

## CAMBIOS EN LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2018

Viernes 05 de Enero de 2018

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. La razón de ello es que 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. Y ello es central para la estrategia económica elegida de gradualismo fiscal que se hace posible mientras se mantenga el acceso al financiamiento básicamente externo.

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.

La búsqueda de bajar más de 10 puntos la tasa de inflación en 2018, que no era creíble 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. La apreciación cambiaria que se estaba observando hasta principios de diciembre ayudada por el ingreso de capitales especulativos más los últimos indicadores de actividad que evidenciaron un menor dinamismo en la evolución de la actividad en octubre pasado, aun en un momento de elevado gasto público y expansión del crédito, alentaron aún más la decisión adoptada.

En términos de la actividad económica 2017 habría terminado teniendo un crecimiento poco por debajo del 3%. Se puede esperar algo parecido para 2018, será difícil alcanzar el 3%. El gobierno espera un crecimiento por encima del 3%, más ahora a partir del cambio en la meta de inflación. Dentro de los temas más importantes para monitorear el dinamismo futuro del nivel de actividad se puede destacar:

### EL NIVEL DE AUMENTO SALARIAL

Definido en las paritarias, determinante para la evolución del consumo, luego de un año donde el salario real mejoró un par de puntos. Podemos esperar aquí una evolución del salario cercana a la evolución de la inflación.

## LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

con un ritmo de crecimiento de 2 dígitos en el año pasado, que en 2018 estará muy relacionada a la dinámica que alcance el nuevo esquema de participación público privada (PPP). El gobierno tiene proyectado un incremento del 60% sobre los niveles de 2017 pero el temor es que la complejidad y dimensión del nuevo sistema haga que el cronograma se dilate en el tiempo afectando la inversión esperada para este año.

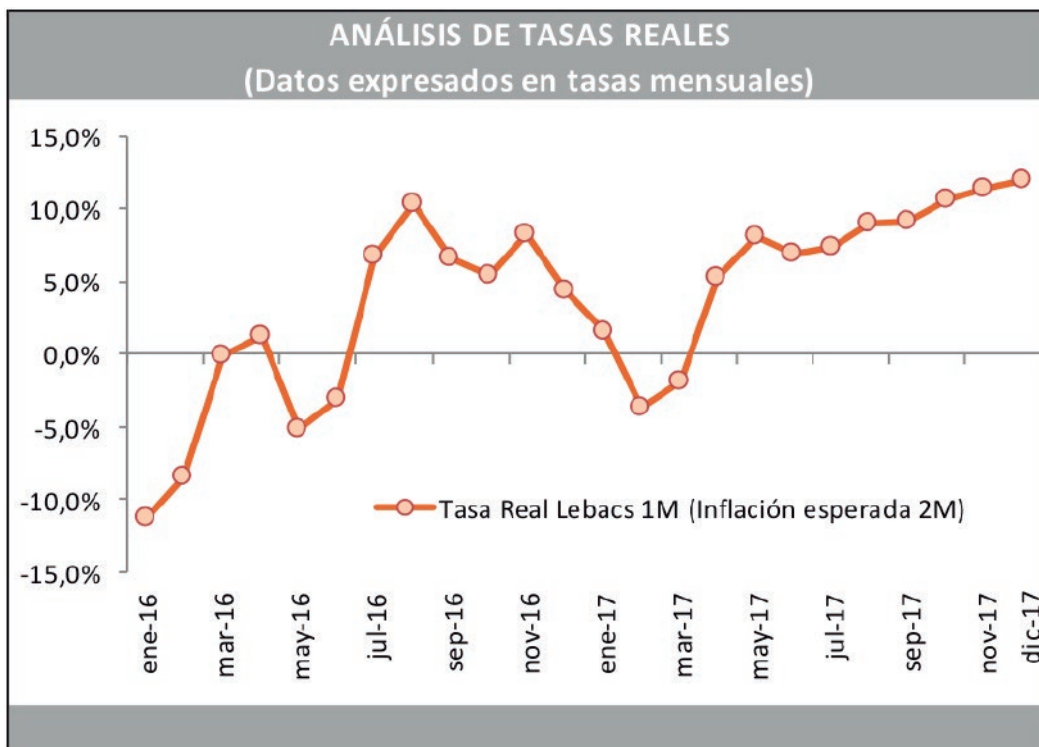
## LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

(pesos y dólares) que creció 50% en 2017 y que se desaceleraría en 2018 en función de los menores excedentes de liquidez de la banca. Podemos esperar aquí que de crecimientos mensuales en los últimos meses de \$ 53.000 millones se pase a incrementos de \$ 35.000 millones por mes más parecidos al promedio de 2017.

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. También el aumento en las tarifas al transporte le sumaría algo más a las expectativas originales. El BCRA 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 cuanto. El mercado secundario de Lebac está operando con una baja de 2 puntos en relación a las vigentes antes de la suba de la meta de inflación. Es la señal que el BCRA está dando en el corto plazo. Se podría esperar que vaya gradualmente a 5/6 puntos anuales sobre la inflación núcleo. No debería ser en lo inmediato, se esperaría a la evolución de la inflación núcleo de diciembre/ enero. También será relevante la dinámica de la actividad y el tipo de cambio durante el primer bimestre.

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. La evolución del tipo de cambio estará muy vinculada a la evolución de las tasas de interés. Se podría pensar por ahora en un dólar rondando los \$ 21 a fines de año. También será muy importante como se vaya resolviendo la forma de financiamiento en pesos por parte del Tesoro. Parecería que busca crecer en su importancia a lo largo de la curva de pesos en la mayoría de los plazos circunscribiendo al BCRA a los plazos más cortos y en donde en los instrumentos del BCRA vaya creciendo la participación de los bancos y disminuyendo la de inversores que no sean entidades financieras.