

5. La política monetaria seguirá mostrando astringencia

Hasta lograr la convergencia de las expectativas de inflación

El Banco Central fijó sus metas de inflación en rangos más ambiciosos (12%/17% en 2017 y 12%/8% en 2018) sobre el IPC INDEC, que al momento constituye el índice oficial de mayor cobertura geográfica ya que aún no se cuenta con un IPC nacional. La autoridad monetaria afirmó que creará las condiciones necesarias en materia de política monetaria y cambiaria para cumplir con esos objetivos como lo hizo durante 2016, manteniendo la tasa de política monetaria en terreno positivo en términos reales. Las estrategias para lograr alcanzarla se basarán en un sistema de flotación del tipo de cambio, uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria, quiebre de la dominancia fiscal y comunicación transparente de las decisiones de política monetaria. Sin embargo, este año se estrenarán algunos cambios de metodología: la tasa de política monetaria será la tasa promedio del corredor de Pases que se anunciará cada 15 días y habrá sólo una licitación de Lebac al mes para lo cual se intentará concentrar los vencimientos que hasta ahora han sido semanales. También se espaciarán las reuniones de política monetaria a frecuencia quincenal a partir de marzo, buscando alcanzar una periodicidad mensual o menor como otros Bancos Centrales a medida que avance el programa de desinflación.

En este nuevo esquema, los desafíos del BCRA no son menores ya que deberá lograr una fuerte reducción de la inercia inflacionaria en un contexto de consolidación de las cuentas públicas y reducción de la dominancia fiscal muy gradual. El éxito del programa de desinflación dependerá crucialmente de su credibilidad y de las señales que emita sobre la astringencia monetaria a través del único instrumento de la tasa de política monetaria, teniendo en cuenta su limitado impacto en un país donde el ratio de crédito a PIB alcanza sólo al 13%. Creemos que el tipo de cambio no constituirá un factor desestabilizante ni en 2017 ni en 2018, pero no se puede desconocer que aún resta recorrer un importante camino para lograr la convergencia de las expectativas de inflación de consenso a las metas oficiales, especialmente en un contexto donde aún se requieren cambios significativos de precios relativos.

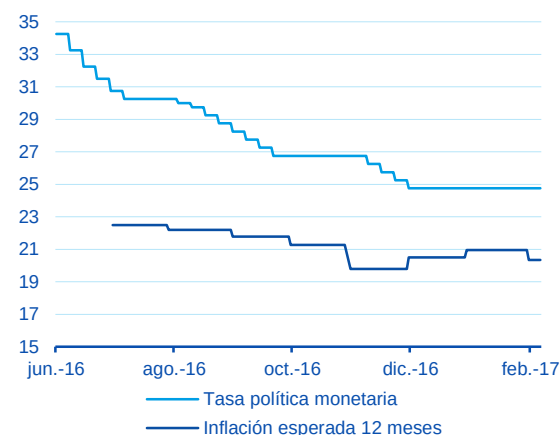
En los meses recientes, señales poco claras respecto a una continuada baja en la tasa de inflación condujeron al Banco Central a mantener la tasa de política monetaria en un nivel de 24,75% durante diciembre del año pasado y enero de éste, luego de haber ensayado bajas escalonadas desde un máximo de 38% en abril 2016 hasta noviembre. Estimamos que el Banco Central continuará reduciendo más gradualmente la tasa de intervención en el resto de 2017 hasta llegar a 19% en diciembre ya que las expectativas de inflación del consenso de analistas se mantienen en 20,8% aún por encima de la banda superior de la meta del BCRA para los próximos 12 meses (Gráfico 5.1). Sin embargo, tampoco se puede descartar que el Banco Central decida subir la tasa puntualmente en algún momento si se observa que la resistencia a la baja de la inflación persiste o las expectativas comienzan a aumentar. En línea con el compromiso de mediano plazo del BCRA de mantener una tasa de política nominal por encima de la inflación esperamos para fines de 2018 un tasa

de política descendiendo a alrededor de 11% frente a una inflación esperada para los siguientes 12 meses de 8,5%, o sea una tasa real positiva cercana al 2,5%.

El único objetivo monetario cuantitativo anunciado para el 2017 será reducir el ratio Lebac+Pases / Base Monetaria a 81,1% (finalizó en 85% a fin de 2016). Si bien es un objetivo deseable, podría complicarse su consecución en tanto el Banco Central siga comprando divisas que deban ser esterilizadas mediante la emisión de Lebac para regular la cantidad de dinero. El stock de Lebac ha tenido un crecimiento exponencial el último año (ver Gráfico 5.2) que conjuntamente con el aumento de tasa de interés continuarían elevando la carga de intereses del Banco Central a cifras incompatibles con el objetivo de bajar la tasa de inflación. El BCRA sostiene que los riesgos son menores dado que el mayor stock de Lebac estará respaldado por reservas líquidas que pueden ser utilizadas en caso de turbulencia a la vez que un manejo más profesional de las reservas como el que piensa hacer permitirá aumentar su rendimiento y reducir el déficit cuasifiscal.

Gráfico 5.1

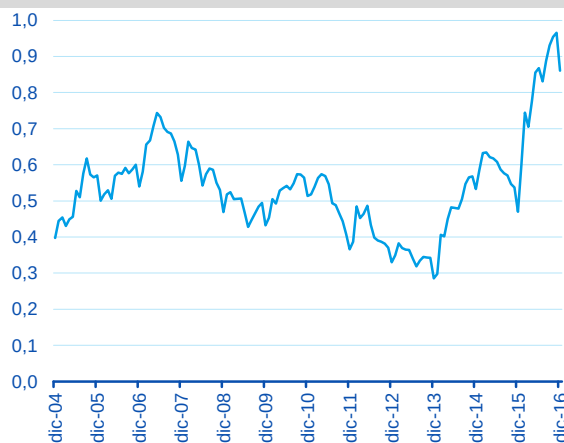
TPM vs inflación esperada 12 meses



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 5.2

Ratio Pases + Lebac / Base Monetaria



Fuente: BCRA y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Jorge Lamela
jorge.lamela@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

Andrea Savignone
asavignone@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julían Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research – BBVA Banco Francés: Reconquista 199, 1ª planta. C1003ABC - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 / Fax: (+54) 11 4346 4416 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com