

CIERRE DE AÑO CON NUEVAS METAS Y ESCALADA DEL DÓLAR

Viernes 29 de Diciembre de 2017

La última semana del año nos está dejando novedades importantes de cara al próximo año. Las primeras noticias estuvieron relacionadas con una escalada del tipo de cambio. Posteriormente se logró la aprobación en el Congreso de la Reforma Tributaria, que sumada a la readecuación del sistema de ajuste previsional, permitieron definir el escenario fiscal para 2018.

En ese marco, el equipo económico en conjunto anunció una serie de cambios de cara al próximo año.

PROGRAMA FISCAL

Se mantienen las metas fiscales previstas y se asume una regla de senioriaje para la asistencia del BCRA al Tesoro.

PROGRAMA FINANCIERO

Mantiene su objetivo de lograr USD 30.000 millones de financiamiento para 2018 y asume la responsabilidad de suplir al BCRA en la cobertura de las necesidades financieras del Tesoro.

INFLACIÓN

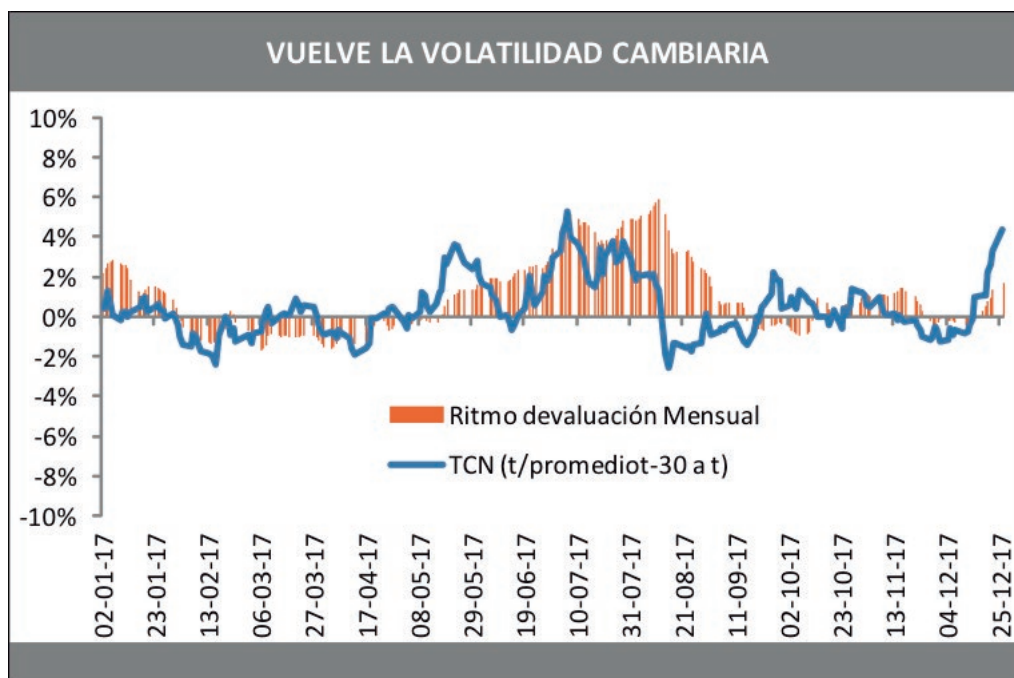
Se redefinen las metas de inflación postergando un año el cumplimiento de las mismas. El objetivo para 2018 queda en 15%, el 2019 en 10% y recién en 2020 se plantea en el 5%. Para el BCRA la meta pasa a ser un objetivo que le plantea el Poder Ejecutivo.

Entendemos que estos anuncios le dan margen al BCRA para flexibilizar paulatinamente su política antiinflacionaria. Al achicarse el desvío entre el ritmo inflacionario actual y las expectativas de inflación con respecto a la meta, el nivel de tasa real de interés que necesita para encuadrarlo puede ser menor.

Esto se da en un momento en que el ritmo de devaluación del tipo de cambio se había acelerado ayudando al BCRA a encuadrar su hoja de balance. Ya en la primera parte del año se veía una clara necesidad del BCRA de cerrar el 2018 con un nivel de tipo de cambio mayorista que se ubicara por arriba de los \$18. El motivo estaba dado por el alto costo de la política antiinflacionaria que, con creciente stocks de Lebac y altas tasas de interés generaba un costo cuasifiscal elevado. Si el tipo de cambio no acompañaba, ese costo generaba un deterioro significativo del Patrimonio Neto del BCRA. Desde esta perspectiva, el BCRA quedaba con una postura claramente a favor de una suba del tipo de cambio.

En ese contexto, se sumaron diferentes factores que fueron llevando a una aceleración del ritmo de devaluación que podría formar parte de un retorno a la volatilidad cambiaria que ya se observó en otros momentos del año. Justamente, se define como volatilidad si existe una probabilidad de que el proceso de suba se revierta, como sucedió por ejemplo en Agosto durante las elecciones primarias.

Esos procesos de volatilidad cambiaria también son buscados por el BCRA, dado que ayudan a atenuar posiciones especulativas en Lebacs y a su vez desalientan a la formación de precios a partir del nivel de tipo de cambio.



De todas maneras en las dos últimas semanas se han combinado una serie de factores que han contribuido de manera conjunta a que se produzca esta escalada del tipo de cambio.

RUMORES DE MERCADO

Durante todo diciembre se han dejado trascender rumores en el mercado sobre las diferencias que existen entre diferentes actores económicos sobre el nivel adecuado de las tasas de interés. Para algunos sectores, las tasas altas que promueve el BCRA para desalentar la inflación implican costos elevados en términos de competitividad cambiaria y de costo financiero. Estos rumores generaron incertidumbre en algunos actores que podrían haber decidido tomar coberturas de tipo de cambio. Justamente los recientes anuncios conjuntos de BCRA, Hacienda y Finanzas tienden a disipar el impacto en el mercado de estos rumores.

EXPECTATIVAS DE MENORES TASAS

La baja que se ha dado en los últimos meses en el ritmo de la inflación núcleo podría ayudar al BCRA a decidir antes de lo previsto el inicio de un proceso gradual de reducción de las tasas de interés. Para ello sería clave que tanto en diciembre como en enero, a pesar de los aumentos de tarifas previstos, la inflación núcleo no se acelere. A su vez, la modificación de la meta inflacionaria para 2018 podría permitirle al BCRA operar con menores tasas reales de interés. Siempre teniendo en cuenta que un escenario de recorte en las tasas de interés atenuaría el rendimiento en dólares de esos activos.



MENOR LIQUIDACIÓN DE DIVISAS AGRO

El sector agropecuario ha cerrado en la última semana su menor liquidación en 7 años. Se liquidaron apenas USD 130 millones, cifra que se ubicó inclusive por debajo de la misma semana de 2014, cuando se anticipaba una devaluación. Esta decisión alentada por las expectativas de suba de tipo de cambio y por cuestiones impositivas también ha sumado presión al mercado cambiario.

CANCELACIÓN DE LEBACS

Otro factor a destacar ha sido la devolución de Lebac que se ha producido por parte de los tenedores no bancarios desde principios de diciembre a la fecha. En total han salido de esos activos \$100.000 millones. Buena parte de ese proceso se explica por la decisión de limitar la participación de las empresas de seguros. Eso obligó a la desinversión de esas empresas y de aquellos fondos en los que eran inversores activos. Parte de ese exceso de liquidez se ha canalizado hacia el mercado cambiario generando una mayor demanda y formando parte del proceso reciente de suba del tipo de cambio.

El nivel actual de tipo de cambio nominal (\$18,43 al 27/12) implica un Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) de 90,5 es decir similar al vigente a fines de 2016. De todas maneras, el TCRM promedio de 2017 está cerrando 6,3% por debajo del promedio de 2016. Por lo tanto, la competitividad cambiaria del promedio del año ha sido menor, a pesar de la recuperación que se ha dado en los últimos días.



Una de las consecuencias de este bajo TCRM ha sido el deterioro del Balance Comercial. Desde 2011 a la fecha las exportaciones retrocedieron USD 25.400 millones y las importaciones solamente cayeron USD 7.800 millones, por lo tanto el balance comercial pasó de ser superavitario a deficitario.

La explicación a este cambio se da principalmente en el deterioro de los precios agrícolas y en el freno de las exportaciones industriales. La clave para que se vaya atenuando el déficit actual



es la recuperación de las exportaciones que ha comenzado pero a ritmo muy lento en la segunda parte de 2017. El tipo de cambio actual ayuda a atenuar el impacto sobre economías regionales, pero sin la recuperación de Brasil o un mejor nivel de precios internacionales, los niveles de 2011 seguirán siendo difíciles de alcanzar.

La evolución del nivel de actividad se ha resentido y en parte esto ha sido consecuencia de estos desequilibrios que afectan principalmente a las economías regionales.

En ese contexto, los recientes anuncios del equipo económico buscan mejorar las expectativas de crecimiento económico, con menores tasas reales de interés. Es decir que se ha sacrificado inflación por mayor actividad.

