


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

16° | Septiembre 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Según los últimos datos disponibles, **la economía real sigue mejorando y la recuperación se difunde cada vez más entre los distintos sectores**. La inversión es el componente más dinámico del gasto, mientras que el consumo privado continúa rezagado. A pesar de los datos positivos, no debe perderse de vista que la actividad todavía se mantiene por debajo de los niveles de 2015.

El proyecto de Ley de Presupuesto 2018 muestra un marcado optimismo en sus proyecciones de PIB, incluso para lo que resta de 2017. Como mostramos en este informe, **la elevada volatilidad de las nuevas cuentas nacionales hace que, a pesar de lo dudoso de las proyecciones, su cumplimiento sea factible**.

Por otro lado, **si bien el cumplimiento de la meta fiscal para 2017 es un escenario probable, requerirá un mayor ajuste en las cuentas públicas en el último trimestre del año**. Por el contrario, los objetivos de 2018 lucen de difícil cumplimiento. Esto se debe a la inercia que imprimen al gasto público la ley de movilidad jubilatoria y la reparación histórica. Una reforma en la seguridad social puede, en todo caso, ser la punta de lanza del próximo ajuste fiscal.

La meta que decididamente, y de modo prematuro, entra en tensión de cara al año que viene es la de inflación. **El casi seguro incumplimiento de este año reduce la probabilidad de alcanzar el objetivo del año entrante**, sobre todo en un contexto en el cual la meta de inflación entrará en conflicto con la fiscal.

El empleo es la única variable para la cual el gobierno no ha establecido una meta, y sigue siendo el frente con peor desempeño desde el cambio de gestión. La recuperación de la actividad en ciernes no parece despejar el panorama: nuestros cálculos de la elasticidad empleo-producto indican que el crecimiento estipulado por el gobierno en el proyecto de Ley de Presupuesto 2018 es insuficiente para generar una reducción genuina del desempleo.

La actividad gana impulso, ¿alcanza?

La actividad económica volvió a crecer en julio y consolida así las señales de recuperación de los últimos meses. Nuestro índice de actividad económica (IMA) creció 4,5% anual y acumuló su tercera suba consecutiva. En términos desestacionalizados el indicador creció por tercer mes consecutivo, aunque se desaceleró respecto al crecimiento de mayo y junio.

A diferencia de los primeros meses del año, donde el crecimiento era impulsado por algunos sectores de forma aislada, en los últimos meses se registró una mayor difusión del crecimiento. En julio, crecieron casi todos los componentes del IMA. Los despachos de cemento aumentaron 19,7% anual y continúan posicionando al sector de la construcción como líder de la recuperación. Además, este mes se sumaron aumentos en la demanda de energía no residencial (+6,3%), IVA-DGI (+6,1%) y la producción industrial estimada por FIEL (+5,4%). Sólo continúan en baja las ventas minoristas de CAME (-1,6%).

Uno de los componentes más dinámicos de los últimos meses es la Inversión. Nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) se expandió en julio 28,8% anual, su quinta suba consecutiva. En el séptimo mes del año se aceleró notablemente el gasto en componentes de origen importado, con un aumento del 54,7% anual. Además, como se mencionó anteriormente, la construcción (principalmente pública) lidera el proceso de inversión, ya que en julio registró un incremento de 22,4% anual. El componente menos dinámico sigue siendo Equipo Durable de Producción Nacional, que se expandió 11,2% anual impulsado principalmente por Minerales no Metálicos, Siderurgia y Metalmeccánica.

Son justamente estos rubros los que van a la cabeza de la recuperación de la producción industrial. Según el Índice de Producción Industrial del FIEL, la industria creció 4,9% anual en agosto, con un marcado incremento en la producción de bienes de capital y bienes de uso intermedio.

A contramano de la Inversión, el Consumo Privado continúa en estado reservado. En agosto, nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) creció 2,3% anual y acumuló su tercera suba consecutiva. Sin embargo, si bien aumentó 1,9% mensual en la medición sin estacionalidad, todavía se

encuentra por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2016. Esto refleja que el consumo masivo muestra un peor desempeño que la inversión en lo que va del año.

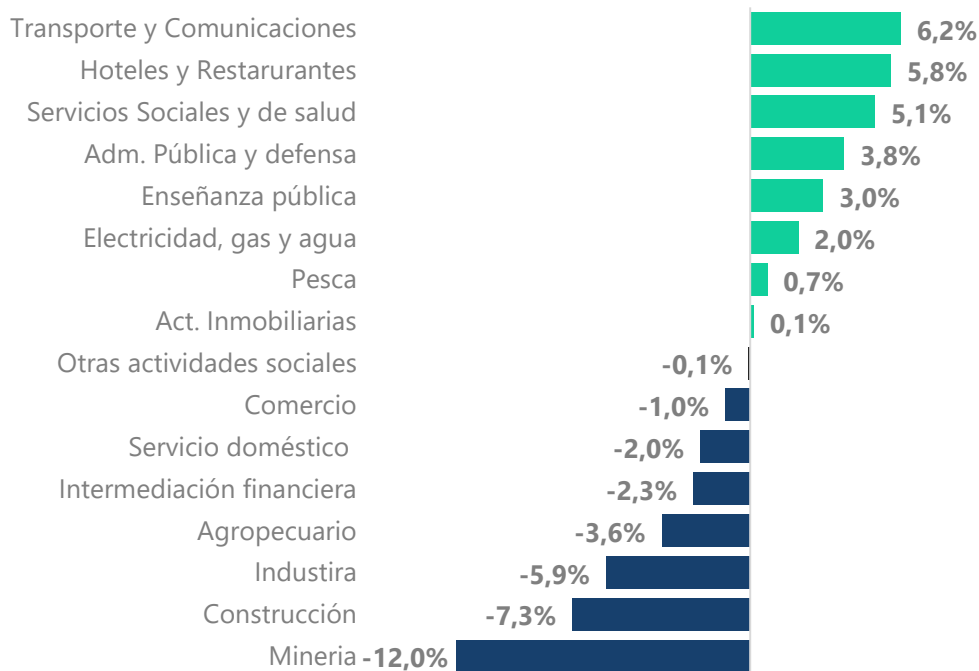
La dinámica de estos componentes, al igual que nuestra estimación del IMA, es consistente con **el incremento que arrojó el Estimador Mensual de Actividad Económica en julio (+4,9%)**. Sin embargo, este crecimiento continúa siendo magro: los niveles de actividad se encuentran todavía por debajo de mediados de 2015.

Las cuentas nacionales del segundo trimestre

El 21 de septiembre se publicaron los datos de cuentas nacionales correspondientes al segundo trimestre del año. Allí se informó que el Producto Interno Bruto (PIB) se expandió 2,7% anual y 0,7% trimestral sin estacionalidad, acumulando en el primer semestre del año un crecimiento de 1,6% respecto al mismo período del año anterior. El consumo privado y la inversión fueron los principales impulsores de este crecimiento.

PIB del lado de la oferta

Variación % II.17 – II.15



Fuente: INDEC

A nivel sectorial, se observa una mayor difusión del crecimiento, con trece de los dieciséis sectores creciendo por el lado de la oferta. Sin embargo, todavía la mitad de los sectores se encuentra por debajo de los niveles alcanzados en el mismo trimestre de 2015.

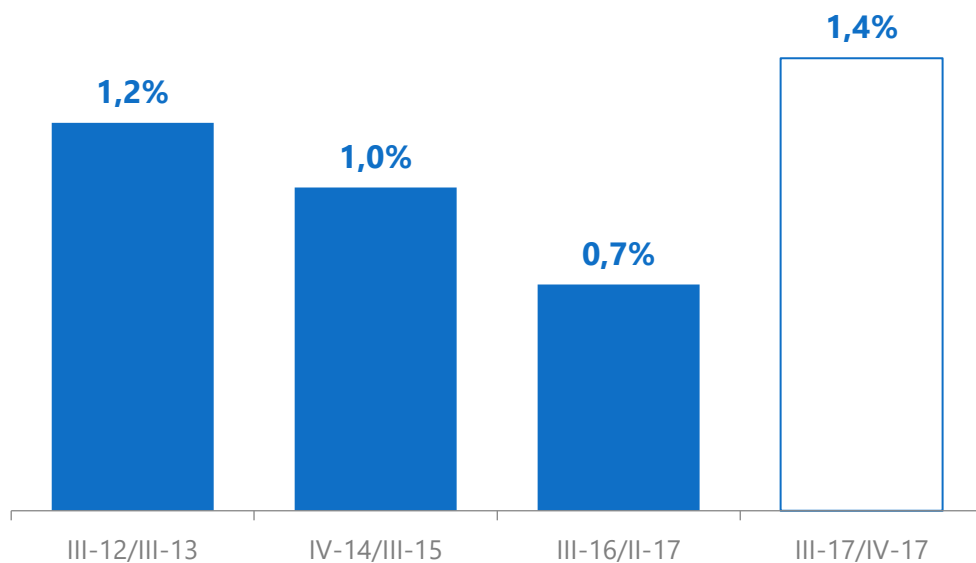
Presupuesto 2018: proyecciones optimistas

Recientemente se publicó el proyecto de ley del presupuesto nacional, y con él las proyecciones macroeconómicas para los próximos años. **De acuerdo a las estimaciones oficiales, en 2017 la economía crecerá 3,0%**, por encima de las proyecciones del sector privado publicadas en el REM del BCRA, que se ubican en 2,8%.

En el primer semestre del año el PIB acumula un alza de 1,6%, por lo que **para alcanzar una suba como la que figura en el presupuesto, el PIB debería crecer cerca de 4,5%** anual en los trimestres restantes, o lo que es equivalente, una tasa trimestral promedio de 1,4% sin estacionalidad. Este valor equivale al doble del registrado en los últimos tres trimestres y resulta también más elevado que el observado en los repuntes económicos de 2013 y 2015.

PIB

Variación %, sin estacionalidad



Fuente: INDEC y Ley de Presupuesto 2018

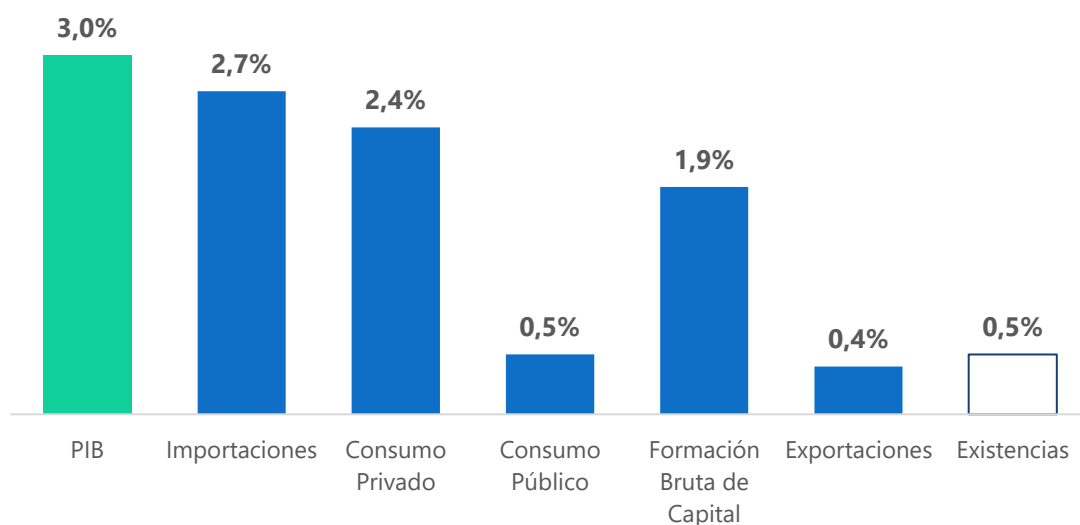
Si bien es cierto que un 1,4% promedio para lo que resta del año es una tasa elevada, es posible que la misma se alcance debido a las particularidades de la construcción de las cuentas nacionales. En efecto, y tal como mencionamos [aquí](#), uno de los cambios más notorios en las nuevas estadísticas oficiales es la elevada volatilidad de las mediciones sin estacionalidad.

A modo de ejemplo: de acuerdo a las proyecciones de presupuesto, el Consumo Privado finalizará el año con un alza de 3,3% anual. Sin embargo, **para que este valor sea compatible con las estadísticas oficiales publicadas por INDEC, el Consumo Privado debería caer en los próximos dos trimestres.** Esto se explica debido al extraordinario desempeño que registra el consumo privado de acuerdo a las cuentas nacionales: creció 2,2% y 3,8% sin estacionalidad en I.17 y II.17, respectivamente.

Por otro lado, también debe destacarse el impacto que tiene en el PIB la variación de existencias. Dicho componente es difícil de calcular con precisión (en especial en el caso de productos industriales) y escapa a la mayoría de los indicadores privados de actividad. Al calcular la contribución al crecimiento del PIB de los componentes publicados en el proyecto de presupuesto, se observa que la suma de consumo, inversión y exportaciones netas arroja un crecimiento de 2,5%, por lo que se desprende que **la variación de existencias aportaría 0,5 p.p. adicionales.**

Contribución al crecimiento del PIB – Presupuesto 2018

En %



Fuente: INDEC y Ley de Presupuesto 2018

Un aspecto no menor es que **una tasa de crecimiento de 3,0% en el corriente año implica un arrastre cercano a 1,9 p.p. para 2018, lo que permitiría encadenar dos años consecutivos de expansión del PIB**. A pesar de que esto representa una buena noticia, los datos oficiales dan cuenta de que amplios sectores de la población aún no se han beneficiado de la recuperación económica, la cual viene siendo intensiva en importaciones y débil en la generación de puestos de trabajo de calidad.

La única variable sin meta: el empleo

El empleo es una variable que no figura dentro de los tres objetivos de Cambiemos (“pobreza cero”, “terminar con el narcotráfico” y “unir a los argentinos”), ni dentro de las múltiples metas económicas que este gobierno se ha autoimpuesto.

De hecho, las medidas iniciales de este gobierno en pos de alcanzar sus otras metas deterioraron un mercado de trabajo que todavía no se ha recuperado. El empleo asalariado registrado en el sector privado adeuda 15 mil puestos respecto de noviembre de 2015 (66 mil en la serie sin estacionalidad), y crece 1,1% anual a junio, mientras que la caída del empleo industrial no logra frenar. El empleo público, por su parte, pasó de crecer a una tasa de 4,8% (2012-2015) a 1,1% (último dato). El único segmento donde hubo un aumento fue en el de los monotributistas y otros registros de actividades normalmente informales, que no necesariamente representan nuevos empleos.

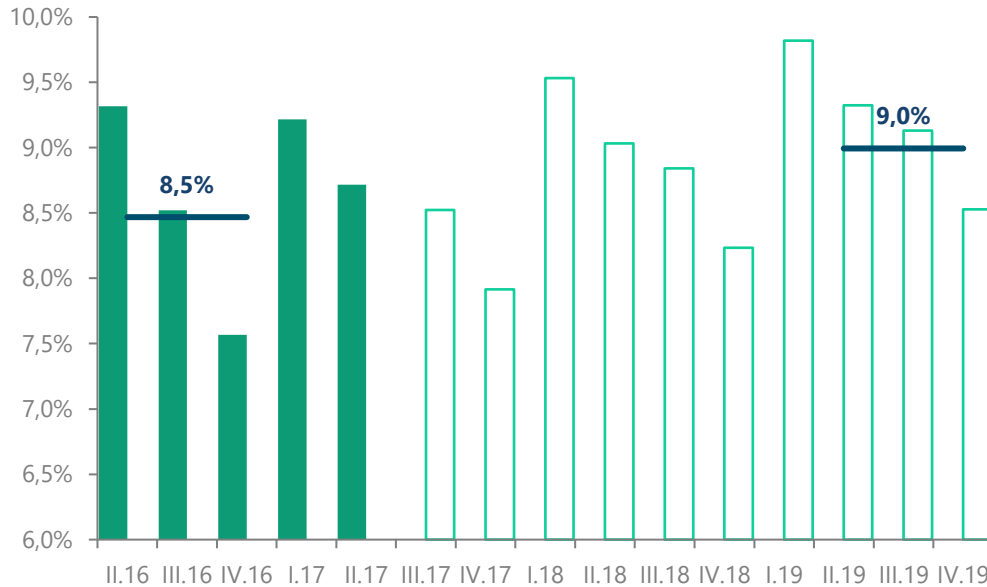
Los datos de desempleo del segundo trimestre de 2017 no muestran mejoras significativas, pese a que el PIB aumentó 2,7%. En palabras del propio INDEC, los indicadores de actividad, empleo y desempleo no tuvieron variaciones respecto a 2016 si se tiene en cuenta los márgenes de error que pueden tener las estimaciones basadas en muestras. Tomando los datos puntuales, el desempleo mostró una baja anual de 0,5 p.p., que tiene más que ver con la salida de personas del mercado de trabajo que con la generación de nuevos empleos¹.

¹ Es llamativo que esta vez la tendencia de los datos del INDEC para la Ciudad de Buenos Aires no coincidieron con los relevados por la Dirección de Estadísticas y Censos Gobierno de la Ciudad. Según esta última fuente, el desempleo se mantuvo exactamente en el mismo valor que en el segundo trimestre del año anterior y además presentó una notoria suba respecto al primer trimestre (algo contrario a lo que mostró el INDEC). Cabe destacar también la importante

No sería tan preocupante la falta de metas de empleo si el resto de las metas realmente estuvieran puestas al servicio de generar trabajo. Pero tanto las metas fiscales como monetarias ponen un freno al crecimiento.

Tasa de desempleo proyectada a 2019 (de acuerdo a resultados II.17 y proyecciones de PIB)

En % de la PEA



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA en base a INDEC

En pos de generar una dinámica "sostenible", se espera crecer a una tasa de 3% este año y 3,5% en los años siguientes. El crecimiento de la población en edad de trabajar se estima en 1,0% para los próximos años – de acuerdo a las proyecciones elaboradas en base al Censo 2010. Tomando la relación empleo producto de este último trimestre, y suponiendo que el crecimiento de la población activa respeta el crecimiento de la población en edad de trabajar (es decir, no hay efecto desaliento ni efecto trabajador secundario) **el desempleo aumentaría en 0,5 puntos para 2019 respecto al promedio para 2016** (y posiblemente aún más respecto a 2015, sobre el cual no existen datos comparables). No obstante, esta comparación entre trimestres toma el peor trimestre del gobierno contra el mejor. **Tomando la elasticidad empleo-producto puntual para el periodo 2003-2015, el desempleo crecería 1,3 puntos porcentuales.**

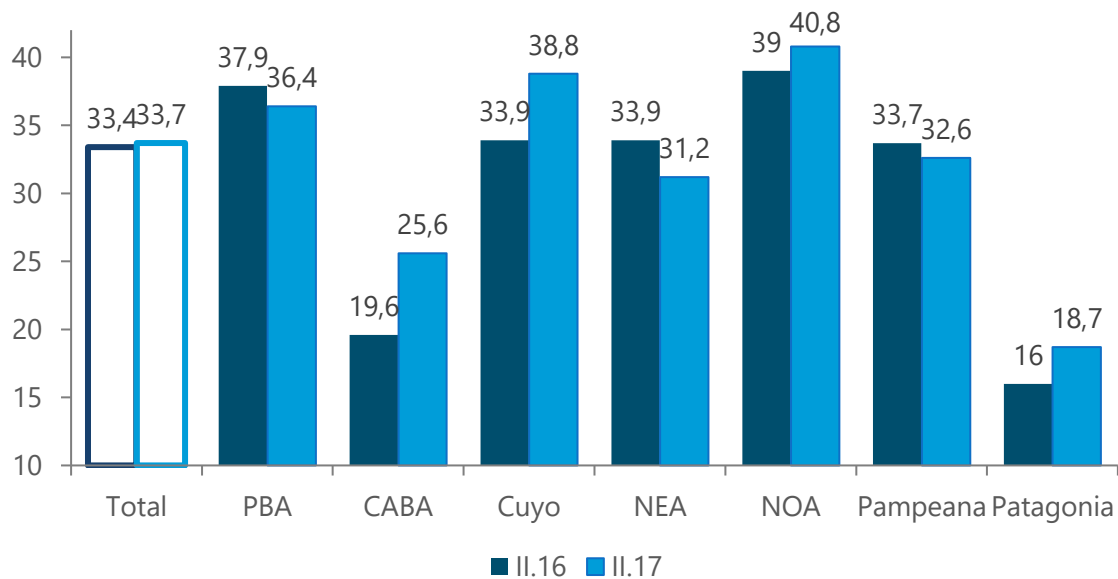
diferencia de nivel que se percibe entre las dos encuestas (la tasa de desempleo de CABA es 7,0% para el INDEC y 10,5% para el GBCA).

Por supuesto, la necesidad de obtener un ingreso ante la falta de un subsidio universal por desempleo –a pesar de las mejoras en el sistema de protección social del gobierno anterior, en particular con la AUH, que dan algún piso a los trabajadores informales– hace que muchas veces **los trabajadores generen sus propios empleos de subsistencia, haciendo que la tasa de desempleo no crezca tanto y “oculte” el verdadero estado del mercado de trabajo**. También es cierto que las propuestas de reformas laborales podrían dividir el trabajo en mayores puestos de menor calidad y horas, ayudando a la tasa de desempleo, pero no generando una mejora auténtica en la calidad de vida de los trabajadores.

En todo caso, **crecer más de 3,5% parece un requisito indispensable para mejorar las condiciones de vida de la población trabajadora, sea porque esto provoque una baja del desempleo o porque lleve a una mejora en otros indicadores de calidad del empleo**.

Tasa de no registro

En % de los asalariados



Fuente: INDEC

Hasta ahora, y a pesar de que el empleo registrado no repunta lo suficiente, no se observa un mayor deterioro de otros indicadores. En efecto, tanto la subocupación como la tasa de no registro prácticamente no variaron respecto del año pasado. Esta situación indicaría que **el empleo no registrado no está actuando como refugio y los trabajadores directamente se retiran del mercado, lo cual es algo preocupante**, ya que los ingresos reales no están creciendo a un ritmo que permita justificar,

por la vía de mayores ingresos familiares, el retiro de miembros del hogar de la actividad.

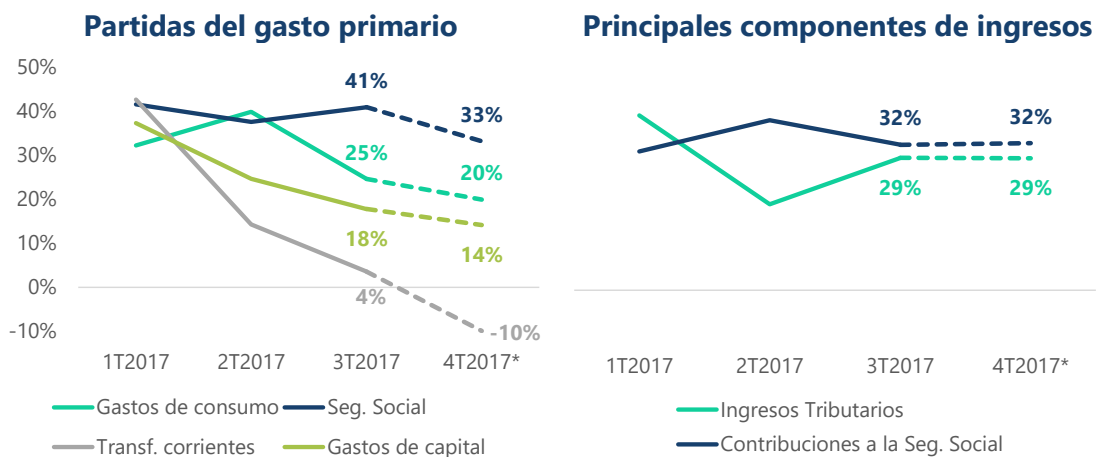
No obstante, hay que tomar con cierto recaudo los datos de no registro, que se mantuvo constante en el agregado, pero tuvo llamativos y fuertes cambios a nivel regional. La tasa de no registro para los 31 aglomerados que cubre la EPH fue de 33,4% en II.16 y de 33,7% en II.17. Sin embargo, solo en los 24 partidos del Gran Buenos Aires la tasa se mantuvo prácticamente inalterada mientras que en el resto de las regiones se fueron compensando subas y bajas. La Capital Federal y la región de Cuyo observaron un aumento de 6 y 4,9 puntos porcentuales respectivamente en solo un año.

¿Es suficiente el recorte sobre el gasto flexible para cumplir la meta fiscal?

En las últimas semanas se dio inicio a la discusión del presupuesto 2018, en un contexto en el que el gobierno comenzó a morigerar la política fiscal para alcanzar la meta anual de 4,2% que se propuso para 2017, y preparar el terreno para una reducción del déficit al 3,2% el año próximo.

Trayectorias para alcanzar la meta fiscal 2017 del SPN

En % de variación anual



Nota: La trayectoria de ingresos tributarios se considera neta del blanqueo que distorsiona los ingresos del cuarto trimestre de 2016. Cuarto trimestre corresponde a proyecciones propias.

Fuente: Elaboración propia y Ministerio de Hacienda

Al margen de la discusión metodológica sobre el déficit fiscal², como mencionamos en informes previos, para lo que resta del año se espera un nuevo sobrecumplimiento en el tercer trimestre (julio-septiembre), mientras que **para los últimos tres meses la dinámica de gastos deberá observar una importante contracción para poder alcanzar la meta.**

Como se observa en el gráfico, aun manteniendo dinámicas de crecimiento real en los ingresos tributarios y contribuciones a la seguridad social en el cuarto trimestre, será necesario una reducción marcada en todos los componentes del gasto primario, incluso con una dinámica de caída en términos nominales en las partidas más flexibles (transferencias corrientes).

La incógnita que se abre frente a este escenario es en qué medida se pasarán gastos de 2017 para enero de 2018 de forma tal que se logre alcanzar la meta. En caso de que esa magnitud de deuda flotante sea considerable, se terminará incorporando una mayor tensión sobre la meta fiscal de 2018.

Es en este contexto que comienza la discusión del presupuesto 2018, el cual ratifica la meta fiscal de 3,2% con un gasto primario que para el SPN se reduce un -0,5% en términos reales y para la APN (excluye empresas públicas, fondos fiduciarios, entre otros) cae un -0,8% real.

En este punto debemos destacar cómo vienen evolucionando las diferentes finalidades del gasto primario de la APN en términos reales desde 2015. Lo que queda claro es la decisión del gobierno de eliminar los subsidios, principal componente del gasto en servicios económicos, a la vez que también se reducen los gastos de funcionamiento del Estado (que también incluyen la mayoría de las transferencias a provincias y municipios).

Por su parte, **la única finalidad del gasto primario que mantiene su crecimiento es la de servicios sociales, que lograría acumular un incremento de 10% en términos reales entre 2015 y 2018 (de acuerdo con las previsiones del presupuesto).**

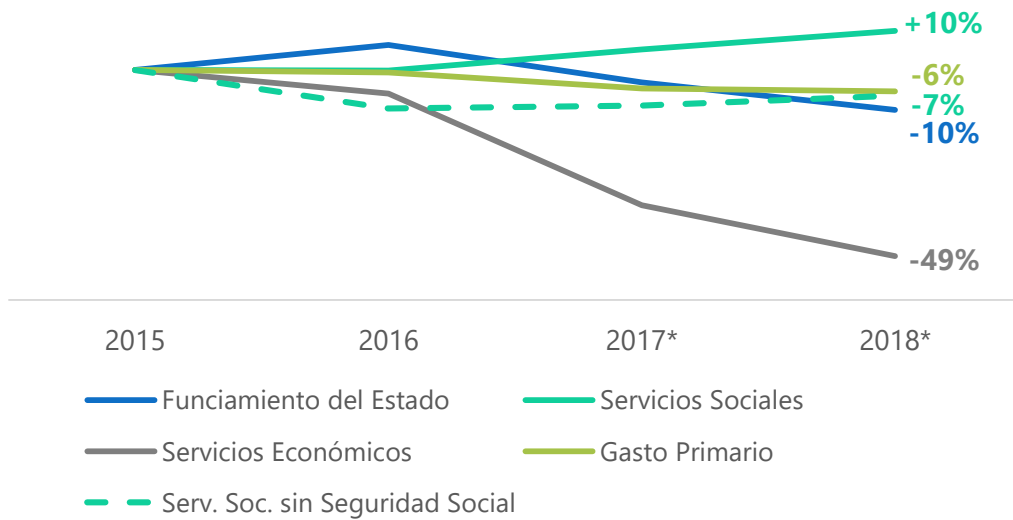
¿En qué medida la ley de movilidad jubilatoria explica esta dinámica? Una forma de poder contestar este punto es excluyendo la función de seguridad

² Para un desarrollo de esta discusión, donde se reconstruye la serie de resultado primario bajo una metodología homogénea, ver [acá](#).

social. Al excluir esta partida del gasto social lo que se observa es también una caída en términos reales, que acumularía -7% entre 2015 y 2018. Es importante tener en cuenta que se llega a estos resultados solo si la proyección de inflación de 2018 se cumple, en caso de aceleración inflacionaria los ajustes podrán acentuarse.

Finalidades del gasto primario

Evolución real acumulada 2015-2018



Nota: (*) Proyecciones de Presupuesto 2018, considerando evolución de precios de las proyecciones

Fuente: Mensaje de presupuesto 2018

De este análisis se desprende que **el gobierno comenzó por ajustar en los componentes más flexibles del gasto público, luego de lograr quebrar la resistencia sobre la política de subsidios. El crecimiento que aún se mantiene dentro del gasto primario se debe principalmente a los efectos de la ley de movilidad³.**

El interrogante que se abre a partir de 2018 es si es posible continuar recortando gasto en estos mismos componentes en la magnitud necesaria para cumplir con las metas fiscales. O si, en cambio, la inercia de la ley de

³ También hay que destacar el impacto de la reparación histórica (que al mes de agosto de 2017 tiene alcance sobre 1 millón de jubilados con una recomposición promedio de \$3.000 mensuales) y, en menor medida, el aumento de la cobertura de la AUH (que hasta diciembre de 2016 había aumentado en poco más de 270 mil niños y niñas, con un beneficio que actualmente es de \$1.243 al mes).

movilidad y el impacto adicional de la reparación histórica llevarán al gobierno a intentar avanzar sobre la seguridad social.

La deuda ya ganó

Durante agosto el gobierno nacional llevó a cabo emisiones en moneda extranjera por un total de USD 5.502 millones. Esto se explica por la colocación de USD 1.502 millones en Letras del Tesoro y por una ampliación del Bonar 2024 por USD 4.000 millones.

Respecto del tramo en pesos, el gobierno emitió un Bono del Tesoro a tres años (tasa de interés del 26%) por USD 1.707 millones y dos Letras por USD 31 millones. Además, le volvió a colocar USD 76 millones al Banco Nación, en el marco de una ampliación del Bonar 2019. Así, **durante agosto la Administración Central realizó emisiones por un total de USD 7.316 millones**, mientras que en el acumulado de 2017, las emisiones se ubican en USD 62.773 millones⁴.

Por otro lado, al sumar al resto del sector público y privado se concluye que las emisiones de deuda en moneda extranjera fueron de USD 5.637 millones durante agosto, **acumulando en lo que va del año USD 52.757 millones. A pesar de que todavía restan cuatro meses para terminar el año, ya se superaron las emisiones en moneda extranjera del 2016 (USD 52.653).**

Según las declaraciones del Ministro de Finanzas Luis Caputo, durante su presentación en la Comisión de Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados, el stock de la deuda pública total al 31 de agosto de 2017 asciende a USD 302.715 millones, lo que implica un aumento de USD 13.969 millones respecto de fines de 2016⁵.

⁴ Las provincias no realizaron emisiones en el mes, mientras que tres empresas privadas captaron en total USD 135 millones: EPEC, vinculada con la generación de energía eléctrica, consiguió USD 100 millones a cinco años (con una tasa del 7%); Don Mario, productora de semillas, emitió por USD 20 millones a cinco años (6,2%) y MSU, también vinculada al sector agropecuario, captó USD 15 millones a dos años (5,0%).

⁵ Cabe destacar que los últimos datos disponibles que fueron publicados por la Secretaría de Finanzas están sumamente desactualizados, con información hasta diciembre del año pasado.

Esto se encuentra en línea con nuestras proyecciones, que la ubican en USD 295.031 al II.17 y que representaría el 47,5% del PBI. Como ya mostramos [acá](#), si bien la deuda se está incrementando respecto de fines del año pasado, el ratio se redujo (-6,7 p.p.), y **esto se debe fundamentalmente a la apreciación del tipo de cambio real**, que impulsa al alza al PBI en dólares y eso termina más que compensando el aumento de la deuda pública. Por otro lado, el segundo trimestre es el que tuvo el mayor monto de vencimientos de 2017 (USD 24.607 millones).

En dicha presentación, **el Ministro de Finanzas también sostuvo que la deuda pública se está incrementando, pero a una velocidad menor que durante el último gobierno**. Su afirmación se basó en comparar el aumento promedio por año del ratio de la deuda entre 2011 y 2015 (3,7% anual) en relación a la proyección del presupuesto para el período 2016-2018 (1,7% anual).

Cuanto menos, dicha afirmación resulta sesgada, ya que para calcular el ratio de la deuda (más específicamente, para convertir el PBI y la parte de la deuda denominada en pesos a dólares) se utiliza el tipo de cambio del último día hábil del año y, por ende, el ratio de 2015 tiene incorporada la devaluación que llevó a cabo el gobierno de Cambiemos tras el cambio de gestión. Si, por ejemplo, se utilizara el tipo de cambio al 9 de diciembre el ratio de la deuda sería de 44,2% del PBI en lugar de 53,5% y eso significaría un **aumento promedio por año para 2011-2015 de 1,3%, frente a 4,8% para 2016-2018**.

Para no caer en debates metodológicos, hay un punto que es insoslayable: A partir de los datos brindados por el propio Ministro, lo que se observa es que **en los 20 meses que lleva el gobierno de Cambiemos el stock de la deuda pública aumentó 25,8% en dólares, generando más deuda que en los últimos 4 años del gobierno anterior** (donde el incremento fue del 22,1%).

La meta de inflación empieza 2018 en zona de riesgo

Transcurridos los primeros ocho meses del año, la inflación se encamina definitivamente a ubicarse en diciembre por encima de la banda superior de 17% establecida por el BCRA. En agosto, el IPC Nacional mostró un alza del 1,4% mensual, acumulando un 15,4% en el año. En tanto, la inflación medida por el IPC GBA se aceleró en términos interanuales y se ubicó en un 23,1%.

Si bien el probable incumplimiento de las metas de 2017 puede no ser una noticia novedosa, sí lo es la presión que supondrá sobre la meta del año que viene, que debería ubicarse en una banda de entre 8 y 12% según el propio BCRA.

¿Por qué advertimos que la meta para el año que viene entra en zona de riesgo? En primer lugar, porque la inflación es en Argentina un fenómeno que cuenta con un marcado componente inercial, lo cual hemos analizado en más de una ocasión, y que se desprende de modelos tanto [univariados](#) como [multivariados](#). Además, porque es lo que refleja la opinión de los propios bancos y consultoras. Según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) que publica el BCRA, la mediana de la inflación esperada para 2018 asciende a un total de 15,5%.

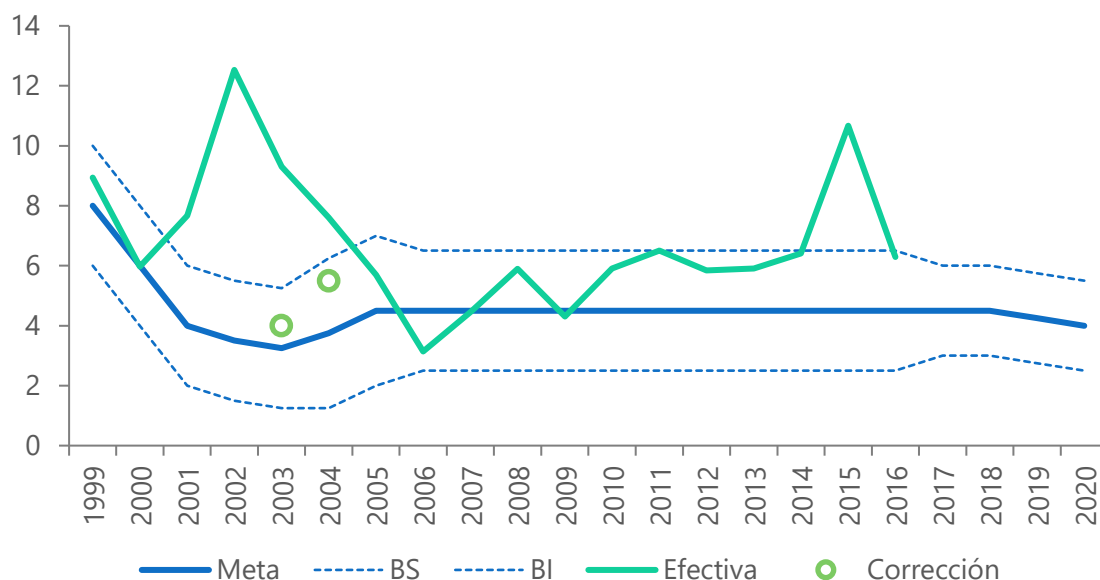
Frente a este panorama, es importante destacar que una vez más **las metas fiscales y de inflación pueden entrar en tensión** (ver sección Fiscal). Esto se debe, por ejemplo, al hecho de que el gobierno no parece tener interés en utilizar a los precios regulados como ancla nominal. De hecho, una cuestión que cabría evaluar es si la meta fiscal tiene incluso más prioridad que la inflacionaria. A pesar de esta situación, resulta evidente que la credibilidad del BCRA se pone en juego si la economía se vuelve a encaminar hacia un tercer período consecutivo de incumplimiento de la meta de inflación.

En lo que a la corrección de las metas de inflación se refiere, Brasil es un caso paradigmático. Si bien desde que se aplican metas de inflación en ese país los incumplimientos han sido varios (sobre todo en etapas de fuertes devaluaciones del Real), una característica llamativa es que las metas fueron corregidas de modo recurrente en sus primeros años de

vigencia. Esto, de ningún modo, significó invalidar a las metas de inflación como ancla nominal, sino más bien transparentar la flexibilidad que es necesario imprimir al esquema cuando las condiciones macroeconómicas así lo exigen.

Metas de inflación en Brasil

En % anual



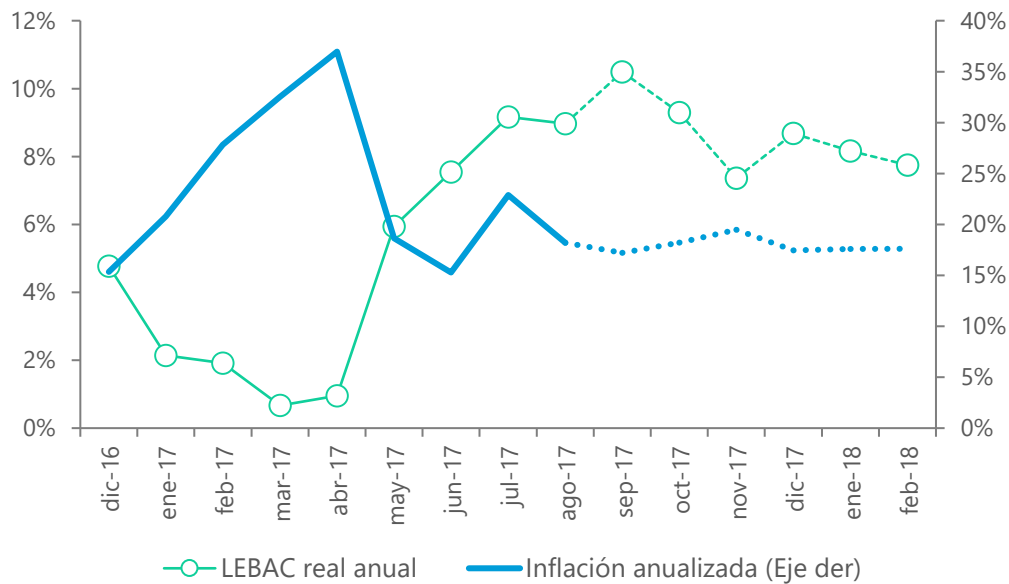
Fuente: Banco Central de Brasil (BCB)

Por el momento, la única respuesta del BCRA a la cercanía de la banda superior de sus metas de inflación ha sido endurecer la política monetaria. Las tasas de interés reales retornaron a los niveles de hace un año, dada la imposibilidad del BCRA de perforar el piso de 1,5% mensual de la inflación (19,6% anualizado). La expectativa medida por el REM indica que **las tasas de interés elevadas en términos reales se mantendrán al menos durante el primer trimestre del año que viene.**

Un aspecto que vale la pena destacar es que, a pesar de la política monetaria contractiva, el crédito comenzó a recuperarse desde fines del año pasado, y si bien se ubica por debajo de los máximos de diciembre de 2015, en términos reales creció a una velocidad del 9% anual en agosto. Dado este panorama, **¿será suficiente para el BCRA la magnitud del sesgo contractivo que tiene en la actualidad la política monetaria? ¿O estará apuntando a que finalmente se active el “canal de las expectativas”?**

Inflación y tasa de política observadas y esperadas

En % anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Lo cierto es que las tasas de interés no solo son altas en términos reales, sino que también lo son en dólares, a juzgar por el hecho de que la curva de futuros se ubica por debajo de la curva del mercado secundario de LEBAC. Como mostramos [aquí](#), esta situación fue recurrente a lo largo de 2017, y si bien es uno de los factores detrás del techo que tiene hoy el tipo de cambio, también es cierto que configura una situación que **suma inestabilidad a la demanda de dinero, lo cual se ve reforzado debido al entorno de libre movilidad de capitales.**

Curva de LEBAC y futuros de dólar al 20/9

Vencim.	Plazo	Tasa Ef.	TNA	Vencim.	Plazo	Tasa Ef.	TNA
18-oct	28	1,9%	25,2%	30-sep	10	0,9%	32,7%
15-nov	56	4,0%	26,1%	31-oct	41	3,0%	26,6%
20-dic	91	6,6%	26,3%	30-nov	71	4,8%	24,8%
17-ene	119	8,5%	26,2%	31-dic	102	6,5%	23,2%
21-feb	154	11,3%	26,8%	31-ene	133	8,5%	23,4%
21-mar	182	13,3%	26,7%	28-feb	161	10,2%	23,2%
18-abr	210	15,4%	26,8%	31-mar	192	12,0%	22,7%
16-may	238	17,5%	26,9%	30-abr	222	13,5%	22,2%
21-jun	274	20,0%	26,7%	31-may	253	15,2%	22,0%

Fuente: elaboración propia en base a MAE y ROFEX

Esto último, junto con las intervenciones de agosto orientadas a contener las presiones pre electorales sobre el dólar indica que, aunque más limitado que antes, **el tipo de cambio juega algún rol como ancla nominal, y que la tasa de interés es el principal instrumento destinado canalizar sus efectos.**

Ante un nuevo desafío para el BCRA de cara al 2018, vale la pena volver sobre algunas preguntas que ya hemos formulado ¿Fue prematuro el intento de implementar un régimen de metas de inflación lo más “puro” posible? ¿Fueron demasiado exigentes las metas planteadas? Una adecuación en las metas, ¿es más perjudicial para la credibilidad del BCRA que incumplir la pauta inflacionaria de modo recurrente? La discusión está abierta, y en los próximos meses se contará con más elementos para poder retomarla.