


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

10° | Marzo 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En los primeros meses del año, la actividad continúa arrojando resultados mixtos. A pesar de haber alcanzado un piso a mediados del año pasado, la economía no consigue repuntar decididamente. El consumo no termina de reaccionar frente a los nuevos embates inflacionarios, mientras que la inversión solo crece en algunos sectores puntuales.

A esta altura del año queda claro que **el “sesgo antinflacionario” del BCRA no será suficiente para cumplir con las metas de inflación**, teniendo en cuenta que los principales impulsores del nivel de precios serán, en el corto plazo, factores de oferta (tarifas). En este escenario, el gobierno podría apostar a una mayor apertura de las importaciones para disciplinar precios, un instrumento que ya comenzó a generar conflictos en el plano laboral y empresarial.

El mercado de trabajo, además de estar estancado, arroja novedades preocupantes. En efecto, empiezan a observarse señales de que la economía ha ingresado en una nueva fase de aumento en la informalidad laboral, lo cual está íntimamente relacionado con la pérdida de puestos de trabajo en el sector industrial, producto de la caída del consumo y la apertura de las importaciones.

En tanto, el gobierno ya parece haber activado el modo electoral en el plano fiscal, aunque sigue esforzándose por mostrar una disminución del déficit, luego de las sucesivas reducciones de impuestos del año pasado. Esto se implementa no solo a través de acciones concretas, como la suba de tarifas, sino también mediante un nuevo “maquillaje” de las cuentas públicas, el segundo que se aplica desde que el gobierno asumió a fines de 2015.

La necesidad de cerrar la brecha fiscal hace que las autoridades sigan emitiendo importantes volúmenes de deuda, lo cual contribuyó a que la apreciación cambiaria siga en pie (a pesar de los riesgos que implica en una economía con libre movilidad de capitales), actuando de este modo como ancla nominal.

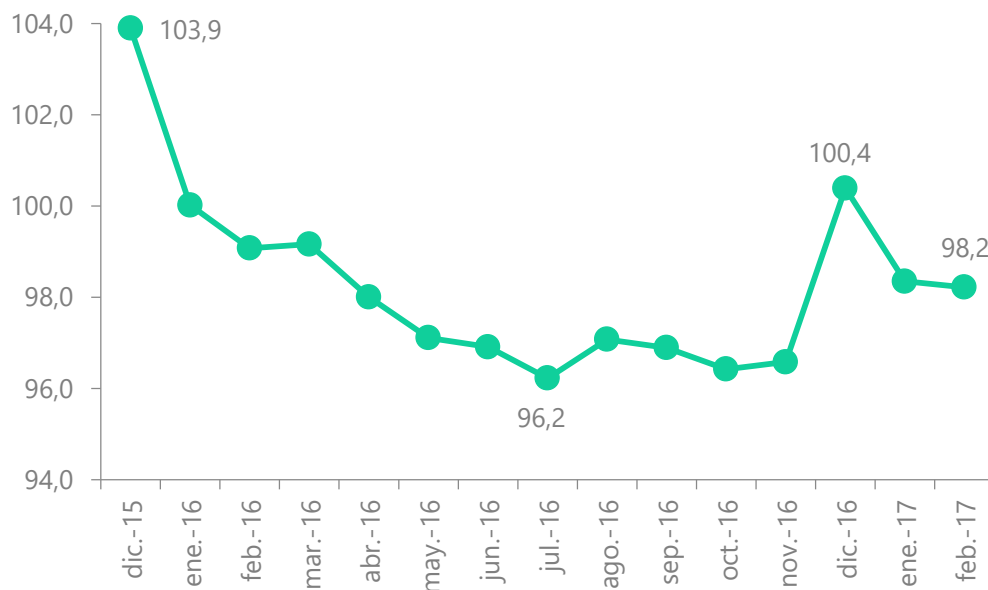
ACTIVIDAD: La demanda se estanca, la oferta no reacciona

En los primeros meses del año, las señales que envía la economía son todavía mixtas. Del lado de la oferta doméstica, tanto desde la industria y la construcción como desde los servicios, la actividad no reacciona. Esto se refleja claramente en la evolución del empleo, que no logra repuntar (ver sección Empleo). Por su parte, la estabilización de la demanda está ligada a un fuerte aumento de las importaciones, que no se da solo en el ámbito de la inversión, sino sobre todo en el de los bienes de consumo.

En enero, el Índice Mensual de Actividad (IMA) mostró que la reactivación se sigue demorando, con una variación de apenas 0,1% respecto de enero de 2016. El mismo indicador sin estacionalidad arroja un incremento de 1,0% mensual, lo que implica una dinámica menos favorable que la de los últimos meses, y la cual se espera vuelva a repetirse en febrero. **Así, el nivel de actividad parece haber alcanzado un piso a comienzos del segundo semestre de 2016, pero la recuperación continúa siendo incierta.**

Indicador Mensual de Consumo (IMC)

Ratio base 2014 = 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

En tanto, en el mes de febrero el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -0,9% anual, la decimocuarta caída consecutiva. La serie sin estacionalidad arrojó una leve variación negativa de -0,1% mensual, lo que implica el segundo mes consecutivo en baja. Tanto las ventas de CAME, que volvieron a acentuar su caída y se retrajeron -4,1% anual, como el crédito real en pesos al sector privado, que exhibió una caída de -7,8% anual, explicaron este resultado.

Por su parte, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró en enero un crecimiento de 5,4% anual. Sin embargo, en términos mensuales desestacionalizados volvió a mostrar una caída de -0,8% respecto a diciembre. La construcción cayó -2,4% anual y presentó la decimotercera contracción consecutiva. El Equipo Durable de Producción (EDP) tuvo un incremento de 16,9% anual y continúa con una dinámica similar a la del cuarto trimestre de 2016, dado que es el sector agropecuario el que tracciona a través de la compra de utilitarios y maquinaria agrícola. Al igual que en el caso del IMA, se espera que el IMI vuelva a empeorar en febrero.

En relación a los indicadores adelantados, el Índice Construya reportó en febrero una caída de -6,7% anual, lo cual es también una señal de demora en la recuperación de la actividad privada de la construcción.

Respecto al mercado automotriz, según ADEFA la venta de vehículos a concesionarios en el mes de febrero aumentó 16,4% anual, mientras que la producción tuvo un descenso de -29,7% (-2,2% acumulado del año), poniendo de relieve que gran parte del aumento de la demanda se da por un incremento de las importaciones provenientes de Brasil. Esto mismo sucede en el rubro utilitario, que está ligado directamente a la inversión.

Cabe mencionar que **el reciente anuncio de un mayor ajuste fiscal por parte del gobierno de Temer¹, no hace más que volver a poner en duda la fortaleza que tendrá la economía de Brasil** y, en el mismo plano, la importancia que tendrá el país vecino como factor que dé impulso al crecimiento doméstico.

No obstante, la recuperación de la actividad económica está haciéndose esperar en gran medida debido a que los acuerdos paritarios del año

¹ <https://goo.gl/azrK3G>.

pasado no se condicen con los niveles de inflación de los primeros meses del año. Este descalce es el que determina el pulso de las paritarias actuales, mientras que las autoridades plantean discutir sobre una meta de inflación que ya parece difícil de cumplir. Paradójicamente, si el gobierno tiene éxito podría poner en jaque la recuperación del salario real.

Los riesgos de que, ante el alejamiento de la inflación de sus metas, la reacción del gobierno sea una política monetaria más restrictiva o una apertura aún más pronunciada de la economía son elevados, y sus efectos sobre el empleo potencialmente nocivos, sobre todo teniendo en cuenta que la situación actual del mercado laboral está lejos de ser satisfactoria.

La informalidad vuelve a entrar en escena

Como advirtiéramos el mes pasado, el crecimiento de los puestos de trabajo en el sector privado registrado está muy lejos de implicar mejoras reales en el mercado laboral. Los datos muestran que, descontando los efectos estacionales, en el segundo semestre solo se crearon 13.821 empleos; muy lejos de los 82.338 destruidos desde noviembre 2015 a junio 2016. Este ritmo de creación de empleo no alcanza ni siquiera para cubrir el crecimiento poblacional. En la medida que el sector no registrado esté destruyendo empleo –o al menos esté creando empleo a un ritmo también insignificante– y el sector público tampoco compense, esto podía augurar un aumento del desempleo.

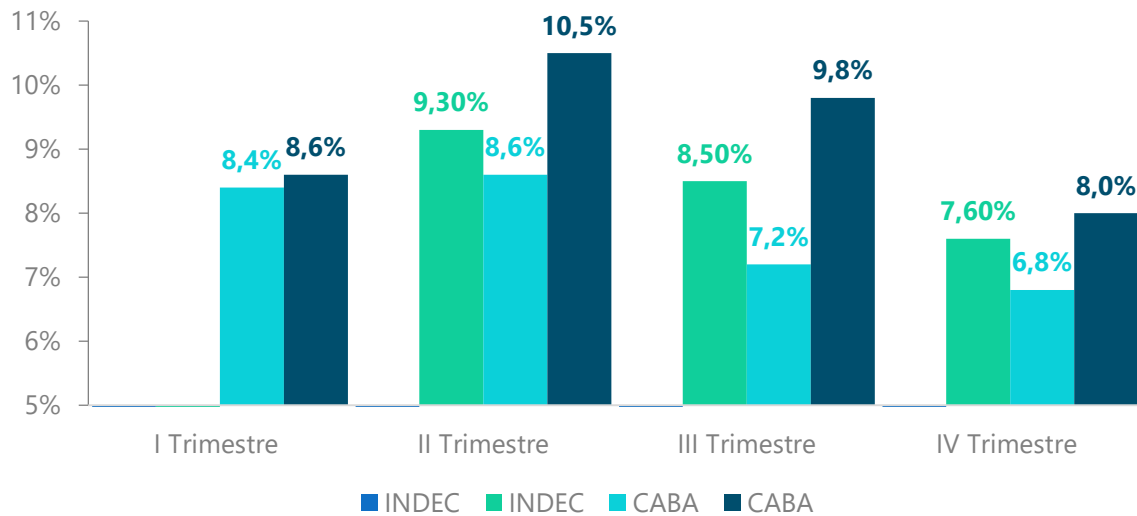
Efectivamente, **los datos de la Ciudad de Buenos Aires confirman un alza anual en el desempleo de 1,2 p.p. en el cuarto trimestre de 2016, al pasar de 6,8% a 8%**, mostrando que la recesión en el mercado de trabajo está lejos de terminar. A su vez, el INDEC informó para los 31 aglomerados de la Encuesta Permanente de Hogares una tasa de 7,6%.

Es importante destacar que, **en el caso de la información relevada a nivel nacional, no existen datos del cuarto trimestre del 2015 para poder analizar la evolución del empleo.** La comparación trimestral, dados los factores estacionales, sesga cualquier interpretación de los datos de empleo, ya que ninguno de los organismos que relevan series de

desempleo corrige los efectos estacionales². En el caso del INDEC, tampoco son válidas las comparaciones con la serie relevada por la gestión anterior, debido a que los cambios introducidos por la nueva gestión no están identificados, de forma tal de poder separar qué aumentos/disminuciones son reales y cuáles son producto de un cambio en la metodología de la encuesta.

Tasa de desempleo

En % de la PEA



Fuente: INDEC y DGEyC Ciudad de Buenos Aires

En relación a los datos sobre el sector informal, la tasa de no registro alcanzó el 33,6% de los asalariados en IV.16. La imposibilidad de comparar los datos anuales también dificulta sacar conclusiones sobre la evolución del sector informal, al menos a nivel país. Por su parte, los datos de la Ciudad de Buenos Aires muestran una dinámica peculiar al interior de los asalariados. Mientras que la proporción de asalariados registrados bajó del 76% al 72,9% en la comparación entre cuartos trimestres y la proporción de asalariados no registrados "puros" se mantuvo, lo que subió fue la categoría "aporta por sí mismo"³.

² La serie de desempleo de la gestión anterior del INDEC mostraban una marcada estacionalidad en el cuarto trimestre especialmente en la zona del Gran Buenos Aires. Lo mismo sucede con la serie de la Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires. Por ello, es recomendable realizar comparaciones anuales o abstenerse de comparar.

³ Esta categoría comprende a los trabajadores que, estando en una relación laboral que puede identificarse como relación de dependencia (un mismo empleador, regularidad mensual en el cobro, cumplimiento de horarios, etc.), no se encuentran debidamente inscriptos en la seguridad

Esto es consistente con los datos de registro que publica el Ministerio de Trabajo a nivel nacional, donde efectivamente se observó una fuerte suba de los monotributistas. Si bien el oficialismo había atribuido este fenómeno al lanzamiento de la AUH para este segmento de trabajadores, **los datos de CABA parecen señalar hacia una precarización de empleo ya existente: asalariados que vieron reducida su cobertura en la seguridad social o que fueron despedidos y reemplazados por otros con menor cobertura.**

El empleo industrial, en zona de riesgo

El primer año de gobierno de Cambiemos cerró con una contracción del nivel de empleo privado de 0,7%. **Que se haya contraído en términos absolutos es una anomalía que en la economía argentina no se observaba desde 2009**, ya que incluso durante el complejo año 2014 el empleo privado registrado se expandió levemente (+0,05%).

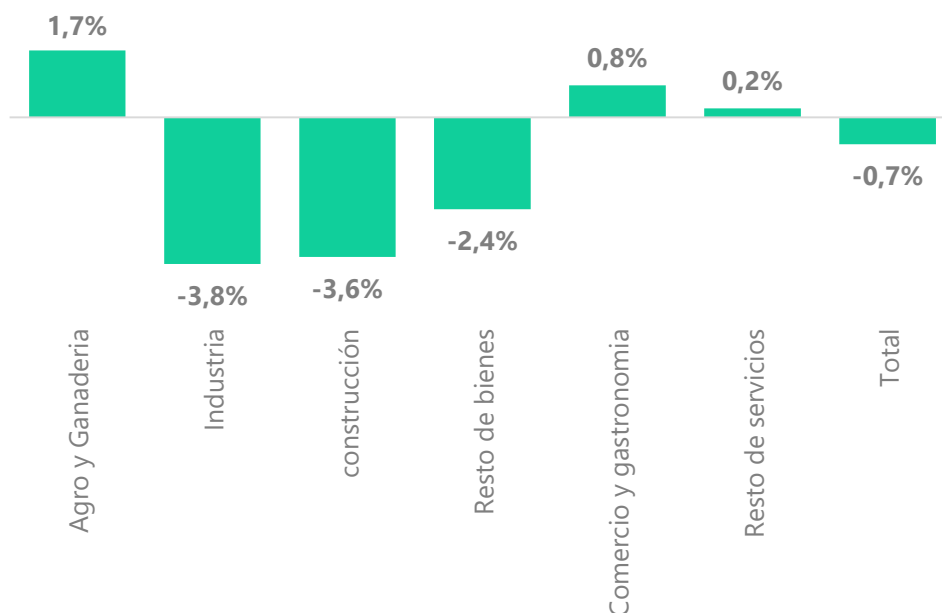
La caída general del empleo no debe hacer que se pierdan de vista otras transformaciones sectoriales que tuvieron lugar en el mercado de trabajo. En efecto, uno de los rasgos más salientes ha sido que mientras los sectores productores de bienes (excepto el agro) sufrieron importantes caídas de empleo, el sector de servicios (y agro) tuvo comportamientos ligeramente positivos que, si bien no permitieron revertir el resultado, evitaron que la destrucción de empleo fuese aún peor.

La industria fue el sector más afectado durante 2016, y en diciembre sufrió una caída de -3,8% interanual. La merma del empleo industrial fue generalizada pero heterogénea. En todas las ramas (según la clasificación del CIIU a 2 dígitos) se observaron caídas, con la única excepción de "fabricación de papel y productos de papel". Las diversas aperturas de electrónica fueron las más afectadas por la caída del consumo y la apertura importadora, como ser "fabricación de equipos de radio y televisión" (-12,8%) o "fabricación de maquinaria de oficina e informática" (-7,6%). También se destacan las caídas en "fabricación de otros equipos de transporte" (-9,2%), empujadas por la baja en las ventas de motocicletas.

social, figurando como "independientes" (monotributistas) cuando en realidad son asalariados (lo que significa que carecen de contribuciones patronales, ART, etc.).

Empleo registrado privado

Diciembre 2016, Var. Anual



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MTEySS

El comportamiento sectorial del empleo registrado ha derivado en que el impacto regional de la caída haya sido variado. La intensidad de la caída del empleo industrial determinó que la pérdida de puestos de trabajo fuera más pronunciada en aquellas provincias en las que la industria actúa como principal empleador privado. Tal es el caso de Tierra del Fuego, donde la caída fue del orden de -14,4%. También afectó, aunque en menor medida, a las provincias que se habían beneficiado de la extinta promoción industrial, entre las que se encuentran San Luís (-5,1%), Catamarca (-3,7), La Rioja (-2%) y San Juan (-0,9%).

La opción por la generación de empleo industrial (al margen de las consideraciones que pueden realizarse sobre cada régimen en particular) había sido una apuesta por el desarrollo, pero dada la actual configuración macroeconómica la presencia industrial en un territorio no hace más que presagiar tensiones laborales y sociales.

FISCAL: Calibrando el ajuste

Luego de un primer año de gestión en el que el gobierno no realizó el ajuste que inicialmente se proponía, **el 2017 se inició con una dinámica de gasto público más inercial que austera**. Sin embargo, los anuncios de las autoridades y las nuevas metas del Ministerio de Hacienda (comentadas en el informe anterior) parecen indicar que **antes de fin de año comenzará a observarse un endurecimiento de la política fiscal**.

Por el momento, solo se puede conocer con precisión lo que ocurrió en los primeros dos meses de 2017, aunque cabe recordar que los primeros meses de 2016 fueron particularmente mezquinos en la ejecución de gasto público. En aquel momento, el gobierno de Cambiemos dio la orden de no ejecutar partidas hasta no tener definidas las prioridades, lo que llevó a tasas de variación que en el primer bimestre de 2016 fueron de solo 23% en el gasto primario (aun cuando el gasto en jubilaciones crecía al 40%). Es por eso que la variación del gasto en el primer bimestre de 2017 debe mirarse con mucha atención: un gasto primario que crece al 39% tiene una mayor explicación en la baja base de comparación que en un "veranito keynesiano".

Sin embargo, un dato se destaca del último mes publicado. En febrero, el gasto de capital se incrementó un 64%, aunque partiendo de una caída nominal de -7% en febrero de 2016. En suma, **el acumulado de enero y febrero da por resultado un incremento del 34% en la inversión pública, por lo que es posible que se estén dando los primeros pasos para perfilar el gasto público a las necesidades de un año electoral**. En los próximos meses se verá si esta dinámica se mantiene, o si el gobierno retorna a la política de ajustar donde políticamente resulta menos visible, con el costo de asfixiar la inversión pública y demorar aún más la recuperación económica.

Por otro lado, **la contabilidad creativa volvió a la escena, tendiendo un puente hasta el momento en el que el gobierno pueda mostrar una reducción auténtica del déficit fiscal**. Por segunda vez desde el cambio de gobierno, el Ministerio de Hacienda modificó la forma en que se registran las partidas que intervienen en el resultado fiscal. A comienzos de 2016, se sumaron partidas al gasto y se redujeron partidas de los ingresos para poder inflar el déficit fiscal y así sumar nuevos condimentos al relato de la herencia recibida.

Sin embargo, a un año de ese cambio el gobierno se percató de que ese maquillaje era un arma de doble filo, que ahora pasaba a serle contraproducente. Es así que el mes pasado, bajo la mano de un nuevo “estilista”, Cambiemos decidió desandar parte de ese camino y volvió a sumar ingresos que habían sido excluidos. Cabe aclarar que ni el cambio de enero 2016 ni el de este año encuentran fundamentos en las prácticas internacionales que determinan las partidas que deben integrar el resultado fiscal.

En medio de estas discusiones, se abre un nuevo capítulo en el avance sobre los subsidios a los servicios públicos. No sin idas y vueltas, el gobierno intenta retomar esta agenda con el convencimiento de que, luego del empleo público, los subsidios son el segundo pilar que explica la magnitud del déficit fiscal.

Sin embargo, tampoco está claro cuál es realmente la magnitud de estos subsidios, ya que el gobierno sobrestima su incidencia en el presupuesto⁴. Si consideramos las diferentes partidas que se incluyen en el concepto de “Servicios económicos”, pareciera que solo un 40% de ellas podrían vincularse con subsidios a la energía (eléctrica y gas) o al transporte.

Presupuesto 2017

Concepto	En millones de \$	En % de servicios económicos
Energía	100.649	31%
Gas natural (ENARSA)	14.102	4%
Energía eléctrica (CAMMESA)	77.173	23%
Subsidio del consumo residencial de gas licuado	9.374	3%
Transporte	30.975	9%
Transporte automotor de pasajeros	25.387	8%
Transporte aerocomercial (Aerolíneas Argentinas)	3.000	1%
Transporte ferroviario de pasajeros	2.588	1%
Total partidas de subsidios	131.624	40%
Total servicios económicos	329.261	100%

Fuente: elaboración propia en base a SIDIF – Ministerio de Hacienda

⁴ Esto se debe a que el Ministerio de Hacienda informa dentro de ese universo muchas partidas que son preexistentes al esquema de subsidios que se inició entre 2003 y 2005 (como el financiamiento de empresas públicas estructuralmente deficitarias, o préstamos financieros a sectores específicos), a la vez que los incrementos que se registraron en las facturas fueron mucho mayores que los montos que en ellas se informaban como subsidios.

Por lo tanto, **es incorrecto suponer que en caso de poner las tarifas “a precios de mercado”, el resultado fiscal se podría equilibrar**. Antes que eso, todo parece indicar que la necesidad de eliminar los subsidios está más relacionada con transferir recursos a las empresas distribuidoras, que terminaron incrementando las tarifas muy por encima de la quita de subsidios que se produjo en 2016.

Al margen del impacto fiscal, las tarifas tuvieron (y volverán a tener en los próximos meses) un impacto efectivo en la evolución del nivel de precios, el cual será, a lo largo del 2017, uno de los principales escollos que deberá superar el gobierno en aras de su objetivo de reducción de la inflación.

SECTOR EXTERNO: Factores internos y externos refuerzan la apreciación

En su segunda reunión del año, el pasado 15 de marzo, la FED decidió aumentar la tasa de interés de referencia, que pasó de 0,75% a 1%. La decisión estuvo basada, según las autoridades, en la recuperación del mercado de trabajo y en la moderación de las expectativas de inflación de largo plazo.

En Argentina, tanto el gobierno nacional como las provincias se apuraron a efectuar importantes emisiones de deuda previo a esta decisión por parte de la FED. El puntapié inicial lo dio el gobierno nacional, con importantes emisiones de deuda externa en enero, y en febrero las provincias le siguieron el paso: Buenos Aires realizó dos emisiones (una a 6 años con una tasa de 7% y otra a 10 años con una tasa de 8%), por un total de USD 1.500 millones; Córdoba emitió un bono a 7 años con una tasa de 7% por USD 510 millones; mientras que Entre Ríos y La Rioja colocaron un bono a 8 años, por USD 350 millones al 9% y de USD 200 millones al 10%, respectivamente. Esto representa un total de USD 2.560 millones en un solo mes.

Como contrapartida de estos ingresos de divisas, durante febrero se mantuvo en niveles sumamente elevados tanto la demanda neta de activos externos (USD 1.865 millones) como los egresos netos por servicios (USD 906 millones), mayoritariamente vinculados a gastos de

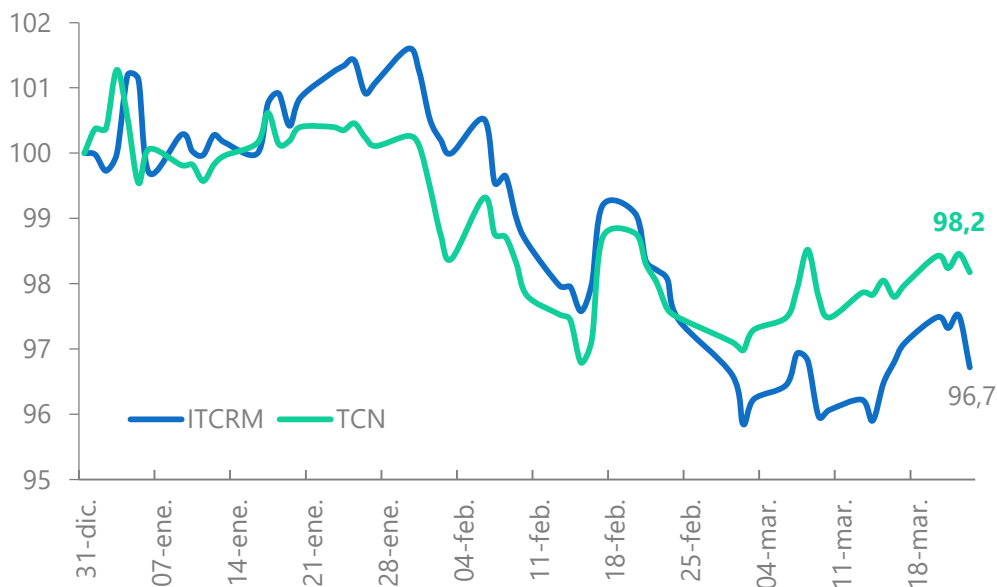
turistas en el exterior. **A pesar de estos fuertes egresos de dólares, el BCRA acumuló reservas por USD 3.721 millones.**

Cabe destacar que, si bien la cuenta mercancías del balance cambiario presentó un valor levemente positivo (USD 252 millones), esto significó un descenso de los ingresos netos de USD 550 millones respecto al superávit de USD 801 millones del mismo mes de 2016, como consecuencia de una caída en los cobros de exportaciones y un aumento en los pagos de importaciones. De este modo, **se observa que el ingreso de divisas continúa proviniendo básicamente de la deuda externa.**

Esta estrategia de endeudamiento de las autoridades locales, por otra parte, le pone un techo al tipo de cambio en el corto plazo, lo cual sumado a la reciente depreciación del Real contra al dólar, estimula la apreciación real del peso. En efecto, a partir del 20 de febrero se observa un quiebre y el TCRM pasa a apreciarse más que el bilateral, acumulando una apreciación del 3,3% respecto a fines del año pasado.

Tipo de cambio nominal \$/USD y real multilateral

Ratio base 31 de dic. 2016 = 100



Fuente: Banco Central de la República Argentina

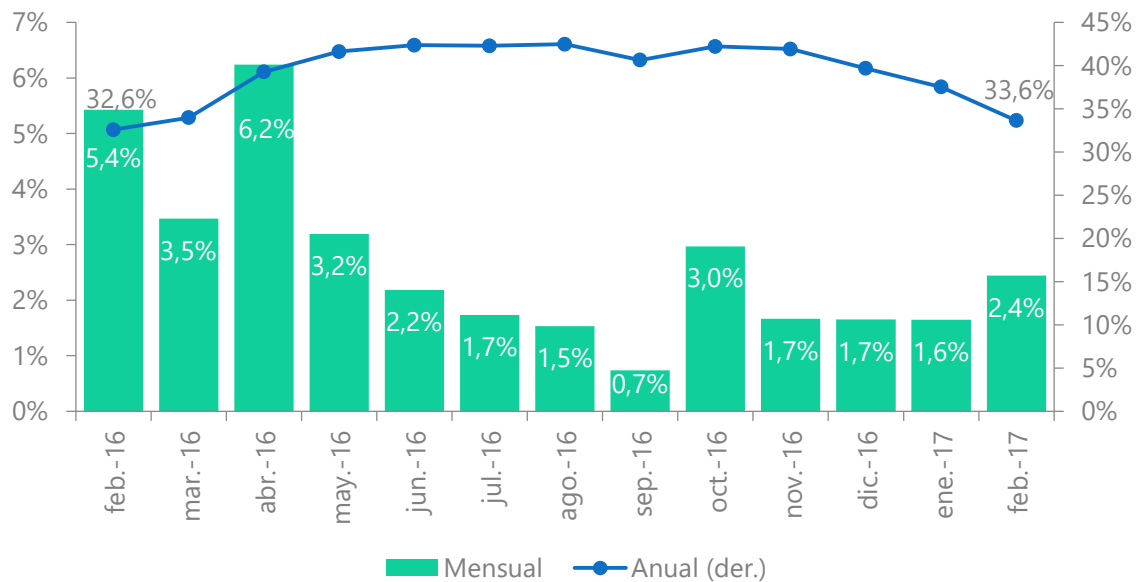
El tipo de cambio jugará un papel importante como ancla nominal en los próximos meses, que serán claves para determinar si el gobierno puede torcerle el brazo a una dinámica inflacionaria que, por ahora, se encuentra lejos de las aspiraciones oficiales.

PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: Cada vez más lejos de las metas del BCRA

En febrero, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 2,4% mensual, lo que implica el alza más elevada en cuatro meses, impulsada por la suba en prepagas y tarifas. La inflación núcleo también se aceleró, y resultó la más alta en cuatro meses (+1,5% mensual).

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

Variación % Mensual - Interanual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

De esta manera, **la inflación continúa mostrando reticencia a perforar el piso de 1,5% mensual**. En efecto, en marzo comenzó a regir el segundo aumento para servicio de energía eléctrica, mientras que en abril subirá el gas natural por red y se realizarán las audiencias públicas para definir las nuevas alzas en servicio de agua y alcantarillado.

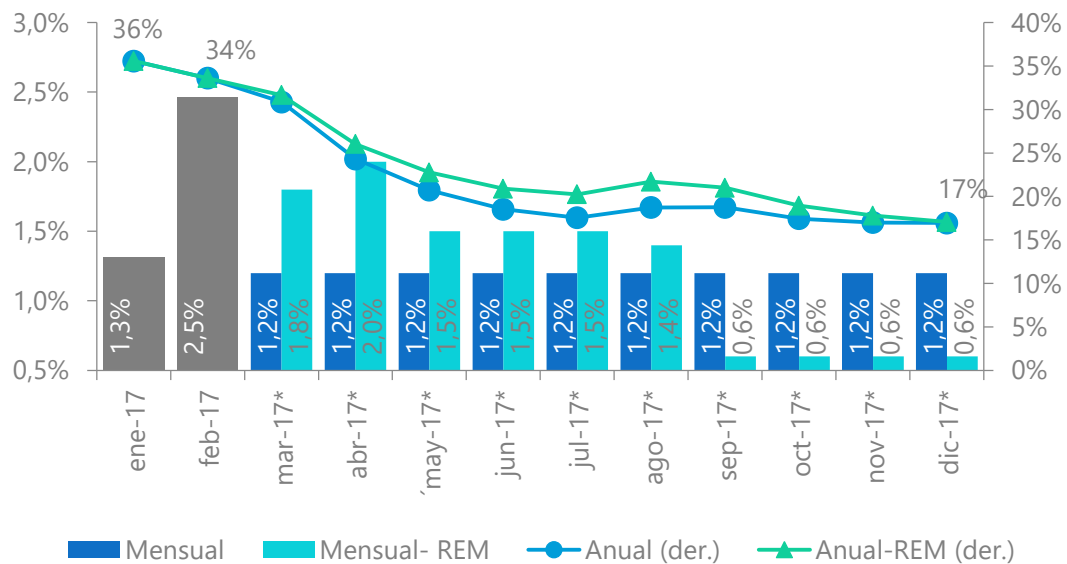
Los indicadores oficiales también registraron una suba elevada en el mes de febrero. El INDEC reportó un alza de 2,5% mensual, mientras que la Ciudad de Buenos Aires midió un crecimiento de 2,2% en los precios. De esta manera, en el primer bimestre la inflación relevante para la meta del BCRA promedió 1,9% mensual o 25,2% anualizado, muy por encima

del objetivo de 17% anual para diciembre de la autoridad monetaria⁵. La aceleración de la inflación resulta preocupante en tanto también se verificó un renovado impulso en la medición núcleo, alcanzando la suba más elevada en los últimos cuatro meses (1,8% mensual).

Cumplir con la meta del 17% es consistente con una inflación mensual de 1,2% de marzo a diciembre. Sin embargo, teniendo en consideración las subas de servicios ya estipuladas para los meses venideros, alcanzar dicho valor implica que **la inflación debería desacelerar bruscamente y por debajo del 1% hacia fin de año, escenario al que asignamos baja probabilidad.**

Escenarios de inflación y metas del BCRA

Variación % mensual y anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala en base a BCRA e INDEC

Política monetaria en estado de incertidumbre

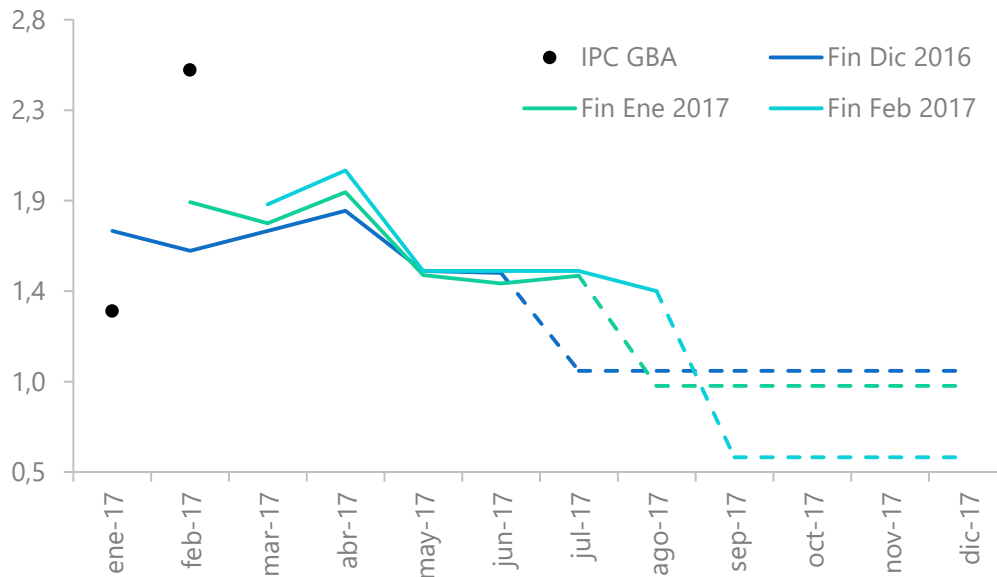
La gestión de la política monetaria está ingresando en una etapa de elevada incertidumbre respecto de los objetivos perseguidos por las autoridades, lo cuál no luce muy recomendable para la estrategia de consolidar un sistema de Metas de Inflación.

⁵ Como ya anticipamos en el Informe de Coyuntura anterior, el esperado impacto deflacionario del Programa Precios Transparentes no se materializó, observándose únicamente bajas marginales para ciertos electrodomésticos.

Si bien la autoridad monetaria ha intentado explicar que su principal objetivo es ubicar la inflación de fin de año dentro de la banda preestablecida, la dinámica observada en la inflación del IPC GBA y las expectativas que el propio BCRA recaba en su Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) no parecen en línea con esta postura.

Expectativas de Inflación

Variación % mensual



Fuente: Elaboración propia en base a REM BCRA e INDEC. La línea punteada indica la inflación mensual necesaria para cumplir la meta del BCRA

En efecto, **a medida que avanza el año y la autoridad monetaria no muestra logros significativos en consolidar una baja de la inflación, la necesidad de una mayor desaceleración en la última parte del año, como ya se mostró, tiende a profundizarse** (ver gráfico “Escenarios de inflación y metas del BCRA”).

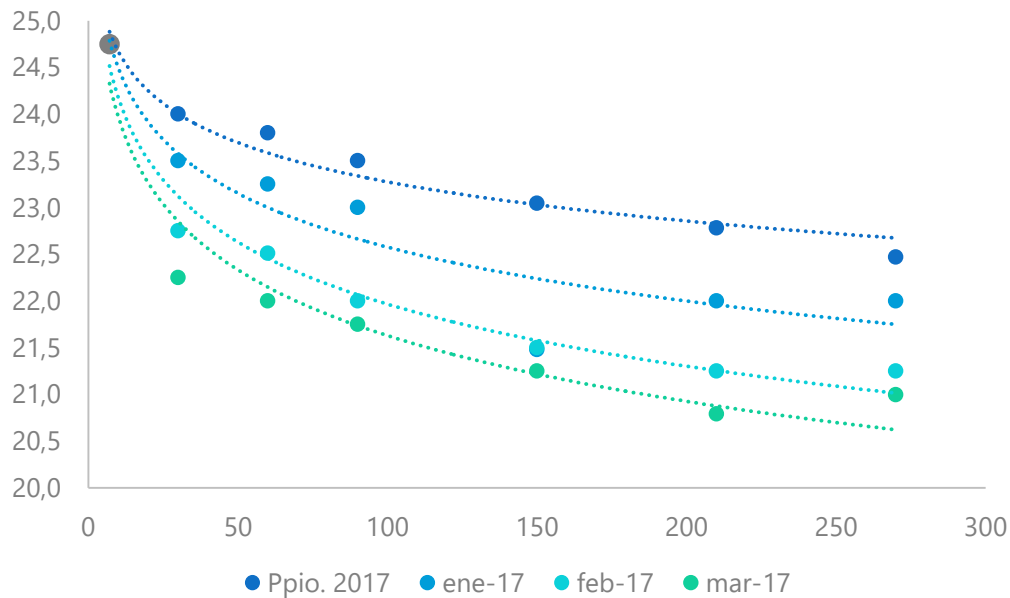
En este contexto, **las medidas del BCRA y su comunicación no parecen contribuir a sus propios objetivos**. Por un lado, los comunicados de política monetaria tienden a enfatizar el sesgo anti-inflacionario del BCRA, sin que se hayan observado cambios en la tasa de política en lo que va del año⁶. Por el otro, las tasas más largas de LEBAC han caído en

⁶ Nótese que en los propios términos del BCRA, la necesidad de una menor inflación para la última parte del año debería inducir un sesgo más duro en la política monetaria de forma señalar una corrección en las expectativas de inflación, una mayor caída en la actividad económica y/o una apreciación del tipo de cambio.

promedio 175 pb en solo 3 meses, señalizando cierta relajación en las condiciones monetarias, y poniendo en duda la vocación des-inflacionaria del BCRA.

Tasas de Interés de Política

Nominal Anual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Además, algunos consultores y analistas del mercado muestran una preocupación creciente con la expansión de los agregados monetarios (en línea con la baja de tasas, se observa una aceleración en el crecimiento de la Base Monetaria que se expande a un ritmo cercano a 40% anual)⁷ y/o en la dinámica del tipo de cambio⁸, lo que pone en crisis la reputación anti-inflacionaria que el BCRA busca construir.

Si bien ni la evolución de los agregados monetarios ni del tipo de cambio debieran preocupar en un esquema de Metas de Inflación, la falta de claridad del BCRA respecto de sus políticas tiende a sugerir que **todas estas cuestiones estarían afectando el esquema de toma de decisiones, dejando seriamente comprometido el objetivo de precios fijado para 2017.**

⁷ <https://goo.gl/mjFk5v>.

⁸ <https://goo.gl/U1p2uO>.

Estas circunstancias abren interrogantes sobre la capacidad del BCRA de generar, en soledad, un proceso desinflacionario sostenido, teniendo en cuenta que los principales impulsores de la inflación serán, en el corto plazo, factores de oferta (tarifas). En este escenario **el gobierno podría intentar disciplinar los precios con: 1) una mayor apertura de las importaciones, un instrumento de consecuencias distributivas inciertas; 2) un freno en el proceso de alza de tarifas, lo que auguraría un ajuste fiscal todavía mayor en 2018; o 3) resignarse a incumplir las metas de inflación, afectando la credibilidad del BCRA y poniendo en duda su capacidad de seguir reduciendo la inflación a futuro.**