


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

11° | Abril 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En el primer trimestre del año los resultados en términos de actividad fueron menos favorables de lo esperado. El consumo sigue sin repuntar y la economía continúa arrojando señales heterogéneas. Si bien los datos positivos que mostró la construcción en marzo podrían traccionar la demanda de insumos asociados, el resto de los sectores está lejos de mostrar una clara mejoría.

Este escenario se encuentra atravesado por un proceso brusco pero todavía incompleto de apertura importadora, que ha logrado cierta incidencia en el disciplinamiento de precios, lo cual queda reflejado en un comportamiento diferenciado entre precios de bienes transables y no transables. La contracara de esta política es la amenaza que representa para el empleo: la creación de puestos de trabajo registrados privado se estancó en febrero, e incluso retrocedió levemente respecto de enero.

A pesar de los esfuerzos oficiales, una novedad preocupante es la aceleración de la inflación núcleo en el primer trimestre del año, que volvió a poner en riesgo la recuperación del salario real. Además de los incrementos en los precios regulados, la visible aceleración en alimentos y bebidas enciende una luz de alarma, sobre todo teniendo en cuenta que estos aumentos tienen que ver con ajustes desfasados en la ecuación de costos de las empresas y no con condiciones de demanda más favorables.

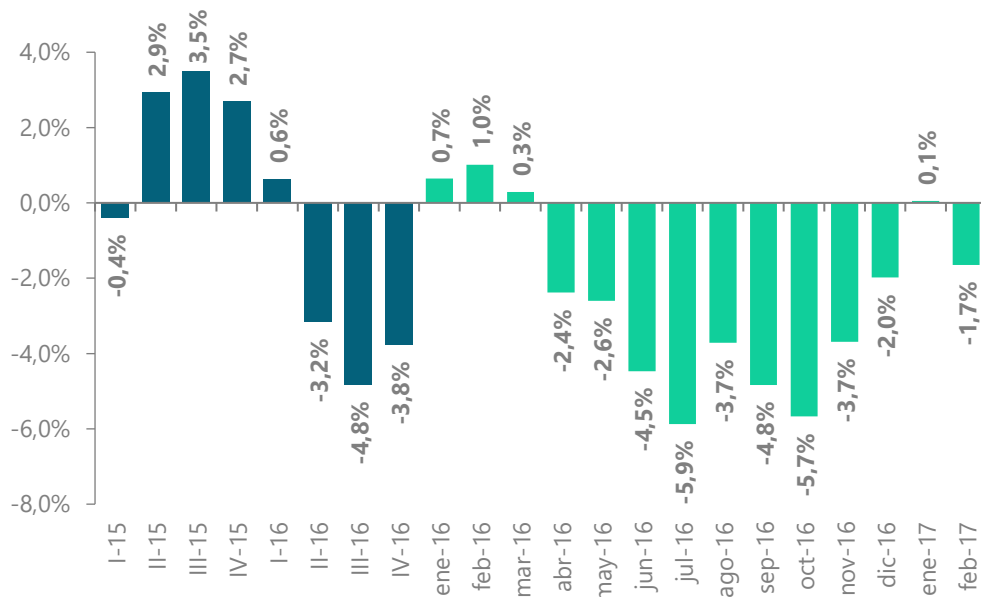
La recuperación económica sigue jaqueada entonces por una fuerte resistencia a la baja por parte de la inflación, que erosiona el salario real. El contrapeso de la apertura comercial, si bien efectiva para contener precios, configura un entorno poco propicio para la expansión de la industria nacional y la generación de puestos de trabajo. **El aumento de las tasas de interés reales y la decisión de ponerle un piso a la apreciación del tipo de cambio vía compra de reservas internacionales, complejizan el panorama y hacen que el peso de la recuperación termine recayendo en un solo frente: el fiscal.**

ACTIVIDAD: El “segundo semestre” sigue haciéndose esperar

El mes de febrero indicó que la tendencia a la recuperación sigue siendo inestable y heterogénea. El Indicador Mensual de Actividad (IMA) aceleró su caída al contraerse -1,2% mensual y -1,7% anual sin estacionalidad. Por el lado de la inversión, el IMI volvió a caer después de dos meses en alza, registrando una baja de -6,5% mensual y -4,8% anual.

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

El IMA de febrero reflejó un resultado similar al del EMAE del INDEC, que arrojó un descenso de la actividad del -1,9% mensual y una caída del -2,2% anual.

Entre los componentes del EMAE que se mostraron al alza en el mes de febrero se destacan el sector agropecuario, servicios inmobiliarios e intermediación financiera, mientras que la industria y el comercio siguen en baja, lo que indica que **el sector financiero y el agro siguen siendo las naves insignia de este modelo.**

Por su parte, **el consumo continúa sin repuntar.** En marzo el IMC sin estacionalidad se contrajo -1,1% mensual, la tercera caída consecutiva,

registrando a su vez una caída anual del -2,3%. Los aumentos de precios, no solo en bienes y servicios regulados sino también en alimentos y bebidas, la inestabilidad laboral y un contexto marcadamente incierto, siguen siendo los principales factores que impiden la recuperación del consumo asalariado.

A pesar de este panorama, los datos que arroja la economía real siguen siendo heterogéneos, tal cual lo indican algunos datos disponibles para el mes de marzo referidos al sector de la construcción. Los despachos de cemento al mercado interno crecieron en ese mes un 15,9% anual y superaron el millón de toneladas, luego de un moderado incremento en los meses de noviembre, diciembre y enero y una leve caída en febrero. Además, en marzo creció la venta de insumos demandados por la construcción privada, luego de varios meses en los que el dinamismo de la obra pública no era acompañado por este segmento. El Índice Construya creció por primera vez desde enero de 2016, con un aumento de 11,2% anual, magnitud que se vio afectada en parte por una baja base de comparación.

Se espera que esta recuperación impulse la producción de insumos asociados a la construcción, como el segmento de Minerales no Metálicos y el complejo siderúrgico. Según la Cámara Argentina del Acero, la producción de marzo creció por primera vez desde agosto de 2015 (23,5% anual), motorizada por mayores pedidos desde el sector de la construcción y el sector agroindustrial. De todos modos, en términos históricos aún se encuentra en niveles bajos y todavía no se observa un crecimiento de los productos laminados finales, los que luego sirven de insumos para otros sectores.

Por otro lado, los patentamientos de automóviles crecieron 37,9% anual y aceleraron su tasa de aumento respecto a la de los meses anteriores. Además, las ventas de motos se expandieron 55,8% anual y alcanzaron para un marzo el mayor nivel desde 2012.

De todos modos, **la recuperación de ciertos sectores aún no tuvo un correlato claro por el lado de la oferta nacional, dado que la demanda concentra un creciente componente de origen importado.** Si bien, como se mencionó anteriormente, en marzo se registró un incremento en la producción de acero, en el mismo período la producción

automotriz cayó -13,2% anual, afectada por las ventas al mercado interno, que aceleraron su caída a -31,8% anual. Esto se explica porque la mayor demanda del mercado automotor está siendo cubierta por importaciones, que crecieron 51,1% y alcanzaron en el primer trimestre del año la mayor participación desde el IV.13.

La recuperación económica sigue jaqueada por una fuerte resistencia a la baja por parte de la inflación que erosiona el salario real, combinado con tasas de interés que volvieron a ser elevadas en términos reales, lo cual configura un entorno poco propicio para la expansión de la industria nacional y la generación de puestos de trabajo. El contrapeso lo configura un proceso brusco pero todavía incompleto de apertura importadora, que ha logrado cierta incidencia en el disciplinamiento de precios, pero a costa de amenazar la recuperación del empleo.

Calentando los motores de la importación

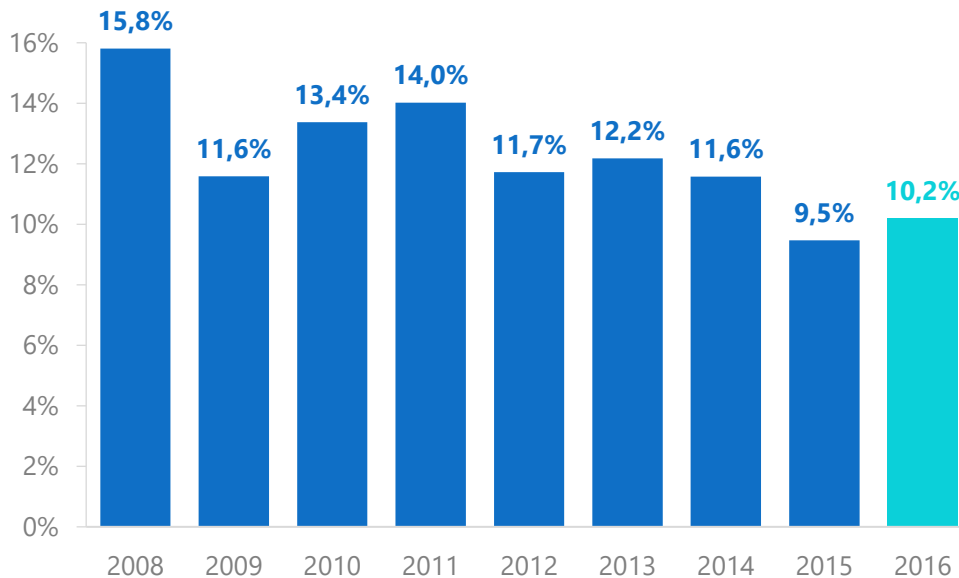
Mientras la oposición y los empresarios industriales acusan al gobierno de generar una "avalancha" de importaciones, el oficialismo se defiende hablando de "normalización". Si bien es cierto que el volumen de importaciones en relación al PIB se encuentra todavía por debajo de los máximos de 2010 y 2011, también es verdad que la apertura del comercio fue muy abrupta, interrumpiendo – en el caso de la importación de bienes de consumo - un ciclo de cuatro años de caída en la participación de las importaciones en el PIB. Esto sucedió, además, en un año con caída en la actividad. **El crecimiento de las importaciones en un año de caída del PIB es algo que no ocurría desde 1976.**

El resultado fue alarmante para la industria. Si bien no estaba pasando por un gran momento (la industria prácticamente no creció en 2015, en parte por el desfavorable escenario externo), **la combinación de contracción en el consumo y apertura trajo como correlato una mayor caída de las ventas y el empleo.** La industria en su conjunto viene destruyendo empleo hace 17 meses de manera ininterrumpida y lleva 14 meses de caída. **Que el argumento oficial de la baja participación de las importaciones en el PIB sea cierto no es un motivo de alivio, sino de alarma. Porque implicaría que el diagnóstico del gobierno es que todavía hay mucho margen para abrir la economía.**

En 2015 las importaciones alcanzaron una participación de 9,5% en el PIB, que se elevó a 10,2% en 2016. Estos valores están por debajo de años como 2011, que mostró una participación del 14%.

Participación de las importaciones en el PIB

En % anual



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Sin embargo, en 2016 el crecimiento de las importaciones no alcanzó a todos los componentes. De hecho, las importaciones medidas en dólares cayeron -7,0%. Pero los bienes de consumo y los vehículos importados crecieron 9,0% y 33,6% respectivamente. Arrastraron a la baja, la caída de las importaciones de bienes intermedios (-4,4%), combustibles (-3,6%) y piezas y accesorios (-2,3%). Creció en cambio la importación de bienes de capital (2,2%), pero exclusivamente impulsada por el material de transporte (+32,5%), mientras que las maquinarias cayeron -6,7%.

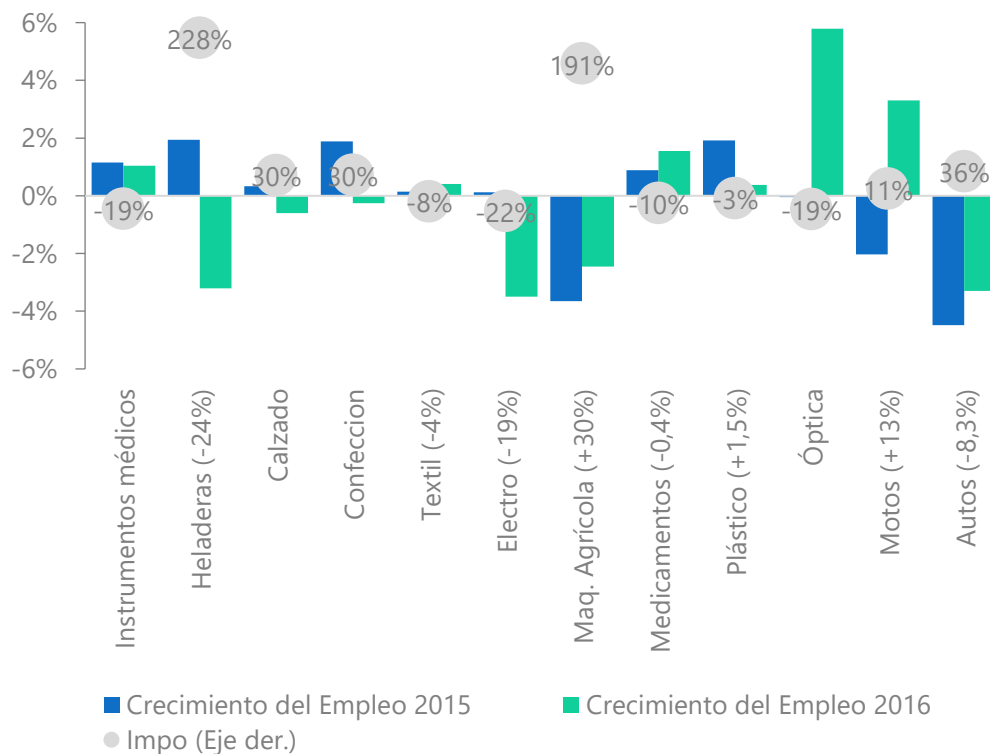
En el primer trimestre de 2017, esta tendencia se profundizó. La importación de bienes de consumo creció 18,3% y la de vehículos 43,3% anual. Bienes intermedios creció 0,7% y piezas y accesorios cayó -5,0%. Bienes de capital creció 14,3%. Este último caso, aunque sigue impulsado por material de transporte (+40%), también presentó un crecimiento en el resto de los bienes de capital de 7,6%.

Cuando se observa al interior de las importaciones, se destacan algunos sectores que habían estado protegidos en los últimos años.

La importación de prendas de vestir y otros textiles terminados aumentó 30% en 2016 y 56,5% en I.17. Calzado aumentó 30% y 34% en los mismos periodos. Autos y motos aumentaron 36% y 11% en 2016 y 57% y 93% en el primer trimestre de este año¹. La importación de artículos del hogar no creció tanto, pero cuando se observa por producto, hay algunos incrementos notorios: la importación de heladeras creció 230% en 2016 y sigue creciendo (12,4%) en I.17².

Evolución del empleo e importaciones 2016

Sectores seleccionados, variación % anual (*)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y MTEySS

(*) Para empleo 2016 se consideró el promedio hasta el tercer trimestre. Entre paréntesis, datos disponibles de producción local 2016.

En los sectores sensibles, las importaciones están complicando la producción local. Los incrementos en el nivel de importaciones son muy altos y es evidente que un aumento repentino en la apertura

¹ En rigor, autos y motos no son estrictamente sectores sensibles. Parece haber alguna demanda contenida por modelos de fabricación importada que no tienen correlato local. Pero lo cierto es que la producción importada está desplazando a la local en las ventas, alcanzando ratios de participación muy elevados en 2016.

² En cambio, lo que es televisores, celulares, etc., la importación cayó. Esto puede tener que ver con una menor demanda para el sector, que ya venía destruyendo empleo desde 2015.

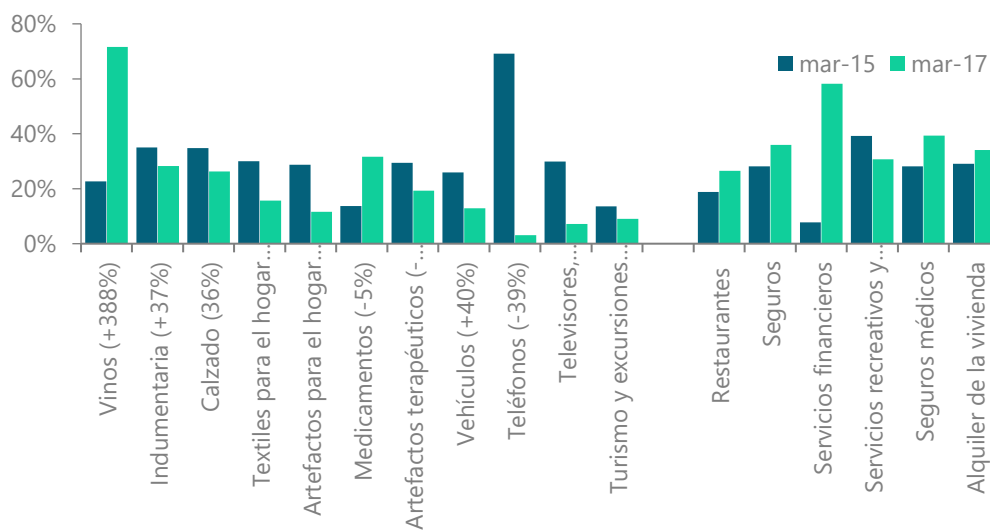
tiene como correlato más probable la destrucción de esta industria y no una mejora en su competitividad, algo difícil de lograr en un contexto de menores ventas, altas tasas de interés y suba de costos (tarifas).

¿Cuál es el objetivo de esta política de apertura? En primer lugar, cumplir a rajatabla con los requisitos de la OMC, "hacer buena letra" ante los OOI que luego influyen en las calificaciones de deuda y facilitar la apertura para otras exportaciones (primarias o agroindustriales). Un segundo conjunto de motivaciones puede venir por el lado de disciplinar precios, en un momento en que la política monetaria del banco central no parece ser suficiente para alcanzar las metas (ver sección Política Monetaria).

En este sentido, cabe destacar que efectivamente **parece haber algún efecto sobre los precios, en tanto en los procesos de aceleración de la inflación y posterior descenso de 2014-2015 y 2016-2017, se observan diferencias entre la evolución de transables y no transables.** Esto se observa en un contexto en el cual el TCR multilateral se apreció menos que en 2015, aunque en un contexto de mayor apertura importadora.

Evolución de los precios para sectores transables y no transables

Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires. En variación % anual (*)



Fuente: Elaboración propia en base DGEyC de la Ciudad de Buenos Aires, INDEC y BCRA

(*) Entre paréntesis, datos de importación: variación acumulada anual a mar17.

En particular, para los sectores vinculados a electrodomésticos la caída de la demanda y la apertura, combinada con la baja de impuestos a la importación, posiblemente colaboró en sostener los precios, aunque esta estrategia no impactó de lleno en el rubro indumentaria y no tuvo ningún efecto en otros rubros con llamativa alza en la importación, como ser vinos.

Cabe destacar que estas observaciones son meramente descriptivas y pretenden llamar la atención sobre las relaciones que existen entre la apertura del comercio y la evolución del nivel de precios. Es necesario un estudio en profundidad para llegar a conclusiones más certeras. Lo que sí está claro es que, en lo que a la dinámica de las importaciones se refiere, recién parecen estar calentándose los motores.

Además de los precios, otra de las variables clave en la cual puede tener un impacto la política de apertura comercial es en el empleo, y en ese sentido los datos de febrero no son alentadores. El moderado impulso que venía teniendo la creación de empleo registrado privado se estancó e incluso retrocedió levemente respecto de enero. Nuevamente, la industria fue el sector que mostró la mayor contracción de empleo (-2.000 s.e.), y acumula diecisiete meses de caída ininterrumpida.

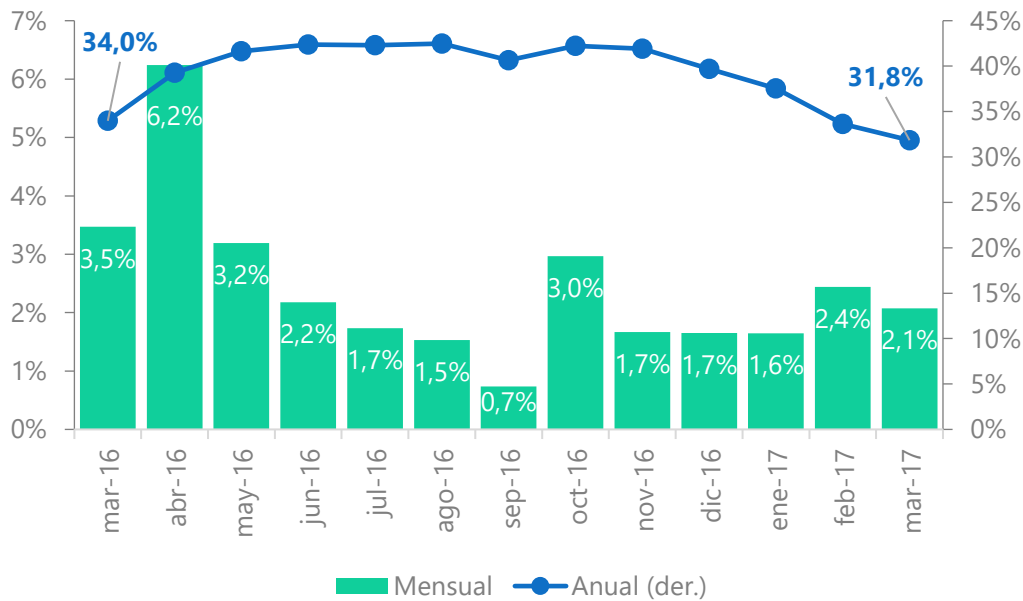
PRECIOS: La inflación no baja y envía señales preocupantes

En marzo, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 2,1% mensual, lo que implica la segunda alza consecutiva por encima del 2%. El alza del nivel general se vio impulsada por educación (+7,5%) y vivienda (+4,7%), ante la segunda suba de tarifas de electricidad. Alimentos y bebidas también se aceleró, y registró un alza de 2,5% mensual. Por su parte, la inflación núcleo fue la más alta desde agosto 2016 (+1,8% mensual).

De esta manera, según el IRP **la inflación acumuló en el primer trimestre un alza de 6,3%, lo que implica una tasa anualizada de 27,6%**. Para el mes de abril, se espera que impacte la suba ya confirmada por el ENARGAS para el transporte de gas en red del área metropolitana de Buenos Aires, lo que aseguraría un piso elevado para dicho mes.

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

Variación % Mensual - Interanual



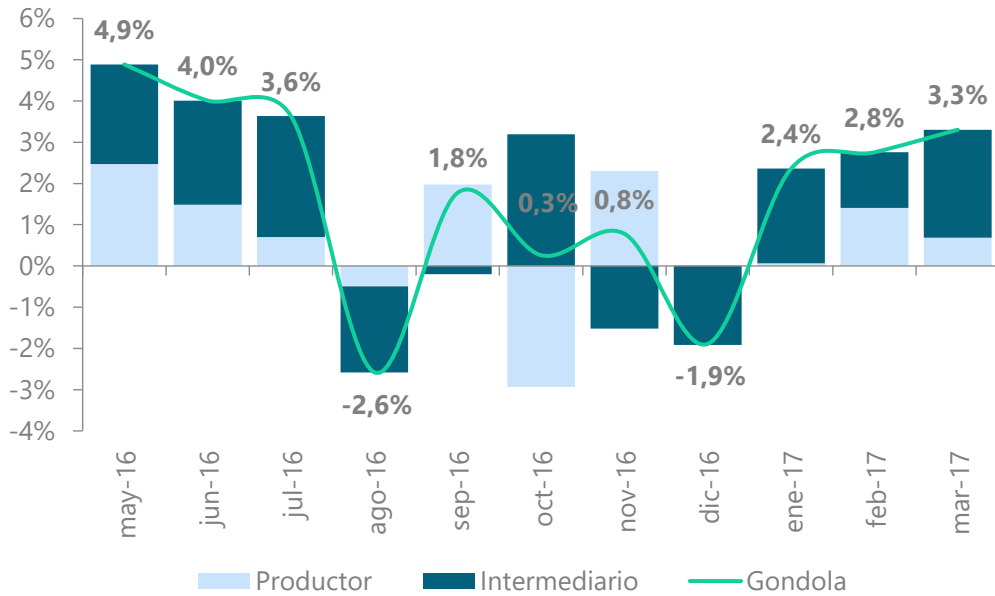
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

La suba de los alimentos implica un doble desafío en materia de política pública, no solo porque impacta negativamente en los salarios reales de los sectores asalariados, sino porque afecta particularmente a aquellos sectores más vulnerables de la población que destinan una mayor proporción de su ingreso a este tipo de bienes.

Frente a un contexto en el cual el consumo (medido por el IMC) sigue en caída e inclusive más bajo de los que se estimaba, es necesario comprender a qué se debe dicha aceleración. Descomponiendo el aumento de nivel de precios entre lo que aporta el productor y los intermediarios en alimentos y bebidas (lácteos, huevos, carnes, vegetales y frutas), se puede observar que a lo largo del 2016 hubo un crecimiento similar en ambos eslabones.

Inflación de alimentos y bebidas por sectores

Variación % Mensual

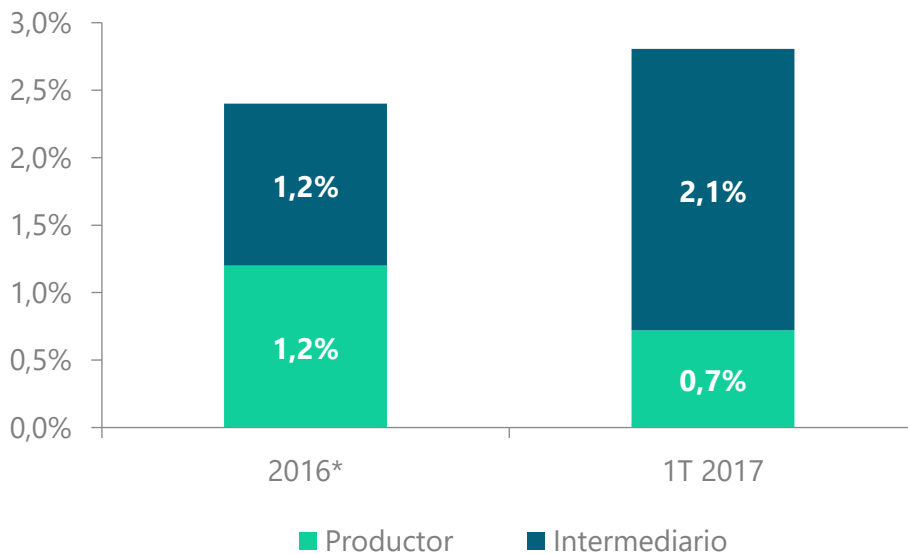


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CAME

Esta situación cambió drásticamente en el primer trimestre de 2017, ya que en ese período la mayor parte del aumento fue generada por los intermediarios. Tal es así que del aumento promedio de 2,8% mensual de los primeros tres meses del año, 2,1% correspondieron a los intermediarios.

Inflación promedio 2016 vs 1T 2017

Variación % Mensual



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CAME

La explicación que hay detrás de este fenómeno es que, **en un contexto de fuerte retracción en la actividad como el de 2016, los intermediarios posiblemente hayan decidido absorber los aumentos de tarifas en pos de sostener el nivel de ventas y recuperación de precios para el productor**. En cambio, para el 2017, en un contexto donde se espera una leve recuperación del salario real respecto al 2016 y por lo tanto un aumento de consumo, el sector intermediario decidió adelantarse y recuperar rentabilidad³.

Esto indica que **la aceleración de los precios de principios de año puede tener que ver con ajustes desfasados en la ecuación de costos de las empresas y no necesariamente con condiciones de demanda más favorables**, lo cual impacta de lleno en el poder adquisitivo de los salarios, que como se muestra en la siguiente sección vuelven a estar bajo la lupa.

El salario real bajo presión

En febrero el salario real de los trabajadores privados registrados, interrumpió la recuperación que venía mostrando desde julio del año pasado y volvió a caer (-1,1% respecto a enero), ubicándose en términos de poder adquisitivo todavía un -3,6% por debajo del nivel que tenían al momento de la asunción del nuevo gobierno.

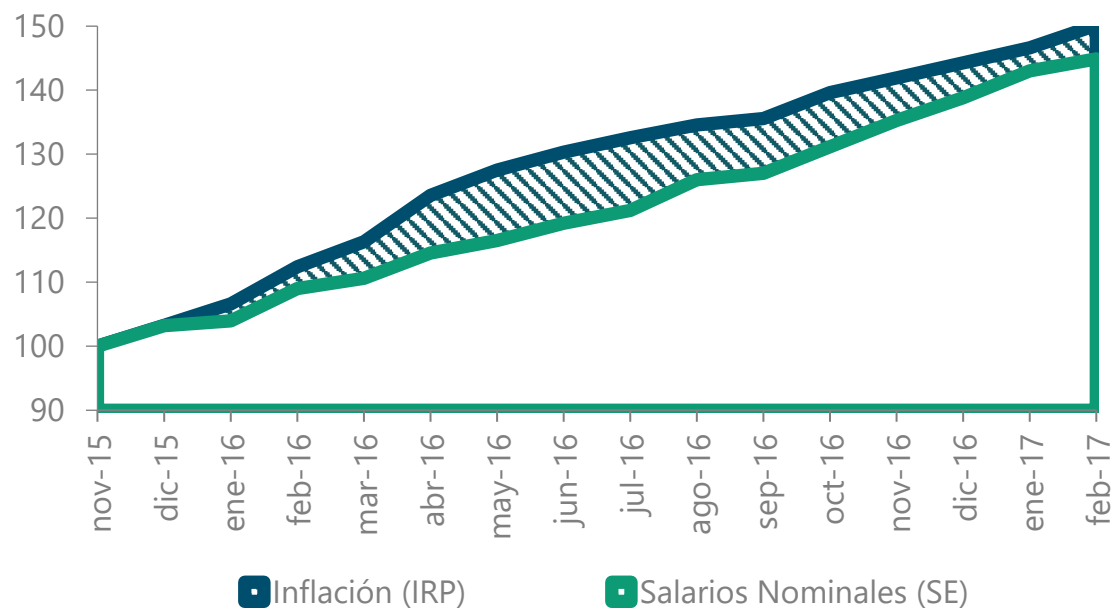
En la carrera de precios contra salarios, sin embargo, no sólo importa el resultado entre puntas, sino que también cuenta el terreno perdido en cada uno de los meses. En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los salarios nominales de los trabajadores privados registrados (sin estacionalidad) y la inflación, el área rallada es la pérdida salarial acumulada desde noviembre de 2015 hasta febrero 2017.

Según nuestras estimaciones, a precios constantes la pérdida acumulada en dichos meses totaliza el 77% de un salario promedio. Ello implica que en esos 15 meses **los trabajadores habrían resignado un poder adquisitivo equivalente a casi el 80% de un salario mensual**.

³ Mientras que en el 2016 la leche y la carne tenían márgenes positivos tanto para el productor como para la industria, el comercio presentó márgenes negativos o nulos. En cambio, con esta recuperación de primer trimestre, el comercio o el supermercadista pudo recuperar ese terreno perdido.

Salario promedio privado registrado vs inflación (IRP)

Base Nov-2015 = 100



Fuente: elaboración propia en base a MTEySS e ITE-FGA

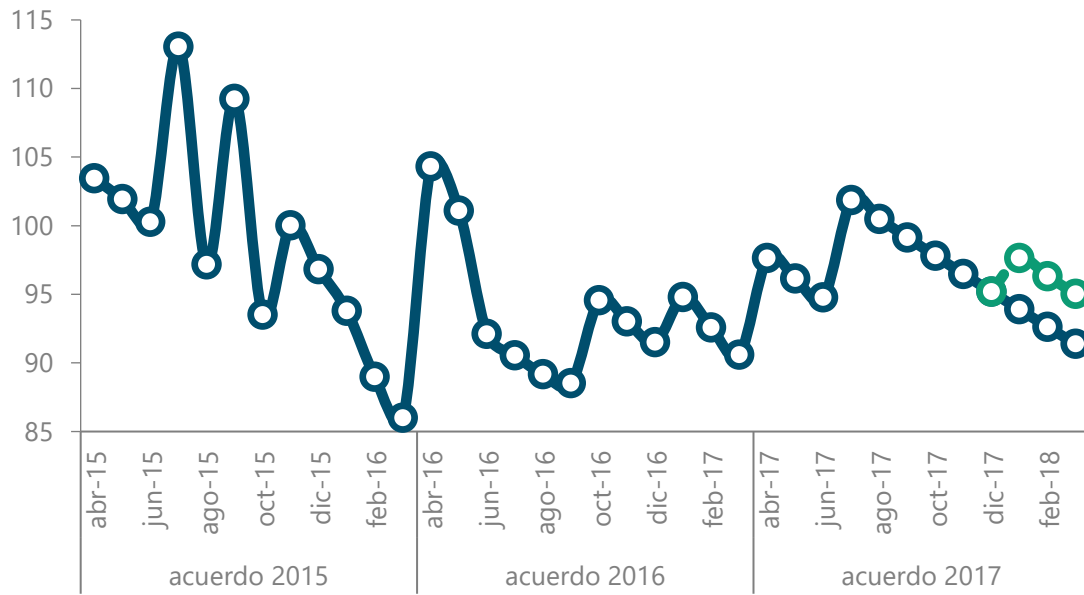
Esto es importante de cara a la ronda de paritarias que están teniendo lugar desde abril (mes en la que empiezan a concentrarse los acuerdos de los sectores más relevantes en términos de trabajadores alcanzados). **El formato de acuerdo salarial que intenta imponer el gobierno consiste en aumentos nominales bajos, con cláusulas no automáticas de revisión por la evolución de la inflación.** Este formato, en el mejor de los casos puede implicar detener el retroceso salarial y recomponer una parte del poder adquisitivo, pero es difícil que se logre recuperar la totalidad del terreno perdido durante 2016.

En este sentido, vale la pena analizar brevemente el acuerdo celebrado para los empleados de comercio, no sólo por la gran cantidad de trabajadores alcanzados, sino porque, como en otras oportunidades, el gobierno lo pretende utilizar como efecto demostración para el conjunto de las negociaciones salariales.

El acuerdo celebrado prevé un aumento del 20% en dos cuotas (a diferencia del año pasado que se pautaron en 3 cuotas), y se establece el compromiso de revisión en octubre de 2017 y enero de 2018. Es decir, a diferencia del acuerdo de los trabajadores bancarios, no se contempla la actualización automática.

Salario real empleados de comercio

Base Nov-2015 = 100



Fuente: elaboración propia en base a acuerdos salariales (SEC), REM e ITE-FGA

Partiendo de que el objetivo de las revisiones sea mantener el nivel salarial alcanzado en abril de 2017 (primer mes del nuevo acuerdo), y suponiendo que la inflación evolucione en línea con el Relevamiento de Expectativas de Mercado - REM (21% interanual en diciembre 2017), es probable que octubre de este año no sea necesario una nueva actualización, pero si lo será en enero de 2018 (de entre 2% y 3% adicional).

Si hubiera actualización de salarios en enero, el poder adquisitivo durante el nuevo acuerdo habría recuperado aproximadamente 4% respecto al acuerdo 2016, pero estarían entre -1% y -2% debajo del poder adquisitivo vigente durante el acuerdo salarial 2015. En tanto, si no hubiera actualización en enero, el poder adquisitivo recuperado estaría en el orden del 3% respecto a 2016, y se ubicaría entre -2% y -3% respecto a 2015. Por supuesto que si la inflación fuera más elevada (en vez del escenario moderado que hemos planteado), las posibilidades de recuperación salarial se verían todavía más comprometidas.

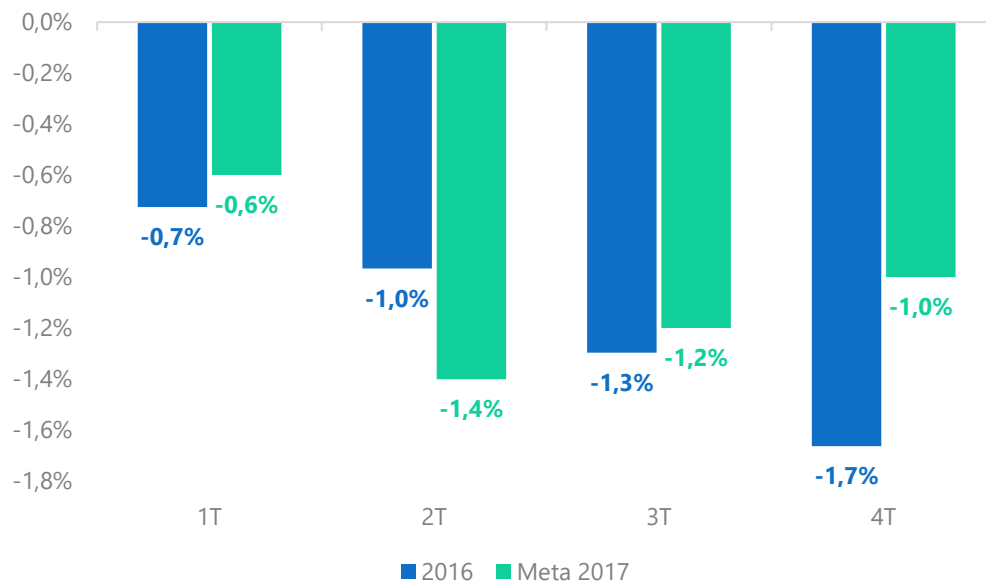
FISCAL: ¿El único frente que puede traccionar la demanda?

En marzo los ingresos del Sector Público Nacional (SPN) se incrementaron notablemente (47,9% anual), aunque esto estuvo impulsado en parte por el blanqueo, que aportó \$19.872 millones, (14% de los ingresos totales). Al descontarlo, se observa que el incremento neto fue de 29,6%, lo que representa una contracción en términos reales del -1,7% según el IRP.

Respecto de las erogaciones, el gasto primario se expandió 29,0%, mostrando una marcada desaceleración respecto del mes anterior (-10 p.p.). Esto estuvo explicado por las jubilaciones y las asignaciones (contributivas y no contributivas), que en marzo crecieron 11,4 p.p. menos que en febrero (aunque manteniendo un crecimiento relativamente elevado de 40,1% anual), y por los subsidios al transporte y la energía, que se contrajeron -15,8%.

Déficit primario 2016 y meta 2017

Por trimestre, en % del PBI



Fuente: Ministerio de Hacienda e INDEC

Por otro lado, **si bien los gastos de capital se redujeron respecto del mes anterior, se mantienen en niveles elevados (44,0%) impulsados**

fundamentalmente por las obras en vialidad y transporte, que se expandieron 88,5%.

Esto llevó a que el déficit primario del primer trimestre del año se ubicara en -\$41.344 millones, con lo cual **se cumplió con la meta fiscal fijada por Hacienda, que era de -\$58.500 millones.** El cumplimiento del objetivo fue gracias al aporte del blanqueo (\$31.470 millones); sin esto, el déficit primario se hubiese ubicado en torno al 0,7% del PBI.

De todos modos, se debe advertir que debido a la forma en la que fueron elaboradas dichas metas, resultaba probable que se cumpliera para este trimestre y el próximo. Al comparar la trayectoria del déficit fiscal durante 2016 y las metas de 2017, lo que se observa es que la reducción drástica del déficit debe llevarse a cabo durante la última parte del año.

Además, se debe recordar que durante el último trimestre del año pasado se observó un aumento de la recaudación debido al blanqueo, que fue aproximadamente 1,3% del PBI. Si se descuenta este ingreso extraordinario, el ajuste del déficit primario para el último trimestre de este año debería ser del 2,0% del PBI. A partir de los datos del primer trimestre y de nuestra proyección de los ingresos (ver NdE N°6), **el gasto primario, que se expandió 35% durante el primer trimestre, debería crecer al 21% promedio en los tres trimestres restantes para cumplir con la meta fiscal anual⁴.**

En materia de gestión de la deuda, las principales novedades fueron la cancelación de USD 6.938 millones de BONAR 2017, que solo fueron renovados parcialmente a través de la colocación de USD 1.760 millones de los nuevos BONAR 2025 y BONAR 2037. La otra novedad es el peso creciente que están adquiriendo las colocaciones al BNA como vía de financiamiento del Tesoro, ya que durante el primer trimestre este canal concentró el 24,4% de los fondos obtenidos por el fisco a través de la colocación de títulos.

Cómo se muestra en la siguiente sección, **la política monetaria parece haber asumido un sesgo indiscutidamente más contractivo, y es en**

⁴ Esto podría ser menor si durante el resto del año se observa un sobrecumplimiento de la meta.

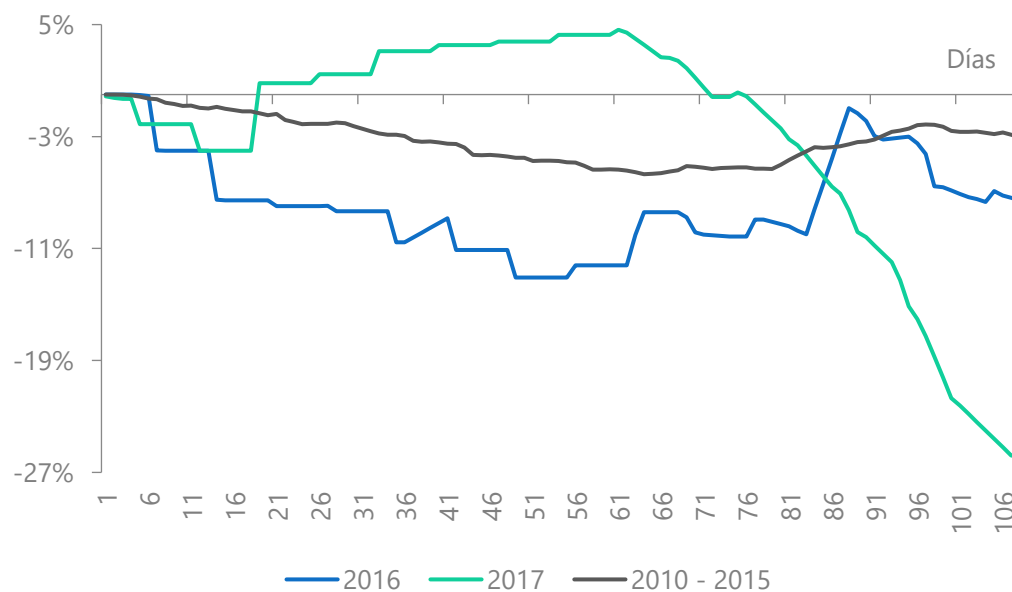
ese contexto en que el frente fiscal luce como el único susceptible de querer traccionar la actividad en el corto plazo vía gasto discrecional. Esto último pone en duda el cumplimiento de las metas fiscales, en un escenario en el cual el incumplimiento de la meta de inflación está casi descontado.

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

Como se anticipó en la sección de Precios, las Metas de Inflación del BCRA entraron definitivamente en zona de riesgo. Para cumplir con la banda superior del rango estipulado para 2017 (12 - 17%), la inflación no solo debe ser menor al 1,0% mensual entre mayo y diciembre, sino que **si se toman las proyecciones del REM para el período abril – septiembre de 2017, el incremento de precios debe experimentar una desaceleración brusca en el último trimestre del año, y crecer apenas un 0,15% mensual**. Este objetivo luce difícil de alcanzar, lo cual implica que el BCRA enfila hacia el incumplimiento de la meta de inflación en su año de debut.

Efecto monetario acumulado LEBAC

En % de la Base Monetaria



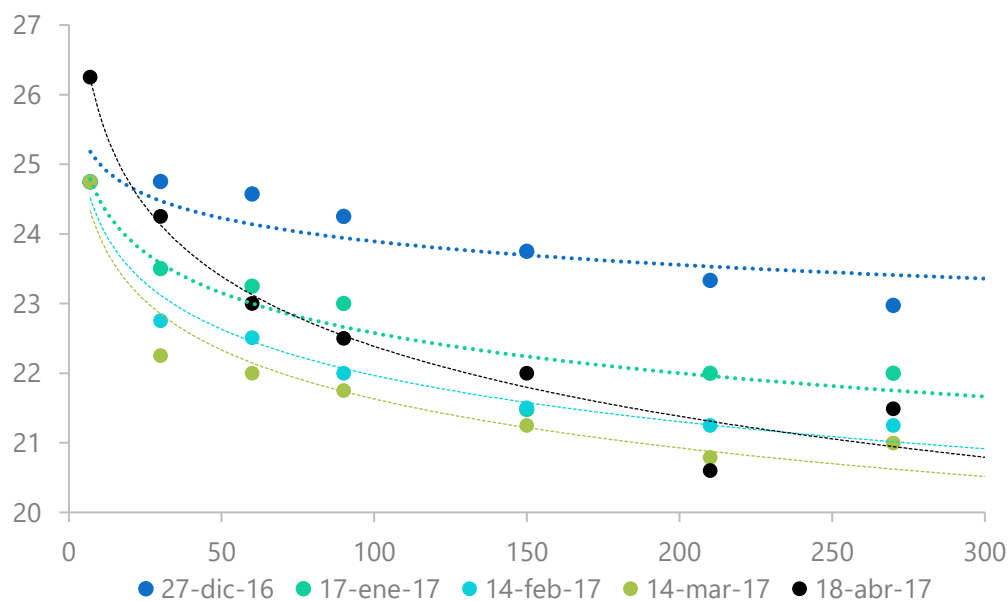
Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

El BCRA parece no resignarse, y desde principios de marzo tomó una serie de medidas orientadas a reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria. En primer término, revirtió vía ventas en el mercado secundario de LEBAC la política de fuerte expansión de la liquidez que había asumido a principios de año, y que se había visto reforzada cuando a principios de marzo redujo los encajes un 2%. Tal es así que por esta vía el BCRA redujo la Base Monetaria en un 30% en el último mes y medio⁵.

En segundo lugar, el 11 de abril las autoridades decidieron subir la tasa de referencia de política monetaria (promedio del corredor de pases a 7 días de plazo), desde 24,75% hasta 26,25% (150 pb). Esta iniciativa se sumó al aumento de la tasa de LEBAC de corto plazo desde 22,25% hasta 24,25% (200 pb) una semana después, el 18 de abril.

Curva de tasa de interés de LEBAC

En % NA



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Estas decisiones significaron un cambio importante en la política monetaria, que desde la segunda mitad del año pasado venía reflejando reducciones sucesivas en las tasas de interés reales. Estas reducciones se explicaban por la estabilidad en la tasa de pases y la baja

⁵ Esta política fue mencionada de modo explícito en el comunicado del 11 de abril (<https://goo.gl/IQfPOJ>), lo cual muestra que el BCRA no solo opera utilizando como meta la tasa de interés, sino que por el momento sigue teniendo objetivos de cantidades.

de las LEBAC, junto con un gradual pero persistente incremento en las expectativas de inflación registradas en el REM, que comenzó a observarse en noviembre del año pasado.

De esta manera, el BCRA trató de enviar una señal fuerte de cara a su estrategia de construcción de credibilidad, ya que en un contexto en el cual la economía real sigue sin recuperarse de modo decidido, la suba de tasas puede ser una medida costosa en términos de actividad. Desde su retórica, la autoridad monetaria sigue defendiendo la política antinflacionaria como una solución "reactivante", aunque las consecuencias adversas que puede tener la medida ocuparon el centro de la discusión económica de las últimas semanas.

Además de los efectos que la suba de tasas puede tener en la actividad vía encarecimiento del crédito, otra de las discusiones que ha adquirido relevancia con la suba de tasas de interés del BCRA es su impacto sobre el precio del dólar, dado que el tipo cambio alcanzó niveles mínimos desde noviembre del año pasado, impulsado por los importantes ingresos de capitales del sector público del primer trimestre del año.

De este modo, la suba de tasas podría potenciar esta tendencia bajista, impactando negativamente en la competitividad precio de la economía y perjudicando directamente a los sectores transables. Lo que en definitiva llama la atención, es que en este escenario de incertidumbre respecto del potencial impacto de una política monetaria más contractiva, la autoridad monetaria no haya explicitado cómo y por cuánto tiempo espera que la suba de tasas impacte en la economía.

En este contexto, y casi en simultáneo a la decisión de suba en la tasa de las LEBAC, **el presidente del BCRA anunció públicamente que el objetivo del BCRA es incrementar su stock de reservas internacionales desde el 10% del PIB actual hasta un 15%**, consistente con "lo que sucede en otros países de la región". El objetivo declarado de la medida, que implicaría incorporar a las reservas alrededor de USD 25.000 millones, es el de generar las condiciones para que Argentina ingrese en el club de países con "grado de inversión".

Sin embargo, **el impacto obvio de esta política es el de poner un piso a la cotización del tipo de cambio, moderando la apreciación que muestra la moneda local en un escenario en el cual la suba de tasas tendería a profundizarla.** Si bien el BCRA insiste en que no tiene un precio objetivo para el dólar, el propio anuncio generó un salto en el tipo de cambio y el panorama para los próximos meses se encuentra abierto. Habrá que esperar si el BCRA cumple con su promesa, o si considera que el solo anuncio es suficiente para que el tipo de cambio deje de alcanzar nuevos mínimos, dejando de lado por un momento la búsqueda de credibilidad.

Es claro que la decisión de estimular el alza del tipo de cambio y en simultáneo defender las metas de inflación descansa en la creencia de que el impacto de esa variable sobre los precios sería acotado, lo cual hasta el momento no está confirmado por la evidencia empírica, dado que las Metas de Inflación en Argentina tienen una vida muy corta y no han pasado todavía, ninguna situación de estrés cambiario⁶.

Cabe destacar que **sólo en el caso de que el efecto de los desplazamientos del tipo de cambio sobre los precios sea neutro, puede considerarse a la combinación devaluación – suba de tasas como una política de ataque contra la inflación.** De lo contrario, son medidas que tendrán efectos contrapuestos.

Lo cierto es que en un escenario no tan optimista existirá una “pulseada” entre el efecto de la devaluación y la suba de tasas de interés de política sobre los precios. En términos de nivel de actividad, sin embargo, los efectos de esta doble iniciativa irán en una sola dirección: **si las compras de divisas del BCRA impiden que la suba de tasas estimule la apreciación y que ésta impulse el consumo, entonces la política de tasas de interés altas podrá ejercer con mayor plenitud su carácter recesivo.**

⁶ Debe destacarse a su vez que el intento de controlar en simultáneo la tasa de interés y el tipo de cambio, en un contexto de libre movilidad de capitales como el actual, pondrá a prueba el cumplimiento del “trilema” de economías abiertas.