-16                                 | \$1.500 en abril<br>\$1.500 en mayo<br>\$2.000 en junio     |
| Químicos y Petroq.                       | FESTIQyPRA  | May-16                             | 37,5                         |  |   |
| Transporte<br>(corta/media<br>distancia) | UTA   | Feb-16                             | 29                           | Abr-16 a Mar-17  | \$2.000 en Abr-16<br>\$1.500 en Ago-16                      |
| Petroleros                               | SPGPChubut  | Jun-16                             | 30                           | 18% a Jul-16<br>5% a Nov-16<br>7% a Ene-16                 | \$15.000<br>Jul-16 a Mar-17                                 |
| Acuerdos semestrales 2016                |   |                                    |                              |  |   |
| Calzado                                  | UTICRA  | May-16                             | 22                           | Jun-16 a Dic-16  |   |
| Carne                                    | FGPICD  | Abr-16                             | 20                           | Abr-16 a Sep-16 20%  | \$2.000 en 6 cuotas   |
| Comercio                                 | FAECyS  | Abr-16                             | 20                           | De Abr-16 a Sep-16   | \$2.000 en dos cuotas                                       |
| Construcción                             | UOCRA   | Abr-16                             | 22                           | Abril/Septiembre   |   |
| Estacioneros                             | SOESGIP   | Mar-16                             | 17                           | Abr-16 a Sep-16  | \$740 Jul-16<br>\$740 Ago-16                                |
| Encargados                               | SUTERH  | May-16                             | 25                           | Jun-16 a Nov-16  | \$1.800 en Mar-16<br>\$1.800 en Abr-16<br>\$2.000 en May-16 |
| Gráficos<br>Bonaerenses                  | FGB   | Abr-16                             | 25                           | Abr-16 a Sep-16  | \$2.000 en dos tramos                                       |
| Papel                                    | FOEIPCyQ  | Abr-16                             | 20                           |  |   |
| Vestido                                  | SOIVA   | Abr-16                             | 21                           | Abr-16/Sep-16  | \$ 1.500  |
| Automotriz                               | SMATA   | Dic-15                             | 18,5                         | 7,5% a Mar-16<br>11% Abr-16 a Jun-16                       |   |

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

## 4.4 Perspectivas

Una vez atravesado el período de mayor impacto inflacionario derivado del reacomodamiento de precios relativos, el Banco Central buscará a través de su política que la desaceleración de la inflación mensual iniciada en junio se acentúe durante el tercer y cuarto trimestre (ver sección 5. Política monetaria).

**Gráfico 4.12 | Expectativas de Inflación Nacional Mensual REM**

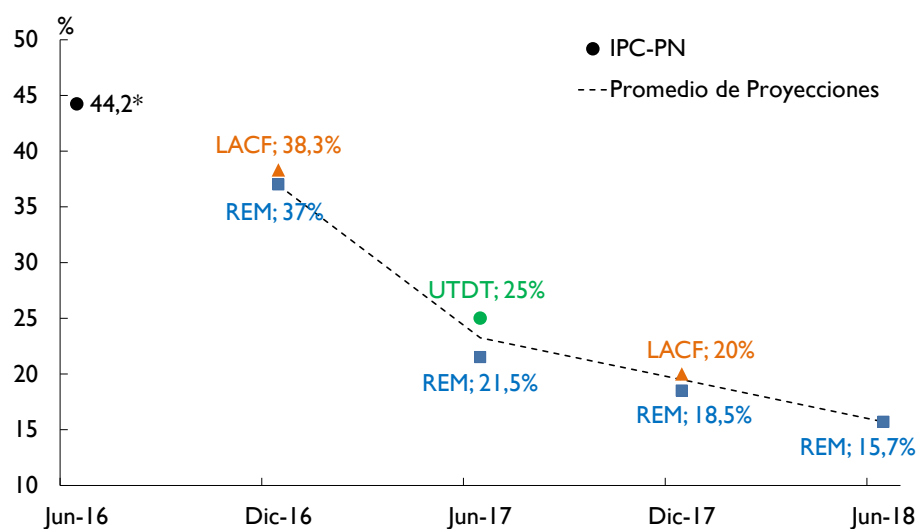


Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), relanzado por el BCRA en junio, la mediana de las expectativas de inflación mensual muestra una trayectoria descendente desde 2,2% para julio hasta 1,6% para diciembre (ver Gráfico 4.12). Hacia adelante, durante los primeros seis meses de 2017 se espera una fuerte reducción de la tasa de inflación interanual que se ubicaría en 21,5% i.a. para junio de 2017 y continuaría su desaceleración hasta 15,9% i.a. en junio de 2018 (ver apartado 6 / Relevamiento de Expectativas de Mercado).

Estos pronósticos están en línea con lo relevado por la encuesta de Latin American Consensus Forecasts (LACF) de junio, que muestra que la mediana de la inflación interanual se desaceleraría desde 38,3% para diciembre de 2016 hasta 20% hacia fines de 2017. Los resultados de la encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), que se realiza a consumidores a nivel nacional, señalan que la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses se redujo a 25%, 5 p.p. por debajo del dato de abril (ver Gráfico 4.13).

El BCRA seguirá buscando desacelerar la inflación de los próximos meses hasta 1,5% o menos en el último trimestre, como objetivo intermedio para alcanzar, en un plazo razonable, una inflación de 5% anual.

Gráfico 4.13 | Expectativas de Inflación Diversos Relevamientos



\* estimación BCRA

Fuente: Elaboración propia en base a direcciones de estadística provinciales, Latin American Consensus Forecasts, UTDT y REM-BCRA jun-16



## *Apartado 4 / Índice de Precios al Consumidor del GBA*

En junio el INDEC publicó el primer dato del Índice de Precios al Consumidor (IPC), luego de discontinuar su difusión en diciembre de 2015, en el marco de la emergencia estadística declarada a comienzos de 2016<sup>37</sup>.

El IPC es un indicador macroeconómico relevante para la toma de decisiones por parte los agentes económicos, constituyendo además una herramienta indispensable para la conducción de la política económica. En particular, es utilizado como objetivo por la mayoría de bancos centrales cuando se adopta un régimen de metas de inflación. Es por ello que son de vital importancia la calidad y precisión con que se elaboran estos indicadores, así como su comparabilidad internacional.

El inicio de la nueva serie tuvo como punto de partida la estimación de las variaciones de precios registradas en el mes de mayo con respecto a abril. La población de referencia es la utilizada históricamente por el INDEC, que abarca el Gran Buenos Aires (GBA)<sup>38</sup>.

Para lograr el restablecimiento del IPC-GBA se requirió un amplio proceso de revisión de todas las tareas y procedimientos metodológicos involucrados en la estimación del indicador, entre otros: tareas de campo, definición de canasta, estructura de ponderadores, metodología de cálculo y estimación de índices de servicios públicos. Con esto se buscó garantizar la calidad de los resultados, sujetándose a las mejores prácticas internacionales existentes en la materia.

Dadas las condiciones de precariedad detectadas en el operativo de campo del IPC y el desmantelamiento de los dispositivos de control de calidad de la información, los primeros esfuerzos estuvieron orientados a resolver estas falencias. Cabe señalar que las tareas relativas al relevamiento de precios son de fundamental importancia, ya que la calidad del indicador depende de que los precios se observen y registren adecuadamente. En ese sentido se restablecieron las capacitaciones a los distintos grupos de trabajo, se reanudaron las supervisiones y se fortalecieron los procedimientos de control de la información básica.

Respecto de la canasta de bienes y servicios del IPC, se tomó como punto de partida la utilizada para el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) del área metropolitana. Dicha canasta fue sometida a una revisión exhaustiva, decidiéndose la incorporación de artículos relevantes en el gasto de consumo de la población de referencia. Así, la canasta se amplió hasta incluir 609 variedades<sup>39</sup>. Simultáneamente se actualizaron las especificaciones de los productos relevados de acuerdo a sus presentaciones comerciales vigentes y se adecuó la muestra de puntos de venta.

La fuente primaria de información para el cálculo de las ponderaciones del IPC es la Encuesta de Gastos de los Hogares (ENGHO). Para este indicador el Instituto optó por utilizar la correspondiente al período 2004/05. La estructura de consumo se estimó considerándose los gastos monetarios de consumo de los residentes del GBA, sin exclusiones de ningún tipo.

Dado el desfase temporal entre el período de referencia de la ENGHO y la base del índice, se decidió realizar una actualización de las ponderaciones, desde ese momento hasta diciembre de 2015, por la evolución de los precios relativos<sup>40</sup>. De esta manera se modifica la importancia relativa de cada artículo de la canasta del IPC, en comparación con los datos originales de la ENGHO. Aquellas variedades cuyos precios se incremen-

<sup>37</sup> El 7 de enero de 2016 fue declarado en estado de emergencia administrativa al Sistema Estadístico Nacional (SEN) y a su órgano rector, el INDEC, hasta el 31 de diciembre de 2016.

<sup>38</sup> Compuesto por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y 24 partidos del conurbano bonaerense.

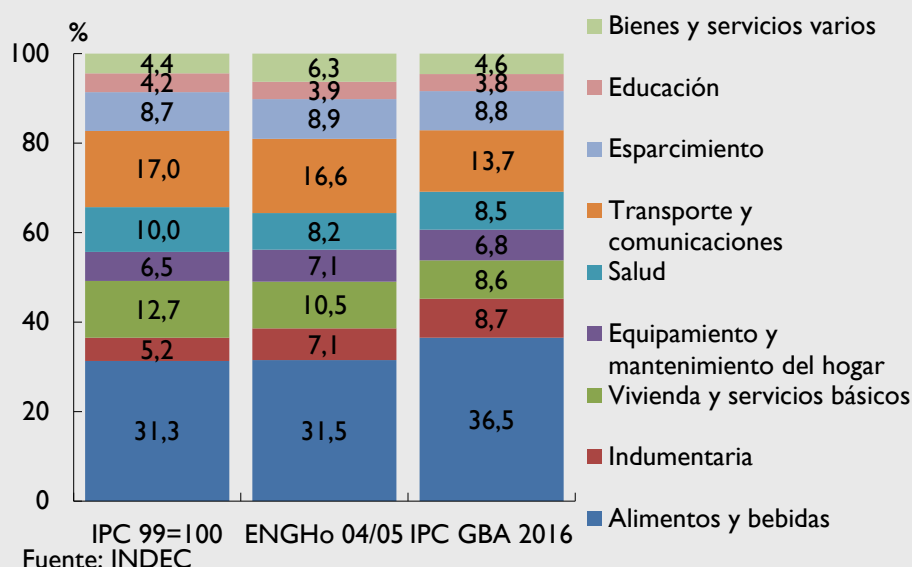
<sup>39</sup> La variedad es el mínimo nivel de agregación para el cual se calcula un índice al que se le asigna una ponderación explícita, y es representativa de un subconjunto de bienes o servicios pertenecientes a un mismo producto.

<sup>40</sup> El gasto y su evolución se pueden descomponer en precio y volumen. Se diferencia el concepto de cantidad del de volumen porque éste último puede referir a mezcla de cantidades de bienes y/o servicios con distintas características físicas o químicas y / o unidades de medida. Dado que no se dispone de información actualizada de volúmenes físicos, la decisión de actualizar las ponderaciones lleva a que éstas se calculen a partir de valores de gastos "híbridos", en los que las cantidades implícitas corresponden al período de referencia de la ENGHO y los precios corresponden al período base del IPC. Los antecedentes en nuestro país que han seguido esta dinámica fueron: el IPC-GBA base 1999=100 en base a la ENGHO 1996/1997 y el IPC GBA base Abril 2008=100 en base a la ENGHO 2004/2005.

taron por encima del promedio durante ese lapso ganaron peso, en detrimento del resto. Complementariamente se utilizó información de fuentes alternativas para subdividir los gastos en algunos grupos<sup>41</sup>.

Al comparar los resultados de la ENGHo 2004/05 con la estructura actual de la canasta del IPC-GBA, se observa que la mayor pérdida de participación la registraron los capítulos de Vivienda y servicios básicos y Transporte y comunicaciones, debido a la elevada participación de los servicios regulados cuyos precios se retrasaron respecto a la totalidad de la canasta. Contrariamente, Alimentos y bebidas, y, en menor medida, Indumentaria, ganaron relevancia (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Gasto de consumo de los hogares por finalidad**



Para clasificar los gastos de consumo de los hogares y ordenar de manera jerárquica los bienes y servicios, se utilizó el nomenclador correspondiente al IPC-GBA base 1999=100. Dicho clasificador es una versión modificada de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (COICOP, por su sigla en inglés) con el objeto de mantener la comparabilidad con las series históricas.

En lo que refiere a la metodología de cálculo, los precios recopilados en los distintos informantes se promedian geométricamente, obteniendo como resultado un precio medio para cada variedad. El índice de la variedad, denominado elemental, se estima a partir de la extrapolación del índice de la base con el relativo de medias geométricas entre períodos sucesivos. Para niveles superiores se utiliza una fórmula del tipo *Laspeyres*<sup>42</sup>, que por razones de practicidad y oportunidad es la que habitualmente se utiliza para la elaboración de los IPC. Así, las variedades se agregan en productos, subgrupos, grupos, divisiones, capítulos y nivel general (ver Cuadro 1).

<sup>41</sup> En el caso del gasto en servicios telefónicos se utilizó información actualizada del Ente Nacional de Comunicaciones (ENACOM) sobre la participación en el mercado de los servicios de telefonía fija y móvil.

<sup>42</sup> La fórmula es tipo *Lowe*, donde las cantidades se refieren a un período de referencia que precede al de los precios.

**Cuadro 1 | Aperturas de desagregación de la canasta del IPC GBA**

| Nivel de apertura | Nombre de la apertura | Cantidad | Ejemplo                                       |
|-------------------|-----------------------|----------|---|
| Nivel 0           | Nivel General         | 1        | IPC GBA                                       |
| Nivel 1           | Capítulo              | 9        | Alimentos y bebidas                           |
| Nivel 2           | División              | 26       | Alimentos y bebidas para consumir en el hogar |
| Nivel 3           | Grupo                 | 63       | Carnes  |
| Nivel 4           | Subgrupo              | 116      | Carne vacuna                                  |
| Nivel 5           | Producto              | 173      | Cortes delanteros de carne vacuna fresca      |
| Nivel 6           | Variedad              | 609      | Asado   |

Fuente: INDEC

La propiedad de aditividad de la fórmula de agregación permite la estimación de agrupaciones alternativas sin alterar el resultado del Nivel General. Se volvió a publicar la clasificación por Bienes y Servicios. Adicionalmente se publicaron las siguientes categorías, mutuamente excluyentes: IPC Núcleo, Regulados y Estacionales. El IPC Núcleo es una aproximación a la medición de inflación subyacente, que refleja la tendencia de mediano plazo de los precios al excluir los bienes y servicios cuyos precios son más volátiles.

En general, las fórmulas de cálculo, el tratamiento de observaciones faltantes, de la estacionalidad y los cambios de calidad siguen la metodología del IPC-GBA base 1999 (Metodología N°13 del INDEC).

Hacia adelante, el INDEC avanzará en una ampliación del área geográfica de cobertura del IPC al resto del país, retomando la agenda original del IPC Nacional primera etapa base 2003=100. Esto permitiría disponer de un índice a nivel nacional, con desagregaciones provinciales. Asimismo, se llevará a cabo una nueva ENGHo que permita contar con información actualizada de la estructura de gastos de consumo de la población del país. Finalizados estos dos procesos, el IPC proveerá indiscutiblemente el indicador con la mayor representatividad de la evolución de los precios de la economía argentina.

## Apartado 5 / Medidas de inflación núcleo

La inflación núcleo es una medida diseñada para remover los cambios de precios transitorios de la medida agregada de inflación. Constituye una herramienta importante para las decisiones de política monetaria. Si bien los bancos centrales pueden diferir en sus enfoques de política monetaria y sus objetivos específicos de inflación, todos se enfrentan a la necesidad de identificar cuáles de las variaciones de precios son permanentes y cuáles transitorias<sup>43</sup>.

La inflación núcleo intenta capturar los movimientos persistentes del índice de precios al consumidor, ya sea excluyendo del mismo a los componentes más erráticos y transitorios o bien asignándoles una menor ponderación en el mismo. Esto implica considerar que en el corto plazo el nivel de inflación puede verse impulsado por shocks temporarios de oferta, cambios en precios relativos y efectos estacionales o de tipo regulatorio que no tienen un impacto perdurable y, por lo tanto, que no demandan una respuesta de política monetaria<sup>44</sup>.

La importancia de una oportuna identificación de la persistencia de los cambios de precios ha motivado el desarrollo de diferentes métodos estadísticos cuya aplicación a la información de precios de Argentina ha permitido el cálculo de las medidas que se presentan en este Apartado.

La medida más simple y más ampliamente difundida de inflación núcleo se obtiene aplicando el método de exclusión, llamado así precisamente porque se obtiene excluyendo del índice de precios agregado los componentes más sensibles a los shocks de oferta de corto plazo o con fuerte componente estacional. En Argentina, esta medida corresponde al denominado “Resto” del Índice de Precios al Consumidor (IPC) que calculan tanto el Instituto de Estadísticas y Censos de la República Argentina<sup>45</sup> como la Dirección de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires y la Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de Córdoba.

Una medida de exclusión alternativa es la resultante de la aplicación del criterio de medias truncadas o podadas (*trimmed mean*). En este caso, en cada período se excluyen los rubros cuyos precios hayan excedido un determinado porcentaje extremo de variabilidad, podando así los componentes más erráticos<sup>46</sup>. Una metodología alternativa a la de medias truncadas es un criterio denominado *K-core*<sup>47</sup>, que consiste en evaluar las variaciones de precios de los componentes en términos relativos al índice general, acotándolas a un valor “K” máximo.

Otro grupo de métodos estadísticos incluye aquellos que intentan extraer el componente persistente o de tendencia núcleo de la inflación. Son los métodos conocidos como de extracción de señales, en los cuales se pondera cada componente del índice de precios según la fuerza o la calidad de la “señal” inflacionaria que cada uno de ellos provee.

De esta forma, surgen las medidas de inflación núcleo resultantes de la ponderación de los componentes por volatilidad y por persistencia. En el cálculo de la inflación núcleo ponderada por volatilidad, las series más volátiles participan menos en la construcción del índice. En tanto en el criterio de persistencia, se le asigna mayor importancia relativa a los componentes cuyos movimientos o alteraciones se mantienen en el tiempo<sup>48</sup>.

<sup>43</sup> Steindel, C. y Rich R. (2007). Economic Policy Review. Federal Reserve Bank of New York.

<sup>44</sup> Chamberlin, G. (2009). Core Inflation Economic and Labour Market Review. Vol 3, N° 3. Blinder, A. (1997): Measuring short run inflation for central bankers. Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>45</sup> Corresponde a la clasificación adoptada para el IPC-GBA, base 1999=100 (ver Índice de Precios al Consumidor INDEC abril 2016). A partir del relanzamiento del IPC GBA en junio de 2016 a este componente se lo denomina “Núcleo” y se le excluyen además la Educación formal y los Sistemas de Salud y servicios auxiliares.

<sup>46</sup> Bryan, M. F., Cecchetti, S.G. (1994): “Measuring core inflation” in N.G. Mankiw, ed. , Monetary Policy: NBER Studies in Business Cycles, Vol. 29, 195-215. Chicago and London: University of Chicago Press.

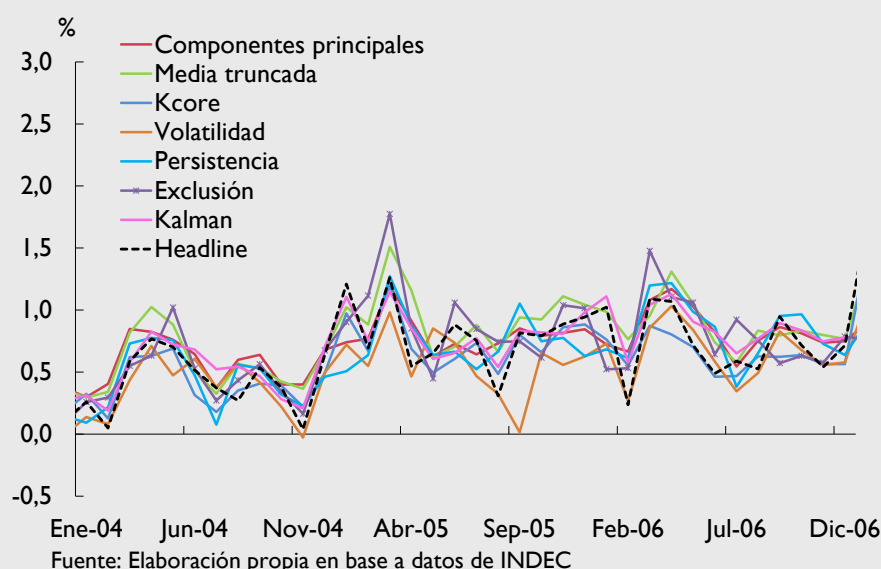
<sup>47</sup> Wolman, A. (2011). K-Core Inflation. Vol 97. N°4 Federal Reserve Bank of Richmond.

<sup>48</sup> Cutler, J. 2001: “Core inflation in the U.K.”. Bank of England External MPC Unit Discussion Paper Nro. 3.

Los métodos de extracción de señales relativamente más sofisticados son el de Componentes principales y el filtro de Kalman. El análisis de componentes principales es una técnica que, mediante un análisis estático, permite transformar un conjunto amplio de variables (los componentes del índice de inflación en este caso) en un grupo reducido de factores, asimilable a la tendencia núcleo de la inflación. En tanto el cálculo resultante de la aplicación del algoritmo recursivo de Kalman incorpora el análisis dinámico a la extracción de un elemento no observable que contribuye a la inflación con carácter permanente o tendencial.

Las medidas antes presentadas han sido aplicadas a la información mensual proveniente del IPC-INDEC para el período 1993 a 2006, con una apertura correspondiente a tres dígitos. Como puede observarse los cálculos revelan una evolución similar de las medidas de inflación núcleo en relación a la inflación observada en el período (ver Gráfico 1).

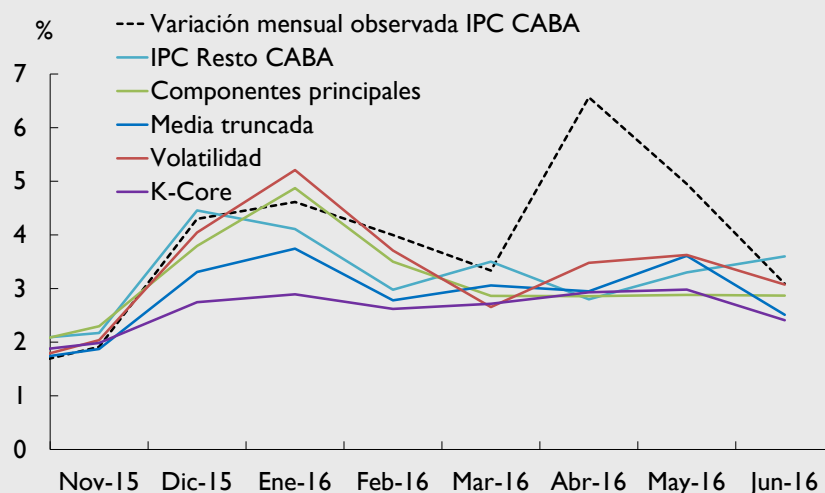
**Gráfico 1 | Evolución de la inflación núcleo**



Para establecer un orden de preferencia entre las medidas de inflación núcleo en términos de su capacidad de estimar el componente tendencial de la inflación, se evaluó su capacidad para predecir la inflación agregada de 6 a 24 meses. Se encontró que el método de ponderación por volatilidad, *K-core* y el de medias truncadas resultaron con el mejor desempeño relativo.

A efectos de evaluar la robustez de los métodos de cálculo se realizó la misma aplicación metodológica pero utilizando la información disponible, desde julio de 2012, del índice de precios de la Ciudad de Buenos Aires<sup>49</sup>. De tal forma, a partir de la aplicación de las medidas que arrojaron el resultado más robusto, puede concluirse por un lado, que la medida núcleo de tasa de inflación mensual evoluciona por debajo de la tasa de inflación desde febrero de 2016 y que, la mayor diferencia entre ambas medidas de inflación (3,5 puntos porcentuales) se registró en el mes de abril cuando se observó, precisamente, un significativo cambio de precios relativos (ver Gráfico 2).

<sup>49</sup> Se asimilaron los ítems a los rubros a tres dígitos del IPC para la comparabilidad de los resultados.

**Gráfico 2 | Evolución reciente de la inflación núcleo**

Fuente: Elaborado por BCRA en base a datos de la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

En términos generales puede concluirse que, dado que no existe un acuerdo sobre el método preferido para el cálculo de la inflación núcleo y que cada una de las medidas contribuye de distinta forma a la comprensión del proceso inflacionario, resulta de gran utilidad para la autoridad monetaria disponer del cálculo de un conjunto de medidas —como las aquí expuestas— para la mejor aproximación a la componente de mediano plazo de la tasa de inflación.

## Apartado 6 / Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

En junio de 2016, el BCRA relanzó el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

Este relevamiento, generado a partir de una encuesta a analistas especializados locales y extranjeros, permite un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo sobre la evolución de la economía argentina.

El mismo tiene como objetivo contribuir con la política de transparencia en la comunicación, fundamental para todo banco central que sigue un esquema de metas de inflación.

**Cuadro I | REM. Variables relevadas (jun-16)**

| Variable  | Períodos consultados     | Referencia              |
|---|--------------------------|-------------------------|
| Precios minoristas<br>IPC GBA (INDEC); IPC Nacional                             | -6 períodos mensuales    | var. % mensual          |
|   | -2 períodos anuales      | var. % i.a.; dic.       |
|   | -Próx. 12 meses          | var. % i.a.             |
|   | -Próx. 24 meses          | var. % i.a.             |
| Tasa de política monetaria: Lebac \$ 35 días<br>(última licitación de cada mes) | -6 períodos mensuales    | TNA; %                  |
|   | -2 períodos anuales      | TNA; %                  |
|   | -Próx. 12 meses          | TNA; %                  |
| Tipo de cambio nominal<br>(prom. mensual)                                       | -6 períodos mensuales    | \$/US\$                 |
|   | -2 períodos anuales      | \$/US\$                 |
|   | -Próx. 12 meses          | \$/US\$                 |
| PIB a precios constantes  | -2 períodos trimestrales | var. % i.a.             |
|   | -2 períodos anuales      | var. % prom. anual      |
| Resultado primario del SPNF<br>(acumulado anual)                                | -2 períodos anuales      | miles de millones de \$ |

Fuente: REM

La publicidad de los resultados del REM es un aporte para las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados, constituyéndose en un bien público al proveer a la comunidad la mejor información posible respecto de las estimaciones que realizan los especialistas sobre el comportamiento futuro de las principales variables de corto y mediano plazo.

El diseño de la herramienta tomó en cuenta las mejores experiencias de este tipo de relevamientos llevadas a cabo por otras autoridades monetarias, además del propio proceso de aprendizaje del BCRA en la experiencia del REM entre 2004 y 2012.

Si bien existen diversos relevamientos que actualmente proveen información de estas características (FocusEconomics, Latin American Consensus Forecasts, Bloomberg, Thomson Reuters, entre otros), la administración de un relevamiento propio permite definir con la oportunidad deseada la frecuencia de difusión de las estimaciones (no depender de las frecuencias de terceros) y conocer con detalle el estado de actualización de cada pronóstico.

El nuevo REM se realiza los últimos 3 días hábiles de cada mes sobre las expectativas de 5 variables clave que reflejan la evolución de los precios minoristas, la tasa de política monetaria del BCRA, el tipo de cambio nominal, el nivel de actividad económica y el resultado primario del sector público nacional no financiero<sup>50</sup>.

Se relevan estimaciones mensuales y su evolución para los próximos 12 meses para los indicadores de precios, la tasa de interés de política monetaria y el tipo de cambio nominal. Adicionalmente, en el caso de los precios minoristas, también se solicitan las estimaciones de su evolución para los próximos 24 meses. Para todas las variables se solicitan las previsiones para dos períodos anuales (ver Cuadro 1).

Los resultados de la encuesta se publican en la [página web del BCRA](#) el segundo día hábil de cada mes<sup>51</sup>. Para cada variable/período sólo se darán a conocer [agregados estadísticos](#) (mediana, promedio, desvío estándar, máximo, mínimo, percentiles 90, 75, 25 y 10 y cantidad de participantes)<sup>52</sup>.

Cabe destacar que se considera a la mediana como el estadístico más representativo para analizar la evolución de las expectativas debido a que revela el valor central de la distribución, eliminando la incidencia de estimaciones extremas. De todas formas, un análisis integral de los datos requiere la consideración complementaria de la totalidad de la información estadística disponible.

El primer relevamiento, realizado entre el 28 y 30 de junio, contó con 46 participantes de los cuales 37 fueron locales (12 instituciones financieras y 25 consultoras) y 9 analistas internacionales. Asimismo, permanentemente se buscará fomentar la participación de profesionales especializados con experiencia probada en el análisis económico y la realización de proyecciones vinculadas a las variables encuestadas. Cabe señalar que no se exige a los participantes que proyecten todas las variables, sino que se contempla la especialización de los mismos<sup>53</sup>.

<sup>50</sup> La definición de las variables relevadas es un concepto dinámico y podría modificarse en el futuro de acuerdo con las necesidades coyunturales.

<sup>51</sup> <http://www.bcra.gob.ar/Estadisticas/estsero30900.asp>

<sup>52</sup> Para mayor precisión sobre la definición de los estadísticos ver “Consideraciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) [http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Estadisticas/Consideraciones%20del%20Relevamiento%20de%20Expectativas%20de%20Mercado%20\(REM\).pdf](http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Estadisticas/Consideraciones%20del%20Relevamiento%20de%20Expectativas%20de%20Mercado%20(REM).pdf).

<sup>53</sup> Por cualquier consulta dirigirse a [rem@bcra.gob.ar](mailto:rem@bcra.gob.ar).



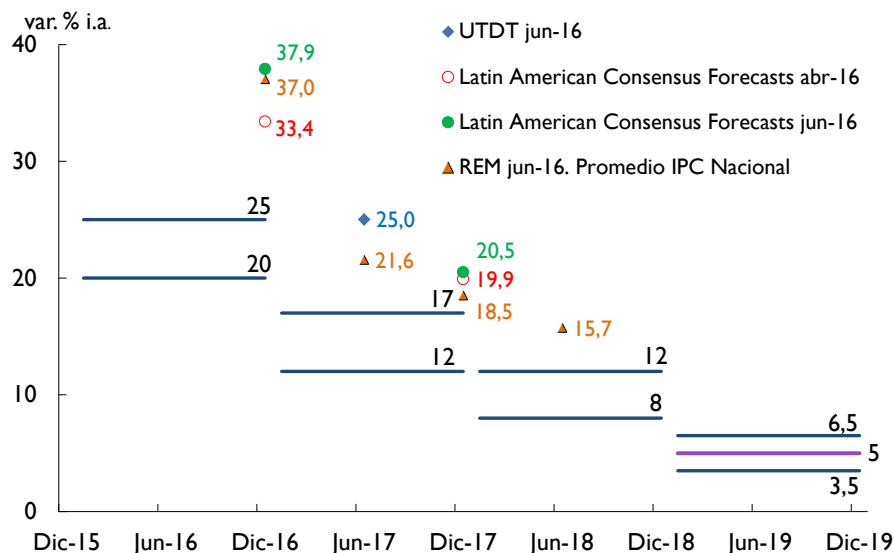
## 5. Política monetaria

El Banco Central ejecuta su política monetaria con el fin de conducir la tasa de inflación, en un plazo razonable, a 5% anual. En un contexto de expectativas de inflación decrecientes, esto es compatible con un descenso gradual de la tasa de interés nominal de política. De no ser así, las tasas de interés reales adquirirían un carácter paulatinamente más contractivo. En línea con esto, el BCRA redujo su tasa de interés de referencia de 38% a inicios del segundo trimestre hasta 30,25% a fin de junio. Además, el BCRA continuó tomando medidas para mejorar su hoja de balance: a) aprovechó un contexto de abundante oferta de divisas para reconstituir su nivel de reservas internacionales, b) incrementó los requerimientos de encaje de los bancos, para distribuir el esfuerzo de esterilización, c) capitalizó parte de las utilidades del ejercicio 2015 y constituyó reservas de capital adicionales. La transferencia de recursos del BCRA al Tesoro continuó desarrollándose de acuerdo a lo pautado (con un tope de \$160 mil millones en el año, alrededor de \$40 mil millones por trimestre).

### 5.1 Objetivos, metas e instrumentos de la política monetaria

Durante el segundo trimestre, el BCRA continuó la transición hacia un esquema de metas de inflación, el que se prevé adoptar formalmente en septiembre de 2016, y comenzará a regir a partir de enero de 2017. Las metas serán explícitas para los próximos años y habrá mecanismos de corrección y explicación de desvíos (ver Gráfico 5.1). En este contexto, durante el corriente año el BCRA procura acercar la tasa de inflación anual de diciembre de 2016 lo más cerca posible a 25%, con variaciones mensuales de 1,5% o menores durante el último trimestre del año.

**Gráfico 5.1 | Evolución de metas, expectativas e inflación**



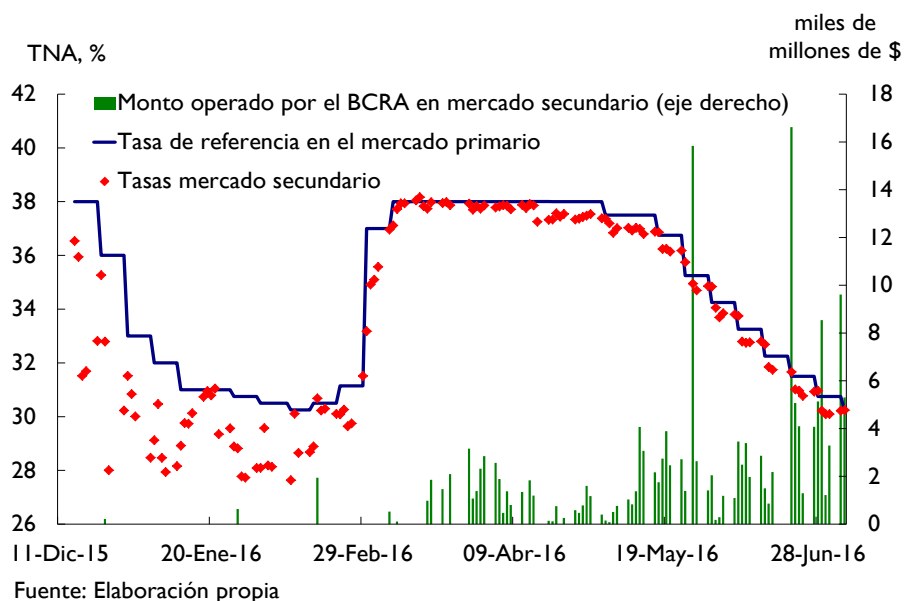
Fuente: Elaboración propia en base a UTDT y Latin American Consensus Forecasts

Como lo comunicó en el Informe de Política Monetaria de mayo, el BCRA migró desde un esquema basado en el control de cantidades (tasa de crecimiento de las distintas definiciones de dinero) hacia la adopción de una tasa de interés como principal instrumento de política. A fines de febrero dispuso que la tasa

de interés de política monetaria fuera la de las letras del plazo más corto entre las que semanalmente licita, las LEBAC a 35 días de plazo.

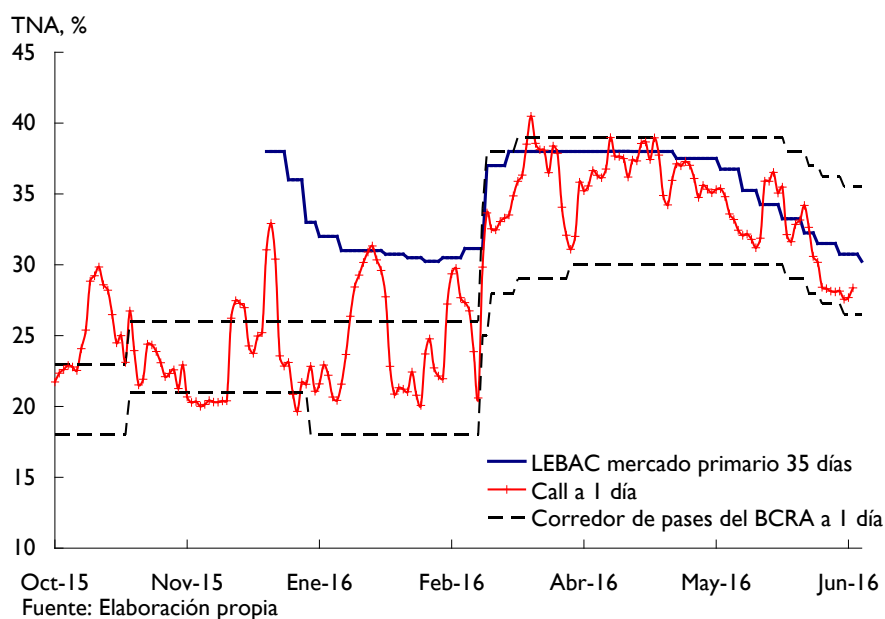
Complementariamente, comenzó a realizar operaciones de compra/venta de estas mismas especies en el mercado secundario, para administrar las condiciones de liquidez y mitigar la volatilidad de las tasas de interés (ver Gráfico 5.2).

**Gráfico 5.2 | Tasa de interés de política (LEBAC a 35 días de plazo)**



Además, realineó las tasas de interés de sus operaciones de pasivos y pasivos, determinando un corredor de tasas de interés dentro del cual fluctúan la mayor parte del tiempo las tasas de interés de los mercados interfinancieros (ver Gráfico 5.3).

**Gráfico 5.3 | Corredor de tasas de interés del BCRA**



## 5.2 Cómo fija el BCRA su tasa de referencia

Al fijar su tasa de interés de política, el BCRA busca influir en las tasas de interés de los otros plazos y en las de todos los instrumentos financieros del mercado. Pero lo que realmente importa es en qué medida se ven afectadas las tasas de interés reales (que surgen de descontar la tendencia de la inflación esperada), que son las que inciden en las decisiones de ahorro y de gasto.

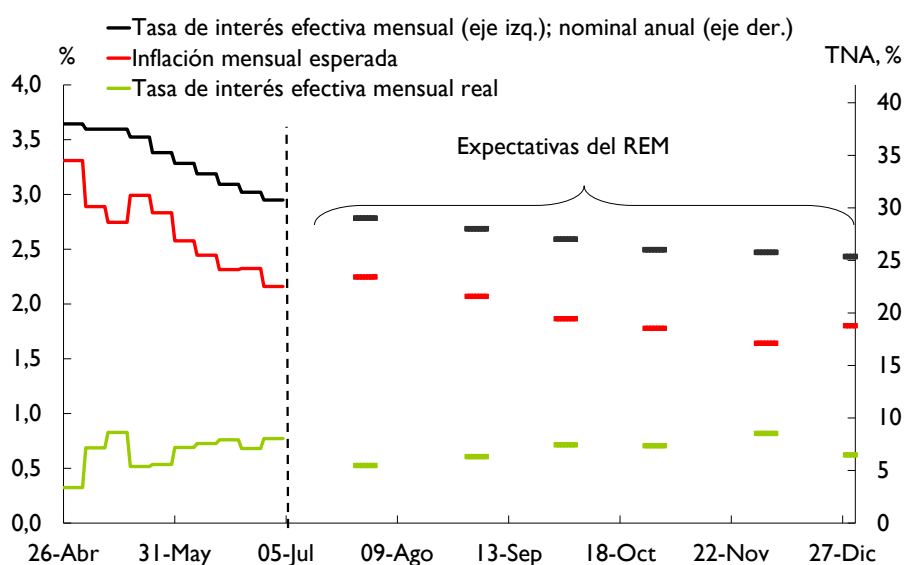
Para evaluar el sesgo antiinflacionario de la política monetaria se debe comparar la tasa de interés nominal de su instrumento, las LEBAC a 35 días de plazo, con las expectativas de inflación para ese mismo período<sup>54</sup>. No obstante, para evitar generar volatilidad y dados los rezagos con los que opera la política monetaria, los movimientos de tasa de interés de política responden a cambios en las expectativas de la tendencia esperada de la inflación, sin tener en cuenta factores transitorios.

Así, la política del BCRA consiste en fijar una tasa de interés que, comparada con la inflación esperada, resulte lo suficientemente positiva para reducir paulatinamente la tasa de inflación, de acuerdo a la trayectoria planeada.

Inicialmente, a fines de febrero de 2016, cuando la economía todavía estaba experimentando y procesando fuertes correcciones de precios relativos (ver sección 4. Precios), el BCRA ubicó su tasa de interés de política en 38% nominal anual para anclar las expectativas de inflación y evitar que se generaran efectos inflacionarios de segunda ronda.

Superado el período de mayor volatilidad de precios y una vez que empezaron a percibirse señales de que las presiones inflacionarias estaban disminuyendo (ver Gráfico 5.6), comenzó un proceso gradual de reducción de su tasa de interés de política, por un total de 7,75 p.p., hasta un nivel de 30,25% a principios de julio (ver Gráfico 5.2).

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



Fuente: Elaboración propia en base a Latin American Consensus Forecasts

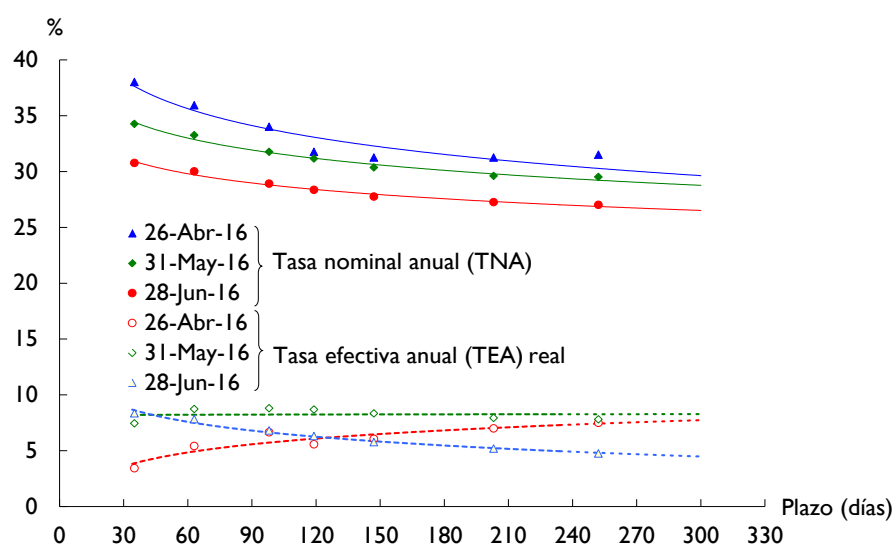
<sup>54</sup> En realidad, no necesariamente es el plazo del instrumento de política. Si el Banco Central empleara como instrumento una tasa *overnight*, el plazo de la inflación esperada relevante consistiría en el período entre reuniones de política, tras el cual dicha tasa podría modificarse.

Este comportamiento no significó un cambio en la orientación de la política. Por el contrario, en un contexto de expectativas de inflación descendentes, mantener invariante las tasas de interés nominales habría implicado conferirle un carácter progresivamente más contractivo a la política monetaria. Mediante una reducción de las tasas nominales de política a similar ritmo que el de las expectativas de inflación, el BCRA consiguió mantener relativamente estable el sesgo antiinflacionario de su política monetaria (ver Gráfico 5.4).

Según el relevamiento de expectativas del mercado del BCRA (ver apartado 6 / Relevamiento de Expectativas de Mercado), para lo que resta del año se espera que las tasas de inflación mensuales continúen reduciéndose hasta niveles cercanos al objetivo del BCRA, de 1,5% o menos durante el último trimestre del año. En el mismo sentido, para los próximos meses se estima que, en la medida en que la economía siga transitando su proceso desinflacionario, las tasas de interés nominales de política vayan acompañando ese descenso (ver Gráfico 5.4).

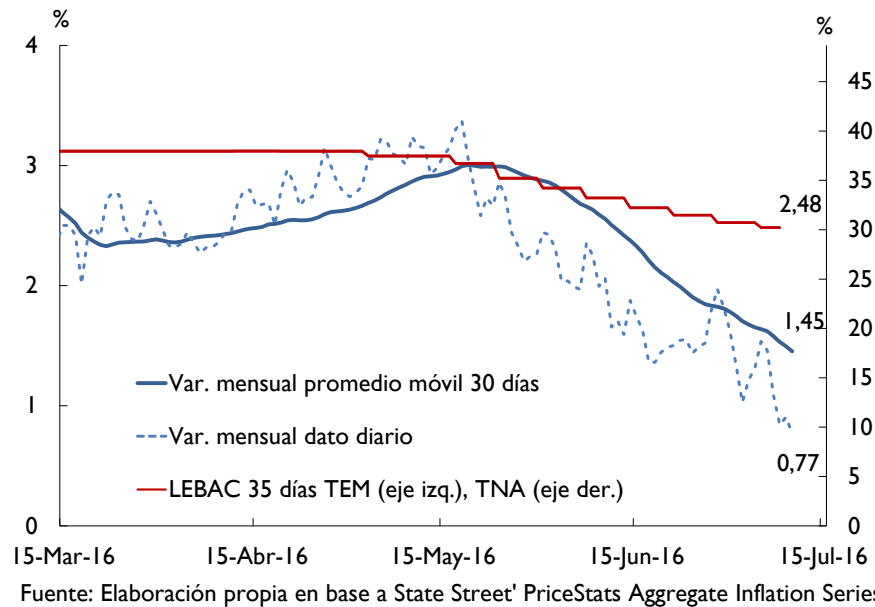
Las expectativas de inflación descendentes también explican la pendiente negativa que se observa en la curva de rendimientos de las tasas de interés nominales de las LEBAC (ver Gráfico 5.5). No obstante, las tasas reales, considerando las expectativas de inflación a los plazos de cada uno de dichos instrumentos, presentan una forma más aplanada, lo que indica que se prevé que el BCRA mantenga en los próximos meses el carácter antiinflacionario de su política monetaria.

**Gráfico 5.5 | Curva de tasas de LEBAC nominales y reales**



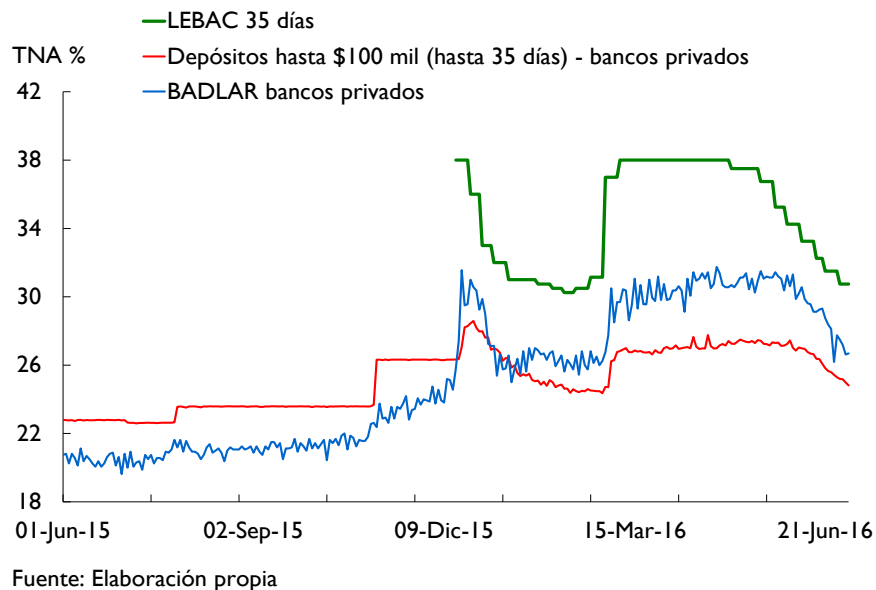
Fuente: Elaboración propia

Por supuesto, aunque la autoridad monetaria fija su tasa de política teniendo en cuenta la inflación esperada, también monitorea la inflación realizada, especialmente señales tempranas que permitan comprobar que el proceso de desinflación esperado efectivamente se está materializando (ver Gráfico 5.6).

**Gráfico 5.6 | Tasa de interés de política monetaria e inflación**

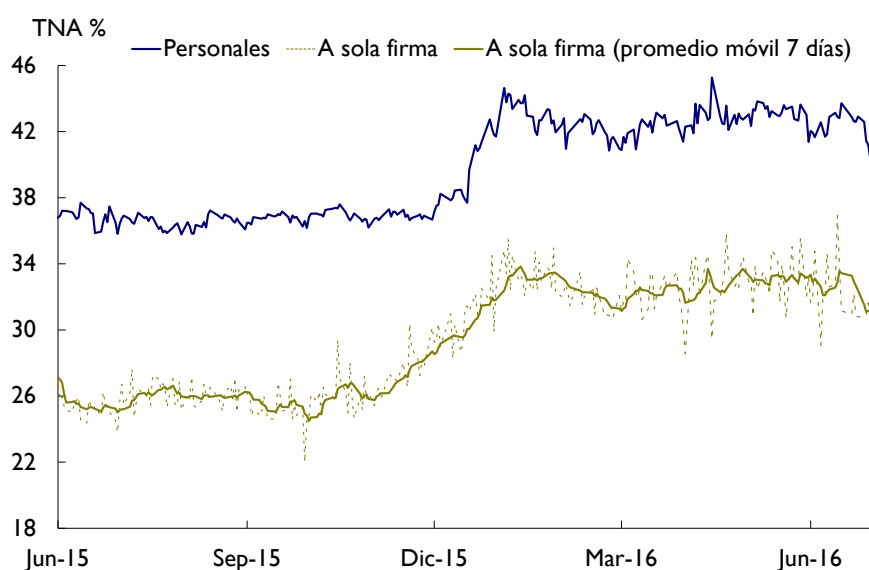
### 5.3 Fortalecimiento de la transmisión de la política monetaria

Para normalizar el funcionamiento del sistema financiero y fortalecer los canales de transmisión de la política monetaria, a fines de 2015, junto con la eliminación del “cepo” cambiario, el BCRA también eliminó los límites a las tasas de interés de los depósitos y los préstamos, dejando que estas operaciones se pacten libremente entre las entidades financieras y sus clientes.

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

Desde entonces, los cambios en la tasa de interés de política del BCRA comenzaron a trasladarse, parcialmente y con cierto rezago, a las tasas de interés activas y pasivas de las entidades financieras, sin generar un aumento permanente en los márgenes financieros de los bancos. El caso más pronunciado lo registró la BADLAR de bancos privados que, tras haber registrado un promedio de 31% en mayo, se redujo gradualmente hasta finalizar junio por debajo de 27% (ver Gráfico 5.7 y Gráfico 5.8).

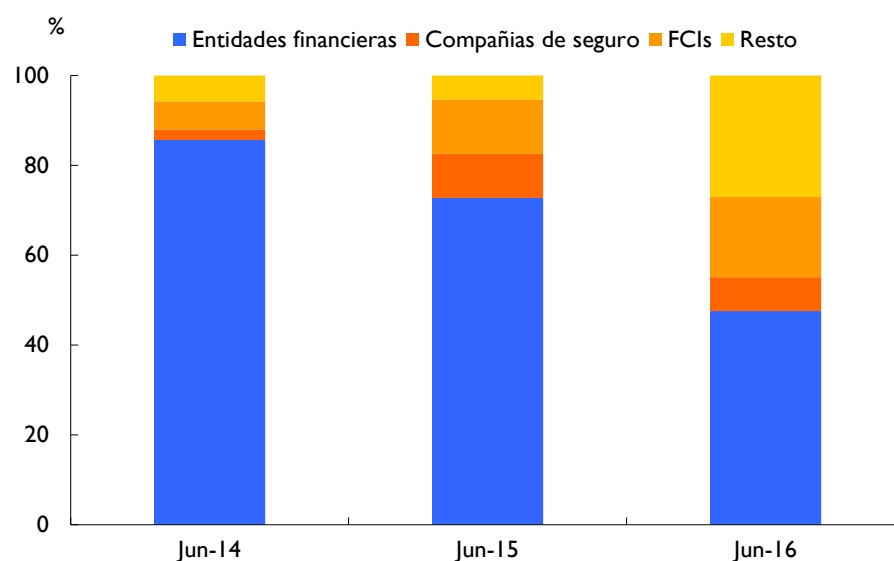
**Gráfico 5.8 | Tasas de interés activas**



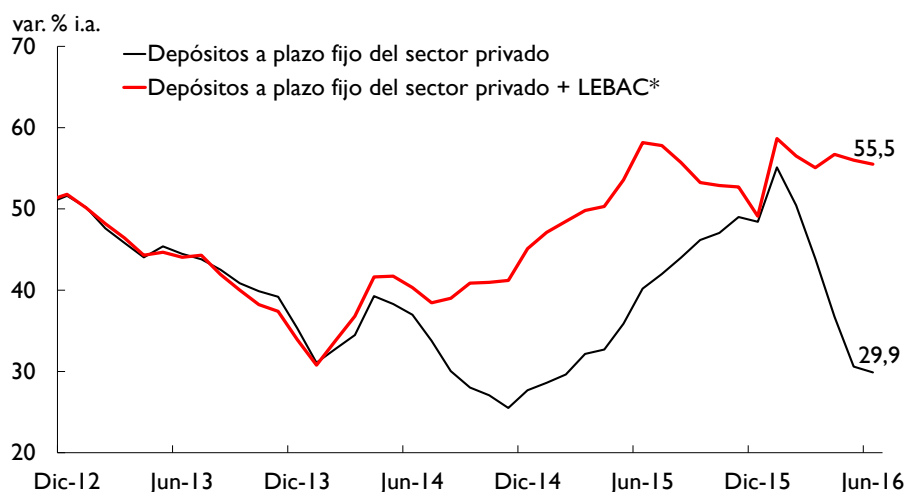
Fuente: Elaboración propia

La mejora de los rendimientos de las LEBAC y de los depósitos a plazo fijo propició el fortalecimiento del ahorro en pesos. En efecto, si bien los depósitos a plazo fijo desaceleraron su ritmo de crecimiento interanual, dicho comportamiento se debió al marcado incremento en las tenencias de LEBAC del sector privado no financiero (ver Gráfico 5.9). Considerándolos conjuntamente, dichos instrumentos de ahorro en pesos continuaron registrando aumentos entre el 50% y el 60% interanual (ver Gráfico 5.10).

**Gráfico 5.9 | Participación de las LEBAC por tipo de tenedor**



Fuente: Elaboración propia

**Gráfico 5.10 | Instrumentos de ahorro a plazo en pesos**

\*Saldo de LEBAC en circulación a valor nominal, excluidas las tenencias de bancos, del sector público y de residentes del exterior.

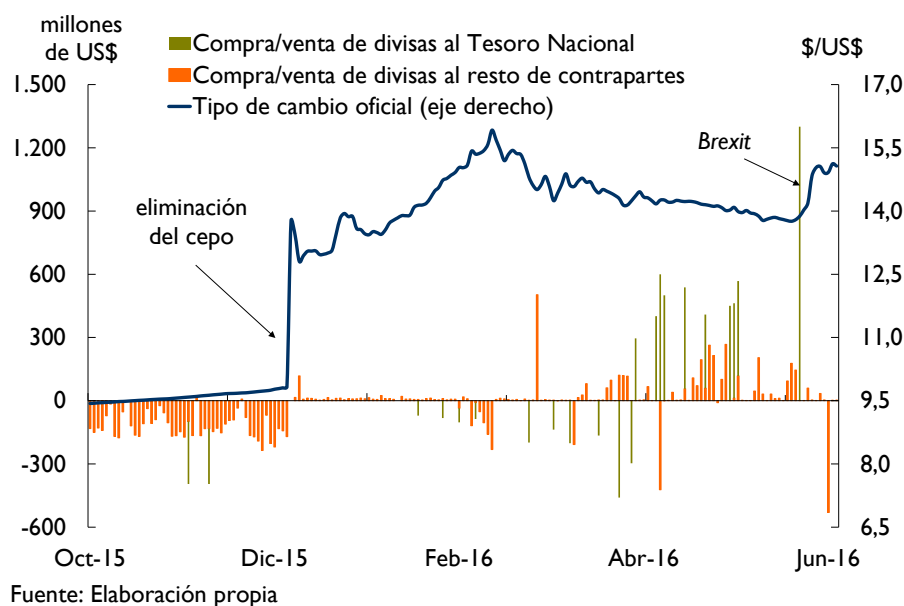
Fuente: Elaboración propia

## Mejora del balance del BCRA, coordinación con la política fiscal y esterilización

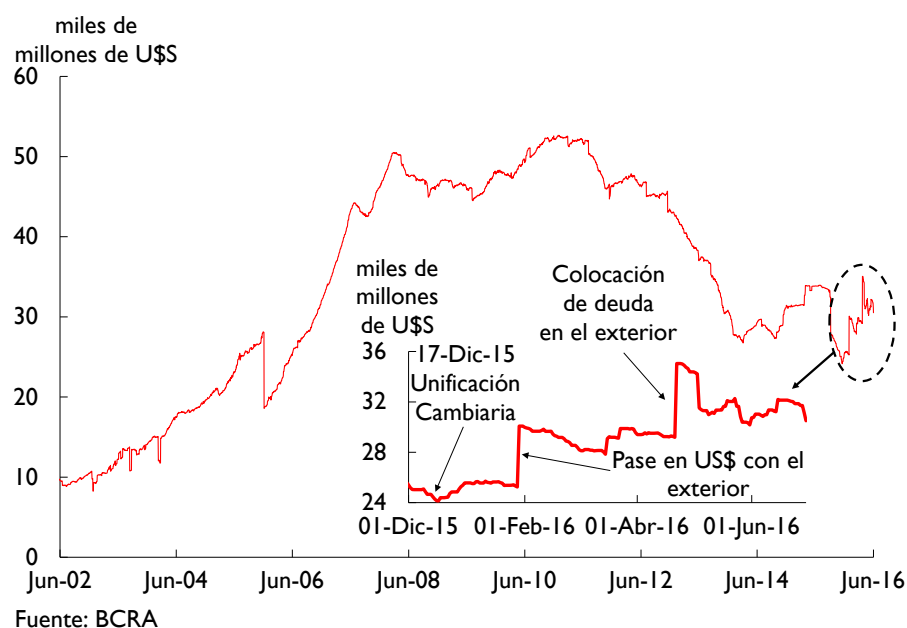
En el segundo trimestre, el BCRA aprovechó un contexto de sobreabundancia de oferta de divisas para reconstituir su nivel de reservas internacionales. Además, continuó transfiriendo recursos al Tesoro Nacional de acuerdo a lo convenido (con un tope de \$160 mil millones en el año, alrededor de \$40 mil millones por trimestre). Finalmente, incrementó los requerimientos de encaje de los bancos, para distribuir el esfuerzo de la esterilización.

### 5.3.1 Recomposición de las reservas internacionales

Junto con la decisión de adoptar un régimen de Metas de Inflación, el BCRA migró desde diciembre hacia un régimen de tipo de cambio flexible (ver apartado 2 / Las ventajas del tipo de cambio flexible). No obstante, el BCRA se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para administrar la composición de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio.

**Gráfico 5.11 | Compra / venta de divisas del BCRA en el mercado**

En efecto, entre mediados de diciembre de 2015 y hasta fines de abril del año en curso, el BCRA tuvo una reducida participación en el mercado de cambios (ver Gráfico 5.11). En cambio, a partir de mayo, aprovechó un período de sobreabundancia de oferta de divisas, producto de la liquidación de la cosecha gruesa y del ingreso de divisas asociado a la colocación de deuda del sector público y del sector privado (ver sección 2. Contexto internacional), para comprar divisas en el mercado y fortalecer su hoja de balance (ver apartado 7 / El fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA). Las compras de divisas del BCRA, tanto al sector privado como al público, totalizaron US\$5.800 millones durante mayo y junio. De este modo, las reservas internacionales finalizaron junio en un nivel de US\$30.507 millones (ver Gráfico 5.12).

**Gráfico 5.12 | Stock de Reservas Internacionales**

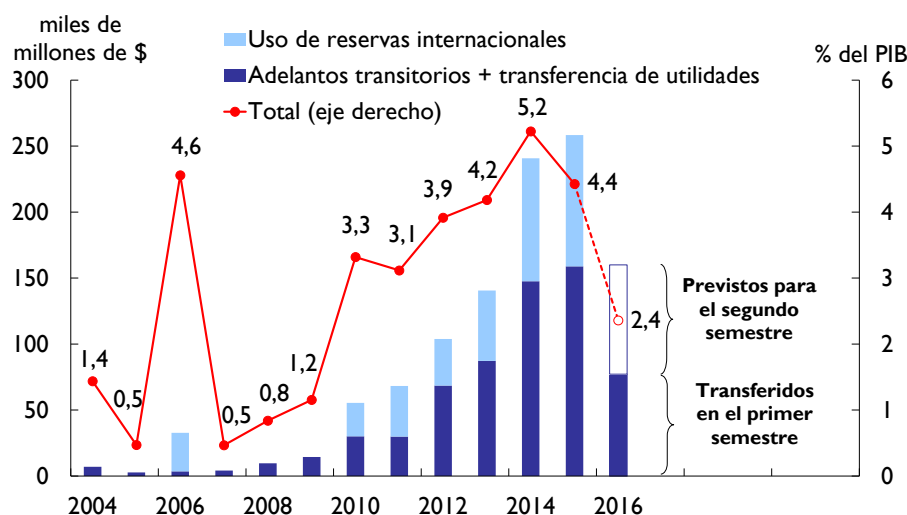


### 5.3.2 Coordinación con el programa fiscal

Como parte del programa de ordenamiento fiscal gradual y de normalización del acceso a los mercados voluntarios de crédito llevado adelante por el Gobierno Nacional, el BCRA y el Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Nación acordaron establecer un tope de \$160 mil millones a las transferencias de recursos al Tesoro Nacional para el año 2016, distribuidos en alrededor de \$40 mil millones por trimestre.

En este marco, en junio el BCRA dispuso destinar parte de los resultados del ejercicio cerrado en 2015 a aumentar su capital y a la constitución de una reserva legal. De los \$147.117 millones de utilidades obtenidas en 2015, se destinaron \$25.000 millones a aumentar el capital y \$12.500 millones a aumentar la reserva legal. El resto de las utilidades deben ser transferidas al Tesoro Nacional, como lo establece el artículo 38 de la Carta Orgánica. Parte de las utilidades habían sido anticipadas a fin de marzo (\$30.000 millones), \$15.000 millones adicionales fueron transferidos a fin de junio, y el resto serán transferidos en lo que resta del año, en línea con el acuerdo antes mencionado (ver Gráfico 5.13).

**Gráfico 5.13 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional y uso de reservas**



Nota: Para 2016, el ratio está calculado con el PIB del primer trimestre (será menor con el dato del PIB nominal anual)

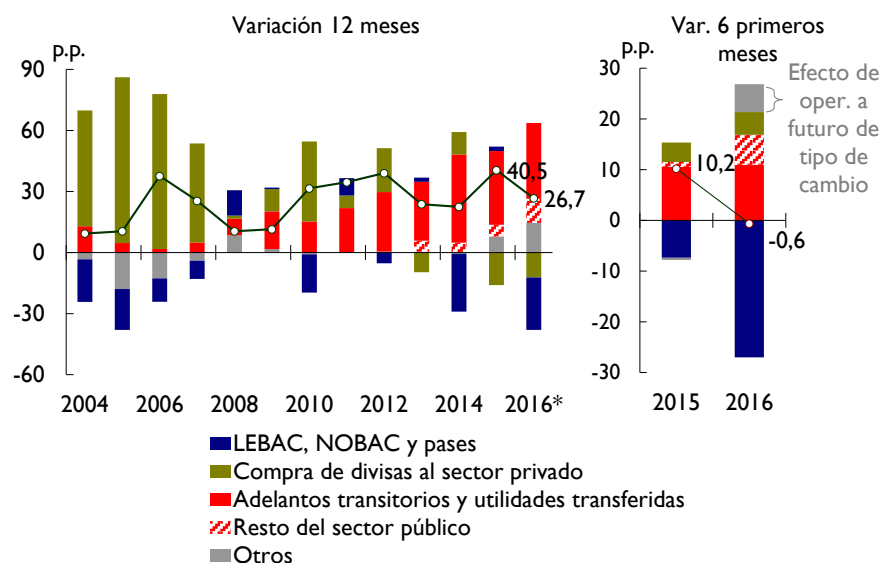
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

### 5.3.3 Esterilización de los excedentes de liquidez

Desde diciembre de 2015 el BCRA se encargó de absorber los excesos de liquidez generados por una fuerte expansión monetaria pasada (ver Gráfico 5.14<sup>55</sup>). Asimismo, debió neutralizar el efecto monetario expansivo por \$53.719 millones de las pérdidas asociadas a las operaciones de futuros de tipo de cambio concertadas en 2015 y que terminó de cancelar completamente a fines de junio de 2016 (ver apartado 8 / Resultados de la posición de futuros de dólar estadounidense del BCRA).

Ya absorbidos los excedentes de liquidez iniciales, y una vez adoptada la tasa de interés como instrumento de política monetaria, los instrumentos de regulación monetaria (LEBAC y operaciones de pases), compensaron automáticamente cualquier expansión monetaria generada por otra vía que no estuviera convalidada por un aumento en la demanda de dinero.

<sup>55</sup> El "Otros" incluye resultados por futuros de tipo de cambio, compra/venta de títulos públicos, créditos del bicentenario y cancelaciones de redescuentos, entre otros. La variación interanual de la base monetaria está influida por cambios en los encajes.

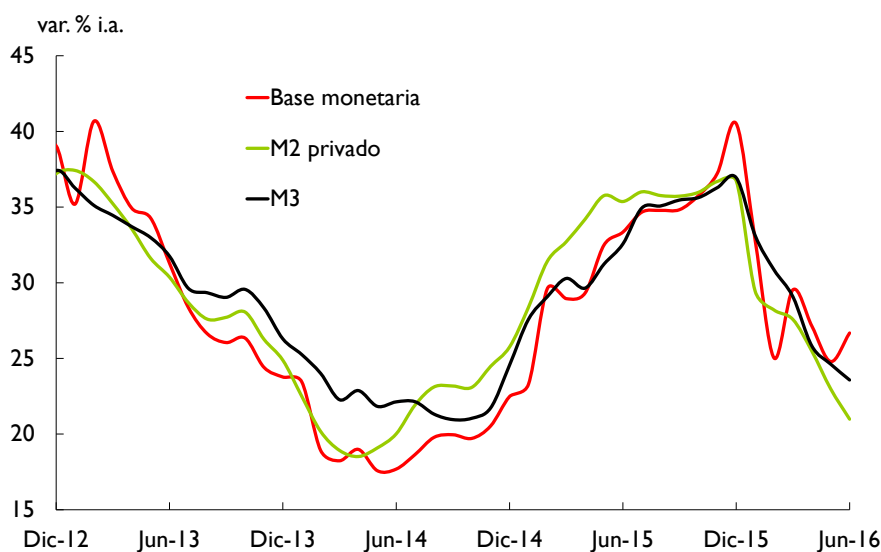
**Gráfico 5.14 | Variación de la base monetaria e incidencia de los factores que la explican**

Fuente: Elaboración propia

\*Acum. últimos 12 meses a jun-16

A su vez, con el objetivo de que el esfuerzo de esterilización sea compartido por los demás integrantes del sector financiero, el BCRA dispuso dos incrementos de los coeficientes de encaje, con vigencia a partir de junio y de julio, por el equivalente al 2% del total de los depósitos en pesos en cada uno de los casos.

De este modo, el BCRA elevó la demanda de un componente de la base monetaria (el saldo en las cuentas corrientes en el BCRA que los bancos deben mantener depositados para la integración de los encajes). Esto se reflejó en un aumento en el ritmo de crecimiento de la base monetaria que, una vez superada la variabilidad asociada a la posición trimestral de efectivo mínimo de dic-feb<sup>56</sup>, se había desacelerado de 29,5% i.a. en marzo a 24,8% i.a. en mayo, para aumentar a un ritmo de 26,7% i.a. en junio (ver Gráfico 5.15).

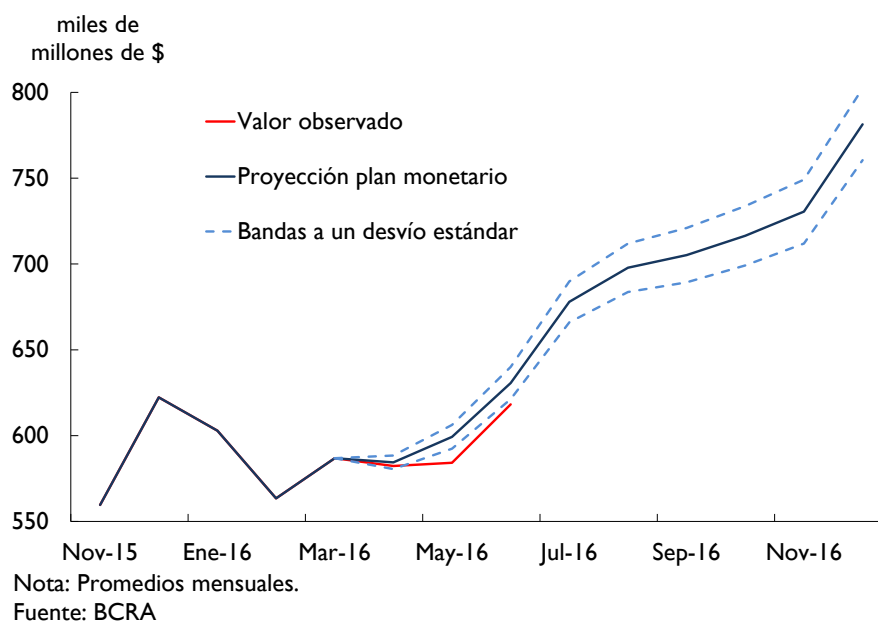
**Gráfico 5.15 | Evolución de los agregados monetarios**

Fuente: BCRA

<sup>56</sup> Por mayor detalle consultar el Informe Monetario de Febrero <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Publicaciones/bolo216.pdf>.

Esta evolución de la base monetaria estuvo en línea con lo previsto en el plan monetario para 2016 presentado a fines de abril, cerca del límite inferior de las bandas de proyección, aunque con algunos desvíos menores (ver Gráfico 5.16). La razón del desvío se explica, principalmente, porque el perfil temporal del aumento de los encajes dispuesto (2 p.p. a partir de junio y otros en julio) resultó levemente diferente a lo inicialmente proyectado (1 p.p. por mes, comenzando en mayo).

**Gráfico 5.16 | Demanda nominal de base monetaria**



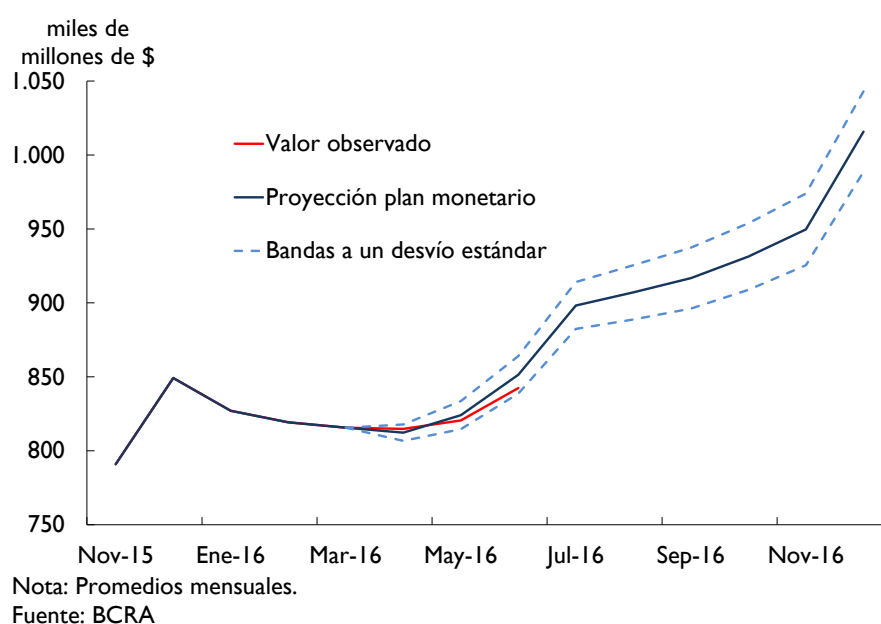
La trayectoria de los medios de pago del sector privado en pesos, M2 privado<sup>57</sup>, se ubicó dentro de las bandas de un desvío estándar proyectadas a fines de abril (ver Gráfico 5.17). De este modo, el M2 privado registró un crecimiento de 21% interanual en junio (15,8 p.p. menor que el ritmo de aumento exhibido en diciembre de 2015). Algo similar ocurrió con el agregado monetario más amplio, el M3<sup>58</sup>, que mostró un aumento interanual de 23,6% (13,4 p.p. menor que a fines del año pasado, ver Gráfico 5.15). Así, acorde con el proceso desinflacionario en marcha, los agregados monetarios continuaron con la tendencia decreciente en su ritmo de aumento interanual.

<sup>57</sup> El M2 privado está compuesto por el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos a la vista del sector privado en pesos.

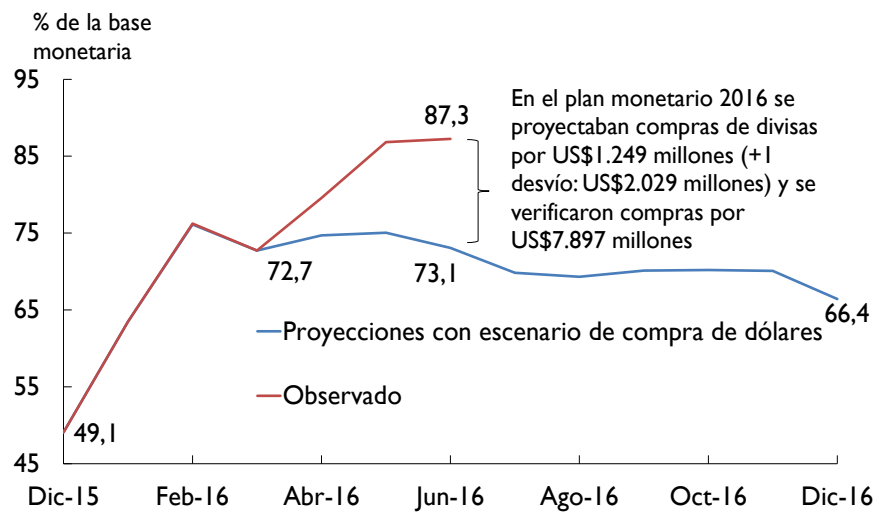
<sup>58</sup> El M3 está compuesto por el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de los depósitos de los sectores privado y público no financieros en pesos.

Por su parte, el stock de títulos del BCRA registró una dinámica que se diferenció de lo previsto en las proyecciones incluidas en la presentación de la Política Monetaria realizada en abril pasado (ver apartado 7 / La interacción de la política monetaria con el tesoro, publicado en el Informe de Política Monetaria de mayo). Así, si consideramos las LEBAC en pesos en circulación (que representan la mayor parte de los títulos en circulación) como proporción de la base monetaria, se observa un aumento de este ratio de 73% en marzo al 87% en junio, mientras que las proyecciones mostraban un ratio relativamente estable entorno al punto de partida (ver Gráfico 5.18), teniendo en cuenta el escenario en el que el BCRA interviene comprando (vendiendo) divisas para cubrir el exceso (defecto) de demanda de base monetaria proyectada por sobre las transferencias previstas al Tesoro Nacional para este año (por \$160.000 millones).

**Gráfico 5.17 | Demanda nominal de dinero – M2 privado**



Esta diferencia puede explicarse, principalmente, por la evolución de los factores de creación de la base monetaria, más precisamente, por las compras netas de divisas. De esta forma, las operaciones netas del BCRA en el mercado de cambios generaron una emisión de \$90.239 millones en el período abril-junio frente a un nivel de \$4.129 millones previsto en las proyecciones para el mismo período (ver apartado 7 / El fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA). En consecuencia, las necesidades de esterilización con títulos del BCRA se incrementaron con respecto a lo pronosticado para el período abril-junio, lo que contribuyó con la dinámica divergente del stock de letras de la autoridad monetaria.

**Gráfico 5.18 | LEBAC en \$ como % de la base monetaria**

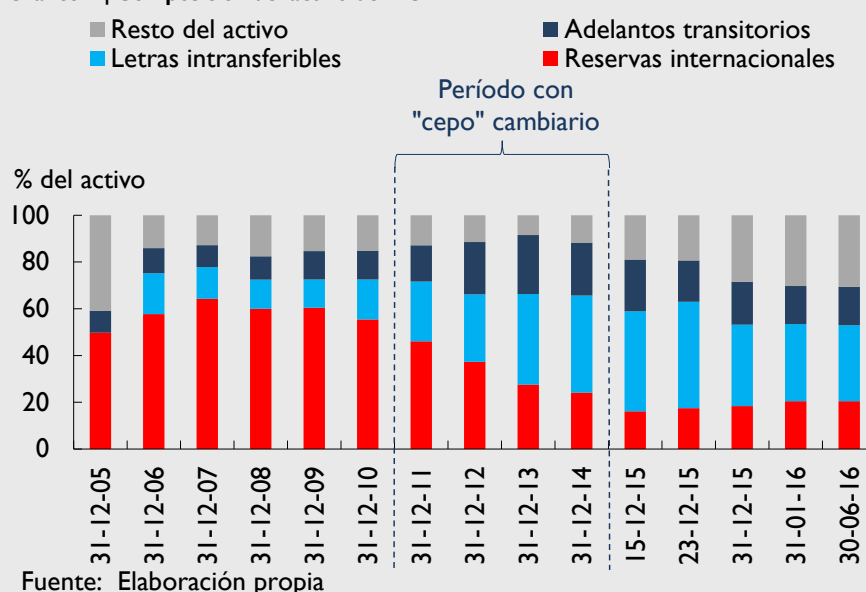
Fuente: BCRA

## Apartado 7 / El fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA

Desde diciembre de 2015 el BCRA implementó una serie de medidas y acciones tendientes a consolidar su hoja de balance en diferentes aspectos: mejorar la composición de sus activos, afrontar los pasivos heredados sin descuidar su potencial impacto sobre la inflación, y apuntalar su situación patrimonial.

En lo que respecta al activo del BCRA, debe recordarse que entre 2006 y fines de 2015 la autoridad monetaria financió al Tesoro Nacional no sólo a través del otorgamiento de Adelantos Transitorios, sino también mediante el uso de sus reservas internacionales para realizar pagos a Organismos Internacionales y a otros tenedores de deuda pública. Para el pago a tenedores privados se efectuaron sucesivas integraciones del “Fondo de Desendeudamiento Argentino” creado en el año 2010. Como contrapartida del uso de sus reservas internacionales, el BCRA recibió títulos de deuda pública no negociables en los mercados, denominados “Letras Intransferibles”. Por otra parte, a partir de octubre de 2011 se limitaron las operaciones en el mercado local de cambios, restringiéndose el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) para formación de activos externos sin la obligación de una aplicación posterior específica; lo que también repercutió negativamente sobre el saldo de reservas internacionales. El correlato de estos factores en la composición del activo del BCRA fue un persistente aumento de la participación del crédito al sector público incluido en los rubros “Adelantos Transitorios” y “Letras Intransferibles”, en detrimento de la porción que representaban las reservas internacionales (ver Gráfico 1)

Gráfico 1 | Composición del activo del BCRA



El 17 de diciembre de 2015 la actual administración del BCRA comenzó un proceso de normalización del mercado cambiario y llevó adelante un conjunto de iniciativas orientadas a fortalecer su hoja de balance mediante el aumento de sus activos líquidos en moneda extranjera:

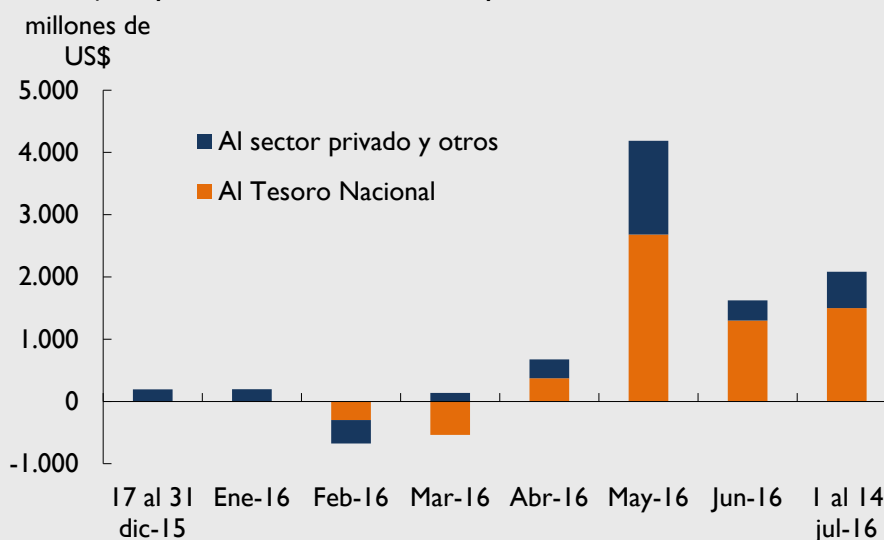
- i) concretó un canje de tres Letras Intransferibles del Tesoro Nacional, por un total de US\$16.000 millones, por nuevas emisiones de títulos de deuda. Los nuevos instrumentos recibidos por el BCRA fueron: a) BONAR 7,75% 2022, emitido por VN US\$4.498 millones, b) BONAR 7,875% 2025 emitido por VN US\$4.510 millones y c) BONAR 7,875% 2027 emitido por VN US\$4.690 millones. Todos ellos están denominados en dólares estadounidenses, tienen amortización íntegra al vencimiento y cotización en los merca-

dos de valores. Las tres Letras Intransferibles entregadas por el BCRA incluyeron la que tenía vencimiento en 2016, de US\$9.530 millones y otras dos con vencimiento en 2020, que sumaban US\$6.569 millones.

ii) concertó operaciones de pase pasivo en dólares estadounidenses empleando como garantía parte de los bonos que se recibieron en el canje mencionado. Estas operaciones, que tuvieron como contraparte a siete bancos, totalizaron un monto de US\$5.000 millones y tienen un plazo aproximado de 1 año (con posible cancelación previa).

iii) compró divisas, tanto al sector privado como al sector público. En el marco de política monetaria actual, como norma general, el BCRA opera sólo ocasionalmente en el MULC, para evitar fluctuaciones injustificadas del valor del peso o para administrar el perfil de su hoja de balance. A partir de mayo, el aumento excepcional de la oferta de divisas alentado por las colocaciones de deuda de gobiernos provinciales y de empresas del sector privado generó un escenario propicio para que el BCRA comprara divisas, aumentando las reservas internacionales. De manera análoga, el BCRA le compró al Tesoro Nacional parte de los recursos en moneda extranjera que obtuvo mediante colocaciones de deuda. A partir de mayo y hasta el 14 de julio, las compras de divisas del BCRA totalizaron US\$7.900 millones (ver Gráfico 2).

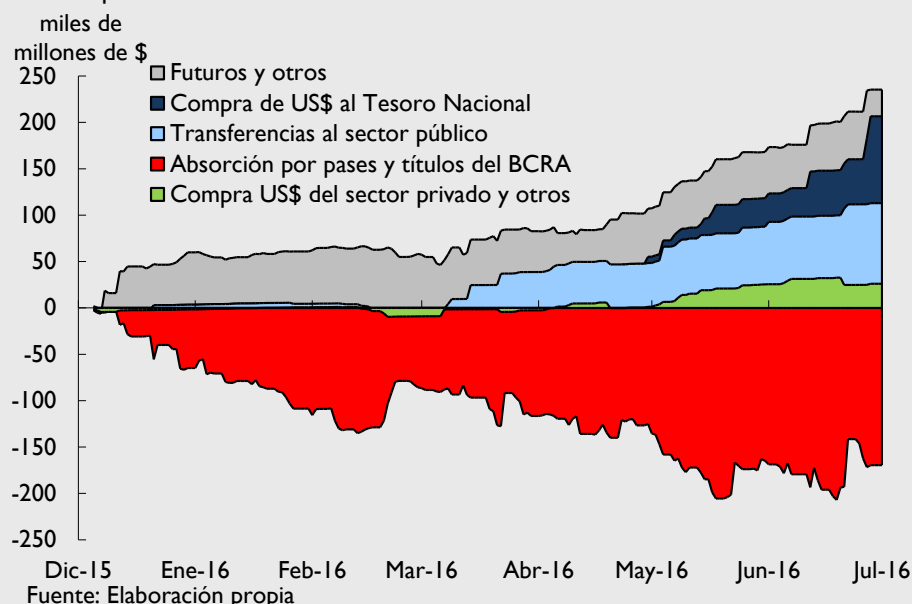
**Gráfico 2 | Compras netas de divisas del BCRA a partir del 17-dic-15**



Fuente: Elaboración propia

Así, las reservas internacionales aumentaron no sólo en términos absolutos, sino también como proporción del activo del BCRA. A su vez, entre los títulos públicos en cartera ganaron participación los que poseen cotización en mercados de valores, susceptibles de ser usados para realizar operaciones de mercado abierto.

Simultáneamente, el BCRA afrontó los compromisos heredados, derivados de los contratos de dólar futuro concertados en 2015. Estos contratos implicaron pérdidas por un total de \$53.719 millones entre diciembre de 2015 y junio del corriente año; cuyo efecto monetario fue esterilizado mediante las colocaciones de LEBAC y la captación de recursos a través de operaciones de pases (ver Gráfico 3).

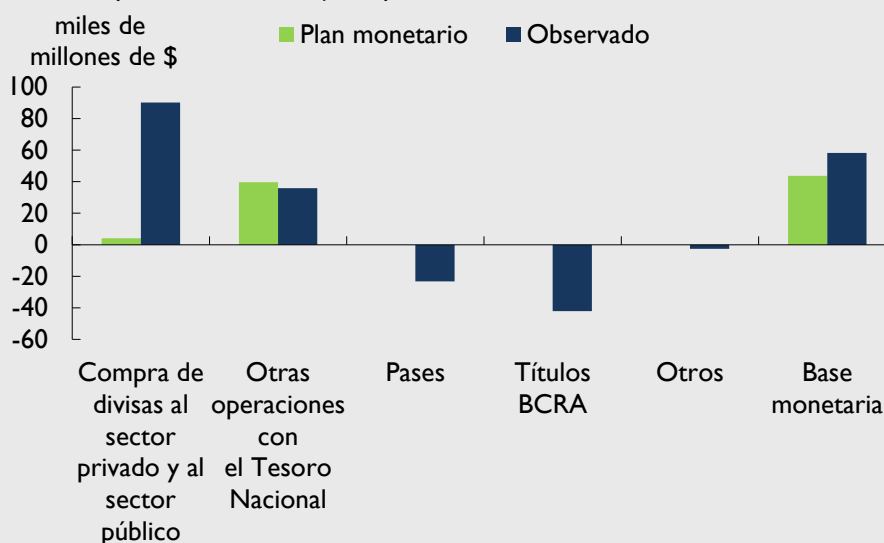
**Gráfico 3| Factores de variación de la base monetaria desde el 14-dic-15**

A su vez, con el objetivo de que el esfuerzo de esterilización que viene realizando el BCRA desde fines de 2015 sea compartido por todos los integrantes del sector financiero, se dispusieron incrementos de los coeficientes de encajes. En junio, los incrementos implicaron un aumento de la exigencia de encajes equivalente al 2% de los depósitos totales en pesos. A partir de julio rige un incremento adicional de la misma magnitud. De este modo, el BCRA elevó la demanda de pasivos no remunerados –cuentas corrientes en el BCRA para la integración de encajes– y moderó el aumento de los pasivos que devengan tasas de interés; en particular, las LEBAC.

De todos modos, cabe mencionar que estos pasivos evolucionaron en el período de manera algo diferente a lo previsto en las proyecciones incluidas en el plan monetario presentado a fines de abril último<sup>59</sup>. Habida cuenta del aumento excepcional en la oferta de divisas mencionado más arriba y de la decisión del BCRA de tomar ventaja de esta favorable coyuntura para mejorar la calidad de sus activos, las compras de divisas fueron mayores a lo esperado inicialmente. Dado que la base monetaria estuvo en línea con lo proyectado, la emisión de títulos del BCRA fue necesariamente mayor a la prevista (ver Gráfico 4).

<sup>59</sup> [http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Prensa\\_comunicacion/PresentacionPoliticMonetarias2016.pdf](http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticMonetarias2016.pdf)



**Gráfico 4 | Factores de variación de la base monetaria proyectados en el plan monetario y observados (acumulado abr-16 a jun-16)**

Fuente: BCRA

Por último, debe mencionarse que, tras cinco años, en 2016 el BCRA volvió a destinar parte de sus resultados a aumentar su capital y a la constitución de una reserva legal (ver Gráfico 5).

**Gráfico 5 | Distribución de utilidades del BCRA**

Fuente: Elaboración propia

De los \$147.117 millones de ganancia obtenidos en 2015, \$25.000 millones se destinaron a aumento de capital y \$12.500 millones se dirigieron a aumentar la reserva legal. El resto de las utilidades serán transferidas al Tesoro Nacional, como lo establece el artículo 38 de la Carta Orgánica, y en el marco del total de transferencias estipulado para este año entre esta Institución y el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación.

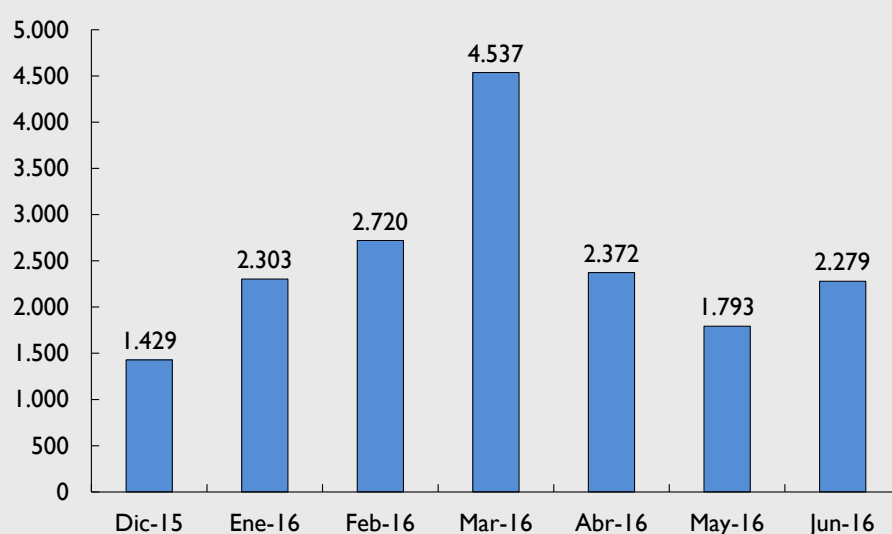
En definitiva, como consecuencia de las iniciativas mencionadas, el BCRA aumentó las herramientas disponibles para desarrollar su política monetaria con mayor flexibilidad, incrementando la disponibilidad de activos líquidos en moneda extranjera, extinguiendo los contratos con efecto negativo en los mercados financieros locales y fortaleciendo su patrimonio.

## *Apartado 8 / Resultados de la posición de futuros de dólar estadounidense del BCRA*

El último día del mes de junio, el BCRA terminó de cancelar su posición vendedora de futuros de dólar estadounidense, iniciada durante el año 2015. Al 10 de diciembre, la posición abierta era de US\$17.432,9 millones, en contratos que vencían entre diciembre de 2015 y junio de 2016 (ver Gráfico 1).

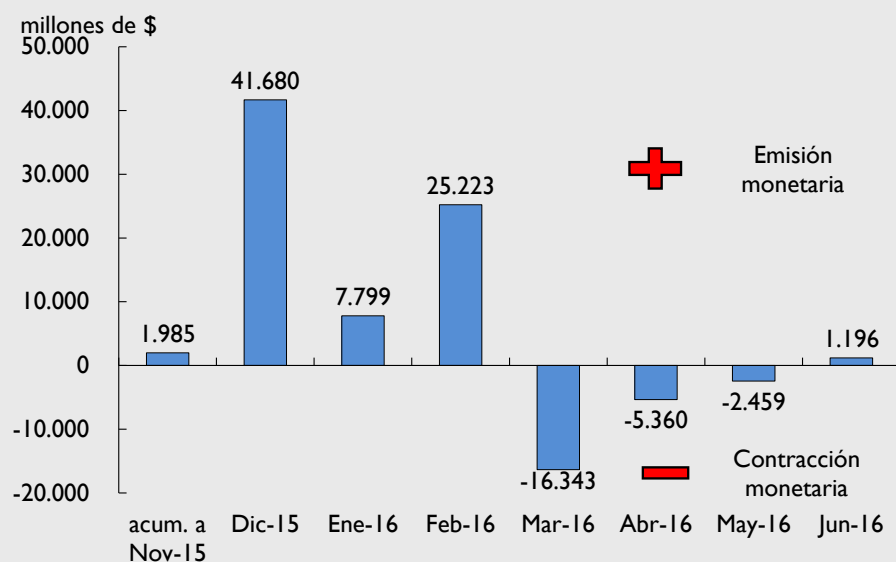
**Gráfico 1 | Detalle de la posición vendedora de futuros de dólar estadounidense del BCRA al 10-Dic-15**

millones de US\$



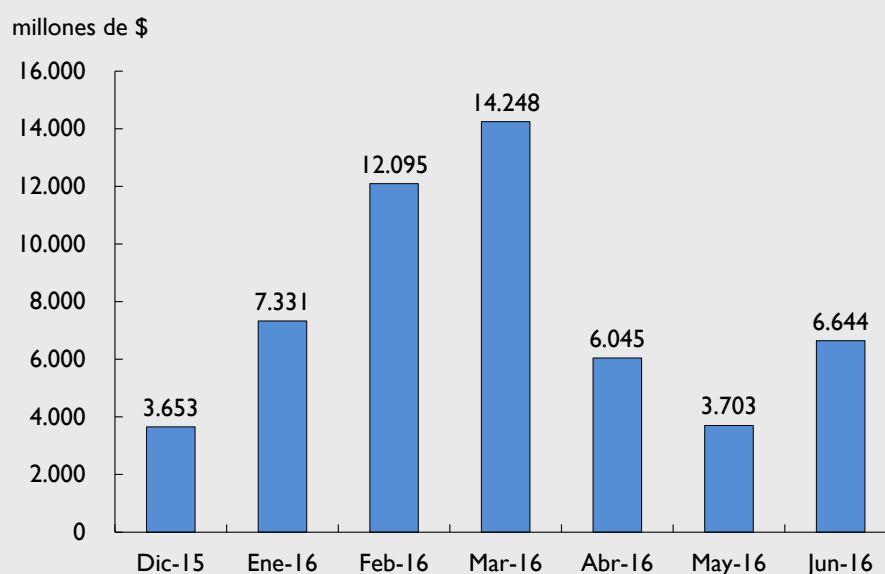
Fuente: Elaboración propia

El resultado de estas operaciones significó un costo para el BCRA de \$53.719 millones (lo cual se tradujo en una emisión monetaria que se distribuyó mensualmente; ver Gráfico 2). Cabe señalar que el resultado derivado de la tenencia de futuros se computa diariamente, en función del precio de cierre del futuro correspondiente. En el Gráfico 3 se discriminan los resultados de cada tipo de contrato de futuro según su vencimiento original.

**Gráfico 2 | Efecto monetario asociado al mark-to-market de los contratos de futuros con cierre entre dic-15 y jun-16**

Fuente: Elaboración propia

Cabe recordar que la cancelación de la posición de futuros de dólar coincide con otras acciones tomadas por el BCRA orientadas a fortalecer su hoja de balance durante los últimos meses (ver apartado 7 / El fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA).

**Gráfico 3 | Pérdida del BCRA por contratos de futuros con cierre entre dic-15 y jun-16**

Fuente: Elaboración propia

## Glosario de abreviaturas y siglas

**€:** Euro

**Acum.:** Acumulado

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

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

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

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

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

**AMBA:** Área Metropolitana de Buenos Aires

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

**AT:** Adelantos Transitorios

**AUH:** Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

**Bbl:** Barriles

**BCB:** Banco Central de Brasil

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

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**Bim:** Bimestre

**BNDES:** Banco Nacional de Desarrollo

**Bonac:** Bono del Tesoro Nacional

**Bonad:** Bono atado en dólares

**Bonar:** Bono de la Nación Argentina

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

**BTU:** *British Thermal Unit*

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

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

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

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

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

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

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

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

**CGV:** Cadenas Globales de Valor

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

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

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**Contrib.:** Contribución

**DEG:** Derecho Especial de Giro

**DGA:** Dirección General de Aduanas

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

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**e:** Estimado

**EDP:** Equipo Durable de Producción

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

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

**ELA:** *Emergency Liquidity Assistance*

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

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

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

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

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

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

**ENERGAS:** Ente Nacional Regulador del Gas

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

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

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

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**ERM:** *Exchange Rate Mechanism*

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

**excl.:** Excluyendo

**FBC:** Formación bruta de capital

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

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

**FFS:** Fondo Federal Solidario

**FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

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

**FOMC:** Comité Federal de Mercado Abierto

**FONDEA:** Fondo de Desendeudamiento Argentino

**FONDEAR:** Fondo de desarrollo económico argentino

**G-7:** Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá

**GBA:** Gran Buenos Aires

**HOGAR:** Programa de subsidios para adquirir la garrafa social

**i.a.:** Interanual

**IAMC:** Instituto Argentino de Mercado de Capitales

**ICA:** Intercambio Comercial Argentino

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

**ICV:** Índice del Costo de Vida

**IED:** Inversión Extranjera Directa

**IFS:** *Institute of Fiscal Studies* (Instituto de Estudios Fiscales)

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

**ILA:** Índice Líder de la Actividad

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos

**INML:** Índice de Novillos del Mercado de Liniers

**IOER:** *Interest on excess reserve balances*

**IPC Nacional:** Índice de Precios al Consumidor Nacional

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

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

**IPCNu:** Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano

**IPCSL:** Índice de Precios al Consumidor de San Luis

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

**IPI-FIEL:** Índice de Producción Industrial de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos

**IPIM:** Índice de Precios Internos al Por Mayor

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas

**IPP:** Índice de Precios al Productor

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción

**ISM:** *Institute for supply management* (índice de perspectivas los gerentes de compras en el sector manufacturero)

**ISSP:** Indicador Sintético de Servicios Públicos

**ITCRB:** Índice de Tipo de Cambio Real Bilateral

**ITCRM:** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

**IVA DGA:** Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**kg:** Kilogramo

**LAC:** Latin American Consensus Forecasts

**LCIP:** Línea de Créditos para la Inversión Productiva

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LTRO:** *Long Term Refinancing Operation*

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico

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

**M3\*:** Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$

**M3:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$

**MAGyP:** Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

**MATBA:** Mercado a Término de Buenos Aires

**Mbd:** Millones de barriles por día

**MEM:** Mercado Eléctrico Mayorista

**MERVAL:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**mill.:** Millones

**Min.:** Ministerio

**MIPyMEs:** Micro, Pequeñas y Medianas Empresas

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MRO:** *Main Refinancing Operations*

**MSCI:** *Morgan Stanley Capital International Index*

**MTySS:** Ministerio de Trabajo y Seguridad Social

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios

**NOBAC:** Notas del Banco Central (Argentina)

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**OEDE:** Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial

**OFEPHI:** Organización Federal de los Estados Productores de Hidrocarburos

**OIT:** Organización internacional del trabajo

**OMA:** Operaciones de mercado abierto

**ON:** Obligaciones Negociables

**ON RRP:** Overnight Reverse Repurchase Agreement Operations

**ONU:** Organización de las Naciones Unidas

**OPEP:** Países Exportadores de Petróleo

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