

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

9° | Febrero 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En los próximos meses la economía ingresará en una etapa clave, en la que se podrá delinear la ecuación crecimiento – inflación para el resto del 2017. Los primeros indicadores del año revelan que la reactivación sigue débil, que el empleo no recupera y que todavía no hay logros significativos en materia de baja de la inflación.

En este contexto, el gobierno ha escogido apuntar todos sus cañones al control de los aumentos de precios, bajo la premisa de que ese es el medio para apuntalar el crecimiento. Buscando coordinar expectativas a la baja, se implementó, entre otras medidas, al programa “Precios Transparentes”, acompañado por una política monetaria que, al menos desde la retórica, sigue siendo restrictiva.

A su vez, el gobierno ha decidido involucrarse de lleno en las negociaciones paritarias. Con el caso de bancarios como nave insignia, y de cara al conflicto todavía irresuelto con docentes, el gobierno apostó a marcar una pauta anual a partir de las metas de inflación del Banco Central, que de todos modos se descuentan de casi imposible cumplimiento.

Mientras transcurre el segundo año de fuerte endeudamiento, el ministro Dujovne manifiesta una creciente preocupación por mostrar moderación fiscal y necesidades decrecientes de financiamiento. No obstante, las nuevas metas fiscales solo podrían cumplirse bien con un extraordinario incremento en los ingresos (producto de una reforma tributaria), con una reforma previsional que recorte prestaciones, o con un nuevo maquillaje contable.

En este sentido, son los propios límites del espacio fiscal los que condicionan la estrategia antinflacionaria de Cambiemos. Los aumentos esperados a partir de febrero, entre los que se incluyen servicios públicos, contrapesan el resto de las medidas de anclaje inflacionario del gobierno. La apreciación de febrero ayuda al objetivo de contención de precios, aunque también arroja dudas respecto de su sostenibilidad en el tiempo.

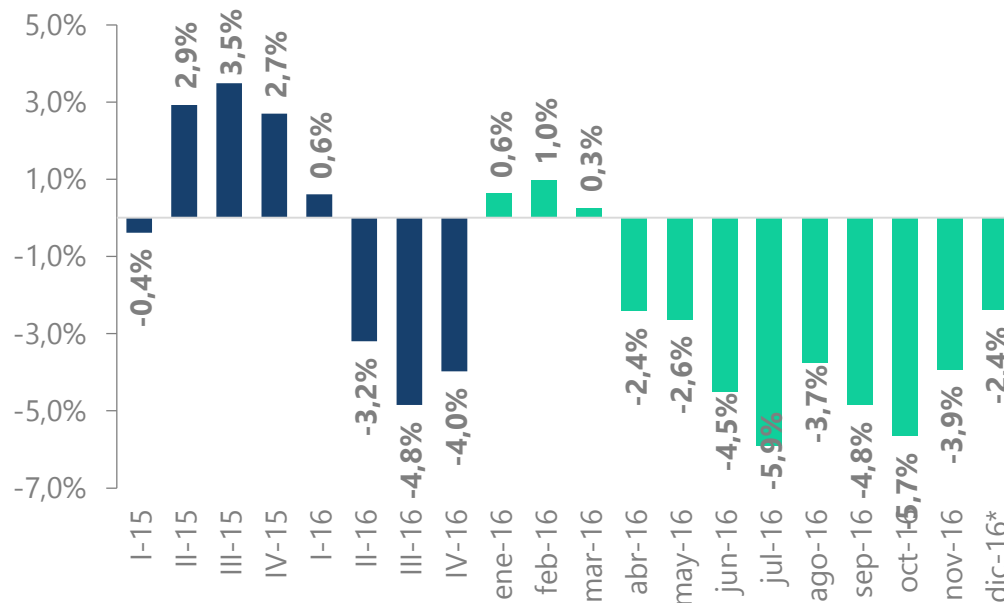
ACTIVIDAD: brotes verdes y amarillos

Como venimos anticipando en los últimos informes mensuales, algunos indicadores vinculados a la actividad real mostraron cierta recuperación en noviembre y diciembre, lo que afianzaba la idea de que la economía podía estar reingresando a una fase de crecimiento.

En efecto, el Indicador Mensual de Actividad (IMA) se contrajo -2,4% anual en el último mes de 2016, y mostró la menor caída desde abril, mientras que la serie sin estacionalidad creció 1,5% mensual, luego de haber aumentado 1,6% en noviembre. Por su parte, el Índice Mensual de Consumo (IMC) cayó -3,3% anual, pero creció 3,9% mensual en la serie sin estacionalidad. En la misma línea, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) creció 9,1% anual, con un aumento desestacionalizado de 3,0% mensual¹.

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

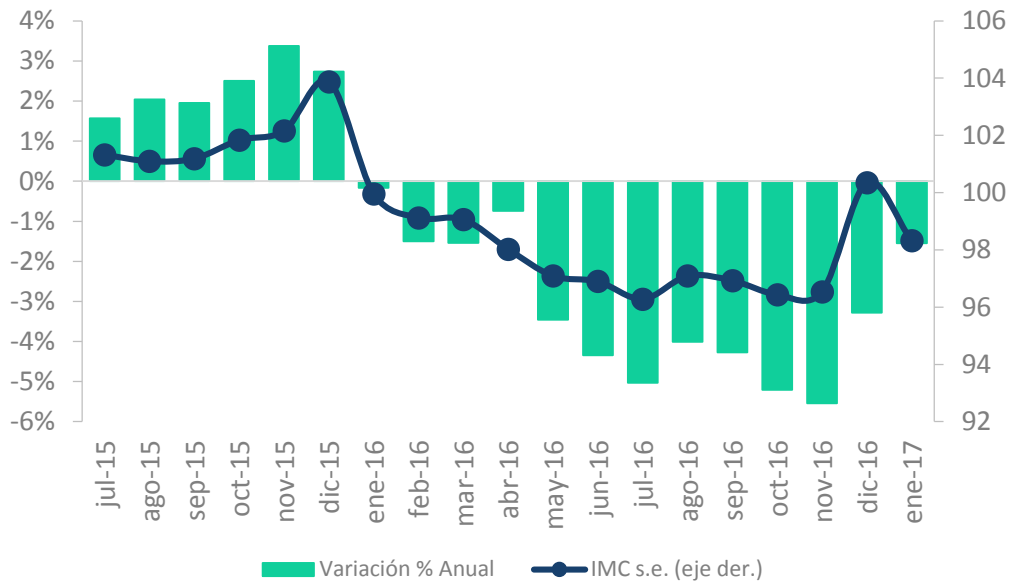
Sin embargo, un solo mes de datos positivos es insuficiente para afirmar que la recesión ha quedado atrás. En este sentido, algunos

¹ Como ha venido ocurriendo, esta dinámica reflejó un fuerte incremento de la inversión en material de transporte nacional e importado, contrarrestado por la caída en la construcción y la inversión en bienes de capital (maquinaria y equipo).

datos de enero ya no se mostraron tan favorables como los correspondientes al cierre del año pasado.

Indicador Mensual de Consumo (IMC)

Nivel y Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

El IMC se volvió a mostrar en baja, con una caída de -2,0% mensual desestacionalizado, contrarrestando el crecimiento de diciembre. En términos anuales, cayó -1,5% en el primer mes de 2017 y acumula trece meses en baja.

Esta no es la única variable que exhibió dudas respecto de su recuperación. La producción automotriz registró un fuerte crecimiento de 50,5% anual en enero, pero esto se debe puramente a una muy baja base de comparación en relación a enero de 2016. En ese período, se habían producido solamente 17.785 unidades, muy por debajo del promedio histórico de ese mes, que se ubica en 38.501 para el período 2011-2015. De este modo, la producción de enero de 2017, que alcanzó las 26.762 unidades, se encuentra en niveles bajos en comparación con años anteriores, mostrando un menor dinamismo respecto de noviembre y diciembre.

Por otro lado, los despachos de cemento al mercado interno, proxy de la construcción, también se encuentran en un menor nivel respecto del segundo semestre de 2016. Luego de haber promediado las 959.000

toneladas en aquel período, se despacharon 869.000 en enero. Si bien esta cantidad implica un crecimiento de 1,2% anual, se trata del peor enero desde 2012, si se descuenta el mes de enero del año pasado.

Las variables que continúan mostrando un buen desempeño (que en general se vinculan al componente importado) son las mismas que lo habían hecho durante 2016. Así, los patentamientos de autos superaron las 90.000 unidades en enero y crecieron más de 60% anual. En tanto, las ventas de maquinaria agrícola² se mostraron muy dinámicas en 2016, con un crecimiento de las ventas nacionales de 11,4% promedio anual, pero con un incremento significativamente mayor de las importadas (218,8%).

Ante este panorama, uno de los motores de crecimiento al cual apuesta el gobierno para los próximos meses es al agro. La situación de este sector, de todos modos, resulta heterogénea. Las condiciones climáticas adversas evidenciadas en los meses del verano afectaron ciertos cultivos. El informe de estimaciones agrícolas de febrero elaborado por el Ministerio de Agroindustria indica que la superficie sembrada de soja se reducirá un -5,0% en relación a la campaña previa, producto de excesos hídricos en Córdoba, centro de Santa Fe y norte de la Provincia de Buenos Aires. De esta manera, la producción total se ubicaría cerca de las 56 millones de toneladas, 2 millones menos que la campaña precedente.

El mal desempeño esperado para la cosecha de soja será parcialmente compensado por buenos resultados en maíz y trigo. En efecto, la cosecha de trigo alcanzaría un nuevo récord, con un 45,5% de crecimiento en la superficie sembrada y una producción estimada de 18,4 millones de toneladas (+63% o 7,1 millones de tns vs cosecha 2015/2016). La siembra de maíz se habría normalizado luego de los efectos climáticos desfavorables, incrementándose la superficie sembrada en un 5,8% anual.

El escenario aquí descrito, junto con la demora en la recuperación del mercado de trabajo (ver próxima sección), muestra que la mejora en la actividad económica es aún muy débil y desigual, lo cual genera expectativas sobre los próximos movimiento del gobierno de cara a un año electoral.

² El dato desagregado por origen incluye las ventas de cosechadoras y tractores. Los datos correspondientes a las ventas de sembradoras según su origen no se encuentran disponibles para el IV.16.

Continúa el estancamiento del empleo

A contramano de lo que afirma el gobierno, los propios datos oficiales no dan muestra de una recuperación firme en el mercado de trabajo.

La cantidad de trabajadores asalariados registrados en el sector privado apenas creció un 0,2% en el segundo semestre. Al crecimiento significativo de octubre (0,09% mensual sin estacionalidad) le siguió un imperceptible crecimiento en noviembre (+0,02%) y un alza en diciembre (+0,07%).

Si el empleo asalariado registrado sigue creciendo al ritmo de este segundo semestre (o incluso al ritmo de diciembre que fue ligeramente más alto que el promedio) el empleo apenas alcanzaría los valores de 2015 durante 2017.

Cabe destacar que los datos que se mencionan desde el oficialismo se calculan en base a la serie con estacionalidad, lo cual tiene incorporado efectos que no tienen que ver con la recuperación de la economía. Según nuestras estimaciones, casi el 80% del total de empleo privados registrado creado durante el segundo semestre de los que habla el oficialismo se corresponde con puestos de trabajo creados en función de cuestiones estacionales y no con la reactivación de la economía.

En el segundo semestre, la industria traccionó el empleo a la baja, mientras los servicios y el comercio apenas lograron compensar la pérdida de puestos. Y aunque el empleo en la construcción sigue recuperándose (+1,5% mensual desestacionalizado en diciembre), otros sectores relacionados con la producción siguen presentando bajas o alzas moderadas. En la comparación anual, el empleo asalariado registrado del sector privado cayó -0,7% en diciembre.

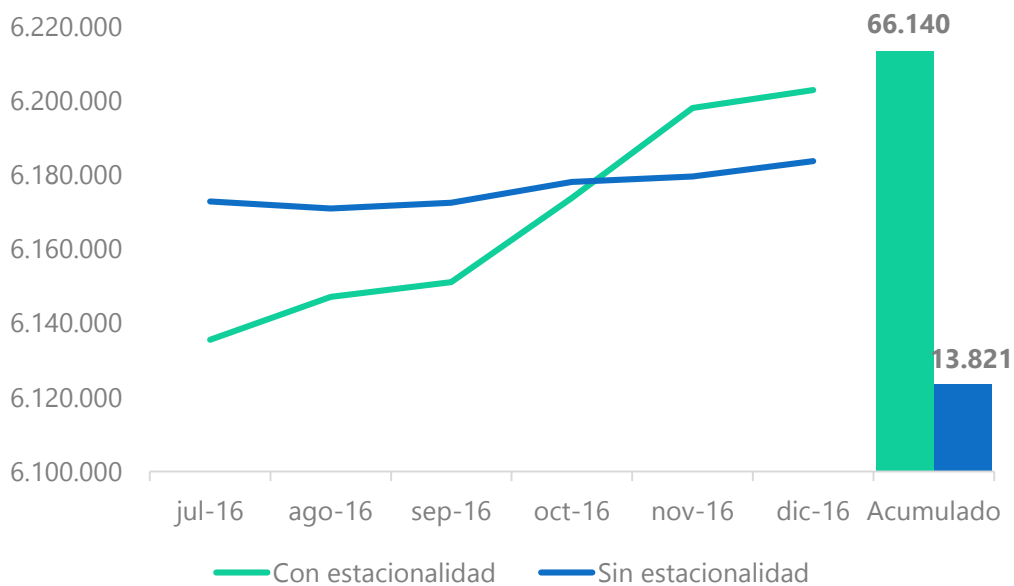
También para diciembre, los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Trabajo (que recoge datos en grandes aglomerados de empleo registrado en el sector privado de empresas de 10 o más trabajadores) dieron resultados menos optimistas. La tasa de caída anual se mantiene (-0,7% en diciembre vs -0,6% en noviembre) pero el empleo, que estaba creciendo en términos mensuales, cayó -0,5%. **La diferencia entre la tasa de entrada (proporción de altas registradas durante el mes como porcentaje del total de ocupados a fin del mes anterior) y la tasa de salida (proporción de bajas registradas durante el mes como**

porcentaje del total de ocupados a fin del mes anterior) fue la más alta desde enero de 2009³.

El empleo registrado total (que incluye empleo público y otras modalidades) tampoco muestra señales de recuperación. En términos anuales, el empleo registrado total creció +0,7% en diciembre. Este crecimiento estuvo impulsado por el aumento de los monotributistas⁴. Lo cierto es que el monotributo es una forma de registro más que un puesto efectivo de trabajo y no es claro que efectivamente se trate de nuevos empleos. Por otra parte, esta tendencia se revirtió en diciembre donde el empleo "independiente" (monotributo y autónomos) dejó de crecer.

Empleo Asalariado Registrado en el Sector Privado

Serie con y sin estacionalidad. Evolución y acumulado 6 meses (eje derecho).



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS)

³ Aunque las salidas pueden ser por diversos motivos, incluyendo bajas decididas por las personas (46% de las bajas en diciembre se explicarían por este motivo), esto implica que los empresarios no están contratando lo suficiente como para compensar las bajas, lo que redundará en una disminución del empleo. Esta estrategia de desgranamiento es, en realidad, la manera más habitual de reducir empleo.

⁴ Vale aclarar que esta clasificación que hace el Ministerio de Trabajo del monotributo es al menos cuestionable. En primer término, el monotributo no necesariamente es una forma de empleo registrado, sino más bien es en general una forma de elusión laboral. En segundo lugar, autónomos y monotributo no son, en sentido estricto, formas de empleo sino regímenes impositivos: por ejemplo, una persona puede estar pagando monotributo y no necesariamente tener trabajo.

En líneas generales, el nivel de empleo registrado total se encuentra estancado desde el segundo trimestre del año pasado. Esto implica no poder siquiera cubrir el crecimiento de la población trabajadora. Pero además, es importante notar que detrás de este estancamiento hay fuertes cambios de composición.

En particular, la industria sigue perdiendo empleo, apenas compensado por el comercio y los servicios, sobre todo los ligados a educación y salud – que no obstante mostraron resultados negativos en diciembre. Otros servicios más ligados al mundo empresarial muestran resultados dispares: los servicios varios a empresas cayeron durante casi todo el semestre y la intermediación financiera dejó de generar empleo. La misma volatilidad presenta el rubro transporte y comunicación. La construcción volvió a generar empleo pero sin recuperar todavía lo perdido en el año, mientras que es llamativa la persistencia en la caída en el sector minas y canteras. Aunque en términos absolutos este sector es de bajo empleo, fue un sector beneficiado por las políticas oficiales, donde se esperaban inversiones y nuevos puestos de trabajo. A su vez, hubo un cambio de composición desde asalariados a independientes, aunque esta tendencia parece frenarse.

No hay datos para evaluar si el sector informal se encuentra expulsando trabajadores, lo que no permite estimar si está subiendo la tasa de desempleo. Si bien este sector es más inestable, lo cierto es que suele funcionar como *buffer* ante situaciones de estrés en el mercado de trabajo: quienes son expulsados o no pueden ingresar al sector formal igual requieren ingresos para sobrevivir y los obtienen realizando alguna changa o emprendimiento. Esto significa que más allá de si la tasa de desempleo se encuentra subiendo, el escenario laboral sigue deteriorándose.

Con el ojo puesto en las paritarias

En este contexto, comenzaron a negociarse las paritarias para 2017. En 2016 el gobierno intentó establecer paritarias cortas, algo que no fue acatado por muchos gremios mientras que quienes lo aplicaron terminando acordando porcentajes por encima de lo pretendido por el ejecutivo. Esta vez, **el gobierno apostó a marcar una pauta anual a partir de las metas de inflación del Banco Central, aceptando la posibilidad de renegociar si la inflación se escapa de las metas.**

A esta propuesta los sindicatos respondieron con dos cuestionamientos: por un lado señalaron la escasa probabilidad de cumplir con las metas inflacionarias mientras que por otro marcaron la necesidad de recuperar el poder adquisitivo perdido en 2015, que alcanzó el -7% para el salario promedio registrado.

Respecto a este último punto, el gobierno insistió en no tomar la inflación de la Ciudad de Buenos Aires – cuya suba para 2016 fue de 41,4%. No obstante, lo cierto es este indicador bien puede ser válido para muchas actividades (un 43% del empleo registrado privado se emplea en el AMBA), a la vez que – si bien los aumentos de luz, agua y transporte fueron más altos para esta zona –, el aumento del gas fue importante y parejo en todo el país, siendo incluso más fuerte en el sur que en la región metropolitana. Esto se reflejó en los índices provinciales que también mostraron aumentos por encima de las paritarias: Córdoba 36,7%, San Luis 38,9% y Neuquén 37,5%.

SMATA, que suele negociar de manera trimestral, aplicó un aumento de 6,2% para el primer trimestre (más bajo que el 7,5% del primer trimestre de 2016, pero más alto que el 5% de I.15). El Sindicato del Seguro, que tiene una de sus paritarias en enero (aunque el convenio que comprende a la mayor parte de los trabajadores se negocia a mitad de año) acordó un 35% e incluyó mejores condiciones que el año pasado. Entidades Deportivas y Civiles cerró el mismo 15% que el año pasado para el primer semestre, con una ligera diferencia en los meses de aplicación.

Pero la novedad que podría marcar tendencia la dio la Bancaria, luego de un conflicto de meses, impulsado por la negativa de un grupo de bancos que, con el visto bueno del Ministerio de Trabajo, se negó a pagar un acuerdo ya cerrado en 2016 para principios de 2017. Finalmente se acordó, por un lado, un 4% a cuenta de recomponer el poder adquisitivo – aún cuando la Bancaria, gracias a un aumento importante en el bono del día del bancario y un bono de fin de año, fue uno de los gremios que más se acercó a la inflación en 2016. Por otro, un aumento de 19,5% (apenas dos puntos y medio por encima de la pauta oficial de inflación) para 2017, lo que totaliza un 24,3%. Además se incorporó una cláusula por la cual, si la inflación futura (en base al INDEC) supera el 19,5% se producirá una actualización automática. Así a pesar de que el aumento acordado fue del 24,3%, la pauta de inflación a partir de la cual se empieza a actualizar los salarios de 2017 es más baja (19,5%).

Este acuerdo fue mostrado por la Bancaria como triunfo rotundo, en primer lugar porque permite recuperar una parte del salario perdido en 2016, pero además porque consiguió un aumento por encima de la pauta pretendida por el gobierno (18%), e inauguró un mecanismo de actualización automática y retroactiva. Es decir la entidad sindical puede mostrar que durante 2017, aún en el peor de los escenarios los salarios reales de sus representados crecerán al menos 4%. Pero **el Gobierno también puede ponderar como hechos positivos que logró encausar un acuerdo con una de las organizaciones más poderosas y conflictivas en una nominalidad inicial relativamente moderada (24,3%).**

Este tipo de acuerdo, si bien no cumple con el objetivo oficial de bajar el costo laboral - ergo bajar el salario real - y derribar de golpe la inflación (pasar de un 40% a un 17% en un año), podría terminar, de rebote, siendo beneficioso para el gobierno. Una recuperación del salario real respecto a lo perdido ayudará al consumo y a poner en marcha la economía, mientras que la parte del aumento con pauta de inflación futura, podría implicar una convergencia - aunque más lenta de lo que desea el oficialismo - hacia niveles nominales más bajos, sin tanto costo en términos de poder adquisitivo. Para que esta última parte funcione, se requiere que los empresarios acompañen con menores subas de precios, en una especie de pacto social tácito. Aquí también jugará un rol el gobierno, en la medida en que los aumentos tarifarios dejan menos espacio a las empresas.

Además, se necesitará un indicador de inflación confiable. El desacople del IPC del INDEC respecto al índice de la Ciudad de Buenos Aires, que tuvo lugar en enero, es una señal de atención en este contexto (ver sección Precios).

FISCAL: Escenario 2017. Las metas puestas en duda

El 2016 finalizó, pese a un ingreso extraordinario por el blanqueo de 1,3% del PIB, con un déficit primario (neto de rentas del FGS y utilidades del BCRA) de -4,6% del PIB. El escenario fiscal implicó un claro deterioro de las

cuentas públicas respecto de 2015, que había cerrado con un déficit de -4,2%⁵.

De esta manera, luego de diversas políticas que tendieron a incrementar el déficit (rebaja en retenciones, cambios en ganancias, “Reparación Histórica”, devolución del IVA a jubilados, pensionados y beneficiarios de la AUH), y otras que buscaron reducirlo (eliminación de subsidios, revisión de la obra pública y despidos de empleados estatales), **el primer año de Cambiemos quedó muy lejos de avanzar en el declamado equilibrio de las cuentas públicas.**

Escenario Fiscal 2016 - 2017

Variación % Anual

Concepto	2016	2017
Ingresos Totales	35%	13%
Ingresos Tributarios*	38%	16%
Seguridad Social	33%	29%
Rentas FGS	31%	20%
Utilidades BCRA	28%	-64%
Otros	41%	32%
Gastos Primarios	38%	23%
Seguridad Social	37%	47%
Transferencias corrientes	61%	0%**
Otros corrientes	24%	18%
Gastos de Capital	13%	16%

Déficit Fiscal neto de rentas del FGS y utilidades del BCRA (en % del PIB)	-4,6%	-5,3%
---	--------------	--------------

Nota: () Sin considerar el blanqueo, las variaciones de 2016 y 2017 serían de 24% y 29%, respectivamente. (**) Se supone que la mayor parte del adelanto de gastos de diciembre 2016 fueron transferencias corrientes.*

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Ministerio de Hacienda

La pregunta es si en 2017 el objetivo fiscal que persigue el gobierno volverá a reencausarse o si la escena electoral lo llevará a posponer un

⁵ Este deterioro logró ser encubierto en medio de una serie de cambios metodológicos que el gobierno impulsó en las estadísticas fiscales a comienzos de 2016, que implicaron sobreestimar el déficit de 2015 (incorporando las propias políticas que el gobierno iba a aplicar en 2016 como si fuesen de 2015 y otras modificaciones conceptualmente erróneas como considerar la deuda flotante en un criterio de registración “base caja”). De esta manera, el Ministerio de Hacienda definió una línea base de déficit de casi -7% del PIB en 2015 frente a la que definió una meta de -4,8% del PIB en 2016.

año más el inicio de su verdadero plan de ajuste. En este sentido, el fracaso en el intento de revisión de la movilidad jubilatoria, que de acuerdo con el gobierno podía alcanzar un ahorro fiscal de \$3.000 millones, da cuenta de la dificultad que presenta el cumplimiento de las metas fiscales para este año.

En este marco, recientemente el Ministerio de Hacienda anunció una revisión de sus metas fiscales para lo que resta del mandato. Si bien las nuevas metas resultan menos ambiciosas que las que se presentaron un año atrás, el objetivo de 2017 parece difícil de alcanzarse. Bajo las nuevas metas, este año el déficit primario debería ubicarse en -4,2% e ir reduciéndose en 1 p.p. del PIB anualmente para llegar a -2,2% en 2019⁶.

En nuestro escenario base, el déficit primario (sin rentas del FGS ni utilidades del BCRA) de 2017 llegará al -5,3% del PIB. Este resultado se alcanzaría aun considerando que en diciembre pudieron haberse “adelantado” gastos del primer trimestre de 2017 (\$70.000 millones), sin incrementos de gasto público significativos y considerando solo como política adicional los \$60.000 millones de la “Reparación Histórica” que el Ministerio de Hacienda estimó en el presupuesto.

Por ahora el escenario de 2017 se encontraría lejos del objetivo de -4,2% de déficit que se definió en el presupuesto y se confirmó bajo las nuevas metas. Como se advierte en nuestras proyecciones, **estas metas solo podrían cumplirse bien con un extraordinario incremento en los ingresos (producto de una reforma tributaria), con una reforma previsional que recorte prestaciones, o con un nuevo maquillaje contable.**

La primera alternativa está lejos de la agenda de Cambiemos, mientras que la segunda tuvo un primer intento fallido con el “globo de ensayo” de la movilidad jubilatoria. En cuanto a la tercera, pareciera ser el camino que el gobierno decidió encarar. De acuerdo a los anuncios del Ministerio de Hacienda se llevará a cabo un nuevo cambio metodológico en las estadísticas fiscales: sumar como ingresos “genuinos” en el resultado primario a las rentas del FGS. Esta partida de los ingresos se puede estimar en poco menos de 1% del PIB, por lo que lograría alcanzar la meta del presupuesto. Por ahora parece ser la opción más factible, aunque habría

⁶ A comienzos de 2016 se había definido una meta de -3,3% del PIB para 2017 y un esquema de reducción paulatina para alcanzar el “déficit cero” en 2019.

que ver cómo la reciben los mercados internacionales, y cómo el gobierno acomoda su discurso frente a un nuevo maquillaje contable que no despierte sospechas y viejos fantasmas sobre las estadísticas públicas.

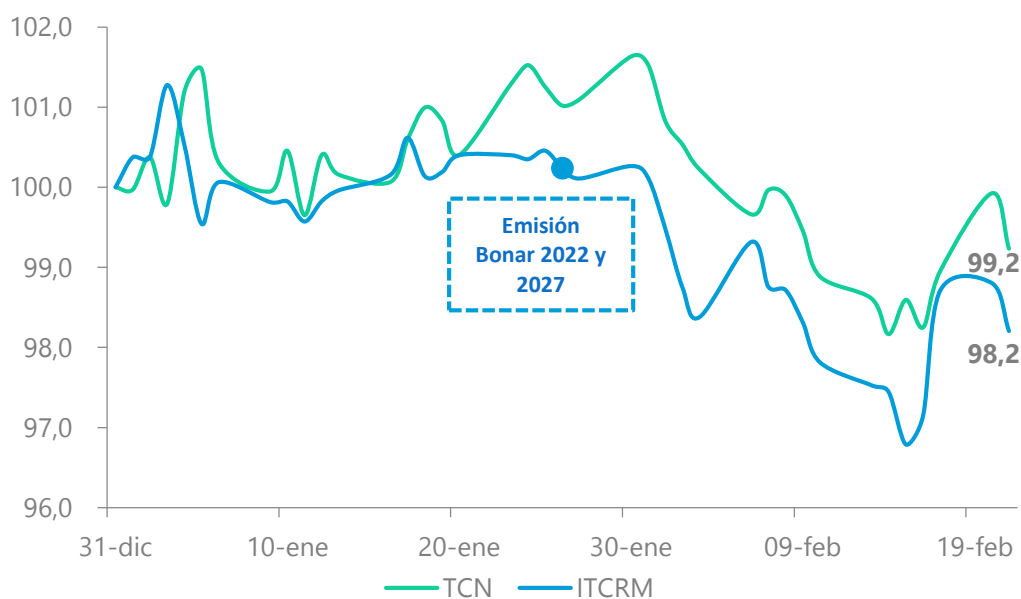
SECTOR EXTERNO: Endeudamiento y apreciación

En febrero, hubo novedades desde el frente externo, ya que la Reserva Federal de EEUU decidió no modificar la tasa de interés en su primera reunión tras la victoria de Trump. No obstante, **la FED aclaró que mantiene su idea de aumentarlas gradualmente, ante la mejora en los datos del empleo y la leve suba de la inflación esperada. Esto puede condicionar la evolución de la moneda estadounidense**, que en el último mes mostró una visible depreciación, impactando en las monedas de la región, incluyendo al peso argentino.

Si bien la incertidumbre global que generó la victoria y posterior asunción de Trump como Presidente de los Estados Unidos se mantiene, los mercados financieros por ahora se muestran estables. En este contexto, **el gobierno argentino mantuvo la estrategia de seguir colocando deuda, tanto en los mercados internacionales como en el mercado doméstico**, con el objetivo de adelantarse a una posible suba de tasas que incremente el costo financiero de la deuda.

TCN contra el Dólar y TCR Multilateral

Base 31 de diciembre 2016 = 100



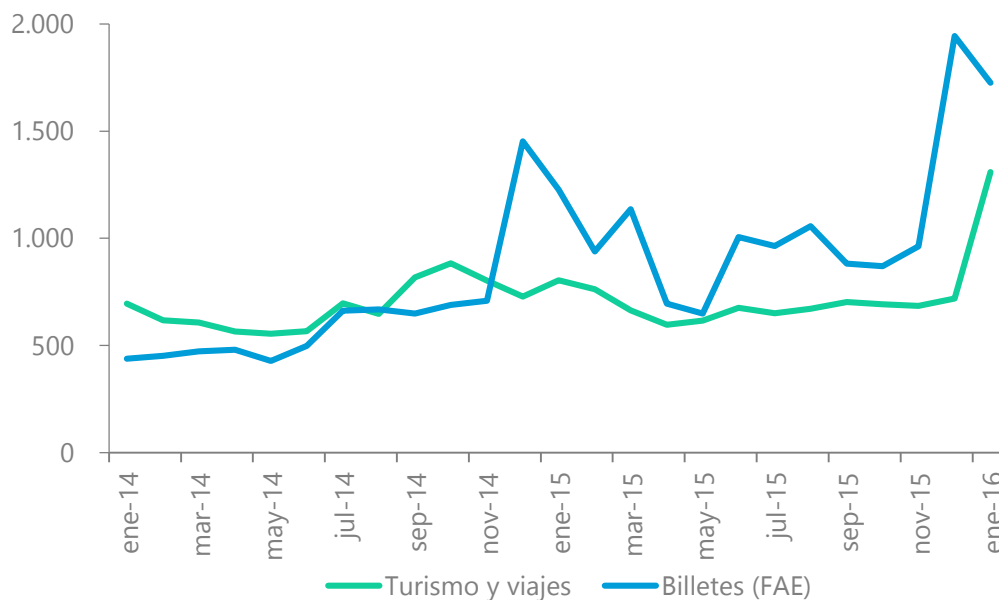
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

De este modo, en tan solo 2 meses que van del año, el gobierno colocó USD 21.724 millones, más de la mitad de las necesidades de financiamiento estimadas por la Secretaría de Finanzas para todo el 2017 (USD 40.350 millones)⁷.

Buena parte de esta masiva emisión de deuda fue absorbida por el Banco Central, cuyas reservas se incrementaron USD 11.979 millones en lo que va del año, y que al 21 de febrero se ubican en USD 50.751 millones. **Estos ingresos de divisas no hicieron más que reforzar la tendencia decreciente del tipo de cambio**, que al 21 de febrero se ubicó -1,8% en relación a fines de 2016.

Mercado Único y Libre de Cambios

En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Si bien se debe remarcar que al observar el tipo de cambio real multilateral, la apreciación es bastante menor que en el caso del nominal⁸, **no pueden**

⁷ A las emisiones de los bonos a 5 y 10 años (Bonar 2022 y 2022) por un total de USD 7.000 millones y el crédito obtenido de los bancos extranjeros por USD 6.000 millones, se sumó la emisión de Letras del Tesoro por USD 5.440 millones, la ampliación del Boncer 2012 por USD 738 millones y de los bonos del Tesoro a tasa fija por USD 2.216 millones y la Letra colocada en la ANSES por USD 1.068 millones.

⁸ Esto se debe fundamentalmente a la apreciación aún mayor que sufrió el real y, en menor medida, el yuan, lo que significó una mejora del tipo de cambio real bilateral de 2,2% y 0,7%, respectivamente. En cambio se observó una apreciación frente a los otros dos socios principales, Estados Unidos y la Zona Euro, de -3,8% en ambos casos.

dejar de mencionarse los riesgos que trae aparejados la apreciación en contexto de libre movilidad de capitales, sobre todo en un escenario en el cual el régimen de Metas de Inflación todavía adolece de los estándares del resto de la región. En este sentido, **que las cuentas del MULC más sensibles a la apreciación hayan reflejado salidas record de divisas en enero debe tomarse como un dato de la realidad a monitorear muy de cerca.**

PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: La otra meta bajo riesgo de incumplimiento

Los últimos movimientos del gobierno exhiben una creciente preocupación por mostrar resultados en materia (des)inflacionaria, en un contexto en el cual la inercia de la inflación pasada se hace sentir y los diversos índices de inflación continúan alejados de las pretensiones de las autoridades.

Si bien la línea sostenida por las autoridades del BCRA es que la baja de la inflación sería inducida solo por medio del sesgo contractivo en la política monetaria, los conflictos desatados en las paritarias bancarias y docentes a raíz de la intervención del gobierno para ponerle un techo a las paritarias sugieren que la estrategia oficial tiende a ser más amplia que lo sostenido discursivamente (ver sección Empleo).

En este contexto, el INDEC midió una suba de la inflación de 1,3% mensual, muy por debajo de las expectativas del mercado y de los datos privados⁹. El número resultó incluso 0,6 p.p. inferior al registro del Instituto de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires. Casi la totalidad de la diferencia se explicó por los rubros Vivienda, Equipamiento y Mantenimiento del Hogar y Otros bienes y Servicios, mientras que Alimentos y Bebidas (el rubro con mayor peso) no registró discrepancias de magnitud.

En relación al rubro Vivienda, el INDEC imputó una baja de -2,2% mensual en concepto de Reparaciones y Gastos comunes (expensas). Estos valores contrastan con los de la Ciudad de Buenos Aires, que informó un alza de 1,4% para Reparaciones y de 6,1% para Gastos Comunes.

⁹ En nuestro caso, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 1,6% mensual en enero.

Por su parte, para el Mantenimiento de Hogar (productos de limpieza y servicio doméstico), el INDEC estimó una suba de 0,7%, mientras que el organismo de estadísticas de la Ciudad reportó un alza de 3,3%. La diferencia dentro del rubro parecería obedecer específicamente a diferentes registros del servicio doméstico, el cual en el caso de la Ciudad representa un 3,2% del total del IPC, siendo uno de los rubros con mayor peso.

Finalmente, en relación al rubro Otros bienes y servicios, INDEC midió un incremento de los productos de aseo personal de 1,5%, por debajo de CABA, y de Resto de servicios de 0,7%, también muy inferior al publicado por la Ciudad de Buenos Aires (1,7% para seguros, 4,2% para servicios financieros y 9,9% para otros servicios menores).

En este contexto fue que el gobierno puso en marcha, a partir de febrero, el programa “Precios Transparentes”, que exige a los comercios exhibir el precio al contado, y los correspondientes intereses en el caso de la venta en cuotas. Más allá de lo que busca transmitir el nombre del programa, su objetivo de corto plazo no es otro que mostrar una baja en el nivel de precios, dado que son los precios al contado los que se relevan para calcular los índices de precio oficiales.

En los hechos, el esperado impacto deflacionario del programa Precios Transparentes se verificó de forma leve y únicamente para ciertos productos. De acuerdo a un relevamiento propio realizado en grandes cadenas de supermercados, los electrodomésticos registraron apenas una merma de -0,5% en sus precios entre la última semana de enero y la primera de febrero. Asimismo, casi el 80% de los productos tuvieron una variación inferior al 1% en dicho periodo, lo que demuestra el bajo impacto que tuvo la medida¹⁰. A nivel desagregado por productos, se observaron bajas en Televisores y Notebooks, mientras que el resto de los electrodomésticos no tuvieron variaciones significativas en sus precios.

Aunque recién comienza el año, y a pesar de los esfuerzos del gobierno, el consenso casi generalizado entre consultoras, analistas y organismos es que la meta del 17% luce de difícil cumplimiento.

¹⁰ Más datos disponibles en <https://goo.gl/My3uMd>

Proyecciones Inflación 2017

Variación % Anual

Meta BCRA	Bein	Elypsis	Ferreres	Ecolatina	CEPAL	Índice UTD
17%	24% / 22%	22% / 20%	20% / 19%	23%	20%	25%

Fuente: Consultoras, analistas y organismos varios

Los propios relevamientos del BCRA arrojan resultados similares. En efecto, el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), mostró por tercer mes consecutivo un incremento en las expectativas de inflación para lo que resta del año. Según esta fuente, las expectativas de inflación no logran perforar el 1,5% mensual y estiman para diciembre una variación de precios de 20,8% anual (lo que es consistente con una inflación de 25% para el promedio del año).

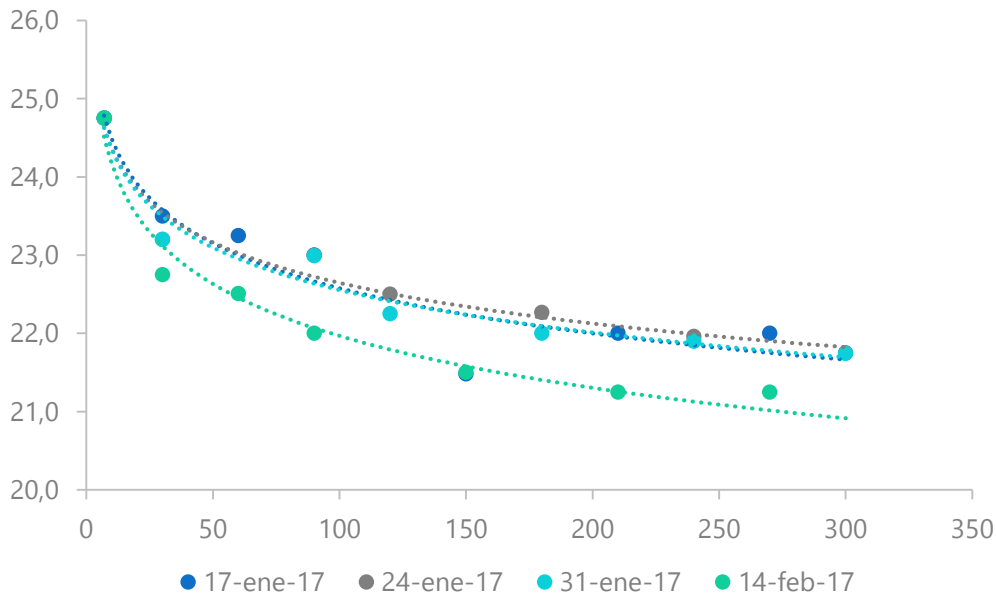
Una política monetaria a contramano de la retórica antinflacionaria

Las tensiones que enfrenta el esquema de Metas de Inflación para su primer año de implementación distan de ser triviales. Como se observó, la expectativa de consultores y bancos es que el BCRA no cumplirá la meta, en un contexto donde la necesidad de mostrar una aceleración en el crecimiento de la actividad parece prioritario para el año electoral.

Discursivamente, el BCRA ha enfatizado que sostiene el sesgo decididamente contractivo en su esquema de política. En esta línea, la autoridad monetaria sigue sin modificar su flamante tasa de referencia (correspondiente al centro del corredor de países a 7 días de plazo). **Sin embargo, y en contra de esta postura pública, la curva de LEBAC continúa registrando sucesivas reducciones, señalizando un relajamiento progresivo en las condiciones de liquidez del mercado monetario.**

Curva de Tasas de Interés

En % nominal anual



Fuente: BCRA

La aceleración de los agregados monetarios que varios especialistas han hecho notar en las últimas semanas no es más que la contracara de esta política. En efecto, el crecimiento de la Base Monetaria por encima del 45% anual refleja el fuerte efecto expansivo de las LEBAC, lo cual va en contra de lo esperable estacionalmente.

Factores de Explicación de la Base Monetaria

En % stock BM, diciembre - febrero

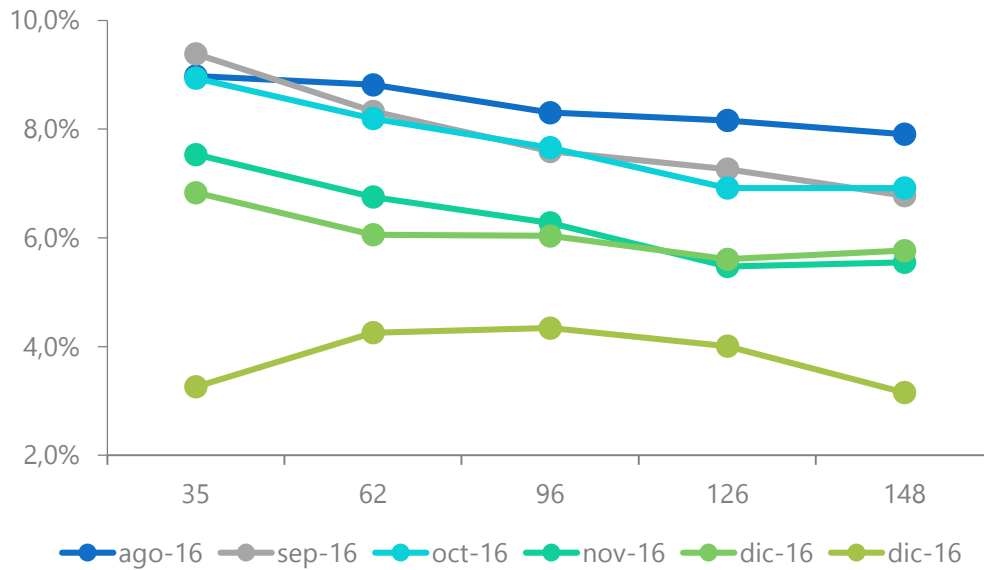
	2014	2015	2016	2017
BM	2,6%	10,4%	2,2%	14,6%
Compras USD	-1,6%	5,6%	-2,4%	5,1%
Tesoro	6,8%	3,7%	4,9%	-0,2%
Pases	1,7%	5,9%	7,2%	-4,5%
LEBAC	-5,8%	-7,4%	-16,6%	14,4%
Otros	1,5%	2,6%	9,3%	-0,1%

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Ministerio de Hacienda

Resulta sugestivo que la baja en la tasa de interés de las LEBAC no sea consistente con el declamado "sesgo antinflacionario" del BCRA, toda vez que en un contexto de aceleración de las expectativas de inflación (ver sección anterior), esta implica una baja en la tasa de interés real.

Tasa de Interés Real

Tasa Efectiva Anual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e ITE

Esta contradicción del BCRA en sus propios términos puede responder, sin embargo, a objetivos de mediano y largo plazo, como reducir la importancia de las LEBAC como instrumento de política monetaria, y generar mayor espacio fiscal para el gobierno, al mismo tiempo que es funcional al objetivo reactivador de corto plazo, aunque implicaría asumir que **la meta de inflación queda dominada por todos estos objetivos, lo que significa un problema no menor para la actual conducción del BCRA¹¹.**

En un contexto en el cual las tensiones cambiarias parecen controladas en el corto plazo (ver sección Sector Externo), la flexibilización de las condiciones monetarias no luce una estrategia riesgosa. No obstante, dadas las dudas que presenta la apertura irrestricta del mercado de cambios, y la importancia que tienen los flujos financieros para explicar la dinámica del tipo de cambio, **debe tenerse cuidado con las posibles implicancias de reversiones fuertes en los movimientos de capitales, que terminen produciendo presiones sobre el tipo de cambio y la inflación.**

¹¹ Alternativamente, el BCRA podría buscar sostener su meta en cualquier escenario, lo que implica un endurecimiento en las condiciones monetarias. El efecto neto en términos de actividad de tal política no es evidente. Por un lado, tasas de interés más alta encarecen el crédito y complican el programa fiscal del Tesoro. Por el otro, la apreciación cambiaria anclaría la inflación, lo cual, con paritarias ya cerradas, podría acelerar el crecimiento en los salarios reales.