


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

8° | Enero 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En diciembre, la economía continuó mostrando algunos brotes verdes, aunque la recuperación está lejos de ser sólida. La inversión no ha abandonado su piso de manera definitiva, y el consumo sigue esperando a ser arrastrado por un repunte del salario real que todavía se hace esperar.

El empleo privado registrado continua su retracción, y las señales de reversión de la tendencia son todavía leves. **Si bien pareciera que las preocupaciones por la caída en el nivel de empleo empezaron a ganar espacio en las agendas oficiales, la solución que plantean las autoridades (flexibilización de los convenios, y la reducción de las cargas patronales) es más dogmática que pragmática,** y las recetas que se propician han demostrado ser completamente ineficaces.

El gobierno cumplió con sus metas fiscales para 2016 gracias al blanqueo de capitales. Si bien el cambio de autoridades en Economía planteó, desde lo discursivo, un mayor compromiso para con el achicamiento del déficit fiscal, **todavía resta esperar si en un año electoral el oficialismo está dispuesto a acelerar el ajuste de las cuentas públicas,** o si el giro es en realidad más retórico que programático.

Por lo pronto, **el gobierno comenzó el año con un fuerte endeudamiento externo, que buscó anticipar la toma de poder de Trump.** Para incrementar sus márgenes de acceso a los mercados, el equipo económico volvió a avanzar en la desregulación de los movimientos de capitales, aumentando una vez más el grado de fragilidad financiera de la economía argentina.

Las expectativas de inflación volvieron a aumentar en diciembre, alejándose aún más de las metas del BCRA. Estas son malas noticias para el gobierno, que hizo una apuesta fuerte por empezar a coordinar expectativas a partir de los objetivos de inflación de Sturzenegger. El panorama luce incierto en un contexto en que la política monetaria se vuelve más expansiva y la escasa tolerancia a la apreciación del tipo de cambio se hace evidente.

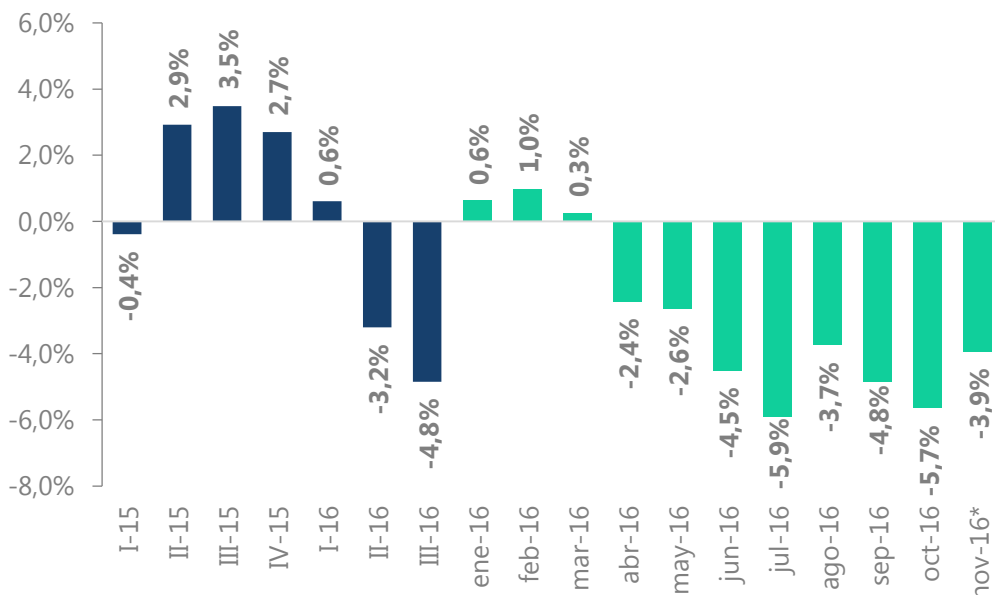
ACTIVIDAD: ¿Se consolidan los brotes verdes?

En julio de 2016 la actividad llegó a un piso en el cual, en líneas generales, se mantiene hasta hoy. La particularidad de esta recesión es que perdura en el tiempo, a diferencia de lo que pronosticó el gobierno, que esperaba un rebote para el mes de agosto o septiembre del año pasado.

En noviembre se produjo la octava contracción consecutiva en el nivel de actividad, con una caída de -3,9% respecto de igual mes de 2015. Luego de un tercer trimestre con una reducción de -4,9%, el Índice Mensual de Actividad (IMA) continúa mostrando variaciones negativas, y acumula en lo que va del año una contracción de -3%. Si bien el indicador sin estacionalidad presentó durante noviembre un incremento de 1,2% mensual, es necesario esperar algunos meses más para confirmar un cambio de tendencia.

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

Variación % Anual



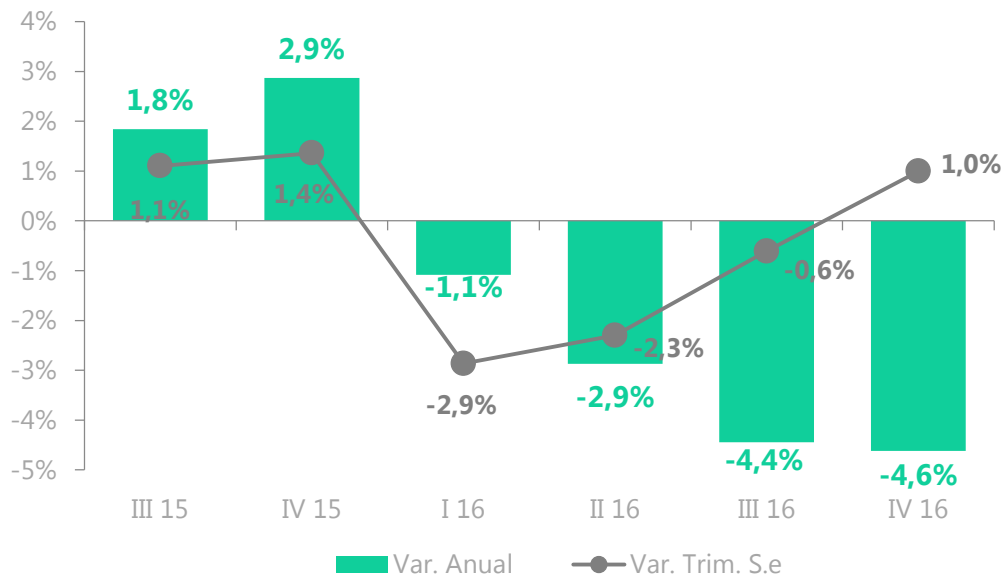
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Por su parte, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) tocó un mínimo en julio, y se mantuvo en el año en niveles similares a los alcanzados durante 2010. En diciembre, el IMC se contrajo un -3,3%

anual, la duodécima baja consecutiva, y el año finalizó con una caída también de -3,3%. La serie sin estacionalidad arrojó en el cuarto trimestre la primera suba desde IV.15 (+1,0%), vinculada a una menor caída de las ventas minoristas y a una recuperación en la venta de vehículos. **Es esperable que el IMC comience a arrojar variaciones anuales negativas cada vez más reducidas por cuestiones meramente estadísticas, en la medida en que se recupere el poder adquisitivo y con ello el consumo asalariado.**

Indicador Mensual de Consumo (IMC)

Variación % Interanual y Trimestral sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

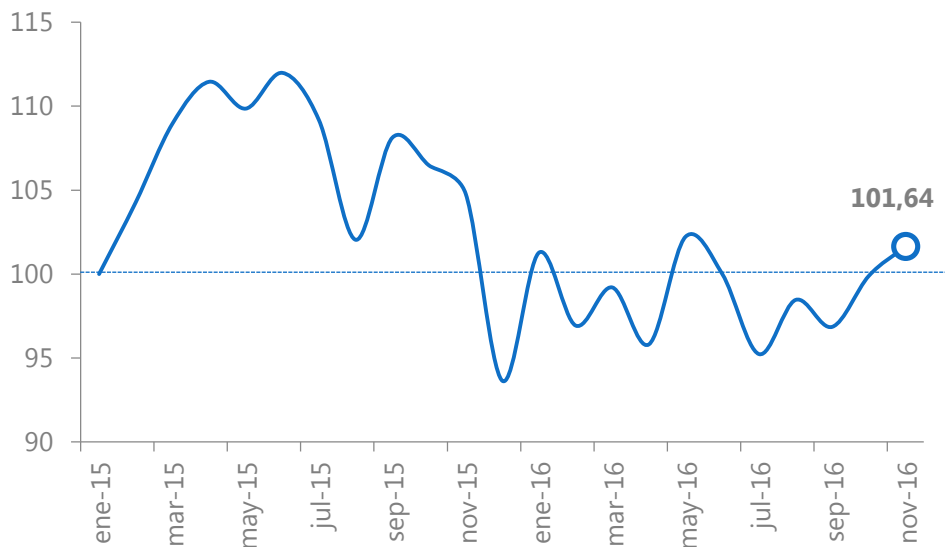
En cuanto la inversión, la estabilización de la caída se produjo antes que en el consumo y la actividad, pero sigue un rumbo similar. Es decir, todavía no hay indicios de que se haya abandonado definitivamente su piso y, **a pesar de la voluntad del gobierno, la debilidad de la inversión muestra una persistencia relativamente prolongada en el tiempo.**

Así, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró una caída de -0,4% anual en noviembre. En términos mensuales sin estacionalidad, la inversión tuvo un incremento de 1,7%, lo que constituye el segundo mes de crecimiento mensual.

Un aspecto a destacar es que la inversión en Equipo Durable de Producción Nacional (EDPN) tuvo un crecimiento de 32,3% anual, explicado por la fuerte inversión en utilitarios observada durante el mes de noviembre. Lo mismo viene sucediendo con el Equipo Durable de Producción Importado (EDPI), que tuvo un aumento de 2,9% anual, explicado por la importación de Equipos de Transporte Importado (camiones, cosechadoras, sembradoras y utilitarios).

Indicador Mensual de Inversión (IMI)

Base 100=Ene 2015, sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Si bien en diciembre volvieron a repetirse ciertos datos positivos de la economía real, aún se debe ser cautos en extrapolar esta dinámica a la actividad en general. Puntualmente, la producción automotriz se expandió 27,3% anual, luego de haber crecido 3,3% en noviembre, el primer aumento luego de catorce meses. Esta dinámica se explica por el aumento de los utilitarios, mientras que la producción de automóviles, más orientada al consumo, aún continúa en baja. El repunte se produce mayormente debido al aumento de las exportaciones, mientras que el mercado interno sigue debilitado, con una baja demanda en el caso de vehículos de origen nacional.

En tanto, en el rubro de la construcción, los despachos de cemento al mercado interno crecieron en diciembre por segundo mes consecutivo,

aunque a una tasa muy reducida (0,3% anual)¹. No obstante, la construcción medida por indicadores agregados como el ISAC o el Índice Construya aún no repunta, y los permisos de edificación a futuro, que cayeron -20,9% anual en noviembre, tampoco son demasiado alentadores.

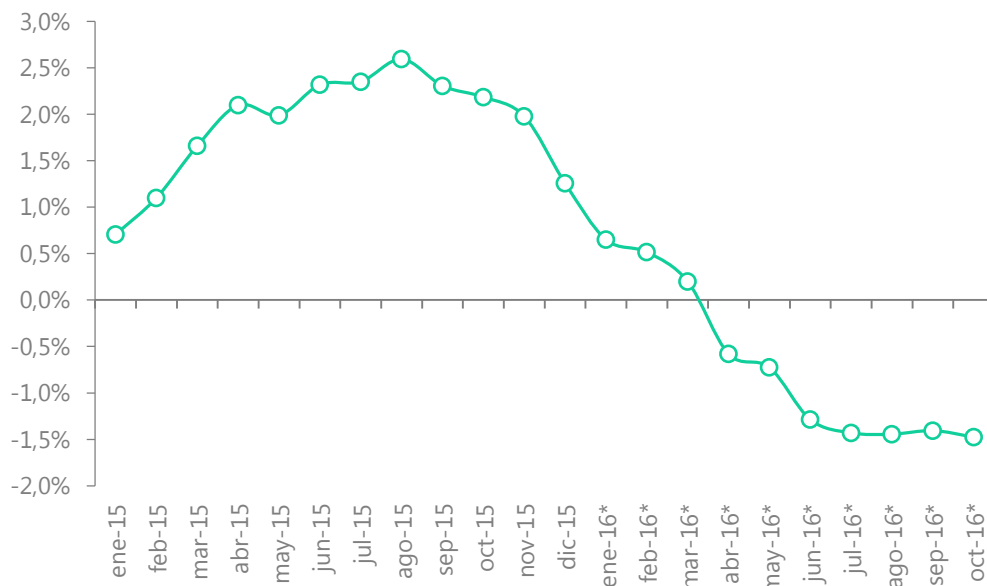
Los brotes verdes todavía no se consolidaron. De cara a los próximos meses, es posible que la inversión comience a repuntar antes que el resto de las variables macro. En cambio, es esperable que se demore más un eventual rebote en el consumo, cuya recuperación está supeditada a una recuperación de los salarios reales, y en la actividad económica.

La recuperación del empleo sigue haciéndose esperar

El empleo privado registrado continua su retracción, y las señales de reversión de la tendencia son todavía tenues. En octubre (último dato disponible) se verificó la séptima caída anual (-1,5%), lo que implicó una reducción de más de 92 mil puestos de trabajo. La tasa de caída de octubre es la más alta desde el inicio de la serie (enero 2009).

Empleo Privado Registrado

Variación % Anual



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

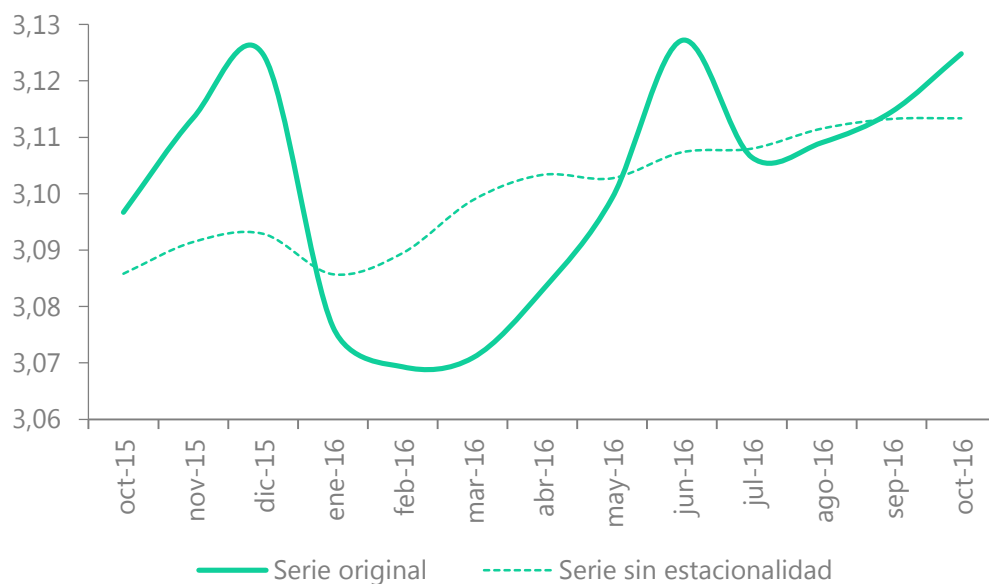
¹ A pesar de la caída, esta variable se encuentra en niveles elevados en términos históricos, de modo tal que habrá que esperar en qué medida podrá mantenerse en este nivel durante 2017.

Si bien en términos desestacionalizados en octubre se observó la segunda mejora consecutiva del nivel de empleo, dichas modificaciones fueron sumamente modestas (0,04% en septiembre y 0,03% en octubre), y no permiten inferir que el ciclo haya comenzado a revertirse. Más bien por el contrario, parecen confirmar una tendencia al estancamiento luego de la importante caída de los primeros meses de 2016.

En octubre volvió a caer el empleo industrial (-3,7% anual), y acumula su novena caída (47 mil empleos menos que en octubre del año pasado). Igual suerte sufrió la construcción (-10,6% anual), su décima caída (48 mil trabajadores menos). Por su parte, en agricultura y ganadería se emplearon 8.000 trabajadores nuevos, y en servicios otros 1.800. El cuadro se completa con una caída en el resto de los sectores productores de bienes, donde se perdieron 6.800 empleos. Vale destacar que **en octubre en empleo en la construcción volvió a caer en términos desestacionalizados luego de dos meses de leve crecimiento, de modo tal que la recuperación en el sector todavía deberá esperar.**

Empleo Público

Serie Original y Sin Estacionalidad – En Millones de Puestos de Trabajo



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

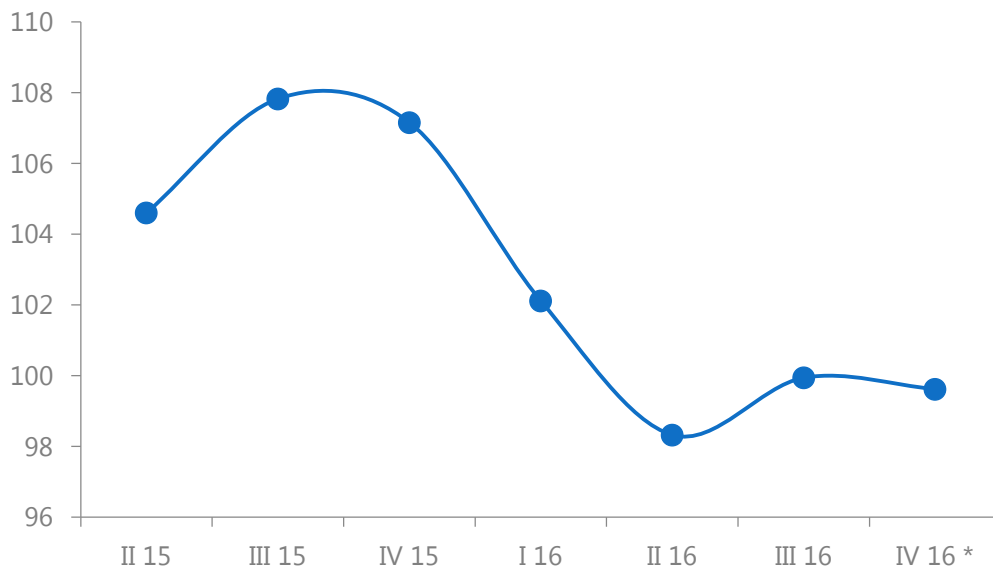
Por su parte, mientras el empleo privado se contrajo -1,5% anual, el empleo público se expandió en octubre +0,9% anual (28 mil asalariados). Esto indica que, **a pesar de la retórica del gobierno, durante el primer año de Cambiemos el empleo público (incluyendo al gobierno**

nacional, provinciales y municipales) continuó creciendo, aunque a una tasa menor que años anteriores.

El crecimiento del empleo público es importante de cara a los recientes anuncios del Ministerio de Modernización referidos al congelamiento de las incorporaciones. En este sentido, es probable que el Gobierno Nacional identifique que la política de despidos ha sido insuficiente para reducir el empleo público (el año comenzó con una nueva serie de despidos en el Ministerio de Educación) y, por lo tanto, necesite imponer mayores restricciones a los propios funcionarios de Cambiemos para contratar personal. A partir de estos anuncios, las autoridades deberán navegar entre sus necesidades funcionales (que los llevaría a ampliar la dotación de sus áreas) con una definición política de achicamiento, o al menos estancamiento de la planta.

Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE)

Nivel – En términos reales



Fuente: Elaboración propia en base a MTEySS e ITE

Por su parte, los datos del INDEC, para el tercer trimestre mostraron una desocupación de 8,5%, levemente más baja que la del segundo trimestre (9,3%), y una tasa de trabajo no registrado de 33,8%. **Por el momento, el sector informal (tanto el empleo no registrado como el cuentapropismo no profesional) no parece haber aumentado en tamaño.** Sin embargo, de confirmarse el empeoramiento de las

condiciones laborales, es de esperar que estas actividades de “refugio laboral” tiendan a expandirse.

En lo que respecta al poder adquisitivo de los trabajadores, **durante el 4° trimestre se estima que el salario real (en base al RIPTE) cayó -7,6% respecto a igual periodo del año 2015, cerrando así el año con una caída promedio cercana a -7%**. Las perspectivas de recuperación para el año que viene estarán influenciadas por el desempeño de la economía real y la articulación de las demandas sindicales, pero también con la posición que tome el gobierno de cara a las negociaciones paritarias (ver sección Precios).

Finalmente, cabe destacar que, junto con la asunción del nuevo Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, pareciera que **las preocupaciones por la caída en el nivel de empleo empezaron a ganar espacio en las agendas oficiales, particularmente en un contexto donde el miedo al desempleo ha ganado lugar dentro los sondeos de opinión**, lo que adquiere mayor relevancia por tratarse de un año electoral.

A esta altura parece estar claro, que la recuperación no tendrá la esperada forma de “V”, por lo que el gobierno espera que la actual “L” empiece a tomar, al menos, forma de “U”, para ello el Gobierno empezó a apuntar, por el momento con balas de fogueo, hacia la **flexibilización de los convenios y la reducción de las cargas patronales**.

La buena noticia es que el Gobierno está tomando nota de los efectos que su política económica genera sobre el mercado de trabajo, la mala es que **la solución que plantea para estos problemas es más dogmática que pragmática**, ya que estas recetas han demostrado ser completamente ineficaces en el pasado. Este tipo de propuestas tienen escasos o nulos beneficios en la creación de empleo, pero en cambio generan grandes perjuicios a los trabajadores que ya se encuentran empleados, a la vez que atentan contra la sostenibilidad de la seguridad social.

FISCAL: Cierre 2016 apuntalado por el blanqueo. Dudas para 2017.

El cierre del año fiscal estuvo signado por los resultados del blanqueo. Los ingresos totales en 2016 se ubicaron en \$1.613.452 millones, prácticamente en el mismo nivel en términos del PBI que durante 2015 (+0,1 p.p.). Esto se explica en su totalidad por el aporte del blanqueo (+1,3 p.p.), que sirvió para compensar la caída de los recursos tributarios (-1,1 p.p.)².

Al analizar los ingresos en términos reales, se observó una fuerte contracción en todas las fuentes de recursos, especialmente en los tributarios (-11,6% anual).

Ingresos Totales del SPN

En % del PIB y variación en términos reales

	2015	2016	
	% del PBI	% del PBI	Var. Real
Ingresos totales	22,6%	22,7%	-2,0%
Tributarios	12,1%	11,1%	-11,6%
Seguridad Social	7,2%	7,1%	-4,3%
Rentas de la Propiedad	2,4%	2,3%	-7,4%
Blanqueo	0,0%	1,3%	-
Resto	1,0%	1,0%	-13,9%

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda

El gasto primario se incrementó 0,6 p.p. en relación al año anterior, ubicándose en 25,0% del PBI. El impulso estuvo dado fundamentalmente por el incremento en las Transferencias corrientes (+1,3 p.p.) y, en menor medida, por el gasto en Seguridad Social (+0,2 p.p.), compensando el ajuste en los gastos de capital (-0,4 p.p.) y el resto de las partidas (-0,4 p.p.).

Se pueden identificar algunos números llamativos de la evolución del gasto en el último mes de 2016. En primer lugar, **el gasto primario**

² Un dato llamativo es que, a pesar del discurso del BCRA, las transferencias realizadas por esta institución en términos del PBI durante 2016 (1,4%) fueron casi idénticas a las del año anterior (1,5%).

habría observado en diciembre un incremento notable (85,4% anual), lo cual fue posible gracias a la recaudación por el blanqueo, que hizo que los ingresos del SPN se expandieran 104,9%. Entre las principales partidas del gasto, fue sorprendente el incremento en las Transferencias corrientes (217,1%) y los Gastos de Capital (177,2%).

De este modo, el resultado primario de 2016 fue de -4,6% del PBI, ubicándose levemente por debajo de la meta planteada por el gobierno a principios de año.

Cabe hacer al respecto dos aclaraciones. Por un lado, la meta a la cual el gobierno ha dado cumplimiento, implica un incremento del déficit de 0,6 p.p. en relación al 2015, lo cual confirma la ejecución de un programa de "ajuste a dos velocidades", tal como [hemos discutido](#) a lo largo del año pasado. En segundo término, dado que los ingresos tributarios se redujeron -1,1 p.p., y que el gasto se expandió +0,6 p.p. en términos del PBI, **resulta evidente que la llave del éxito para alcanzar este objetivo estuvo en el blanqueo; sin éste, el resultado hubiera sido -5,9% del PBI.**

Gastos y Resultado del SPN

En % del PIB y variación en términos reales

	2015	2016	
	% del PBI	% del PBI	Var. Real/Dif.
Gasto Primario	24,4%	25,0%	-0,7%
Consumo y Operación	4,6%	4,4%	-7,3%
Seguridad Social	9,2%	9,3%	-1,4%
Transf. Corrientes	6,9%	8,2%	15,7%
Resto Gasto Corriente	1,0%	0,8%	-83,1%
Gasto Capital	2,7%	2,3%	-18,7%
Déf. Prim (neto del blanqueo)	-4,2%	-5,9%	-1,7%
Déficit Primario	-4,2%	-4,6%	-0,4%
Rentas de la Propiedad	2,4%	2,3%	-0,1%
Intereses	2,1%	2,3%	0,2%
Déficit Financiero	-3,9%	-4,6%	-0,7%

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda

El cambio de autoridades en Economía planteó, desde lo discursivo, un mayor compromiso para con el achicamiento del déficit fiscal. **Todavía**

resta esperar si en un año electoral el gobierno de Cambiemos está dispuesto a acelerar el ajuste de las cuentas públicas, o si el giro es en realidad más retórico que programático.

Son varios los elementos que plantean serias dudas sobre la viabilidad de la estrategia del gobierno. A la serie de reducciones impositivas del año pasado y el agotamiento de la etapa más virtuosa del blanqueo, se suma la perspectiva de baja en los aportes patronales, elemento relevante para fortalecer el vector de competitividad, según el ministro Dujovne.

En este contexto, **el acceso a los mercados de deuda externa (y la fe ciega en su permanencia en el tiempo), sigue siendo el “as bajo la manga” con el que las autoridades esperan contar para saltarse eventuales estrangulamientos fiscales y externos.**

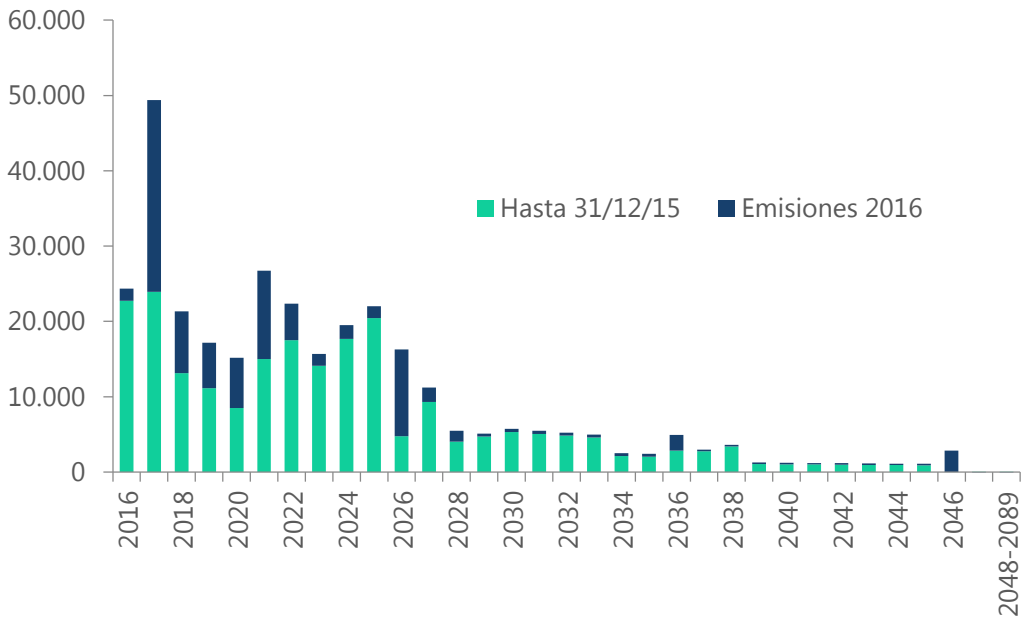
SECTOR EXTERNO: Comienzo de año con fuerte endeudamiento

La contracara del “ajuste a dos velocidades” implementado por el gobierno en 2016 fue, como ya es sabido, el vertiginoso endeudamiento público. El Estado Nacional finaliza 2016 con un total de colocaciones (todas las monedas) por USD 65.622 millones, de los cuales USD 60.700 millones vencerán de 2017 en adelante. Descontado los vencimientos operados durante 2016, la deuda de mercado argentina muestra un crecimiento de 32% en dólares.

El perfil de vencimientos evidencia una fuerte concentración en 2017, como resultado de las colocaciones de Letras de corto plazo, tanto en los mercados como a organismos públicos. En total, las emisiones realizadas a lo largo de 2016 incrementaron los vencimientos de deuda de 2017 en un 106%, lo que representa erogaciones adicionales por USD 25.000 millones.

Perfil de Vencimientos, Capital e Intereses

En millones de Dólares



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Entre gobierno nacional, provincias y privados realizaron un total de colocaciones en moneda extranjera de USD 52.600 millones en 2016, con un marcado protagonismo de la deuda emitida en el exterior.

Con la proa apuntando a 2017, la velocidad del ajuste en las cuentas públicas es todavía una incógnita. Como afirmamos más arriba, los recientes cambios de autoridades en la (ahora fraccionada) cartera de Economía, no hacen más que sumar incertidumbre. Según el Programa Financiero (PF) del gobierno, las necesidades de financiamiento para este año ascienden a USD 40.350 millones, de los cuales USD 20.000 millones se cubrirán con crédito externo (sumando organismos internacionales, facilidad de bancos y colocaciones de mercado).

Programa Financiero 2017

En millones

	Millones de pesos	Millones de dólares	En % de PIB
Déficit Primario	412.100	23.000	4,2%
Vencimiento de Interés ¹	154.166	8.603	1,6%
Vencimiento de Capital ¹	362.826	20.247	3,7%
Títulos	312.310	17.428	3,2%
Org. Internacionales y Bilaterales	50.516	2.819	0,5%
Ley de Reparación Histórica	-55.502	-3.100	-0,6%
Banco Central ²	-150.000	-8.400	-1,5%
Necesidades de Financiamiento	723.072	40.350	
Organismos Internacionales y Bilaterales	68.992	3.850	0,7%
Facilidad Privada con Bancos	107.520	6.000	1,1%
Refinanciación de LETES	80.640	4.500	0,8%
Mercado Local	250.880	14.000	2,6%
Mercado Internacional	179.200	10.000	1,8%
Entes Públicos	35.840	2.000	0,4%
Fuentes de Financiamiento	723.072	40.350	

¹ Los vencimientos correspondientes a títulos excluyen aquellos vencimientos intra sector público.

² Incluye utilidades y adelantos transitorios.

Fuente: Ministerio de Finanzas

Con vista al cierre de la brecha financiera, **el nuevo equipo económico de Cambiemos eliminó a comienzos de año otra instancia más de control macropudencial**, al dejar sin efecto el mínimo de 120 días de permanencia que exigía la legislación local para los ingresos de capitales del exterior. La medida, orientada a incrementar los márgenes de endeudamiento externo en el corto plazo, aumenta una vez más el grado de fragilidad de la economía argentina ante fases negativas en los flujos financieros internacionales.

Luego de enviado este mensaje, y aprovechando el viento de cola, **el gobierno avanzó rápidamente en la ejecución del PF 2017 durante las primeras semanas del año**³. En efecto, el gobierno nacional obtuvo un crédito de seis bancos del exterior (Santander, BBVA, HSBC, Citi, Deutsche y JP Morgan) por un total de USD 6.000 millones, a 18 meses de plazo, garantizado por los Bonar 2024. Al igual que el repo negociado el año pasado por el BCRA, esta línea hace las veces de *buffer* contra futuras

³ El apuro del equipo económico tuvo que ver con anticipar la toma de poder de Donald Trump en EEUU, que podría generar nuevos cimbronazos en los mercados globales y encarecer el financiamiento externo.

emisiones más largas, existiendo la posibilidad de cancelación anticipada en el caso de que el acceso a los mercados de deuda externa sea más holgado que el esperado.

Luego de esta emisión, y después de un difundido *road show* de varios funcionarios de peso, la Secretaría de Finanzas colocó en el mercado externo un total de USD 7.000 millones en letras a 5 y 10 años, a tasas de 5,625% y 7%, respectivamente, recibiendo ofertas por un total de USD 22.000 millones, lo que quiere decir que la emisión tuvo buena recepción.

El cierre de las necesidades financieras del PF 2017 pone también mucha presión sobre el mercado doméstico. A pesar de los análisis que auguran un impulso al desarrollo del mercado de capitales a partir de los ingresos de fondos generados por el blanqueo (en el 4° trimestre de 2016 los depósitos en moneda extranjera aumentaron USD 9.200 millones), lo cierto es que **la necesidad del Tesoro de refinanciar las Letes (USD 4.500 millones) y cerrar el resto de la brecha financiera vía colocaciones locales (USD 14.000 millones), acota sensiblemente la posibilidad de fondeo local de otras inversiones que no sean emisiones de deuda pública.** Como anticipamos en el informe pasado, es probable que en un futuro no muy lejano el BCRA relaje los límites que impone a los bancos para la exposición al sector público, en vistas de las necesidades del gobierno de diversificar sus fuentes de financiamiento.

Al menos en el corto plazo, **la posibilidad de seguir teniendo acceso a los mercados de crédito externos en condiciones relativamente favorables envía una señal muy fuerte al mercado cambiario**, y evita mayores intervenciones en el tipo de cambio que, no obstante, muestra una mayor resistencia a la baja que otros países de la región (ver [Informe de Coyuntura Diciembre 2016](#)).

Esto se debe a que, a pesar de su escasa vocación de intervención, las autoridades actúan subrepticamente (o de manera indirecta) cada vez que el tipo de cambio alcanza un piso que no están dispuestas a que sea perforado. El aumento del límite para la dolarización de cartera de los bancos, la compraventa de divisas de bancos oficiales o la extensión del plazo máximo para la liquidación de exportaciones (todas medidas tomadas en las últimas semanas), marcan el límite de tolerancia a la apreciación que tiene el gobierno.

Esta orientación, al igual que el impulso a la baja de aportes patronales, forma parte una estrategia dirigida a mejorar la ecuación de costos de los

sectores transables. Sin embargo, esta política deriva en que el tipo de cambio pierda peso como ancla nominal de la economía, lo cual tiene efectos directos en el control de la dinámica inflacionaria.

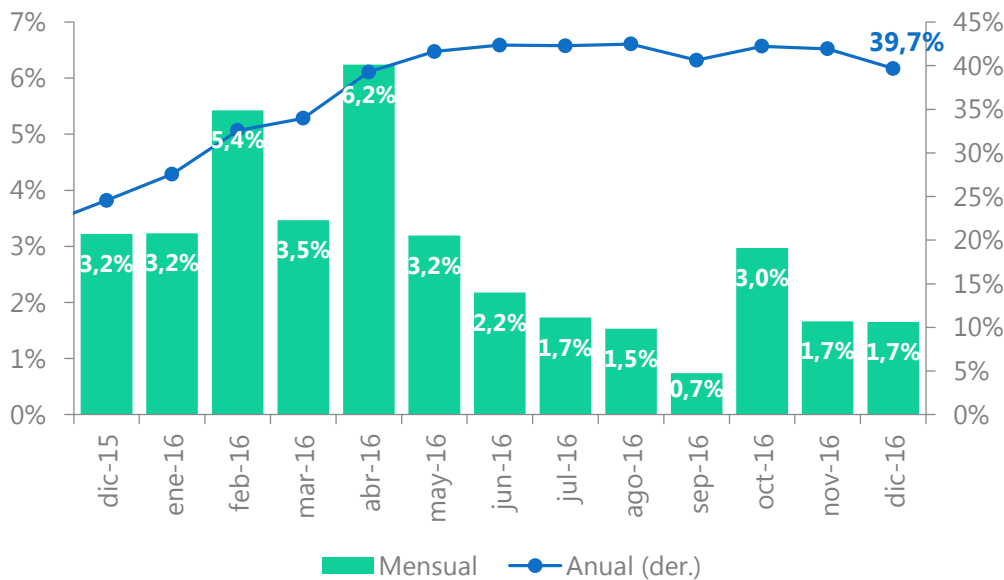
PRECIOS: La inflación esperada sigue por encima de las metas del BCRA

En diciembre, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 1,7% mensual, el mismo valor que el mes previo. En términos anuales, el alza fue de 39,7%, por lo que **en 2016 la suba del IRP alcanzó un 39,1% anual, lo que implica una fuerte aceleración en relación al año previo.**

Si bien la inflación núcleo registró en los últimos meses aumentos en línea con los objetivos del BCRA, el nivel general, que en definitiva es el que determina el poder adquisitivo de los salarios, continúa mostrando resistencia a perforar el piso de 1,5% mensual.

Índice de Relevamiento de Precios

Variación % Mensual - Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Nueva etapa para el régimen de Metas de Inflación

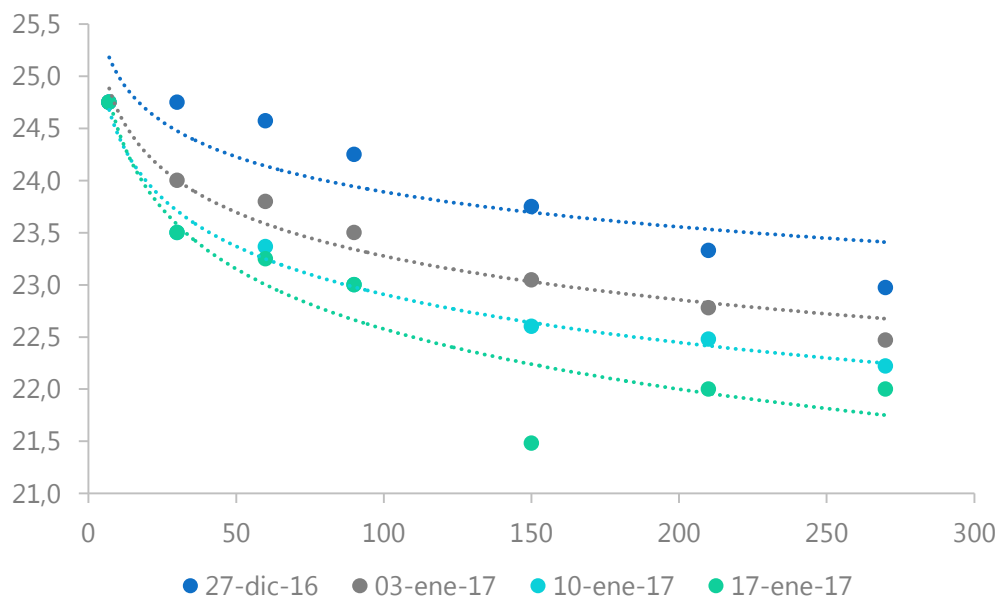
Tal como había anunciado el año pasado, el BCRA comenzó 2017 con un nuevo esquema de política monetaria. A partir de la primera semana del año, la tasa de interés de referencia para la autoridad monetaria dejó de ser la LEBAC a 35 días y pasó a ser el punto medio del corredor que forman la tasa de pases pasivos y activos.

Esto supone una serie de desafíos para el BCRA. En primer término, dado que la tasa de pases activos ha caído en desuso en los últimos años debido a problemas reputacionales, es probable que el mercado secundario de LEBAC siga siendo, al menos por un tiempo, un ámbito más propicio para que los bancos acomoden sus necesidades de liquidez.

En segundo lugar, la ventanilla de pases (pasivos) ha sido en los últimos años el ámbito para colocar la liquidez excedente *ex post* las decisiones de cartera de los bancos, de modo tal que la baja sensibilidad del mercado monetario a cambios en la tasa de pases debe necesariamente corregirse si se pretende que los mecanismos de arbitraje funcionen correctamente.

Curva de Tasas de Interés

En % nominal anual



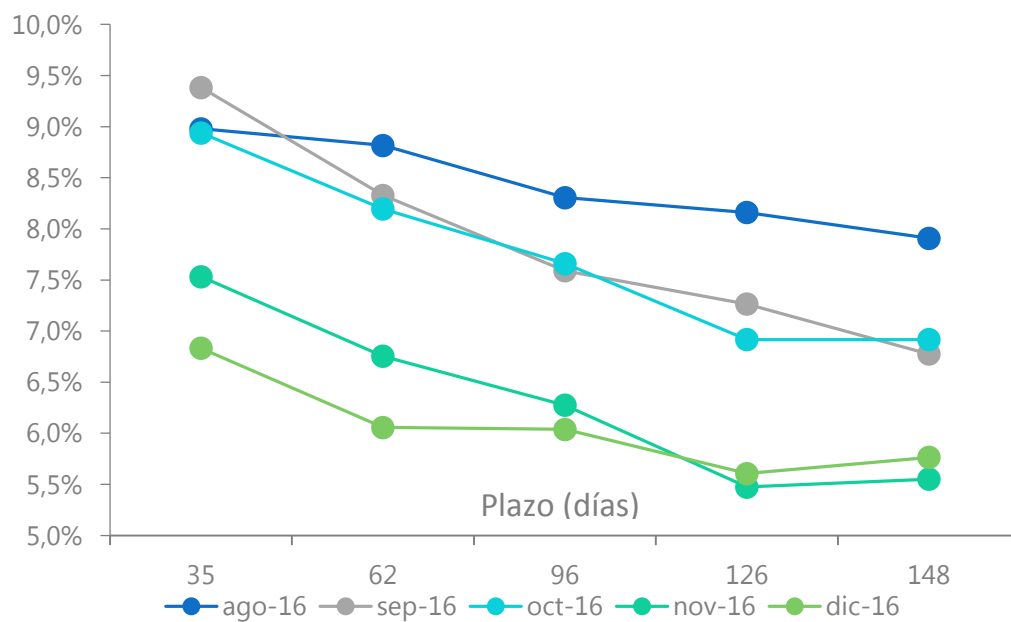
Fuente: BCRA

El nuevo procedimiento para la política monetaria debutó manteniendo en 24,75% la tasa de política monetaria (es decir, el punto medio de corredor), aunque en simultáneo el BCRA redujo de modo gradual la curva de LEBAC, **produciendo un mayor empinamiento de la curva de tasas en pesos de la economía**⁴.

Según la propia retórica del BCRA, que asegura sostener un “sesgo antinflacionario” en su política, este movimiento implicaría una desaceleración en las expectativas de inflación. Sin embargo, según el Relevamiento de Expectativas del Mercado del Banco (REM), **las expectativas de suba en los precios para los primeros meses del año aumentaron por segundo mes consecutivo en diciembre**, arrojando como resultado una baja en los retornos reales y dotando de un sesgo más expansivo a la política monetaria.

Tasa de Interés Real

Tasa Efectiva Anual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e ITE.

Para este año, si bien es esperable que los precios crezcan a una tasa inferior a la de 2016, la inflación permanecería aún en niveles elevados.

⁴ Esta baja en las tasas posiblemente haya impulsado, junto con el rally mundial que han tenido los mercados en las últimas semanas, el aumento de otros activos financieros como las acciones, activando un nuevo mecanismo de transmisión de la política monetaria de debe seguirse de cerca por sus potenciales efectos disruptivos.

Las estimaciones del REM indican que la inflación en diciembre se ubicaría en 21% anual, cuatro puntos por encima de la banda superior de la meta del BCRA. En efecto, **los incrementos de precios de bienes y servicios regulados, tales como combustibles, peajes, prepagas y servicios públicos, dificultarán que la inflación disminuya con mayor velocidad.**

Las estimaciones del REM son consistentes con una inflación de 23,7% anual promedio en 2017, aunque esta cifra podría ser corregida al alza. Las expectativas de inflación de la Universidad Di Tella, por otro lado, subieron 0,3 p.p. en relación a la medición de diciembre, hasta 25% anual en 2017.

Estos guarismos indican que **aún no es posible afirmar que la dinámica de precios se encuentra controlada, y en vías de alcanzar exitosamente la meta del BCRA.** Un aspecto a tener en cuenta es que, bajo este nuevo régimen macroeconómico, en el cual el tipo de cambio tiene un menor peso como ancla nominal, se desconoce todavía como es la interacción entre la demanda agregada y el nivel de inflación. En este sentido, un rebote (aun leve) de la actividad, podría dificultar aún más el cumplimiento de las metas.

Es en este contexto que el flamante ministro de Hacienda ha deslizado, entre otras alternativas, la posibilidad de utilizar las importaciones como instrumento para disciplinar los precios. Pero además, **el gobierno hizo una apuesta fuerte por empezar a coordinar expectativas a partir de los objetivos de inflación de Sturzenegger para este año**, buscando desalentar acuerdos paritarios cuyo objetivo sea recuperar poder adquisitivo perdido por la inflación pasada. En esta coyuntura particular (es decir, en un contexto de desinflación) tratar de inducir paritarias que solo contemplen la inflación futura implica la posibilidad de imponer un sesgo regresivo a la "política de ingresos", por lo cual es un aspecto que debe monitorearse de cerca.