

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

12° | Mayo 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La actividad económica manifestó signos de recuperación en el mes de marzo, pero el desempeño sectorial sigue siendo heterogéneo. Si bien el agro y la construcción mejoran, el grueso de la industria se mantiene rezagada, en un contexto en el cual el consumo no repunta, afectado por la demora que sigue mostrando la recuperación del poder adquisitivo.

El comportamiento errático y asimétrico del mercado interno no logra apuntalar el empleo, que crece en algunos sectores (agro y comercio), pero sigue cayendo en otros (sobre todo, en la industria). Por el contrario, **los “brotos verdes” provienen del exterior, ya que en lo que va del año se registra una recuperación de las ventas externas de bienes industriales.**

Esto último, sin embargo, debe ser tomado con precaución por dos motivos. En primer lugar, por **la crisis política que atraviesa Brasil**, que puede terminar repercutiendo sobre la economía real, y contagiando a la Argentina. En segundo término, porque a pesar del aumento de las exportaciones **el saldo comercial argentino se deterioró en los primeros meses de 2017**, como consecuencia del incremento relativo de las importaciones.

Si bien el mayor déficit comercial vuelve a aumentar la dependencia externa de nuestro país, **el decreto del Ministerio de Finanzas que autoriza un mayor endeudamiento bajo jurisdicción extranjera da cuenta de que la sostenibilidad externa no parece una preocupación de las autoridades**, al menos por el momento.

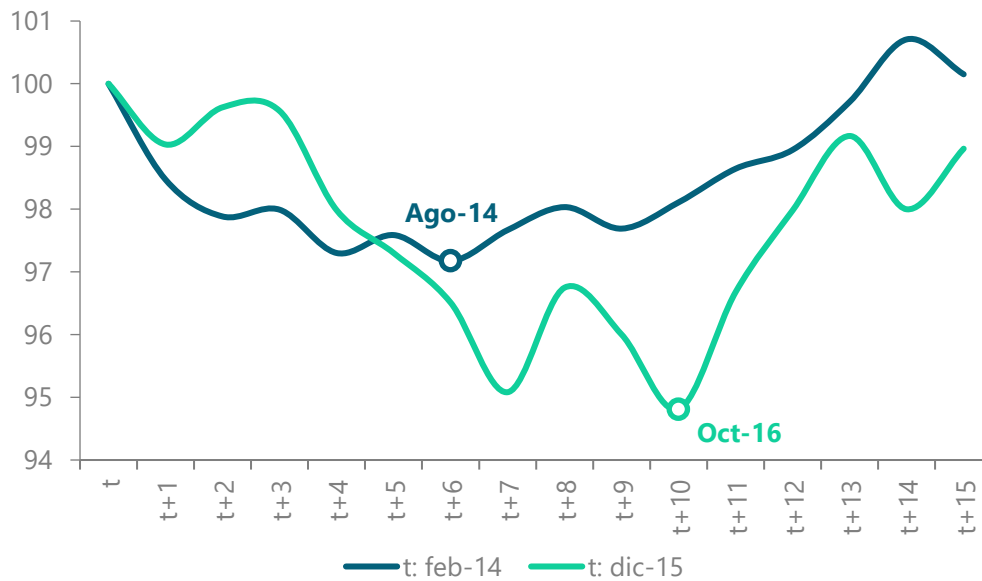
En un escenario en el cual el BCRA reforzó el sesgo contractivo de su política monetaria y mostró una mayor reticencia a convalidar la apreciación del peso, el gasto de capital sigue “poniéndose la campaña al hombro”. La política fiscal expansiva, no obstante, parece tener fecha de vencimiento: la exigente meta fiscal para el cuarto trimestre del año es la señal más clara de que un ajuste fiscal más severo está a la vuelta de la esquina.

ACTIVIDAD: Agro y construcción en alza, consumo e industria en baja

La actividad económica manifestó algunos signos de recuperación en el mes de marzo, y probablemente abril mantenga el impulso de la mano de ciertos indicadores. El Índice de Actividad Económica (IMA) sin estacionalidad creció 1,0% mensual y recuperó parte de la fuerte contracción de febrero, aunque registró una caída de -0,6% anual. Este indicador aún se encuentra por debajo del registro de enero, demostrando que el ritmo de crecimiento observado en noviembre y diciembre no pudo sostenerse.

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

Índice base comienzo de la recesión = 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Si se compara con el anterior episodio recesivo, en 2014 se arribó al piso de la crisis después de seis meses (caída acumulada de -2,8%) y la posterior tendencia a la recuperación fue sostenida. Se dice que la crisis tuvo forma de "U", teniendo en cuenta que la caída fue manejable y la recuperación tuvo características similares. En cuanto a la última recesión, que comenzó el último mes de 2015, el período transcurrido desde el inicio hasta el piso de la crisis fue mayor (diez meses), así como también la contracción (-5,2% acumulado). Además, la recuperación continúa

siendo errática y avanza a un ritmo muy lento. En efecto, mientras que se pronosticaba una recesión en "V", después de 15 meses todavía no se ha logrado alcanzar los niveles de actividad pre-crisis, lo cual lleva a que otras variables de la economía como el empleo se vean perjudicadas de manera persistente.

La actividad económica está siendo impulsada por sectores puntuales. Específicamente, en los últimos meses se destaca el crecimiento del agro, apuntalado por una mejor cosecha¹, y la construcción, que se encuentra beneficiada por una baja base de comparación en 2016 y el repunte de la obra pública.

Los despachos de cemento al mercado interno crecieron 11,1% anual en abril, mientras que el Índice Construya aumentó 6,6%. La producción siderúrgica también se está recuperando, debido a los mayores pedidos desde la construcción. De este modo, la inversión medida por el Indicador Mensual de Inversión (IMI) creció 16,0% anual en marzo, cerrando el primer trimestre con un incremento de 5,9% anual, fundamentalmente impulsada por la construcción y los equipos importados.

En cambio, **el resto del mercado interno y la situación productiva de los demás sectores sigue endeble. El nivel general de la industria aún no repunta y será difícil que esto ocurra en un contexto en que el consumo sigue deprimido.** En efecto, el Indicador Mensual de Consumo (IMC) volvió a caer en abril. Con una reducción de -0,4% mensual sin estacionalidad, este índice acumula cuatro meses consecutivos en baja, luego del repunte de los últimos meses de 2016, mientras que en términos anuales ya lleva dieciséis caídas consecutivas.

La recuperación de la actividad económica que se está empezando a observar es errática y asimétrica. Por ahora no parece traducirse en una mayor producción nacional y en un incremento del empleo en términos generalizados, ya que este último se mantiene "compartimentado" en algunos sectores particulares (agro y comercio), mientras que otros (como la industria) siguen rezagados.

¹ Es posible que las lluvias estén afectando el ritmo de las ventas de modo tal que, atravesada esta dificultad, es esperable que la actividad del sector mejore aún más en los próximos meses.

Las exportaciones suben, pero se deteriora el saldo comercial

En el primer cuatrimestre de 2017, el saldo comercial superavitario con que había terminado 2016 empezó a desplomarse. El déficit fue de -USD 1.217 millones, contra un superávit de USD 30 millones en el mismo periodo del año anterior. Las exportaciones crecieron 1,8% anual, mientras que las importaciones lo hicieron en 9,1%.

Hay algunos aspectos que vale la pena destacar. Pese a la mejora en los precios, cayeron las exportaciones de productos primarios, como consecuencia de las menores cantidades vendidas. Esto era esperable, dado que en el primer cuatrimestre del año pasado se liquidó parte de la cosecha retenida en 2015². Algo similar ocurrió con las MOA, afectadas también por un efecto base de comparación.

En abril, período "libre" del efecto cosecha retenida, las cantidades exportadas de productos primarios y MOA cayeron (-8,4% y -0,2%), aunque crecieron en valores porque fueron compensadas por mejores precios. Las dificultades en la cosecha por las lluvias podrían estar detrás de las menores cantidades, y de ser así esto debería corregirse en los próximos meses. A pesar de las dificultades, las proyecciones para la cosecha de maíz y soja son superiores a las del año pasado.

Más llamativo es el **crecimiento de las exportaciones MOI (+5,3% anual en abril y +7,1% en el cuatrimestre, explicado principalmente por mayores cantidades exportadas)**, en un momento en el que la crisis en Brasil vuelve a recrudecer. En efecto, las exportaciones MOI a ese país cayeron -7,1% anual en el cuatrimestre (ver próxima sección).

El comportamiento de las MOI se explica en mayor medida por dos sectores: metales comunes (+50,7%) y material de transporte terrestre (+12,9%). El alza del primero es, sobre todo, producto de la recuperación de las ventas externas de tubos sin costura, ligadas a la actividad petrolera, que comienza a crecer en EEUU³. En el caso de material de transporte, aumentaron las exportaciones a destinos fuera del

² Como se verá en la siguiente sección, la excepción a este comportamiento en las exportaciones de productos primarios fue Brasil, dado que las ventas externas de estos bienes al país vecino crecieron en el primer cuatrimestre del año.

³ De hecho, la producción local de laminados en caliente (que incluye tubos sin costura) comenzó a crecer en marzo, después de caer casi sin interrupciones desde mediados de 2014.

MERCOSUR, dentro de los cuales se destaca México, explicando un tercio del crecimiento.

Aunque metales comunes y material de transporte terrestre son dos de los sectores con más peso en las MOI, también crecieron las ventas de otros sectores de menor importancia relativa, como por ejemplo plásticos y sus manufacturas y papel y cartón. Sin embargo, se registran caídas en metales preciosos, químicos y máquinas y aparatos eléctricos, dando cuenta de un desempeño heterogéneo dentro de las MOI.

No obstante, **el aumento de las exportaciones industriales no logró compensar la suba de las importaciones**. De hecho, la importación de vehículos automotores creció 40,2% en los primeros cuatro meses del año. El déficit comercial de "material de transporte" aumentó un 62,5% anual. La importación de equipos de transporte industriales creció 59,3% en el año, impulsando la importación de bienes de capital, donde el resto de las maquinarias crece, pero a un ritmo muy inferior (6,3%). En cambio, la importación de piezas y accesorios para bienes de capital sigue cayendo (-5,0%). En tanto, la importación de bienes de consumo sigue creciendo (+16,7% anual en el cuatrimestre) en todos sus rubros.

Por último, los precios de los combustibles jugaron a favor en estos primeros cuatro meses, tanto en las exportaciones (+17,1%) como en las importaciones (+15,2%). Como el saldo para Argentina es deficitario en este rubro, la suba de los precios terminó perjudicando el saldo comercial. Además, en abril se desplomaron las cantidades exportadas (-50,6%) de combustibles y energía. De esta forma, la recuperación del precio del petróleo –que es una buena noticia para parte de las exportaciones industriales– es una mala noticia para el saldo comercial argentino, en particular en la medida que el precio del gas se mueva en tándem con el del petróleo.

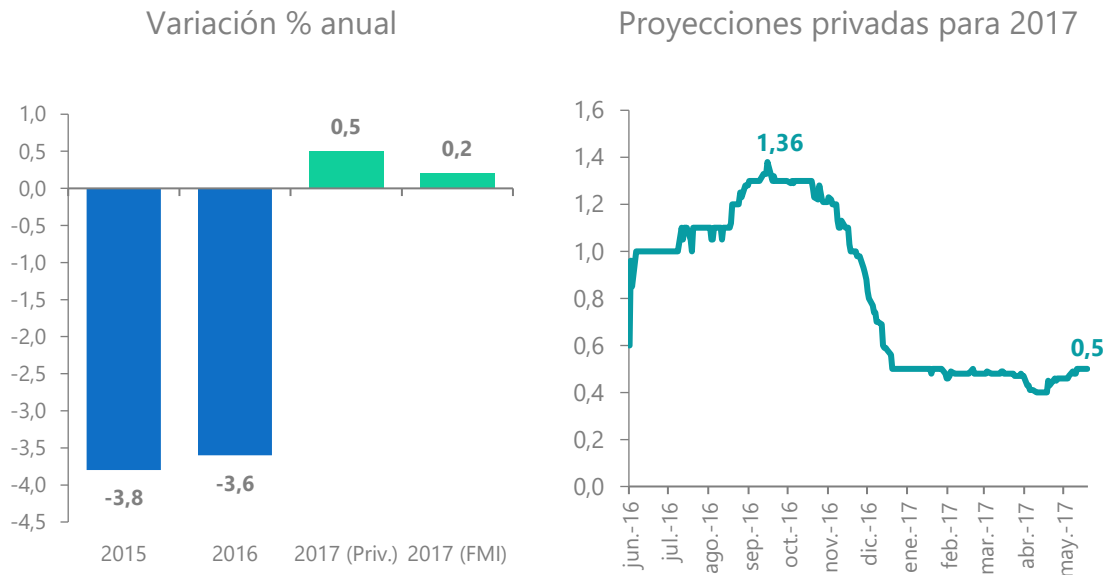
Pese a las buenas noticias del lado de las exportaciones, el deterioro del saldo comercial aumenta la dependencia argentina del financiamiento externo, lo cual enciende una señal de alerta de cara a la discusión sobre la sostenibilidad del esquema macroeconómico, sobre todo ante un panorama menos alentador para nuestro principal socio comercial.

Nubarrones desde Brasil

La precaria recuperación de la actividad podría verse afectada por la creciente inestabilidad política en Brasil, que en el corto plazo se ha manifestado en una elevada volatilidad financiera, cuyos embates han impactado rápidamente en la plaza local.

Luego de dos años consecutivos de contracción (-3,8% y -3,6% anual en 2015 y 2016, respectivamente), la actividad económica brasileña no consigue repuntar. En efecto, las perspectivas de crecimiento fueron recortadas a lo largo del año, situándose actualmente en una suba de 0,5% anual para todo 2017.

Crecimiento del PIB en Brasil



Fuente: Banco Central de Brasil (BCB) y FMI

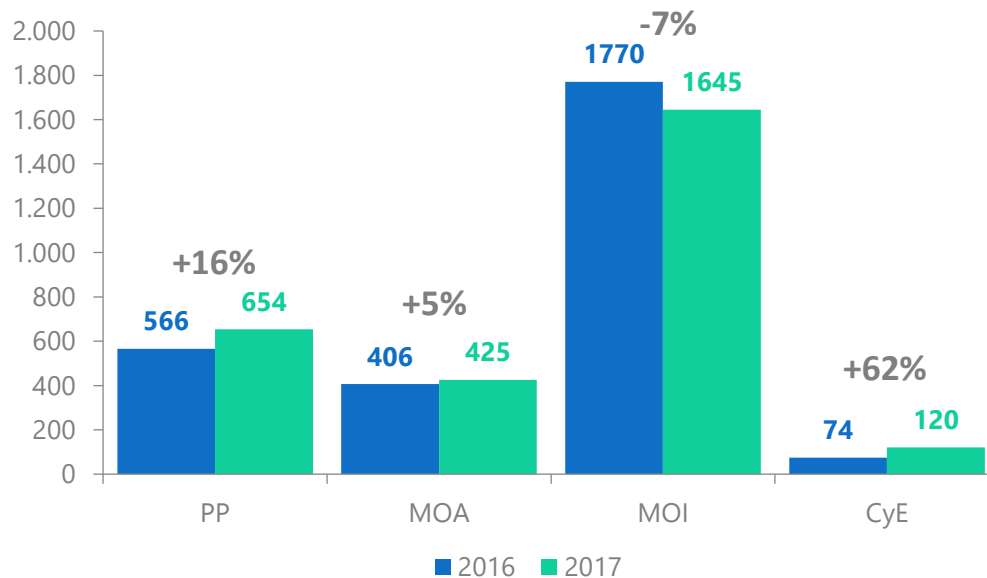
El pobre desempeño económico brasileño afectó las exportaciones argentinas, las cuales pasaron de USD 17.300 millones en 2011 a USD 9.000 millones en 2016. A pesar de ser relevante en términos absolutos, la participación de Brasil en las ventas externas nacionales ha declinado sistemáticamente en los últimos años y en 2016 representó un 15,6% del total, la mitad de la alcanzada a fines de la década del 90 y más de 5 p.p. por debajo de 2011.

En los primeros cuatro meses del año, las exportaciones a Brasil totalizaron USD 2.800 millones, mostrando una leve recuperación de 0,9% respecto el mismo periodo de 2016. Sin embargo, a nivel desagregado,

esta recuperación resulta muy desigual y se encuentra vinculada a una mejora en las ventas de productos primarios, manufacturas de origen agropecuario y combustibles, que compensaron la caída de las manufacturas industriales⁴.

Exportaciones a Brasil

En millones de USD y variación % anual



Fuente: INDEC

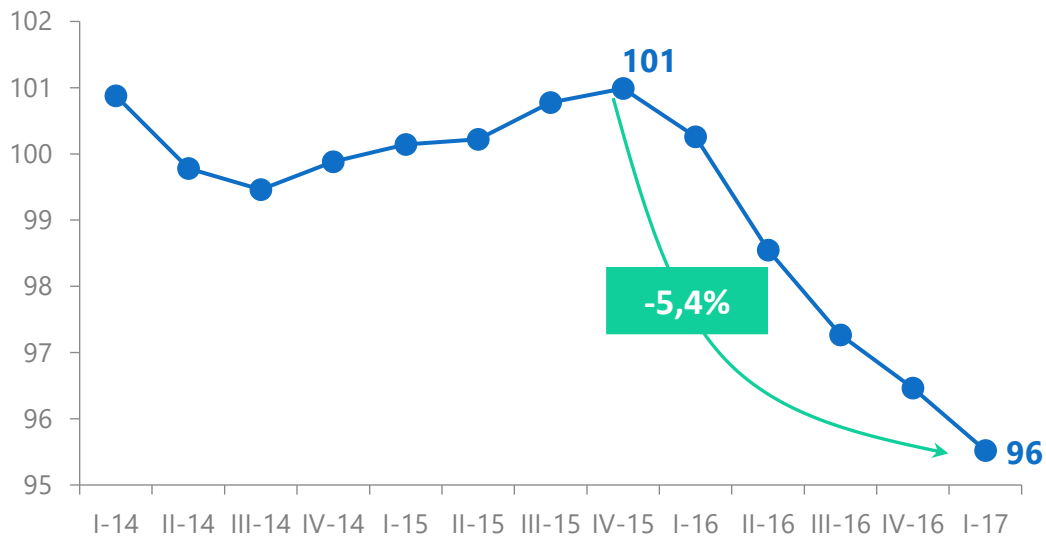
A pesar de este declive, el país vecino insume aún cerca del 40% de las exportaciones industriales nacionales, con una participación superior al 70% en algunos rubros estratégicos, como el automotriz.

Considerando la evolución del comercio bilateral entre 2004 y 2016, por cada medio punto de contracción de la economía brasileña, las exportaciones industriales argentinas se reducen en 2,3 puntos. Por lo tanto, si la actual crisis política recorta el crecimiento brasileño para 2017 de 0,5% anual a 0%, la Argentina resignaría exportaciones industriales por un valor cercano a los USD 160 millones. Si bien este monto no representa una cifra significativa en relación al flujo de divisas del total del comercio exterior, podría impactar negativamente en el nivel de empleo industrial.

⁴ Se destaca la evolución de los cereales (en particular trigo), con una suba del 25% anual en los primeros cuatro meses del año (USD +100 millones).

Empleo industrial registrado

Índice base 2014 = 100



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

En este sentido, los datos del Ministerio de Trabajo muestran que el empleo privado registrado en la industria manufacturera continúa en caída en 2017 y acumula una baja de más de -5% en relación al último trimestre de 2015.

FISCAL: El gasto de capital se pone en campaña

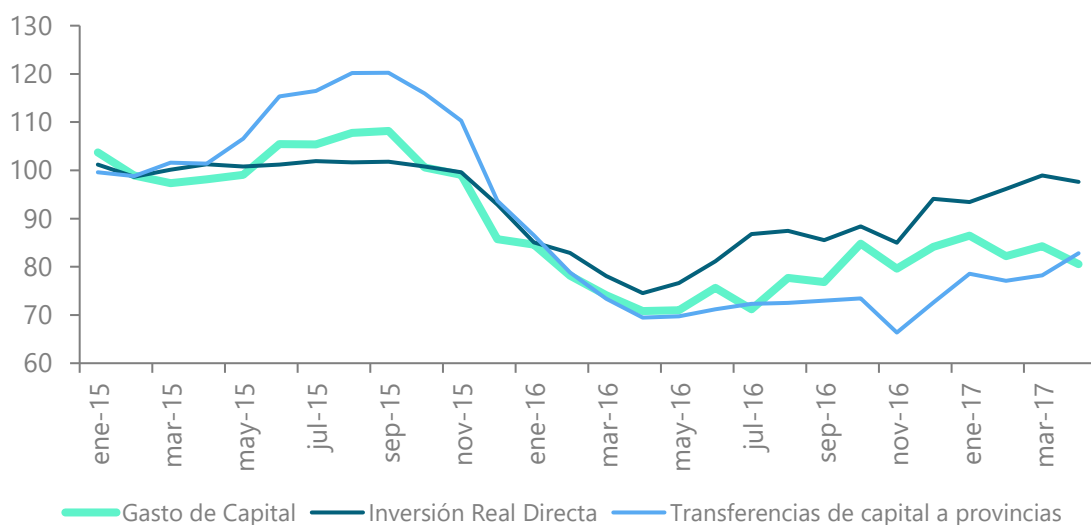
Como se mencionó en el informe pasado, el gobierno cumplió con la meta fiscal (déficit de \$58.500 millones) que se había impuesto para el primer trimestre, al alcanzar un déficit de \$41.344 millones. Este resultado pudo lograrse por el efecto del último tramo del blanqueo, que incrementó los ingresos en casi \$20.000 millones.

El cumplimiento de la meta se dio en un contexto en el que el gasto de capital mantuvo la dinámica registrada en los últimos meses, con tasas de crecimiento significativamente superiores a las del resto de los principales componentes del gasto público.

No obstante, la recuperación del gasto de capital, principalmente impulsado por la Inversión Real Directa (IRD), aún no logra alcanzar los niveles observados en 2015 en términos reales. En particular, el gasto ejecutado por el sector público nacional (IRD) recuperó entre marzo y abril los niveles previos al cambio de gobierno, pero el gasto que terminan por ejecutar las provincias (transferencias a gobiernos provinciales) se mantiene en niveles significativamente más bajos.

Evolución del gasto de capital del SPN

En términos reales, base I.2015 = 100



Nota: Serie nominal suavizada con media móvil 6 meses y deflactado por el índice de costos de la construcción

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

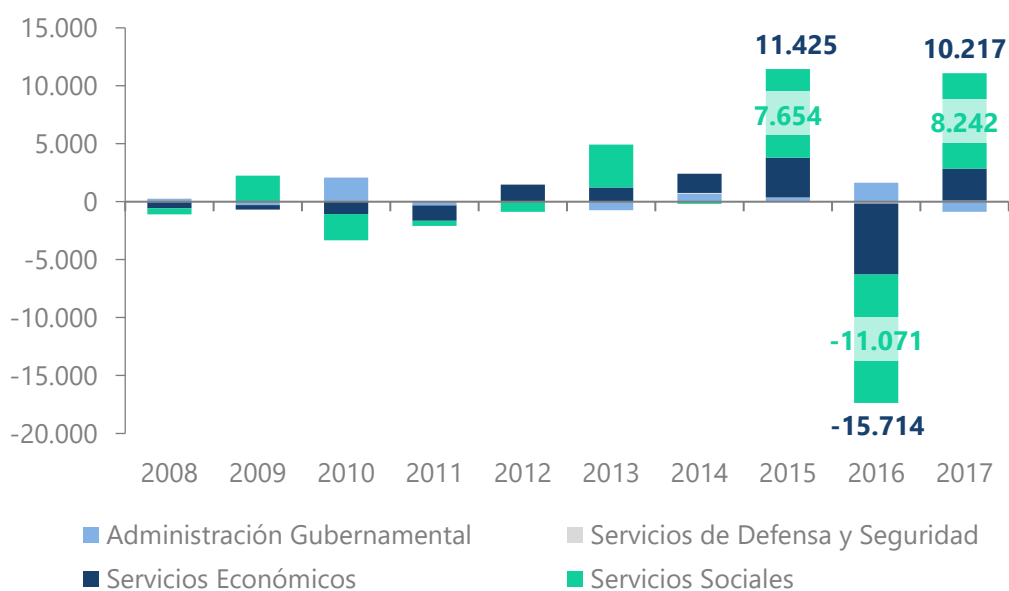
Si se analiza la ejecución presupuestaria de la administración pública nacional hasta el mes de abril, se advierte que **por el momento solo se logró recomponer parcialmente el ajuste en obra pública que se produjo durante el primer cuatrimestre de 2016.**

Expresado en valores actuales, durante 2016 el gobierno nacional recortó poco más de \$11.000 millones en las obras públicas vinculadas a inversión social, mientras que este año solo recompuso \$8.200 millones.

En particular, entre las partidas que vienen recomponiendo se destaca el gasto social de capital, que se concentra casi exclusivamente en promoción y asistencia social, que pasó de ejecutar \$27 millones en el primer cuatrimestre de 2016 a ejecutar \$2.300 millones en igual período de 2017. Casi la totalidad de este cambio se explica por un programa ejecutado por el Ministerio de Interior denominado "Hábitat Nación", que lleva pagados \$2.000 millones (50% de su presupuesto), destinados a cooperativas de trabajo para la urbanización de villas y asentamientos irregulares.

Inversión de capital de la APN 1° Cuatrimestre 2017

En pesos del I.2017



*Nota: Serie nominal deflactado por el índice de costos de la construcción
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC*

Esta moderada aceleración del gasto de capital por parte del gobierno nacional se produce en un contexto en el que un mayor

recorte del gasto post elecciones legislativas es un escenario probable, más teniendo en cuenta lo ajustado de la meta fiscal del cuarto trimestre del año. Ante esta situación, el poder ejecutivo parece decidido a incrementar solo aquellas partidas que no sumen más rigidez al gasto público (gasto de capital), a la vez que trabaja sobre dos borradores que auguran profundos cambios sobre la política fiscal: la reforma tributaria y previsional.

Cara y contracara: reforma tributaria y jubilatoria

Aún no queda claro cuál es el objetivo último del gobierno con su reforma tributaria. En la reciente visita de autoridades del Ministerio de Hacienda al Congreso se planteó la necesidad de ir hacia un sistema tributario más simplificado, reduciendo y/o eliminando determinados impuestos que afectan la competitividad de las empresas. Ahora bien, este objetivo resulta incoherente con la prioridad de reducir el déficit fiscal, a la vez que puede implicar ciertos desequilibrios en el federalismo fiscal que bloqueen el avance de la reforma por parte de los gobiernos provinciales. **De avanzar en esta línea con el objetivo de bajar la “presión fiscal” que actualmente tiene Argentina, será inmediato el avance sobre una reforma jubilatoria que “financie” la reforma tributaria.**

En el caso de la reforma jubilatoria, la derrota reciente ante el intento de modificar en unas décimas el primer ajuste del año en la movilidad de haberes le redujo notablemente los grados de libertad al poder ejecutivo. Pese a ello se sigue intentando instalar la propuesta de incrementar la edad jubilatoria para quienes tengan menos de 30 años de aportes, así como la de incorporar un pilar voluntario de gestión privada (que iría ganando espacio a lo largo del tiempo por su método de determinación), modificar la movilidad de haberes y una reducción de aportes y contribuciones a la seguridad social (posiblemente parte del conjunto de reformas tributarias).

Si algo está claro es que será difícil avanzar con solo una de estas reformas, dado el grado de interacciones que existe entre ellas. Del mismo modo, es poco probable que una reforma tributaria logre avanzar salteando la discusión de la coparticipación. Cualquiera de estos puntos, en la medida que reduzca el margen de maniobra de las provincias, requiere de grados de acuerdos y concesiones fiscales que el gobierno

nacional no está en condiciones de dar si realmente pretende avanzar con sus metas fiscales.

DEUDA: ¿Cambios en la estrategia de financiamiento?

Luego de haber estado ausente de los mercados internacionales en marzo, durante abril el gobierno nacional emitió los Bonos Internacionales 2020 en francos suizos al 3,4%, por un total de USD 402 millones, sumado a la emisión de los BONAR 2025 al 5,8% por USD 888 millones y del BONAR 2037 al 7,6% por USD 872 millones, ambos destinados a recuperar parte de los fondos destinados al pago del BONAR 2017.

En el mercado local, eso estuvo complementado por la habitual colocación de Letras del Tesoro, por un total de USD 2.150 millones. Además, se llevó a cabo una ampliación del BONAR 2022 por USD 1.299 millones, y le colocó USD 88 millones al Banco de la Nación Argentina (BNA), por medio de la ampliación del BONAR 2019.

De este modo, **durante abril la Administración Central realizó emisiones por un total de USD 5.699 millones, y acumula USD 30.807 millones en lo que va del año.** Si se descuentan las Letras del Tesoro (Letes) emitidas que vencen este mismo año, el monto asciende a USD 20.330 millones.

Es en este escenario que la deuda externa volvió a ser foco de discusión, tras la publicación del Decreto 334/2017, en donde **el gobierno autorizó a la Secretaría de Finanzas a emitir títulos en los mercados internacionales por hasta USD 20.000 millones.** Sumado a eso, el decreto estableció como jurisdicción a los tribunales de Nueva York y Londres, renunciando a "oponer la defensa de inmunidad soberana".

Programa financiero y emisiones de deuda

En millones de USD y % del total

Fuentes de financiamiento	Autorizado	Utilizado	% Utilizado
Organismos Internacionales	3.850	-	0
Facilidad privada con bancos	6.000	6.000	100%
Refinanciación con LETES	4.500	2.150	48%
Mercado local	14.000	2.977	21%
Mercado internacional	10.000	9.162	92%
Entes públicos	2.000	6.040	302%
TOTAL	40.350	26.329	65%

Fuente: Observatorio de Deuda ITE y Secretaría de Finanzas

Además de la cuestión jurisdiccional, un aspecto que vale la pena destacar es que el Decreto 334/2017 revela que **habrá desvíos significativos respecto de lo previsto por el programa financiero elaborado por la propia Secretaría de Finanzas a principios de año**, ya que el monto total a ser financiado a través del crédito externo será mayor al planeado originalmente. En efecto, como se desprende de la tabla anterior, previo al Decreto el gobierno prácticamente habría agotado la pauta preestablecida para las colocaciones en los mercados internacionales, quedando pendientes unos USD 14.000 millones por ser financiados⁵.

Si este giro en la estrategia de financiamiento se hace efectivo podría cambiar el panorama del sector externo, ya que si el BCRA no compra las divisas excedentes habría una mayor presión a la baja del tipo de cambio. Este escenario, sin embargo, no luce inconsistente con el reciente anuncio del presidente del BCRA de su voluntad de incrementar en 5% del PIB el nivel de reservas internacionales, aunque generaría mayores necesidades de esterilización e impondría mayores presiones al balance del BCRA (ver sección política monetaria).

Dos datos llamativos adicionales, y a la vez vinculados entre sí, son la sobreutilización de los Entes Públicos como fuente de financiamiento

⁵ Vale la pena destacar que, llegado el caso, emitir bonos por el total autorizado directamente implicaría superar las necesidades financieras estipuladas. De mínima, esto representaría unos USD 8.330 millones, suponiendo que no se recurre a los Organismos Internacionales ni al mercado local y que se utilizan en su totalidad las LETES (dado que ya están programadas las emisiones de todo el año). De máxima, es decir si se utilizan todas las fuentes, eso implicaría sobrepasar las necesidades financieras en aproximadamente USD 23.200 millones.

(principalmente el Banco Nación) y las escasas colocaciones llevadas a cabo en mercado local.

La decisión de incrementar la importancia relativa de los mercados internacionales como fuente de financiamiento, junto con una mayor dependencia de los organismos oficiales, abre el interrogante sobre los motivos que llevan al gobierno a no emitir deuda en pesos en el mercado doméstico.

Si bien es posible que dentro del gobierno exista algún temor al “efecto desplazamiento” que pueda tener la colocación de deuda de mercado en moneda doméstica, también es probable que haya cierto rechazo a emitir deuda a las tasas de interés vigentes, es decir, a las fijadas por el propio BCRA. Esto es consecuencia de que **la estrategia financiera del gobierno está basada en una hipótesis de estabilidad cambiaria, y por ese motivo tiene un sesgo al financiamiento en moneda extranjera.**

Sin embargo, también es cierto que la propia estrategia de financiamiento del gobierno, al incrementar los pasivos en moneda extranjera y la carga de intereses, condiciona la evolución futura del mercado cambiario y, por lo tanto, del propio tipo de cambio. Resta ver si la hipótesis de estabilidad cambiaria del gobierno es correcta, o si la propia estrategia de endeudamiento termina finalmente atentando contra ella.

PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: Nuevo índice, metas de inflación y balance del BCRA

El Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 2,0% en el mes de abril⁶, y finalizó el primer cuatrimestre con un alza de 8,5%, lo que implica una tasa anualizada de 27,6%, muy por encima de la meta establecida por el BCRA.

Los datos preliminares de mayo indican que los precios al consumidor crecieron por encima del 1,5% mensual, restando margen a la autoridad monetaria para dar cumplimiento de la meta. Para poder llegar a diciembre con una inflación de 17% anual, el IPC debería ubicarse por debajo del 1% mensual entre junio y diciembre, situación que luce difícil de cumplir.

Si bien ya se efectivizaron las subas de tarifas más relevantes en el año, aún restan computar alzas en otros bienes y servicios regulados, que dificultarán que los precios suban por debajo de dicho valor. En particular, se destaca el ajuste de 11% en las cuotas de medicina prepaga (6% en julio y 5% en agosto) y un nuevo incremento en gas natural por red en noviembre.

En este marco, **el BCRA anunció que comenzará a considerar el nuevo IPC Nacional para el cumplimiento de la meta inflacionaria.** Este índice, cuya publicación comenzará en el mes de julio 2017, presenta similitudes y diferencias en relación al IPC GBA, el cual continuará siendo publicado. Entre las similitudes de ambos indicadores, resalta que ambos están contruidos en base a ponderaciones híbridas, es decir, que las mismas surgen de cantidades de la Encuesta de Gasto de los Hogares 2004/05, pero con actualización de precios a diciembre 2015.

Aún no se publicó el documento metodológico correspondiente al nuevo índice, por lo cual no se conoce qué precios se utilizan a nivel nacional para poder actualizar las cantidades consumidas a dicho mes. Tampoco se

⁶ El nivel general se vio impulsado por vivienda (+6,6%), ante el incremento de tarifas de gas en red. Alimentos y bebidas desaceleró luego de dos meses de fuerte crecimiento, y registró un alza de 1,4% mensual.

conoce aún la estructura de ponderaciones de las divisiones por región⁷, aunque se adelantó que el Gran Buenos Aires representará un 44,7% del total del IPC Nacional.

De esta forma, no es posible establecer aún si el IPC Nacional sub/sobre estimará los resultados del IPC GBA, aunque es factible que arroje variaciones levemente inferiores en tanto los ajustes tarifarios han sido más intensos en GBA que en el resto del país. Esto último podría **ayudar a que la inflación de 2017 cierre más cerca de la meta del BCRA, aunque de ningún modo garantiza su cumplimiento.**

Impacto de las metas de inflación en el balance del BCRA

A esta altura del año, el sesgo marcadamente contractivo que otorga el BCRA a su política de tasas demostró ser inefectivo para llevar el proceso de desinflación a los objetivos que la autoridad monetaria se autoimpuso sobre fines de 2016. Transcurridos apenas cuatro meses de 2017, el BCRA se encamina a incumplir el objetivo para su primer año de implementación de Metas de Inflación (MI).

En este contexto, el presidente del BCRA no solo ha insistido en que buscará cumplir la meta, sino que para hacerlo reforzará los mecanismos que proveen las MI, esto es, utilizará la tasa de política monetaria y la comunicación institucional, dejando de lado el control monetario (de ascendencia monetarista) o la apreciación cambiaria (herramienta más heterodoxa). En efecto, en un contexto en el cual la inflación se ubica por fuera de la meta, los agregados monetarios crecen a un ritmo anual que se ubica entre 30 y 40%, mientras que el tipo de cambio nominal muestra en las últimas semanas una tendencia a la aceleración (que se profundizó las últimas jornadas en virtud de las noticias que llegaron de Brasil)⁸.

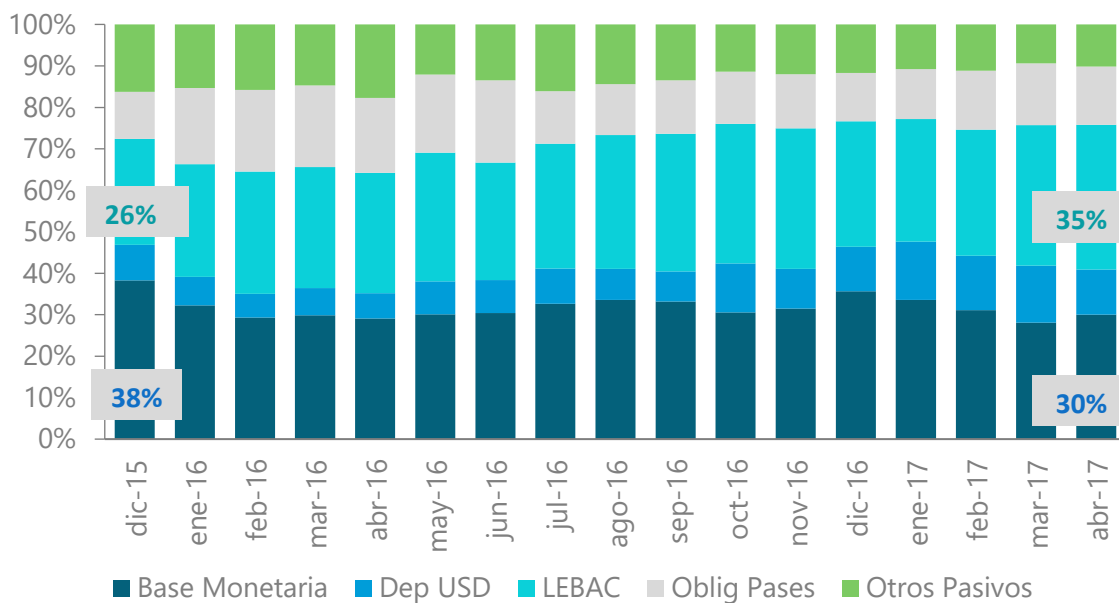
⁷ El nuevo IPC Nacional tiene un primer nivel de clasificación de canasta de bienes y servicios acorde al COICOP, lo que implica la existencia de 12 divisiones, a diferencia de los actuales 9 capítulos del IPC GBA.

⁸ En línea con el anuncio del presidente del BCRA sobre la necesidad de incrementar la acumulación de reservas internacionales, en lo que va de mayo la autoridad monetaria compró un total de USD 1.100 millones, a razón de USD 100 millones diarios, aunque se detuvo con el estallido de la crisis política en Brasil.

La gestión de tasas puso, una vez más, en el centro del debate público el impacto de esta política sobre el balance del BCRA⁹ y sus posibles consecuencias sobre la consistencia macroeconómica del esquema en curso. Desde fines de 2015 la Base Monetaria cayó -8 p.p. en su participación dentro del pasivo de la autoridad monetaria, lo cual fue compensando por un incremento de 9 p.p. en las LEBAC. En este mismo período, el stock de LEBAC creció cerca de \$510 mil millones (unos USD 32 mil millones).

Pasivos del BCRA

En % del total



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Tal cambio supone una modificación no menor sobre el resultado del BCRA, toda vez que la contrapartida de un esquema de política monetaria marcadamente contractivo es un cambio desde pasivos no remunerados (Base Monetaria) hacia pasivos remunerados (LEBAC). En este sentido, **nuestra estimación actual sugiere que en 2017 el balance de la autoridad monetaria cerraría el año con un déficit de -\$11.500 millones.**

⁹ El estudio sobre los posibles impactos de cambios de magnitud en la hoja de balance de los bancos centrales ocupó un espacio central en el debate macroeconómico de los países desarrollados durante la crisis financiera internacional de 2008-2009, cuando los bancos centrales de esos países intervinieron activamente en los mercados, apartándose del dogma estricto de MI, utilizando políticas que luego fueron denominadas como "no convencionales". Sobre este punto, puede consultarse:

Resultado cuasifiscal del BCRA¹⁰

En millones de pesos

	2015	2016 *	2017 (p)
Intereses ganados	4.532	5.364	6.276
sobre Títulos Públicos	3.787	4.877	5.706
RRII y otros	746	488	571
Intereses perdidos	-79.765	-156.538	-147.948
sobre Letras y Notas	-77.239	-153.344	-144.211
Otros	-2.526	-3.194	-3.737
Diferencias Netas de cotización	250.874	212.117	122.552
Dif. Netas neg. de divisas	43.844	13.939	16.308
Dif. Netas otros	-73.054	0	0
Gastos generales, emisión y otros	686	-7.434	-8.697
Total	147.117	67.449	-11.508

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

(*) Estimado en base a informe de JGM

Si bien los elevados pagos de intereses por LEBAC imponen una fuerte condicionalidad al resultado del BCRA, dado que la autoridad monetaria es acreedora neta en moneda extranjera desde hace varios años, **el cuasifiscal es muy sensible a variaciones del tipo de cambio (ver gráfico siguiente), lo cual configura un motivo adicional para que el BCRA haya decidido ponerle un piso al tipo de cambio¹¹.**

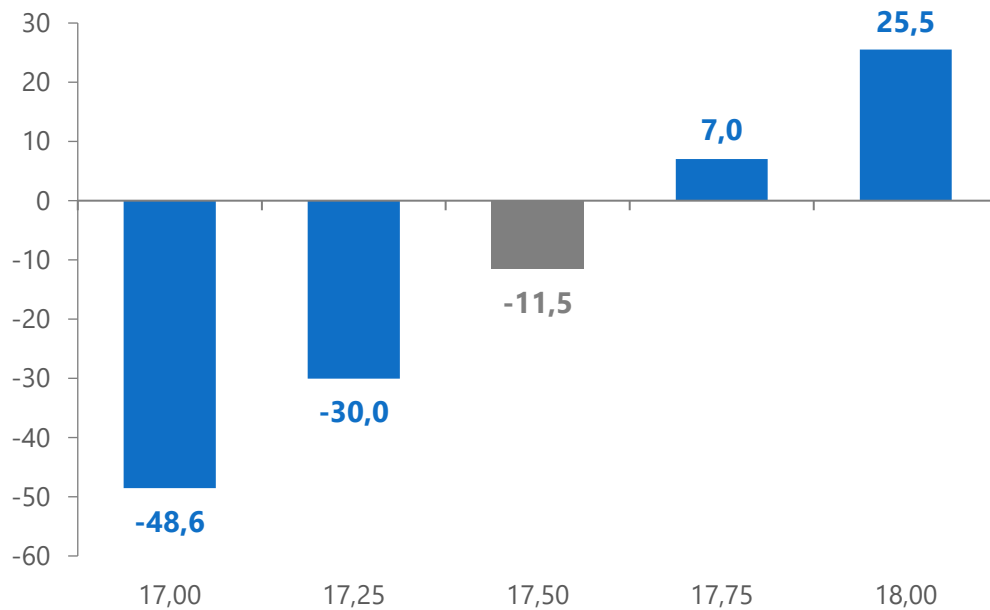
Desde ya, el balance de un banco central nunca puede analizarse desde la óptica de un banco privado, un error demasiado común en el debate público argentino. Además de insustancial, esta postura omite que un banco central nunca puede resultar insolvente, y justamente esto se desprende del rol único que esta entidad cumple como regulador del mercado. Sin esta potestad de emitir dinero, el banco central dejaría de tener sentido como tal.

¹⁰ El resultado cuasifiscal del BCRA para 2017 se proyectó en base a los resultados arrojados por el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) en relación al tipo de cambios, tasas de interés e inflación.

¹¹ Asimismo, debe tenerse en cuenta que un resultado cuasifiscal acotado o negativo afecta negativamente la disponibilidad de fuentes de financiamiento para el fisco de cara al año que viene.

Sensibilidad del resultado cuasifiscal del BCRA a movimientos en el tipo de cambio

En miles de millones de pesos y tipo de cambio nominal (diciembre 2017)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Desde el punto de vista económico, lo relevante es estudiar en qué modo afecta el tamaño y la composición del balance del BCRA la propia capacidad para alcanzar los objetivos de política que la entidad se haya fijado. En este sentido, una estructura de pasivos altamente concentrada en deuda de muy corto plazo y a elevadas tasas de interés supone un potencial riesgo de inestabilidad financiera que puede, en sí misma, minar las bases del esquema de MI. Así, **los requisitos en términos de aumento en la demanda real de pesos a futuro que supone este acelerado crecimiento en la deuda de la autoridad monetaria generan dudas sobre la sostenibilidad del proceso de desinflación.**