

## LOS CAMBIOS EN EL ESCENARIO ECONÓMICO 2018

Miércoles 03 de Enero de 2018

**H**asta hace algunos días atrás, previo a la elevación de la meta de inflación, se esperaba para 2018 un crecimiento que le costaba mucho llegar al 3%, una inflación claramente por encima de la meta que se podía ubicar rondando el 17%, una tasa de interés de la política monetaria muy elevada en términos reales, 8/10 puntos por encima de la inflación, que buscaba forzar la baja de la inflación a valores más cercanos a la meta y con ello la continuación del proceso de apreciación cambiaria con un tipo de cambio poco arriba de los \$ 20 hacia fines del año. En síntesis, una economía con una dinámica parecida a la que tuvo 2017 en el marco de una inflación que continuaba su camino descendente.

La elevación decidida en la meta de inflación de 2018, llevándola al 15%, significa la definición del gobierno de tomar el crecimiento económico como primera prioridad por sobre la velocidad de la baja de la inflación. Se está eligiendo aspirar a una reducción más lenta de la tasa de inflación a fin de arriesgar lo menos posible en materia de crecimiento. Detrás del crecimiento de la economía está la evolución del empleo y el cumplimiento de las metas fiscales que permiten hacer viable la estrategia de endeudamiento.

La modificación elegida en la meta de inflación implica principalmente una reducción esperada en la tasa de interés real en relación a la que hasta ahora se esperaba, mayor elevación del tipo de cambio y mejores expectativas en términos de actividad.

No es un cambio donde la política le ganó a la economía sino una modificación de prioridad económica. La búsqueda de bajar más de 10 puntos la tasa de inflación, que no era creíble hasta ahora por parte del consenso de analistas económicos, llevaba a la necesidad de exagerar el nivel de las tasas de interés con sus consecuencias negativas para el tipo de cambio y el nivel de actividad. Se cambió por buscar una disminución más lenta en la inflación y arriesgar menos en materia de actividad económica y empleo.

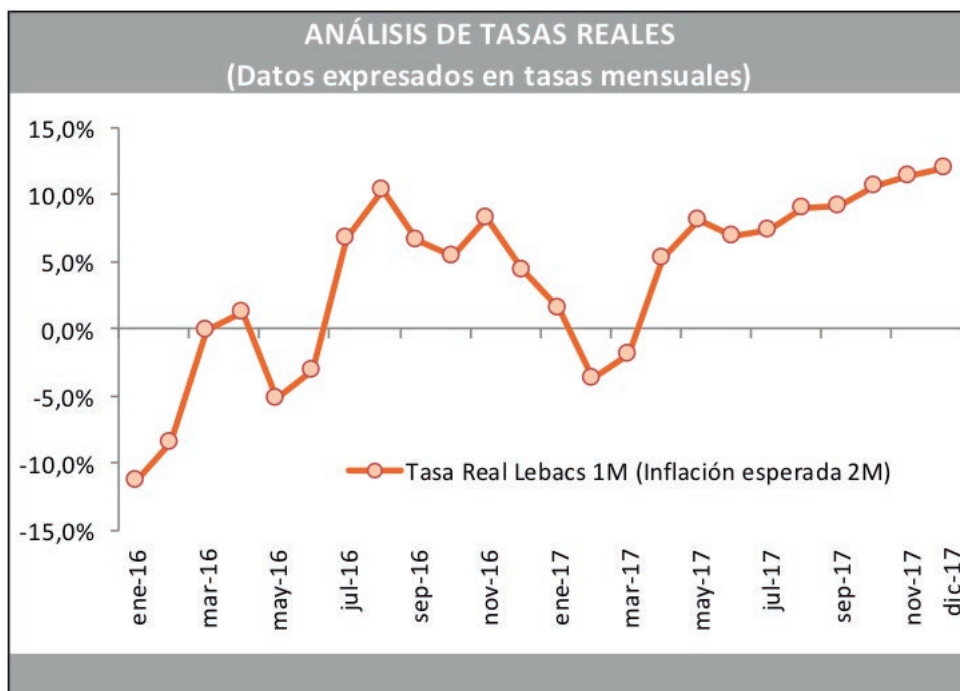
En términos de la actividad económica 2017 habría terminado teniendo un crecimiento poco por debajo del 3%. Se puede esperar algo parecido para 2018 mientras el gobierno espera un crecimiento por encima del 3%, más ahora a partir del cambio en la meta de inflación. Para su evolución serán muy importantes el nivel de aumento salarial definido en las paritarias, determinante para la evolución del consumo, la evolución de la inversión pública que en 2018 estará muy relacionada a la dinámica que alcance el nuevo esquema de participación público privada (PPP) y la evolución del crédito que fue muy relevante en 2017 y podría atenuarse en 2018 en función de los menores excedentes de liquidez de la banca.



La suba en la meta de inflación y la consecuente baja esperada en la tasa real de interés debería tener efectos positivos en términos de actividad. Por un lado, un mayor tipo de cambio debería favorecer a las economías regionales y a los sectores transables y debería ayudar a la inversión ya que un tipo de cambio menos apreciado anima más al inversor de largo plazo.

La inflación por su parte podría estar un poco por encima de lo que se esperaba semanas atrás para 2018. En un principio se podría ubicar en torno al 18% luego del 24% que tendría 2017. Un tipo de cambio más elevado le sumará algo más a la inflación teniendo en cuenta además que ahora hay un traslado automático de la suba del tipo de cambio a los precios de las naftas y gasoil. Las discusiones salariales tendrán un piso más elevado aunque ya se descontaba que las paritarias se iban a discutir en base a las expectativas privadas de inflación y no en base a las metas del Banco Central. Este seguirá trabajando para alcanzar su nueva meta, que sigue siendo bien exigente y en donde para las expectativas será muy importante la evolución de la inflación núcleo de los próximos meses, luego de octubre/ noviembre de 1,3% mensual, especialmente luego de la reciente suba del tipo de cambio del 7% en la segunda quincena de diciembre.

Las tasas de interés deberán ser menores a las expectativas que había previamente al cambio en la meta de inflación. Si ahora hay que bajar 3 puntos menos la tasa de inflación es lógico esperar un sesgo contractivo menor de la política monetaria.



Hasta ahora a partir del segundo trimestre 2017 el BCRA pensó una dosis de tasa real de interés que rondaba los 10 puntos anuales para alcanzar su meta de inflación. En el segundo semestre

2016 era de 4/5 puntos anuales. De acá en adelante el nivel de los últimos meses bajará y se verá con que dinámica y hasta cuánto. Se podría esperar que vaya gradualmente a 5/6 puntos y el BCRA ya dio alguna señal la semana pasada en el mercado secundario de Lebac.

El tipo de cambio será más elevado que el que se esperaba antes del cambio de la meta de inflación. Menores tasas de interés implicarán más tipo de cambio. Habrá un grupo de inversores financieros que preferirán dolarizar una porción de sus carteras ante las menores tasas. Son los que exigían tasas muy altas para asumir el riesgo de estar colocado en pesos. Serán menores los ingresos de capitales del exterior para colocar en activos en pesos si se esperan rendimientos menores en moneda local agudizado que esto se acentúa ante una mayor fluctuación del tipo de cambio como la vivida en el mes de diciembre. Allí la suba del dólar se llevó casi 3 meses de la ganancia de estar en pesos. Pero en forma habitual la tasa de interés en pesos debería seguir ganándole a la evolución del dólar.

Empieza 2018, el gobierno pretende evitar una desaceleración de la economía. Tendremos menores tasas reales de interés y una meta fiscal que se buscará cumplir sin excepción. La inflación seguirá bajando a ritmo más lento y al dólar le costará seguir el ritmo de aumento de los precios.