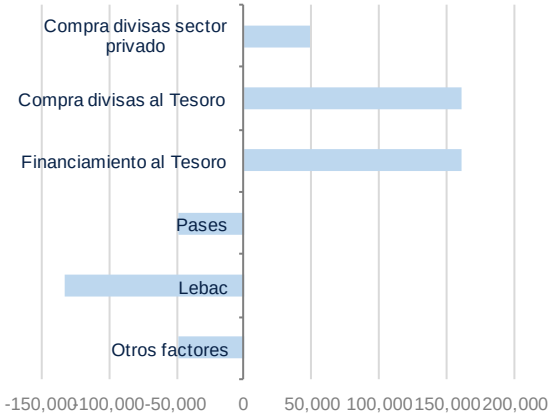
5. Continúa la dureza de la política monetaria

Pero esperamos se moderen las presiones sobre el tipo de cambio en el 2do semestre

Debido a la fuerte astringencia monetaria del primer cuatrimestre del año pasado en el que el BCRA absorbió el "monetary overhang" de la administración previa, si comparamos en términos interanuales, la Base Monetaria aumentó 29% a junio, pero sólo creció mínimamente en 1,3% entre junio y diciembre 2016. Esto se debe en parte a que la reducción de 2 pp en los encajes bancarios, que implementó el BCRA a partir de marzo 2017, llevó a una caída los depósitos en cuenta corriente de las entidades en el Banco Central.

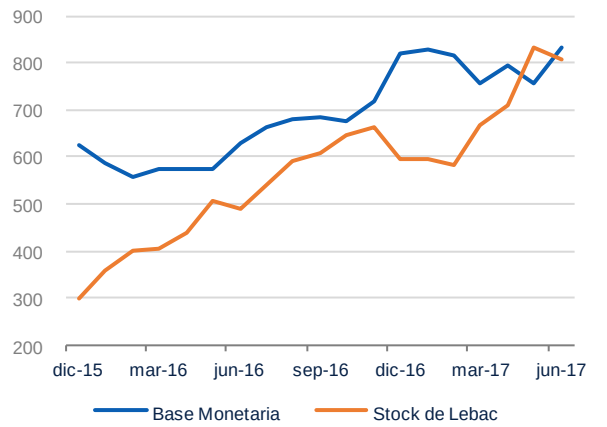
Al margen de estos efectos estadísticos, se mantuvo el tono restrictivo de la política monetaria ya que la creación de pesos por compras de divisas (principalmente las provenientes de la colocación de deuda del sector público) de $ 104,5 mil millones y por adelantos al Tesoro de $ 96,5 mM fueron mayormente absorbidas con la colocación de Lebac ($109,5 mM) y Pases (Gráfico 5.1). En este contexto, los depósitos en pesos del sector privado aumentaron 10,3% entre junio y diciembre y los créditos en 15,7%, mientras que el stock de Lebac creció 43,3% en el mismo período (Gráfico 5.2). Además, en anticipación al aumento de 150 bp de la TPM en abril, el BCRA estuvo activo en el mercado secundario de Lebac presionando al alza la tasa de estos instrumentos desde marzo de modo de acercarla a la tasa de política monetaria (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.1 Factores de expansión y contracción de la Base Monetaria (Ene-Jun 2017, $ mil millones)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

Gráfico 5.2 Base Monetaria y stock de Lebac ($ mil millones)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

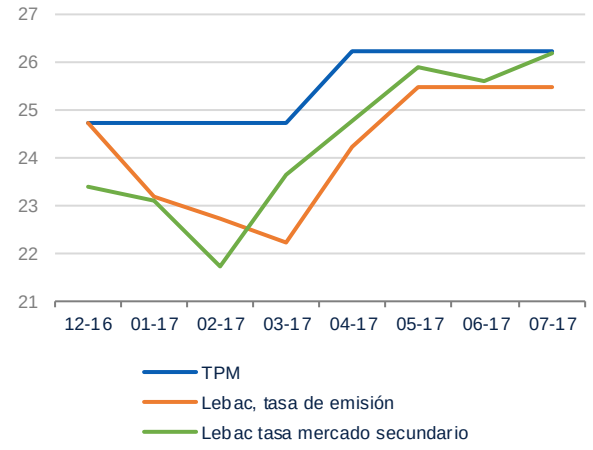
El BCRA será cauto en su reducción de la tasa de política monetaria luego de haber reconocido su apresuramiento en bajarla a principios de 2017. En línea con nuestra previsión de inflación en descenso en la segunda mitad de año, estimamos que irá recortando la TPM gradualmente de a 100 bp por mes a partir de agosto hasta alcanzar 21% en

diciembre 2017. Esto equivale a una tasa aún alta en términos reales (cerca de 8%) respecto a la inflación esperada en los siguientes 12 meses y obedece a la intención del Banco Central de sostener tasas positivas mientras dure el proceso de desinflación.

Si bien este nivel de tasas de interés continuará atrayendo ingreso de capitales de corto plazo, es de esperar que en lo que resta del año el exceso de oferta de divisas se modere respecto al primer cuatrimestre. A pesar de que el flujo de exportaciones podría reducirse menos que lo que indica la estacionalidad habitual debido a la demora observada en la liquidación de la cosecha de soja, las colocaciones de deuda del sector público nacional planeadas para el año ya se han completado prácticamente en un 95%. Empezará a crecer la demanda por importaciones a la vez que la proximidad de las elecciones alentará la toma de cobertura cambiaria por parte de empresas y agregará volatilidad. En este contexto, el tipo de cambio se depreciará a una tasa más elevada (8,2%) en el segundo semestre del año (incluso levemente por encima de la inflación) a diferencia del primer semestre en que apenas se devaluó 1,8% entre el promedio de diciembre 2016 y el promedio de junio 2017.

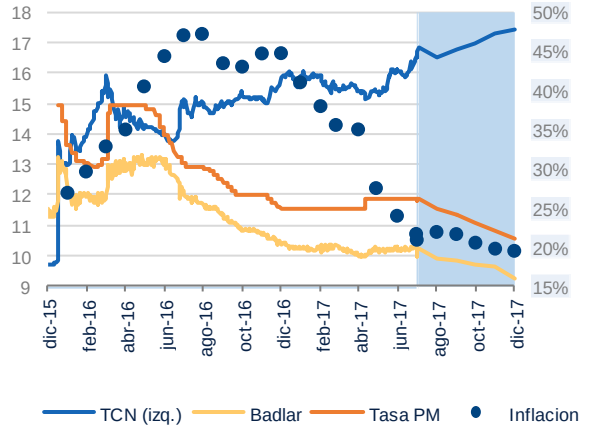
Los recientes episodios de depreciación rápida del tipo de cambio (contagio de Brasil por el escándalo político de Temer y desilusión de los mercados ante la no recategorización de Argentina a mercado emergente por MSCI) tuvieron reversiones parciales, sin llegar a alterar la tendencia de mediano plazo, pero contribuyeron a darle menos certidumbre a la apuesta por el carry trade en un contexto en donde se esperan menores tasas de interés y más volatilidad cambiaria en la segunda parte del año. A partir de mediados de junio, esta tendencia se profundizó tras anunciarse las listas de candidatos a las elecciones primarias de agosto y el peso se depreció 5% en 2 semanas, adelantando el debilitamiento que esperábamos para los meses previos a las elecciones. Por el momento, mantenemos nuestra previsión de $ 17,5/USD para diciembre 2017 y $ 18,8/USD para diciembre 2018 aunque más allá de los fundamentals sin duda la cotización del peso seguirá al ritmo de las encuestas y los escenarios políticos (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3 Tasa de Política Monetaria y Lebac en %



Fuente: BBVA Research y BCRA

Gráfico 5.4 Previsiones tipo de cambio



Fuente: BBVA Research y BCRA

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.

BBVA | Research

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbianco@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Andrea Savignone
asavignone@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Jorge Lamela
jorge.lamela@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
Julián 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

Oriente Medio, Asia y Geopolítica
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
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