

Informe Macroeconómico

lunes 17 de julio de 2017

Nº 234

Apoya el Informe Macroeconómico



CONTENIDO

POLÍTICA MONETARIA

2

El BCRA adoptó un régimen de metas de inflación que define un rango objetivo para la variación de los precios y se vale de la tasa de interés como principal instrumento de política. La autoridad monetaria realiza importantes esfuerzos para retirar de circulación la emisión monetaria derivada del déficit fiscal. No obstante, la estrategia no se encuentra exenta de costos.

PRECIOS

7

Luego de una fuerte aceleración de la inflación en 2016, la variación de los precios se desaceleró fuertemente en 2017, incluso pese a la continuidad de los aumentos de los servicios públicos. Si bien difícilmente se alcance la meta de 17% anual, la inflación interanual se está acercando a su "piso" de los últimos años.

MONITOR MACROECONÓMICO

9

Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe

Laura Pederiva
Miguel Fusco

Economistas a Cargo

Santiago Giraud
Daniel Almazán

Visite nuestra página Web
www.crea.org.ar

Elaborado por AACREA - Área Economía, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

economia@crea.org.ar

INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO - AACREA

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)
Buenos Aires - Argentina.
Tel. (54-11) 4382-2076/79

Acceda a nuestro servicio gratuito de Base de datos on-line: **AGROSERIES ONLINE**

Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.

POLÍTICA MONETARIA

El BCRA adoptó un régimen de metas de inflación que define un rango objetivo para la variación de los precios y se vale de la tasa de interés como principal instrumento de política. La autoridad monetaria realiza importantes esfuerzos para retirar de circulación la emisión monetaria derivada del déficit fiscal. No obstante, la estrategia no se encuentra exenta de costos.

Desde el cambio de Gobierno, la política monetaria adquirió un rol central como instrumento para combatir la inflación. Concretamente, el BCRA adoptó formalmente, en septiembre 2016, un régimen de metas de inflación como el que tienen la mayoría de los países de la región, siendo el objetivo para 2017 una inflación de 17% anual. Debido a las controversias suscitadas alrededor del funcionamiento de la política monetaria (sobre todo en torno a las tasas de interés en moneda local) este Informe, analizará el funcionamiento de la dinámica monetaria, haciendo foco en su evolución, costos y resultados (ver sección precios).

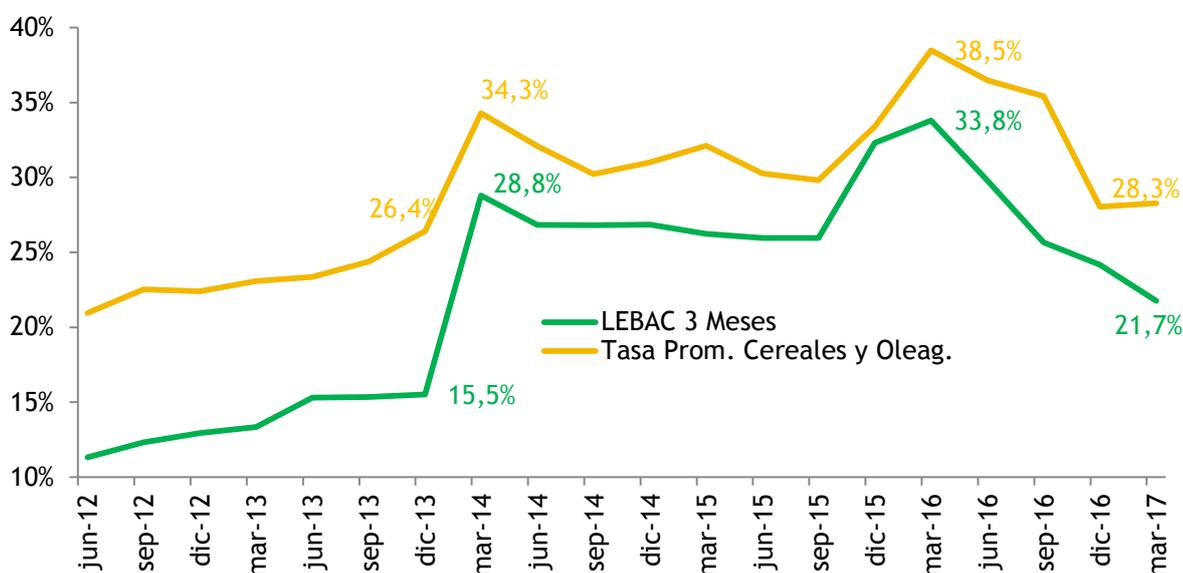
En un régimen de metas de inflación, el Banco Central pre anuncia cuál es su objetivo para la variación de los precios para un determinado año (en 2017, entre 12% y 17%) y se compromete a hacer todo a su alcance para lograr esta meta. Se desprende de lo anterior que la credibilidad es un aspecto central del régimen y, de hecho, las expectativas son el primer canal a través del cual se afecta la tasa de inflación. Un Banco Central con credibilidad puede ayudar a coordinar expectativas, a través de su meta, orientando los reclamos salariales hacia menores alzas nominales que implican a su vez menos presión sobre los costos y, consecuentemente, un menor traslado de alza salarial hacia los precios.

Al margen de este rol coordinador de las expectativas que se construye a partir de la confianza, la tasa de interés es el instrumento por excelencia del Banco Central en un esquema de metas de inflación. Si los precios se incrementan por encima de lo deseado, la autoridad monetaria elevará las tasas de referencia, mientras que en contextos de descenso de la inflación ocurrirá lo contrario. En términos generales, el encarecimiento del crédito opera debilitando la demanda, lo que a su vez limita los aumentos de precios al reducir las ventas de las empresas.

En Argentina, que tiene mercados financieros poco desarrollados, esta vía es más bien débil y la tasa de interés afecta la inflación esencialmente a través de la contención del dólar. En efecto, el dólar es, además de una moneda, un activo financiero cuyo retorno en pesos depende de la tasa de devaluación. En ese sentido, a la hora de decidir qué hacer con una suma de dinero, los inversores comparan las distintas opciones disponibles. Simplificando, si tengo que optar entre un plazo fijo o comprar dólares y la tasa de interés en pesos es más alta que la devaluación esperada, ello puede inclinar la balanza hacia una colocación en pesos. A su vez, el propio hecho de optar por no comprar dólares, recurriendo en cambio a activos en pesos, quita presión sobre

la cotización de la divisa norteamericana, validando las expectativas de calma en el mercado cambiario. La estabilidad del dólar ayuda a contener los precios a través del mantenimiento relativo del valor de los bienes importados, ya sean de consumo o insumos. De igual modo, aquellos bienes que tienen un precio internacional de referencia en dólares, tendrán menores aumentos en un contexto de calma cambiaria. También la estabilidad de la cotización de la divisa norteamericana es un factor adicional que opera a través de las expectativas, dada la asociación que existe entre devaluación y aumento de precios. Por ejemplo, ante la expectativa de una corrección cambiaria inminente con el cambio de Gobierno, los precios comenzaron a acelerarse ya en noviembre de 2015 antes de que se produzca la devaluación.

LEBAC a 3 Meses y Tasa Cobrada al Agro - TNA



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

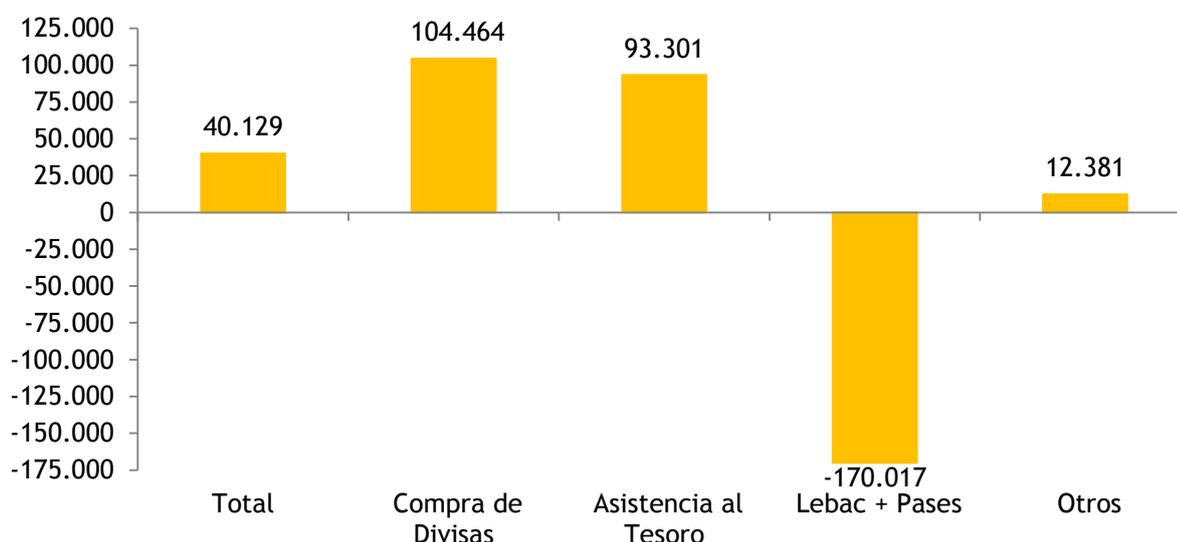
En el caso concreto de Argentina, el BCRA regula las tasas de interés de la economía mediante la tasa de pases. Simplificando, los pases son una operación de corto plazo entre el BCRA y las entidades financieras por la cual se percibe una tasa de interés. Otro instrumento similar, pero más conocido, son las LEBACS, que son letras emitidas por el BCRA a distintos plazos y que, de igual forma, pagan una tasa de interés. En ambos casos, al dar una opción “libre de riesgo” a los bancos, se controla el costo del crédito al resto de los sectores de la economía. Es decir, si sube la tasa “libre de riesgo”, aumentará también la tasa que se le cobra, por ejemplo, sector agropecuario que enfrenta los riesgos asociados a la actividad (climáticos, de comercialización, etc.). Como puede verse en el gráfico, existe una estrecha relación entre la tasa de pases y la tasa de la LEBAC a 3 meses¹. De hecho, la política de tasas altas encarada por el BCRA desde 2016 es el factor que puede explicar en gran medida la dinámica de la tasa de interés de los créditos en pesos al sector en ese año (ver gráfico). Cabe destacar que la tasa de referencia del

¹ Se optó por ese plazo por tener mayor disponibilidad de datos

BCRA es una parte importante de cuánto cuesta un crédito pero no es el único componente. La diferencia entre la tasa de las LEBACS y la tasa cobrada al agro dependerá de otras condiciones y regulaciones vigentes en el mercado de crédito. En efecto, en diciembre de 2013 la TNA de la LEBAC a 3 meses era de 15,5% frente a una TNA cobrada al sector cerealero de 26,4% (es decir, 70% más que le LEBAC) mientras que en marzo último, esa brecha fue de 24%.

Al establecer la tasa de interés, el BCRA influencia además la cantidad de dinero circulante en la economía. A través de las LEBACS y pases, el sector privado entrega efectivo al BCRA que da a cambio una promesa de pago que devenga intereses. En ese sentido, cuanto más alta sea la tasa de interés, más atractivo será colocar en estos instrumentos. En lo que va del año, la autoridad monetaria retiró de circulación \$170.071 mill. apuntando a compatibilizar el crecimiento de la cantidad de dinero con sus metas de inflación.

Factores de Explicación de la Base Monetaria (2017) - Millones de \$



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

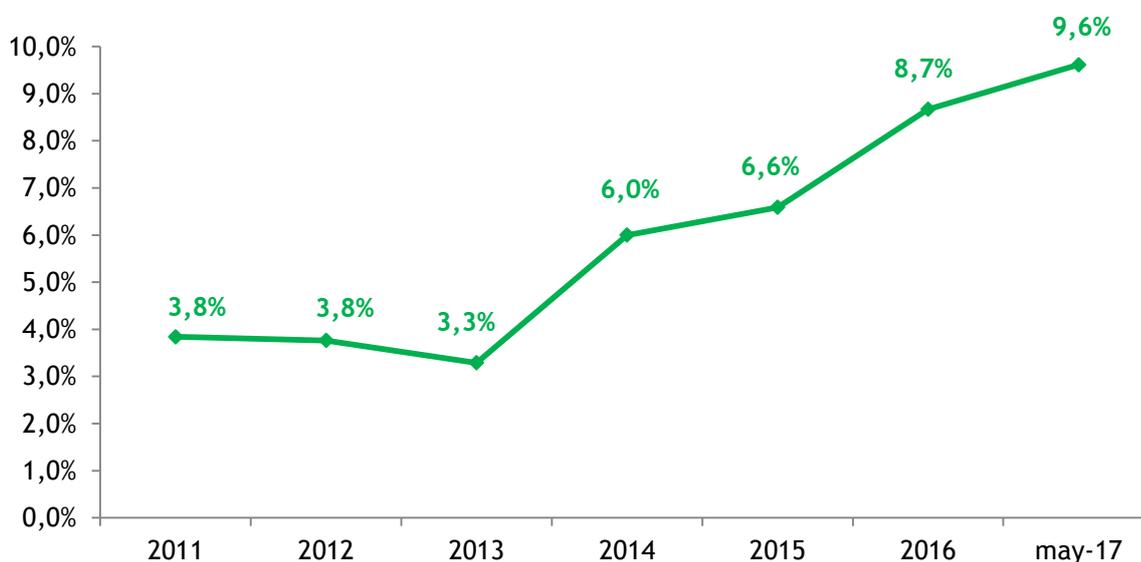
Si bien originalmente el proceso inflacionario en Argentina comenzó con superávit fiscal actualmente el financiamiento del déficit público es el principal factor que explica el crecimiento de la cantidad de dinero. Más en detalle, la inflación superó el 20% anual por primera vez en 2007 (21,2% anual), año en el cual el sector público observaba un superávit primario de 2,8% del PBI. En efecto, si bien la asistencia del BCRA al tesoro se ha venido reduciendo, todavía en 2017 está pactado que la autoridad monetaria emita \$150.000 mill. para financiar al fisco (1,5% del PBI en 2017 vs 5,1% del PBI en 2015). Más aún, el Gobierno redujo la asistencia del BCRA al Tesoro mediante el endeudamiento, que en una buena proporción se encuentra nominado en moneda extranjera², dado el insuficiente tamaño del mercado financiero local. Sin embargo los gastos del estado son en pesos, con lo cual el Tesoro debe cambiarle al BCRA los dólares por moneda local. Así, de los \$104.464 mill. de pesos

² El endeudamiento en dólares y otras monedas extranjeras representó el 56% del endeudamiento total en 2016.

emitidos para comprar dólares a lo largo del año, el 74% responde a compras al Gobierno y sólo el 26% restante a adquisiciones de divisas al sector privado. Cabe remarcar que endeudarse no es lo mismo que emitir, ya que el estado de las reservas internacionales y del patrimonio del BCRA es más sólido en el caso del endeudamiento que si se emite sin contrapartida. En ese sentido, las reservas del BCRA pasaron de US\$26.175 mill. en noviembre de 2015 a US\$47.722 mill. en junio de 2017.

Esta estrategia de retirar dinero de la economía, conocida como esterilización, tiene costos asociados más allá del mencionado encarecimiento del crédito al sector productivo. Un punto central, es que las LEBACS y los pases pagan intereses, con lo cual en cada vencimiento de estos instrumentos se debe devolver el capital y además emitir para pagar los intereses. Así, uno de los costos de la esterilización es el crecimiento del stock de LEBACS, que pasó de 6,6% del PBI en 2015 a 9,6% del PBI en mayo último. Evidentemente, este stock no puede crecer indefinidamente y la esterilización se trata más bien de una estrategia de transición hasta que se equilibren las cuentas públicas y estas posiciones deberán desarmarse eventualmente. Un riesgo derivado de la existencia de este stock se da en caso de que, por algún motivo, se espere una devaluación brusca y los inversores salgan de las LEBACS para adquirir dólares, caso en el cual se produciría una presión importante sobre el mercado cambiario. Otro problema es que la necesidad de renovar mes a mes los vencimientos de LEBACS puede obligar a mantener tasas altas por largos periodos de tiempo.

Stock de Letras del BCRA (incluye Pases) - % del PBI



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

En suma, desde septiembre de 2016 el BCRA adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, que utiliza a la tasa de interés como el principal instrumento para combatir el alza en los precios. A su vez, este esquema contribuye al objetivo de frenar la inflación contrayendo la demanda, a través de las expectativas y contribuyendo a la estabilidad del dólar, siendo los

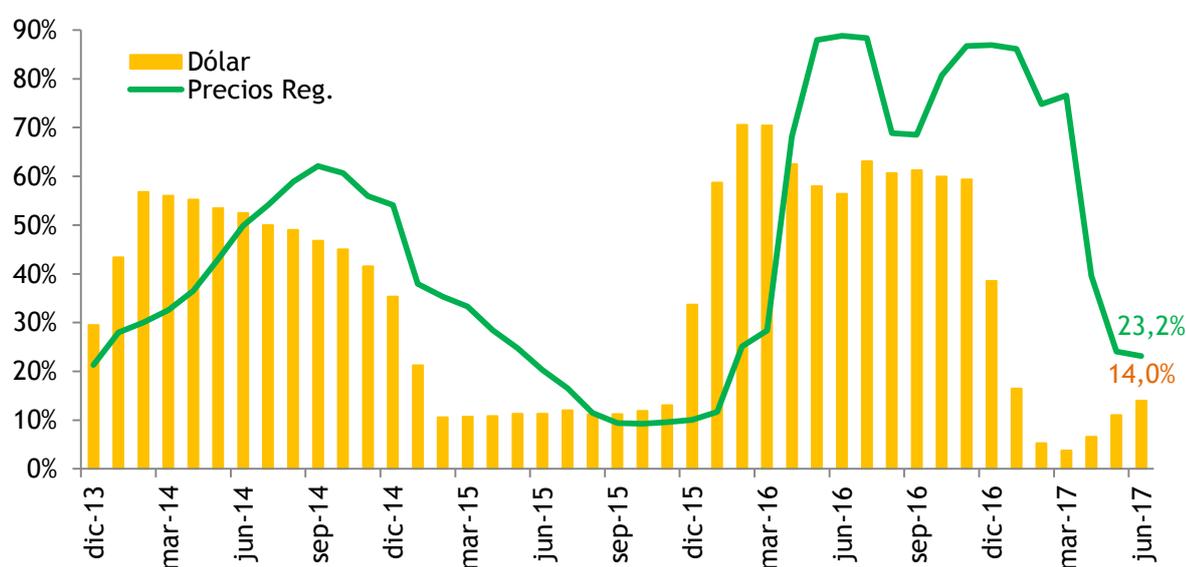
últimos dos canales probablemente los más relevantes para Argentina. En este marco, desde el cambio de Gobierno el BCRA implementó una política de elevadas tasas de interés para llevar la inflación a niveles compatibles con sus objetivos. Ello permitió absorber una importante cantidad de circulante, \$170.017, mill en 2017, que se origina en última instancia en el déficit fiscal. Sin embargo, la estrategia oficial tuvo costos asociados, fundamentalmente el encarecimiento del crédito al sector productivo y las dificultades asociadas al manejo del creciente stock de LEBACS.

PRECIOS

Luego de una fuerte aceleración de la inflación en 2016, la variación de los precios se desaceleró fuertemente en 2017, incluso pese a la continuidad de los aumentos de los servicios públicos. Si bien difícilmente se alcance la meta de 17% anual, la inflación interanual se está acercando a su “piso” de los últimos años.

Pese a la política implementada por el BCRA, la inflación tuvo una importante aceleración en 2016. En efecto, luego de un crecimiento de 24,6% en 2015, la variación de los precios minoristas fue de 36,2% en 2016³. El desvío se atribuiría a que existen otros factores que pueden alterar la dinámica de los precios. Puntualmente, un salto del tipo de cambio o las tarifas inciden en la tasa de inflación, al menos en el corto plazo. En ese sentido, una de las dificultades que actualmente enfrenta el Gobierno a la hora de bajar la inflación es que, como comentábamos en el apartado anterior, la emisión monetaria se encuentra estrechamente vinculada al déficit fiscal. A su vez, el déficit fiscal está explicado en buena medida por los subsidios a los servicios públicos, motivo por lo cual su reducción lleva implícita la necesidad de aumentar las tarifas. De esta manera, se da la paradoja de que reducir el déficit es inflacionario en el corto plazo, en la medida que subas de tarifas tienen un efecto directo (aumento del costo de la energía eléctrica) como indirecto (traslado a precios de la suba de costos por parte de las empresas) sobre la variación de los precios minoristas.

Dólar y Precios Regulados - var. % interanual



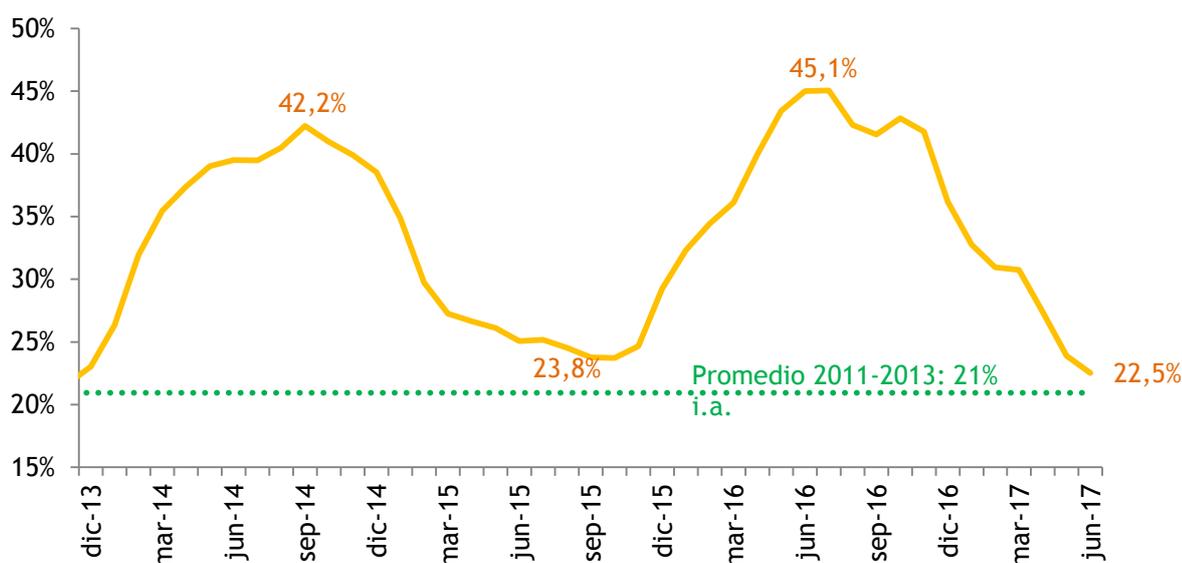
Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA e IPC CABA.

Con todo, el BCRA puede reclamar un éxito relativo en 2017. Los precios minoristas aumentaron 11,8% i.a. en los primeros seis meses del año incluso a pesar de un alza de 16,7% i.a. en los precios en los que tiene incidencia el estado, incluidas las tarifas (de acuerdo al nuevo IPC

³ Según el IPC Empalme confeccionado a partir de IPC CABA e IPC San Luis por AACREA.

Nacional elaborado por el INDEC). Así, pese a que los aumentos tarifarios, como puede verse en el gráfico, mantuvieron una intensidad mayor en el período 2016-2017 que en 2014-2015, la inflación, de acuerdo a las proyecciones del REM⁴, cerraría el año en 21,5% a nivel nacional, el nivel más bajo desde 2012. De todas formas, la autoridad monetaria no lograría su meta de 17% anual y, por otra parte, la baja se da en un contexto de apreciación cambiaria. Incluso con la suba del dólar de las últimas semanas, en lo que va de julio el tipo de cambio real se encuentra un 4% más apreciado que en igual período de 2016.

Inflación - var. % i.a.



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de IPC CABA, IPC San Luis y otros.

En conclusión, los resultados de la política monetaria implementada por el BCRA son, hasta ahora, más bien mixtos. Mirando el saldo más favorable, la inflación se redujo respecto a los niveles observados en 2016 y terminaría en los valores más “bajos” desde 2012 incluso pese a los aumentos tarifarios. En contraste con esta visión más optimista, el menor ritmo de variación en los precios se da en un contexto de apreciación cambiaria y también terminaría el año por encima de los objetivos del BCRA de acuerdo con el REM. Para los próximos meses, un dato importante a observar es si la subida del dólar (7,9% desde el 15 de junio) tiene impacto sobre los precios, que en junio mostraron un alza de 1,2% mensual de acuerdo al nuevo IPC Nacional elaborado por el INDEC. Más hacia el futuro, pensando ya en 2018, sería un logro positivo si la inflación cayera por debajo del 20% anual, situación que no ocurre desde 2009.

⁴ El relevamiento de expectativas de mercado (REM) REM es una encuesta en la que el BCRA pregunta a distintas consultoras, bancos y otros organismos que realizan pronósticos económicos, cual es la expectativa que tienen sobre la evolución de distintas variables. Luego, la autoridad monetaria publica mensualmente el promedio (y otras métricas) de esas respuestas en un reporte disponible [públicamente](#).

MONITOR MACROECONÓMICO

VARIABLES MENSUALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	0,0%	0,6%	0,4%	abr-17	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	4,6%	4,4%	abr-17	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-	10,3%	5,1%	may-17	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento	3,9%	16,9%	65,4%	jun-17	Toneladas
	Industria	EMI	-	2,7%	-1,4%	may-17	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	0,5%	9,2%	-2,1%	jun-17	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados	-	-1,7%	-9,0%	abr-17	Pesos Constantes
Consumo	Confianza del Consumidor	-8,1%	-1,2%	1,8%	jun-17	Índice	
Empleo y Salarios	Nivel General	Empleo Privado Formal	-0,8%	0,1%	-0,1%	abr-17	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	-4,5%	0,5%	1,8%	abr-17	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,8%	1,1%	1,1%	abr-17	Miles de Trabajadores
	Nivel General	Salario Privado Formal	-	2,5%	2,6%	abr-17	Pesos Constantes
Exportaciones	Nivel General	Exportaciones Totales	-	0,8%	1,6%	may-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	-5,4%	-5,3%	may-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	-8,5%	-1,8%	may-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	23,9%	10,7%	may-17	Millones de Dólares
	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	20,8%	28,4%	may-17	Millones de Dólares
Importaciones	Inversión	Bienes de Capital	-	22,6%	18,5%	may-17	Millones de Dólares
	Consumo	Bienes de Consumo	-	13,6%	16,0%	may-17	Millones de Dólares
Precios		IPC Nacional	1,2%	-	11,8%	jun-17	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		Dólar Mayorista	2,7%	14,0%	9,4%	jun-17	Pesos por Dólar
		Índice Merval	0,1%	60,6%	45,0%	jun-17	Puntos Básicos
		Prestamos en Pesos	1,8%	5,9%	-2,5%	jun-17	Pesos Constantes
		Prestamos en Dólares (S Privado)	8,5%	103,8%	14,2%	jun-17	Millones de Dólares
Fiscales		Gasto Primario	-	23,6%	33,0%	may-17	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	-15,4%	0,5%	may-17	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	34,7%	38,9%	may-17	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	15,7%	37,6%	may-17	Pesos Corrientes
		Recaudación	-	13,7%	31,4%	may-17	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	0,0%	14,2%	may-17	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	-1,1%	10,6%	may-17	Pesos Corrientes
	Seguridad Social	-	34,2%	35,8%	may-17	Pesos Corrientes	

VARIABLES TRIMESTRALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	1,1%	0,3%	0,3%	I-17	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	4,3%	4,3%	I-17	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	1,4%	0,9%	0,9%	I-17	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	1,7%	3,0%	3,0%	I-17	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-10,2%	24,6%	24,6%	I-17	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	-17,0%	74,8%	74,8%	I-17	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	-67,5%	23,9%	23,9%	I-17	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	-14,2%	25,0%	25,0%	I-17	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.