

4. Difícil proceso de desinflación en un contexto de aumento de tarifas y elevada inercia

Pese al sesgo muy contractivo de la política monetaria en el 2S17, ni la inflación ni las expectativas convergieron a las metas y esto condujo a una “recalibración”

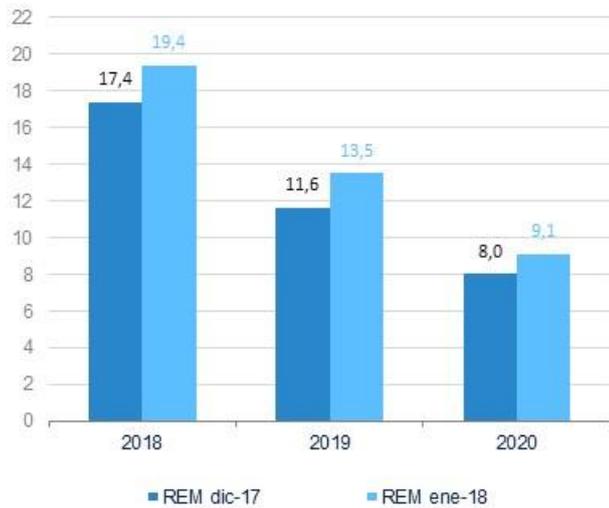
La inflación de 2017 cerró en 24,8% a/a, bien por encima de nuestras expectativas iniciales (esperábamos 19,5% en dic-2016) y las del mercado (REM-BCRA dic-16: 19,6%) por un impacto mayor al esperado de la corrección de precios regulados atrasados y una mayor inercia inflacionaria de la prevista inicialmente. La baja de la inflación subyacente a un promedio mensual de 1,4% en el 4T17, el menor promedio móvil desde 2012, fue insuficiente para que las previsiones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA convergieran a niveles menores para fin de año teniendo dados los aumentos previstos para diciembre en las tarifas de electricidad, gas, combustibles, medicina prepaga y otras. La desregulación de los precios de combustibles (ahora fluctuantes con el precio internacional del crudo y el tipo de cambio), junto con un adelantamiento del cronograma de aumentos de tarifas de electricidad y gas natural, resultó en que los precios regulados aumentasen 38,7% a/a en 2017 con una incidencia de 7 puntos porcentuales en la inflación del año, superando ampliamente el incremento de la inflación subyacente de 21,1% a/a.

El sesgo sumamente contractivo de la política monetaria reflejado en el aumento de la Tasa de Política Monetaria de 250 pb del último trimestre de 2017 tampoco logró acercar las expectativas de los analistas, que a fines de 2017 habían vuelto a aumentar a 17,4% para diciembre de 2018, frente a la meta de 10% +/-2% de la autoridad monetaria. Finalmente, a fin de diciembre el gobierno anunció una “recalibración” de las metas de inflación.

En una conferencia de prensa conjunta del Jefe de Gabinete, Ministro de Hacienda, Ministro de Finanzas y Presidente del BCRA, el Ministro Dujovne anunció que se decidió modificar las metas de inflación originalmente anunciadas en enero 2016 en base a la información ahora disponible y considerando el actual programa fiscal y financiero. Se postergó así en un año la meta de alcanzar una inflación de 5% a/a, pasando además a metas puntuales en vez de rangos. La meta puntual de inflación para 2018 ahora es 15% (antes 10% +/-2%), para 2019 10% (antes 5% +/- 1,5%) y para 2020 5%. La presentación dejó en claro que la meta de inflación es definida por el Poder Ejecutivo y que la autonomía del BCRA es operativa respecto a cómo alcanzar estos objetivos, despejando las críticas que se centraban en que las metas del “BCRA” eran demasiado rígidas y que estaban “descoordinadas” con el resto del programa económico.

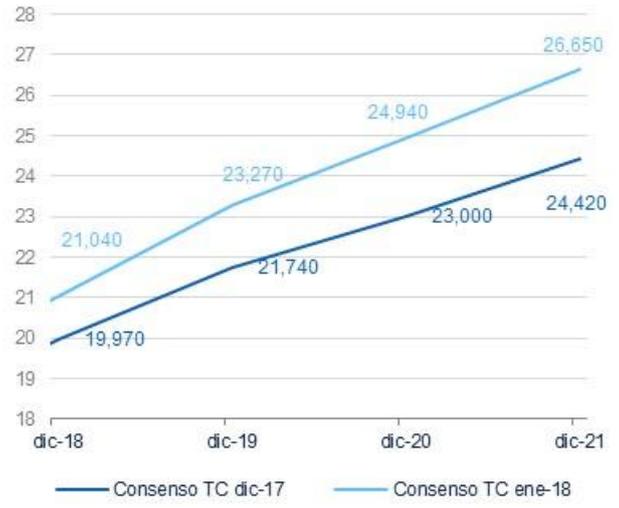
Aún es temprano para evaluar el impacto sobre la credibilidad del BCRA de este cambio, pero el efecto inmediato fue una suba de las expectativas de inflación de los analistas de la REM a una mediana de 19,4% (Gráfico 4.1). La perspectiva de un relajamiento de la política monetaria tras el cambio de las metas, que el BCRA convalidó con dos bajas sucesivas de 75 pb en enero de 2018, provocó además una rápida depreciación del tipo de cambio que alcanzó 10% en un mes, y un alza en las expectativas de depreciación del peso (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1 Expectativas de inflación del REM-BCRA (var. a/a IPC-Nac. esperada en diciembre de cada año)



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 4.2 Expectativas de tipo de cambio (ARS/USD esperado para diciembre de cada año)



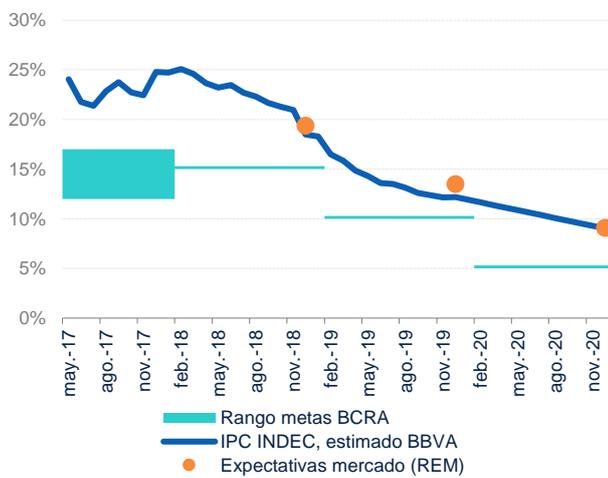
Fuente: Latinfocus y BBVA Research

El desanclaje de las expectativas impulsa una revisión al alza de nuestras estimaciones de inflación

En 2018, el cronograma de reducción de subsidios energéticos y al transporte, concentrado en el primer semestre, resultará en un impacto de aumento de precios regulados en 2018 de 21,9% a/a, menor al de 2017, con una incidencia también menor de 4 puntos porcentuales (Gráfico 4.4). La entrada de capitales para financiar el déficit fiscal y la suave recuperación de las inversiones extranjeras de largo plazo contribuirán a contener el la tasa de depreciación del peso en el resto del año, pero deberá evaluarse el impacto en el “*pass-through*” de la abrupta suba del tipo de cambio de enero. Si bien en episodios anteriores post-levantamiento del “cepo”, el traslado a precios de la devaluación ha sido bajo, ahora podría ser mayor ya que no se observa un rápido retroceso en la paridad cambiaria y la devaluación se produce en un contexto de relajamiento de la política monetaria. Aunque la recuperación del precio de los commodities agrícolas y el petróleo podría jugar en contra de la contención de precios, es poco probable que impacte fuertemente en el resto del año ya que estimamos que el precio del petróleo retrocederá frente a los valores actuales, evitando un fuerte ajuste en el precio de combustibles, que se ha desregulado y ahora se mueve con el precio internacional. Sin embargo, lo que definirá el partido probablemente sean los acuerdos salariales que se negocien en 1T18 y en qué medida estos se acercan a la meta del 15% del BCRA o la expectativa de mercado. Las escasas paritarias cerradas para 2018 muestran fuertes disparidades y el gobierno ahora impulsa acuerdos de suba salarial en torno a 15% con una cláusula de “revisión salarial” en el último trimestre en caso de que la inflación supere los aumentos otorgados.

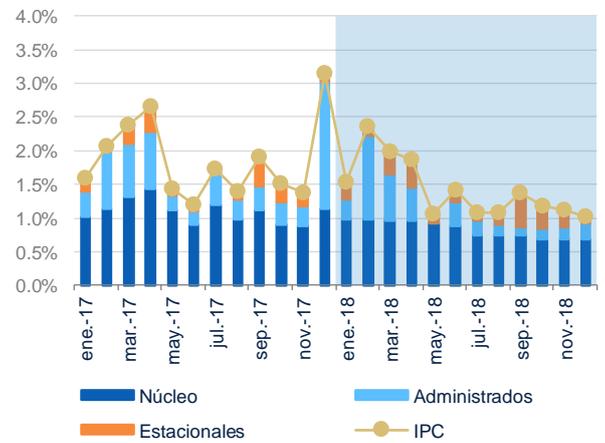
El debilitamiento de la credibilidad del BCRA dificulta la convergencia de los acuerdos salariales y las expectativas al 15%, resultando en un aumento de las estimaciones de inflación a 19,4% por encima del 17,4% previo al cambio. Teniendo en cuenta el aumento de las expectativas, la mayor tasa de depreciación y las señales de un BCRA más “dovish”, modificamos nuestra previsión de aumento del IPC a 18,5% para 2018 y a 12,2% % para 2019 (Gráfico 4.3). En cualquier caso, tanto nosotros como el mercado prevé un sendero de desinflación que terminará con una inflación de un dígito en 2020, aunque no a la velocidad que exigen los objetivos de inflación recientemente re-definidos.

Gráfico 4.3 Expectativas de inflación, previsiones y metas BCRA



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y BCRA

Gráfico 4.4 Inflación Aumento de precios regulados por meses de IPC Nacional 2017 y 2018



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

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

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

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía, China y Big Data

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