

Política Monetaria y Expectativas Macro para 2016/17

Gustavo Reyes

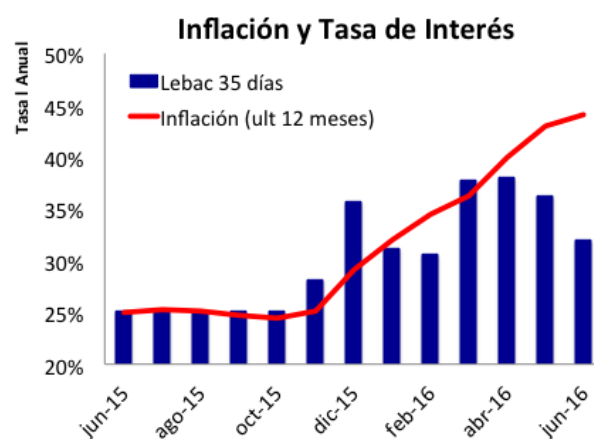
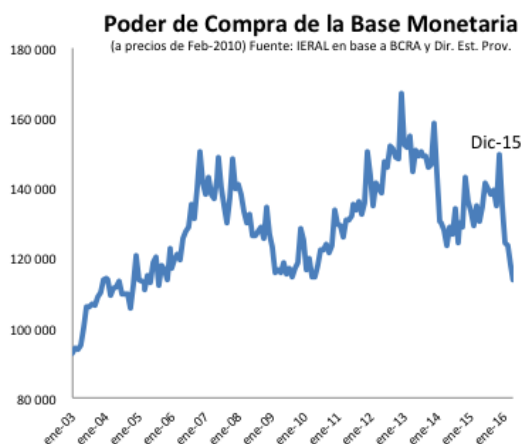
Julio 2016

Hace unos pocos días el Banco Central (BCRA) volvió a publicar el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) mediante el cuál más de 40 institutos de economía del país vuelcan sus pronósticos acerca de las principales variables macroeconómicas. El REM, promediando estas proyecciones, intenta mostrar el denominado “consenso del mercado” acerca de las perspectivas macroeconómicas del país tanto en el corto (mismo año) como en el mediano plazo (año siguiente).

La importancia de las expectativas de este “consenso de mercado” en un régimen monetario de Metas de Inflación (MI) es crucial. De la misma forma que el Tipo de Cambio o las metas de Emisión Monetaria representan el ancla para una economía con un régimen de Tipo de Cambio Fijo o Flexible, en los sistemas de MI, el anclaje viene determinado por las expectativas de inflación del mercado¹. De esta forma, una de las tareas claves del BCRA en este régimen de MI, es lograr la convergencia de las expectativas inflacionarias del mercado a las metas anunciadas ya que de esta manera la Entidad Monetaria, no sólo ganaría credibilidad en su accionar, sino también potenciaría las chances de concretar las metas anunciadas en la realidad de la economía.

• Resultados y política monetaria de los últimos meses

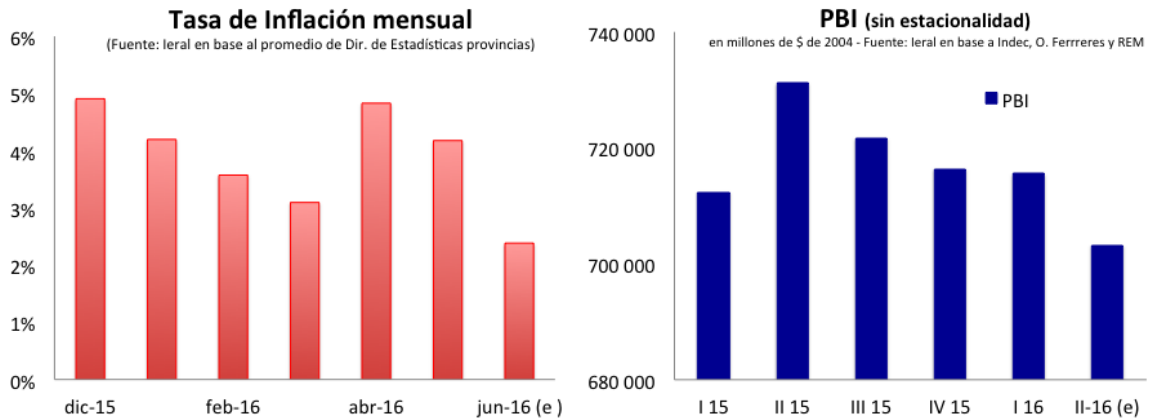
Con el objetivo de contener los efectos inflacionarios de los múltiples shocks que enfrentó la economía en los primeros meses del 2016², el BCRA elevó fuertemente las tasas de interés de corto plazo y absorbió el exceso de liquidez que tenía la economía a fines del 2015.



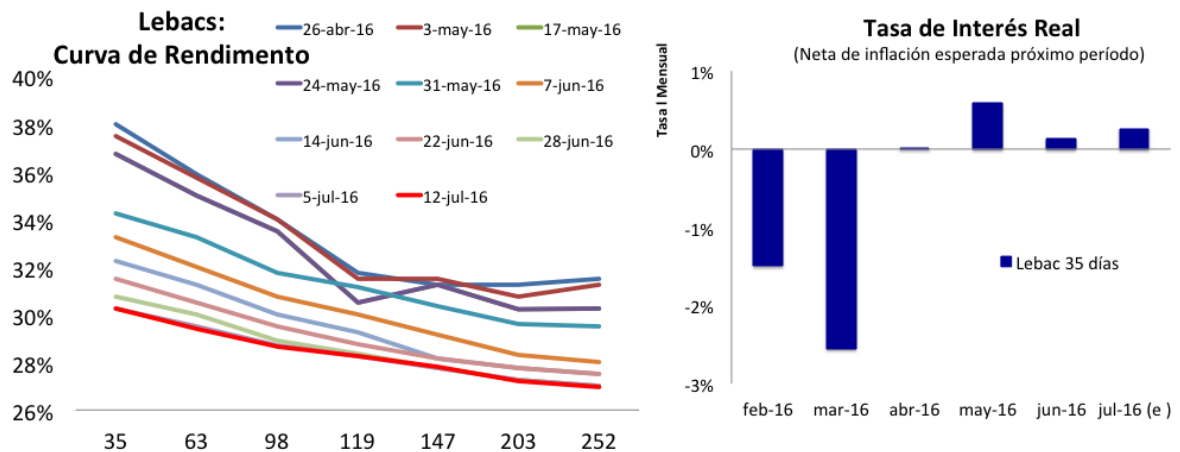
¹ Obviamente influenciadas tanto por la política monetaria como por la credibilidad de la meta de inflación anunciada.

² Salto devaluatorio generado por la unificación del mercado cambiario, pago de los contratos por el dólar futuro, aumento de las tarifas de servicios públicos, etc.

Los shocks anteriormente señalados elevaron rápidamente la inflación anual llevándola a niveles superiores al 40% anual pero, las tasas de interés positivas en términos de la inflación, le terminaron imponiendo un techo al proceso inflacionario y, en los últimos meses, permitieron comenzar a bajar las tasas de inflación mensuales. Estos ajustes macroeconómicos junto con el aumento de las tasas de interés y algunos factores internacionales (Brasil) no resultaron inocuos para la actividad económica. La recesión, iniciada en el segundo semestre del 2015, terminó profundizándose como puede observarse en uno de los siguientes gráficos.



Ante los primeros indicios de caída en las tasas de inflación, la entidad monetaria comenzó a reducir los distintos tramos de las tasas de interés de referencia pero mantuvo los niveles de las mismas por encima de las tasas de inflación esperadas (tasas positivas en términos reales).



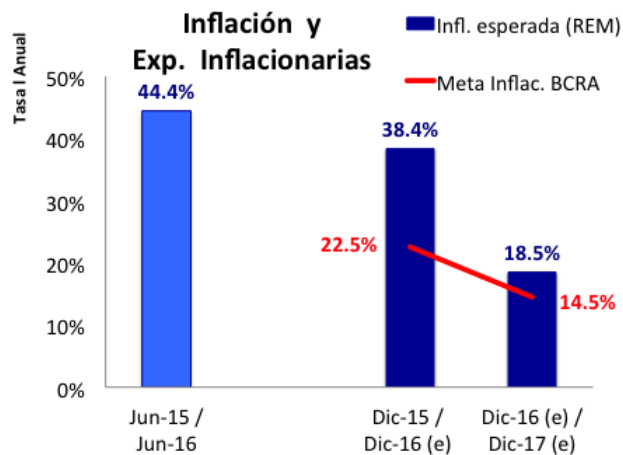
- **¿Qué sucedió con las expectativas inflacionarias?**

Como puede observarse en el siguiente gráfico, las positivas tasas de interés no sólo comenzaron a reducir los registros de inflación mensual sino también las tasas de inflación esperadas por el “consenso del mercado” (claves para anclar la economía en un régimen de MI).



- **Expectativas del Mercado versus Metas del BCRA**

A pesar del incipiente y relativo “éxito” para comenzar a bajar tanto la inflación como las expectativas inflacionarias, éstas últimas aún no se han alineado con las metas inflacionarias establecidas primero por el Ministerio de Economía a principios de este año y luego ratificadas por la Entidad Monetaria³.



Como puede observarse en el gráfico anterior, la meta inflacionaria planteada para el 2016 claramente está muy lejos de lo esperado por el mercado. Esto es así, porque dada la inflación transcurrida en la primera parte del año, para alcanzar la meta oficial (20% a 25%) se necesitaría reducir instantáneamente a partir de julio la tasa de inflación actual (cercana al 2.4% mensual) a tasas deflacionarias (negativas) cercanas al 0.26% mensual en cada uno de los siguientes meses del segundo semestre. Esta imposibilidad para cumplir la meta del 2016 ya fue implícitamente reconocida hace unos días atrás por la Entidad Monetaria en su Informe Monetario⁴ donde manifiesta que para el último trimestre de este año espera tasas de inflación cercanas al 1.5% mensual (en línea con las expectativas del mercado).

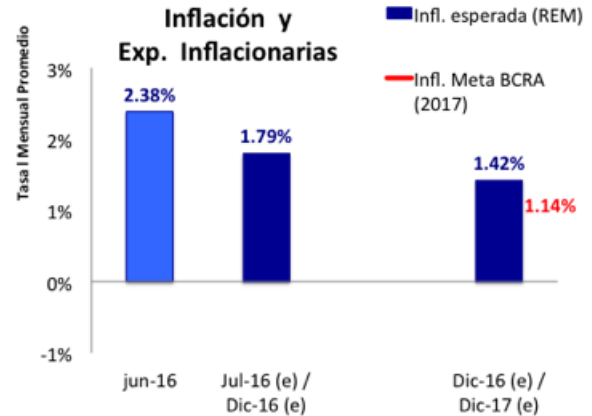
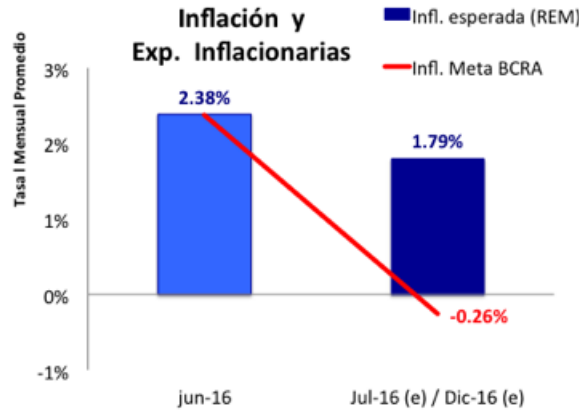
Las metas inflacionarias del BCRA para el 2017 también se encuentran por encima de la inflación esperada por el mercado ya que el rango de metas de inflación anual anunciadas para dicho año es del 12% al 17% (14.5% en promedio) y la inflación

³ Informe de Política Monetaria, mayo 2016.

⁴ Ver Informe Monetario Mensual del mes de junio de 2016, página 4.

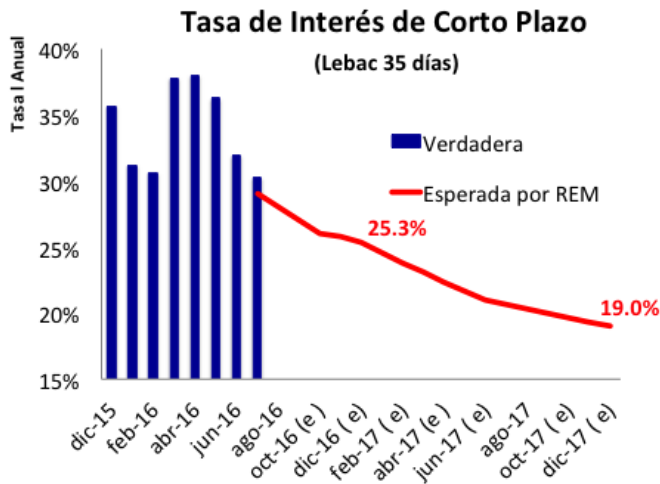


esperada por el mercado es del 18.5% de acuerdo al relevamiento del REM en junio pasado. Sin embargo, a diferencia del 2016, las metas para el año próximo aún pueden ser cumplidas aunque requieren que la inflación del segundo semestre del 2016 continúe cayendo de acuerdo a lo previsto por el consenso del mercado y que en 2017, se reduzca un poco más aún que lo proyectado por el REM (ver gráficos adjuntos).



- **¿Qué puede suceder con las tasas de interés?**

Dado que el mercado espera que tanto en el II semestre del 2016 como a lo largo del año próximo continúe cayendo la tasa de inflación, también especula que el Banco Central, en línea con este descenso en la tasa de inflación, continúe reduciendo las tasas de interés de referencia pero a un ritmo claramente más lento que el de los últimos meses.



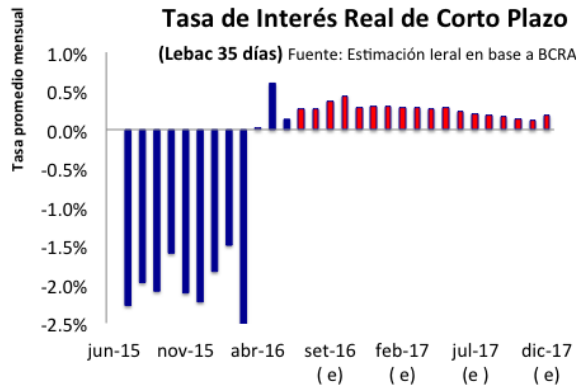
- **¿Podría el BCRA bajar más rápido las tasas de interés?**

Teniendo en cuenta el actual proceso recesivo, la pregunta sobre una reducción más rápida en las tasas de interés surge naturalmente. Sin embargo, existen al menos 3 factores que limitan a la Entidad Monetaria a reducir las tasas de interés más rápido que lo esperado por el mercado.

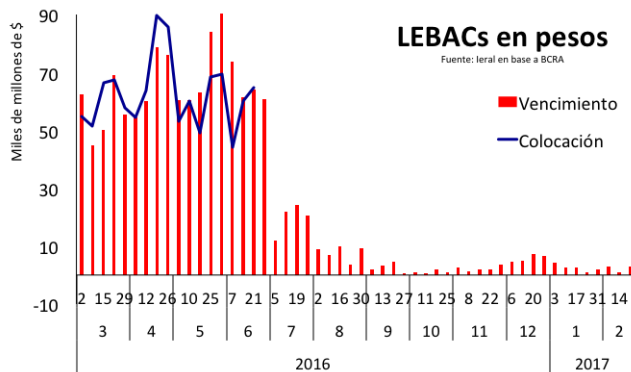
En primer lugar, como se explicó anteriormente, si bien las expectativas de inflación son decrecientes en el tiempo, las mismas aún se encuentran por encima de las metas de inflación estipuladas por el BCRA para el 2017. Esto claramente “obliga” a la



Entidad Monetaria a seguir manteniendo tasas de interés positivas en términos de la inflación esperada como surge implícitamente de las expectativas del REM.

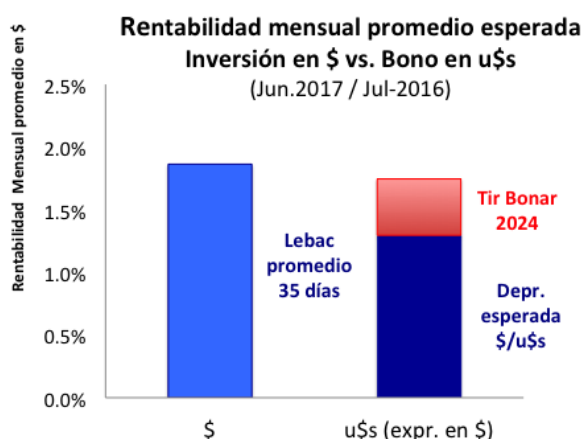


En segundo lugar, en su tarea de absorber el excedente de liquidez existente a principios de año, el BCRA generó una importante deuda en letras (Lebacs) con vencimientos de muy corto plazo. En la medida que la Entidad Monetaria baje muy fuertemente las tasas de interés, la renovación de estas letras podría resultar cada vez más complicada. Esto podría llevar al BCRA a tener que afrontar una parte de dichos vencimientos mediante mayor emisión monetaria lo cual complicaría el objetivo inflacionario⁵.



Por último, el tercer factor que limita a la Autoridad Monetaria de efectuar un recorte más agresivo en las tasas de interés es el mantenimiento de la actual "tranquilidad" en el mercado cambiario. La calma en el mercado de divisas requiere que los rendimientos de las letras en pesos (Lebacs) resulten mayores o iguales a los rendimientos (TIR) de los principales bonos en dólares más las expectativas de devaluación de la moneda (arbitraje). En este sentido y como puede verse en el siguiente gráfico, si bien actualmente hay algún margen adicional para reducir las tasas, el mismo claramente no resulta muy grande.

⁵ En el gráfico adjunto puede observarse que con la baja en las tasas de interés, en algunos de los últimos vencimientos, solamente una parte de ellos terminaron siendo renovados.



De esta forma, si bien el BCRA tiene margen para continuar reduciendo las tasas de interés, el mismo es acotado como muestran las expectativas del “consenso del mercado”. No obstante, este margen podría ampliarse en la medida que:

- la Autoridad Monetaria logre reducir la brecha actual entre las expectativas y las metas inflacionarias para 2017 (1er. limitante),
- aumente la demanda por Letras de corto plazo (2do. limitante) (mayor confianza, efecto del blanqueo, etc.),
- mejoren las cotizaciones de los títulos públicos en dólares y/o caigan las expectativas de depreciación de la moneda (3er. limitante).

- **¿Qué se espera para el nivel de actividad económica?**

El contexto anteriormente analizado muestra que en el próximo año y medio, las expectativas del “consenso de mercado” presentan una inflación decreciente pero aún por encima de las metas fijadas por el Banco Central. En este contexto, si bien se espera que la Entidad Monetaria continúe bajando las tasas de interés, las mismas probablemente deberán seguir estando por encima de los niveles de inflación esperados (tasas reales positivas) para que el BCRA mantenga las chances de cumplir su meta inflacionaria en 2017.

Dentro de estas perspectivas, es razonable preguntarse por las expectativas sobre el nivel de actividad económica. El control de la inflación (y de las expectativas inflacionarias) por un lado y los posibles efectos expansivos del blanqueo de capitales junto con una política fiscal claramente más expansiva a partir del II semestre del 2016⁶, explicarían por qué el “consenso de mercado” espera una pequeña y lenta recuperación en los niveles de actividad para el II semestre del 2016⁷ y un crecimiento cercano al 3% anual para el 2017.

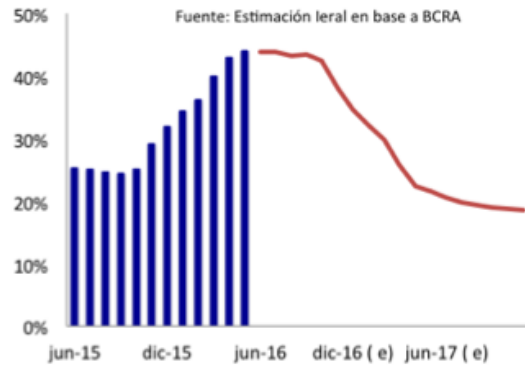
⁶ Ver Reyes, G., “Causas y consecuencias de un giro de política en el que gana prioridad la reactivación de la economía”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 16 de junio de 2016, Ed. Nro. 985, Año 25.

⁷ Aunque dada la performance del primer semestre, el promedio del 2016 terminaría siendo contractivo.

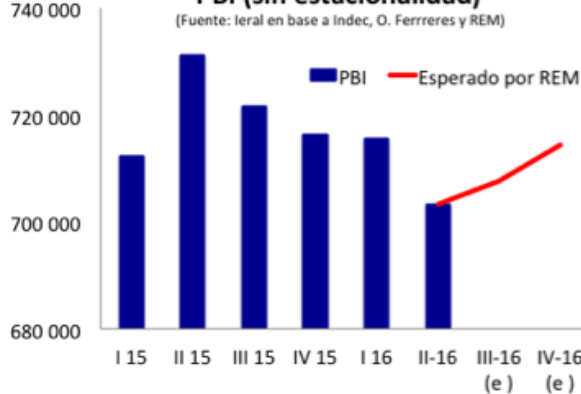


¿Qué espera el
“consenso del mercado”
para el II semestre
del 2016 y para el 2017?

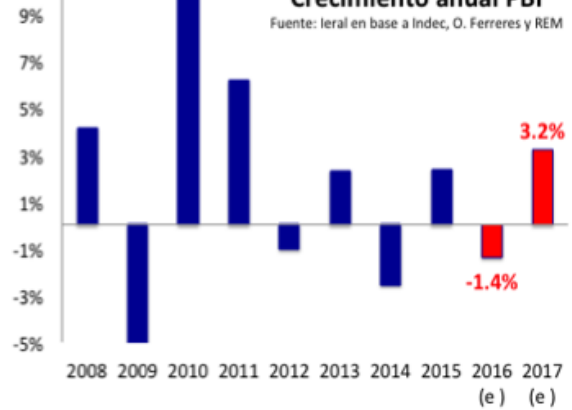
Tasa de Inflación anual



PBI (sin estacionalidad)



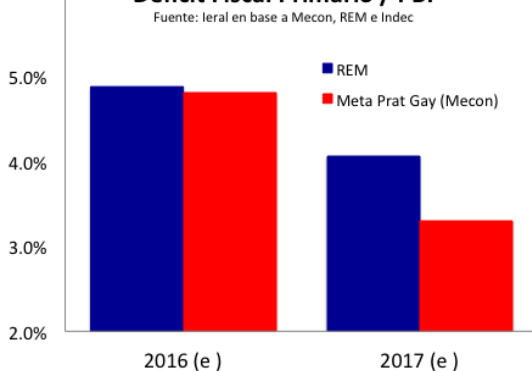
Crecimiento anual PBI



• **Riesgos**

Por último, el contexto implícito en las estimaciones del REM además de asumir una lenta recuperación de la economía y una caída tanto en las tasas de interés como en las de inflación, también presenta un riesgo implícito en sus proyecciones como es la de un ajuste en el desbalance fiscal para el 2017 bastante menor a la meta prometida por las autoridades económicas del Ministerio de Economía.

Déficit Fiscal Primario / PBI



Como ya se planteara en esta Editorial el mes pasado⁸, las últimas medidas adoptadas por el gobierno en materia fiscal (tarifas, jubilaciones, etc.) probablemente han

⁸ Ver Reyes, G., “Causas y consecuencias de un giro de política en el que gana prioridad la reactivación de la economía”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 16 de junio de 2016, Ed. Nro. 985, Año 25.



BCM
BOLSA DE COMERCIO
DE MENDOZA

mejorado el escenario de la economía para el resto del 2016 y 2017 (año electoral) pero claramente podrían complicar el panorama de mediano término (2018) ya que implican una economía más endeudada, con peligro de atraso cambiario y con una menor reducción del (histórico) problema fiscal y por lo tanto, un camino más inseguro para reducir de manera sustentable el problema inflacionario.