



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 40 - Edición N° 926 – 8 de Enero de 2018

### Más preocupación por el crecimiento que por la inflación

**Jorge Vasconcelos**

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

#### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



#### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

#### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

#### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Más preocupación por el crecimiento que por la inflación <sup>1</sup>

El cambio de las metas de inflación anunciado a fin de 2017, que implica relajar el objetivo de 10 a 15 por ciento anual para 2018, es un nuevo episodio de “prueba y error” de un gobierno que recibió una pesada herencia, pero que también mostró falencias por asumir con un plan incompleto y sin el suficiente ensamblaje. Los frecuentes recambios ministeriales forman parte de este cuadro; también en su momento el replanteo de las metas fiscales. Obviamente, estos vaivenes afectan la credibilidad, pero sin alcanzar a opacar los avances de gobernabilidad del último período, con el Pacto Fiscal como hito. En realidad, en esta fase, más relevante que dar en el blanco en materia de inflación es cumplir con la reducción del déficit fiscal, para que el recorrido de la deuda pública se haga sustentable.

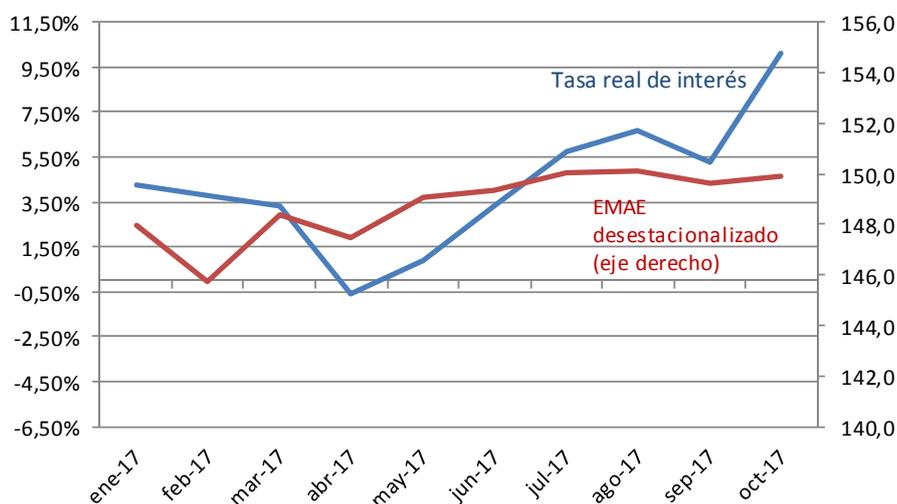
Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° (5342393) ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicado originalmente en el diario La Voz del Interior el 7 de Enero de 2018

El cambio de las metas de inflación anunciado a fin de 2017, que implica relajar el objetivo de 10 a 15 por ciento anual para 2018, es un nuevo episodio de “prueba y error” de un gobierno que recibió una pesada herencia, pero que también mostró falencias por asumir con un plan incompleto y sin el suficiente ensamblaje. Los frecuentes recambios ministeriales forman parte de este cuadro; también en su momento el replanteo de las metas fiscales. Obviamente, estos vaivenes afectan la credibilidad, pero sin alcanzar a opacar los avances de gobernabilidad del último período, con el Pacto Fiscal como hito. En realidad, en esta fase, más relevante que dar en el blanco en materia de inflación es cumplir con la reducción del déficit fiscal, para que el recorrido de la deuda pública se haga sustentable.

**Argentina: evolución de la tasa real de interés y del nivel de actividad**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA e INDEC

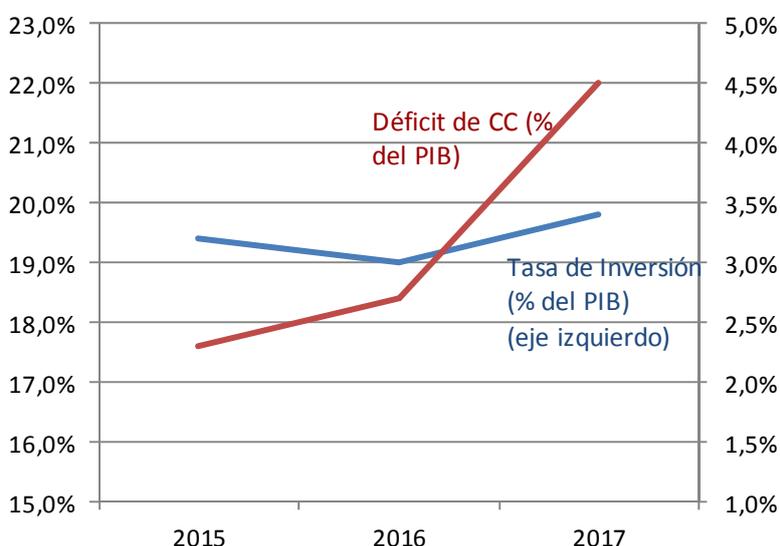
Nota: La tasa real de interés es la diferencia entre la tasa de Política Monetaria y el promedio móvil de tres meses de la Inflación Núcleo anualizada

Tal como venía el mix de política económica, las elevadas tasas reales de interés comenzaban a amenazar la evolución del nivel de actividad, con lo que podría haberse afectado la recaudación impositiva, complicando la meta de un déficit primario en 3,2 puntos del PIB para este año. En la práctica, los anuncios de fin de año significan que la tasa real de interés será al menos tres puntos porcentuales inferior a la que se perfilaba hasta diciembre, y que el tipo de cambio puede estabilizarse en un valor algo superior al de pocas semanas atrás. Este nuevo mix no es bueno para mantener acotadas las expectativas de inflación, que de hecho se corrigieron al alza, de 16,6 % a 17,4 % para este 2018, pero parece diseñado para evitar que el ritmo de crecimiento

del PIB perfore el piso del 2 % anual, un riesgo sobre el que alertaron los últimos datos (desestacionalizados) del EMAE. El momento del anuncio tiene que ver con una mayor firmeza del ancla fiscal, luego de las reformas aprobadas por el Congreso, particularmente la vinculada con el sistema previsional, que acota la variación del gasto primario a partir de 2018.

La economía argentina cerró el 2017 con un cuadro monetario paradójico. Por un lado, la tasa de interés de corto plazo en un pico, 11 puntos porcentuales por encima de la inflación, por el otro, un verdadero boom crediticio, con una expansión del 44 % interanual. Las extraordinarias condiciones de liquidez del sistema financiero del arranque de 2017 hicieron que los bancos se despreocuparan de la captación de depósitos, que aumentaron a la mitad del ritmo de los préstamos. Pero este desfase no puede extrapolarse a 2018: o bien los bancos salen a tomar ahorros más agresivamente, o bien la oferta de créditos comienza a frenarse. Por una vía o por la otra, la contribución del crédito al crecimiento está destinada a ser bastante más débil que en 2017, un año en el que el stock de préstamos al sector privado trepó nada menos que 2 puntos del PIB. Con las tasas reales de interés vigentes antes de la modificación de las metas de inflación, este cambio de ritmo habría sido más notorio.

#### Argentina: evolución del déficit de cuenta corriente y de la tasa de inversión



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA e INDEC

Nota: Los datos de 2015 y 2017 corresponden a cuatro trimestres acumulados hasta el tercero de cada año

La preocupación por sostener el crecimiento deviene también de la floja performance de las exportaciones y de una recuperación de la inversión que está ocurriendo a un ritmo moderado.

En lo que hace a las ventas al exterior, este año el complejo agroindustrial apenas si podría repetir la marca de la campaña anterior, con exportaciones por 26 mil millones de dólares, aunque con mayor riesgo climático (La Niña), mientras que el resto de sectores, incluidos servicios como el turístico, vienen lidiando con un tipo de cambio real que limita la capacidad de competir con oferentes de otras partes del mundo.

Aunque el relajamiento de la política monetaria pueda llevar el tipo de cambio a un andarivel superior, hay que ver qué ocurre con los costos internos y las negociaciones salariales. A propósito, aunque la modificación de las metas introduzca mayor incertidumbre, también es cierto que si se afianza la posibilidad de un crecimiento por encima de 2,5 % anual para este año, esto puede facilitar paritarias que incluyan un componente de productividad. Es decir, sin sacrificar poder adquisitivo, los salarios pueden ayudar a anclar las expectativas de inflación, siempre que exista consenso alrededor de la expansión del PIB.

La expectativa de un crecimiento sin interrupciones es clave también para la trayectoria de la inversión, que ha reaccionado pero está lejos de ser satisfactoria: desde 2015, la tasa de inversión aumentó 0,4 puntos porcentuales (de 19,4% a 19,8 % del PIB), pero el déficit de cuenta corriente del Balance de Pagos pasó de 2,3 % a 4,5 % del PIB en igual período. Es decir, sólo un quinto del mayor uso de financiamiento externo se destinó a la formación de capital.

El origen del problema es la falta de ahorro nacional, por el elevado déficit fiscal. Es por eso que el Banco Central no puede hacer milagros en la lucha contra la inflación.

<b>Factores de expansión y contracción monetaria en 2017</b> (en miles de millones de pesos)	
Compra de divisas	266
Asistencia al Tesoro	143
Cuasifiscal y otros	201
Esterilización (Lebacs)	415

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En 2017 la expansión monetaria fue de 610 mil millones de pesos, pero menos de una cuarta parte fueron transferencias directas del Central al Tesoro y el grueso (44 %) se explica por la compra de 16 mil millones de dólares originados en el endeudamiento externo. Hasta que no se reduzca el rojo fiscal, las opciones serán poco atractivas: si el Central dejara de adquirir esos dólares, el tipo de cambio se hundiría, afectando a los exportadores, y si la nueva deuda se tomara en el mercado local, se truncaría el crédito al sector privado. Y replicar el último año es volver a aumentar el stock de pases y Lebacs en nada menos que 415 mil millones de pesos, una movida costosa para absorber los excesos de liquidez, pero que, aún así, no impidió que la base monetaria se expandiera un 30% promedio en 2017.

Con tantos flancos abiertos, es imposible funcionar con piloto automático y es inevitable que, cada tanto, algún escollo obligue a recalcular la trayectoria. En ese momento, conviene no olvidar la jerarquía de las restricciones a superar.