



Errores de pronóstico del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Febrero de 2020



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan analistas especializados, locales y extranjeros, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina que recopila el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Por tratarse de proyecciones respecto de lo que se espera que suceda en el futuro, los resultados¹ del REM están sujetos a errores respecto de lo que termina siendo el dato observado.

En el REM se relevan las expectativas sobre los precios minoristas, la tasa de interés, el tipo de cambio nominal, la actividad económica y el resultado primario del sector público nacional no financiero.

Cabe recalcar que los pronósticos vertidos en el REM no constituyen proyecciones propias del BCRA.

En el presente informe, se esboza un análisis sobre la capacidad predictiva de los participantes² del REM respecto de la evolución del nivel general de la inflación minorista en los últimos años, del tipo de cambio nominal y del crecimiento económico. Se contempla de forma particular la diferencia entre los datos observados y los pronósticos brindados para diferentes horizontes de proyección seleccionados.

¹ Salvo especificación contraria los resultados del REM referirán a la mediana de los pronósticos. Ver Sección 4.

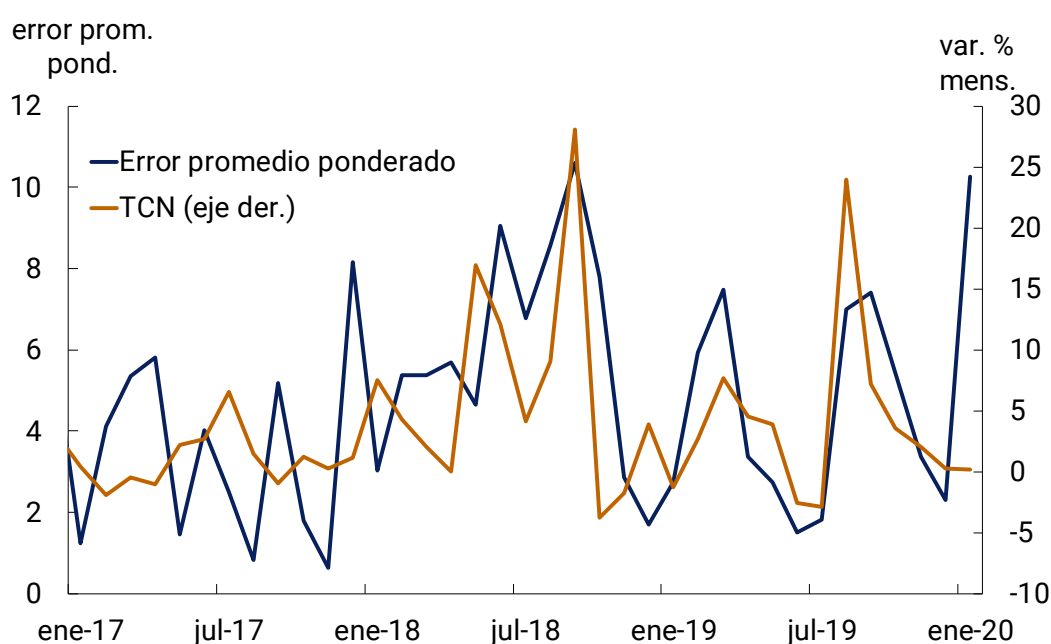
² Los resultados mensuales y el listado de analistas habilitados para participar en el relevamiento se publican en el sitio de [Internet del BCRA](http://Internet.del.BCRA). En caso de existir consultas dirigirlas a rem@bcra.gob.ar.

1. Desempeño predictivo del REM

1.1 Inflación minorista

Los pronosticadores de la inflación minorista (nivel general) que participan en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) han exhibido un pobre desempeño predictivo en los últimos dos años. Los elevados niveles de incertidumbre y la imposibilidad de prever la dimensión y la precisión temporal de los shocks devaluatorios que se sucedieron durante el año, condujeron generalmente a una amplia brecha entre los datos efectivos y los proyectados (ver Gráfico 1.1).

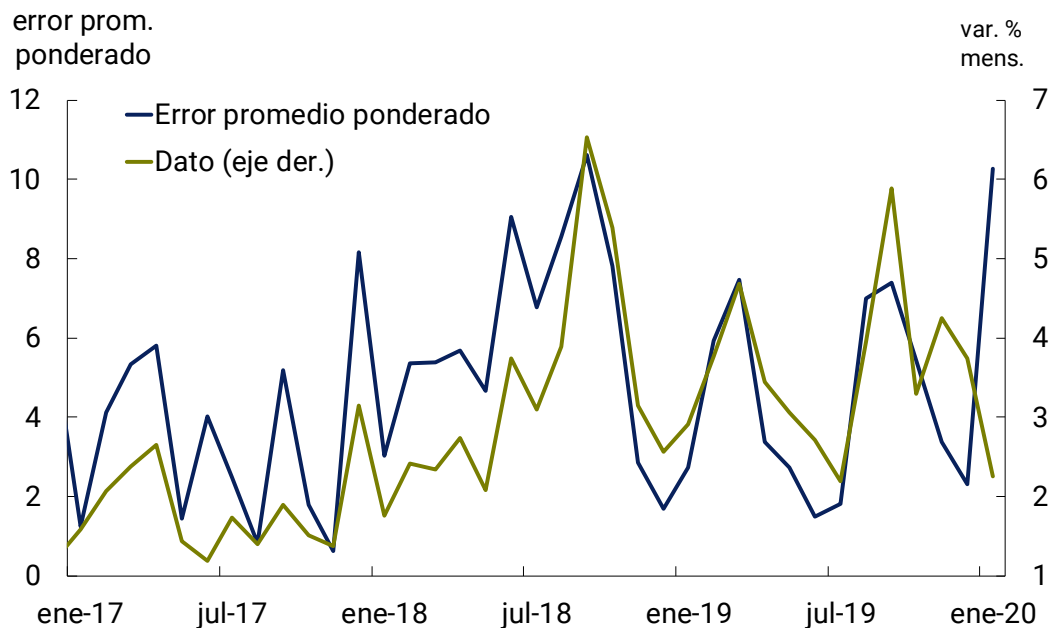
Gráfico 1.1 | Variación del tipo de cambio nominal y Errores de pronóstico de inflación minorista (IPC nivel general)



Fuente: BCRA

El error promedio ponderado de los pronósticos de inflación se caracteriza por aumentar generalmente cuando aumenta el nivel de nominalidad en la economía. A mayores niveles de inflación, los errores promedio ponderados han sido también mayores. Esto explica también, en el margen, que el dato de inflación de enero de 2020, que sorprendió a los analistas del mercado, haya implicado uno de los peores pronósticos relativos desde que se reinició el relevamiento a mediados de 2016 (ver Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2 | Errores de pronóstico e Inflación minorista (IPC Nivel General)



Fuente: BCRA

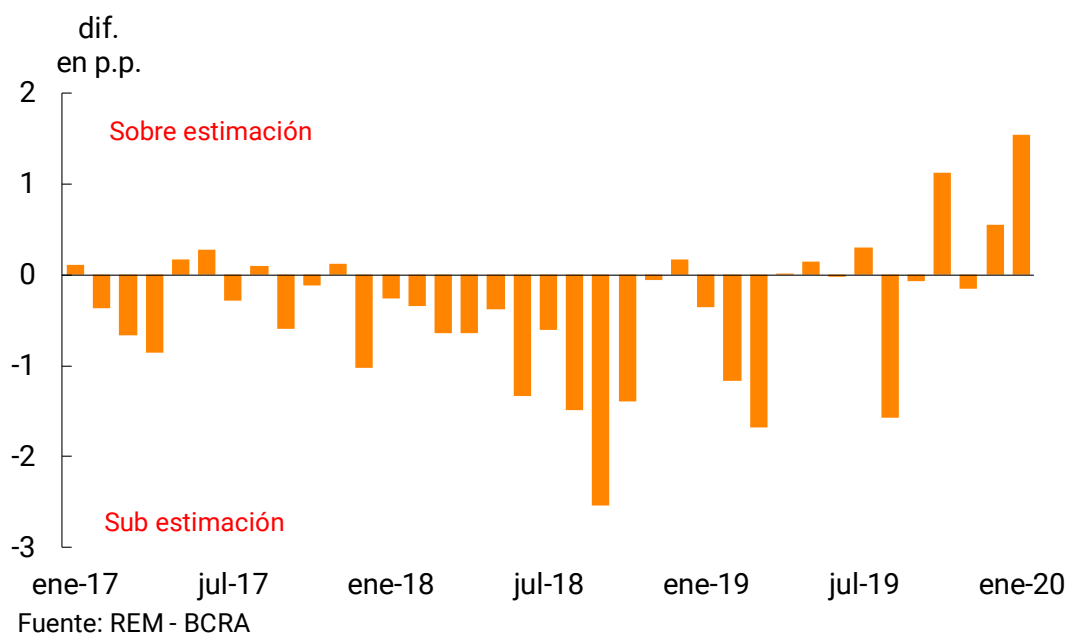
Durante los últimos 3 años, la mediana de los resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)³ sobre Inflación mensual ha mostrado errores de pronóstico que oscilan entre 0 y 5 puntos porcentuales (p.p.) dependiendo del mes y del horizonte temporal con el que se realizan los pronósticos. En períodos de menor volatilidad cambiaria y financiera las proyecciones del REM tienden a ubicarse en niveles próximos a los datos efectivos, con registros tanto superiores como inferiores (si bien generalmente han tendido a subestimar la inflación mensual). Este desempeño da cuenta de la valiosa capacidad de los pronosticadores para proyectar variables en escenarios con relativa estabilidad.

El REM encuesta pronósticos con horizontes temporales de hasta seis meses de anticipación. Por lo tanto, los errores de pronóstico pueden calcularse tomando en consideración todos los pronósticos realizados para cada período encuestado o considerando, por ejemplo, solo los realizados el último día hábil del mes previo.

La mediana de los pronósticos de inflación realizados con un mes de anticipación por parte de los analistas del REM resultó ser inferior a la inflación observada en 25 oportunidades frente a 12 ocasiones en las que el dato registrado de inflación mensual fue menor que el arrojado por el REM (ver Gráfico 1.3).

³ Salvo especificación contraria los resultados del REM referirán a la mediana de los pronósticos. Ver Sección 4.

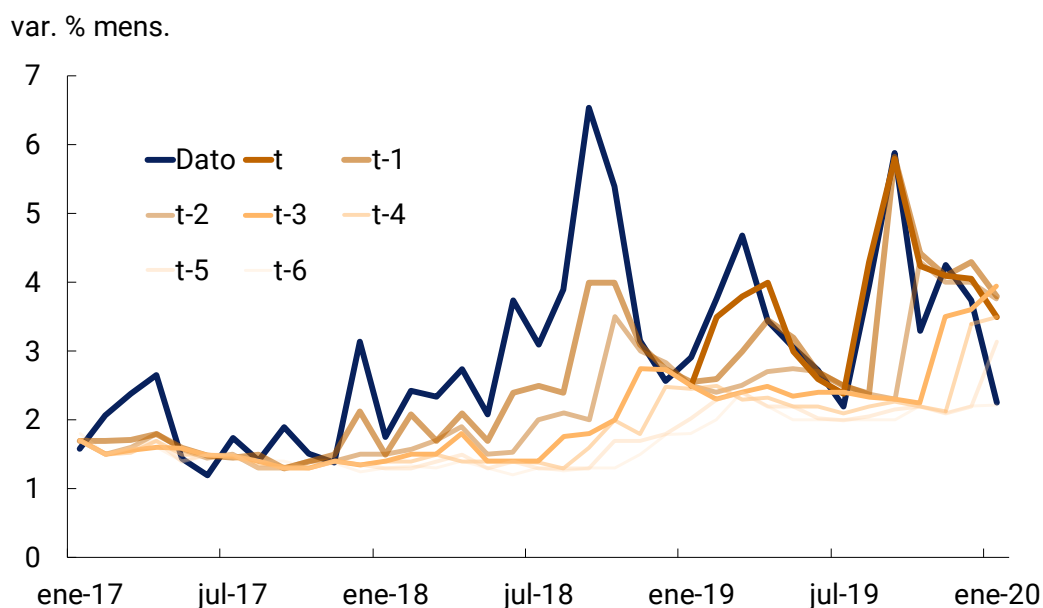
Gráfico 1.3 | Diferencia entre la expectativa mensual de inflación del mes anterior y el dato observado (IPC Nivel General)



El período de mayor incertidumbre —durante el tercer trimestre del año 2018— fue el que registró las mayores diferencias entre los pronósticos de inflación vertidos en el REM y el dato observado. En particular, los meses de agosto, septiembre y octubre de 2018 fueron los meses con mayores subestimaciones en el dato de inflación (-1,5 p.p., -2,5 p.p. y -1,4 p.p., respectivamente). Otros periodos con subestimaciones significativas fueron los correspondientes a marzo (-1,7 p.p.) y agosto (-1,6 p.p.) de 2019, meses asociados a mayor volatilidad en el tipo de cambio. En sentido opuesto, el mes de enero de 2020, fue un mes en el cual los precios resultaron ser menores a los pronosticados por el REM con la mayor diferencia (+1,5 p.p.). Le sigue en importancia la brecha observada en octubre de 2019 (+1,1 p.p.). También se destaca la sobreestimación de la variación del índice de precios registrada el mes de diciembre de 2019 (+0,6 p.p.).

Las expectativas de inflación se modificaron a medida que se acercaba cada período encuestado (ver Gráfico 1.4). De acuerdo con el comportamiento observado se puede afirmar que los analistas del REM atinan mucho más su pronóstico a medida que van incorporando nueva información y se aproxima el período sobre el cual deben realizar su proyección, de acuerdo con lo esperable.

Gráfico 1.4 | Expectativas de Inflación mensuales y dato observado (IPC Nivel General; según horizontes de proyección)

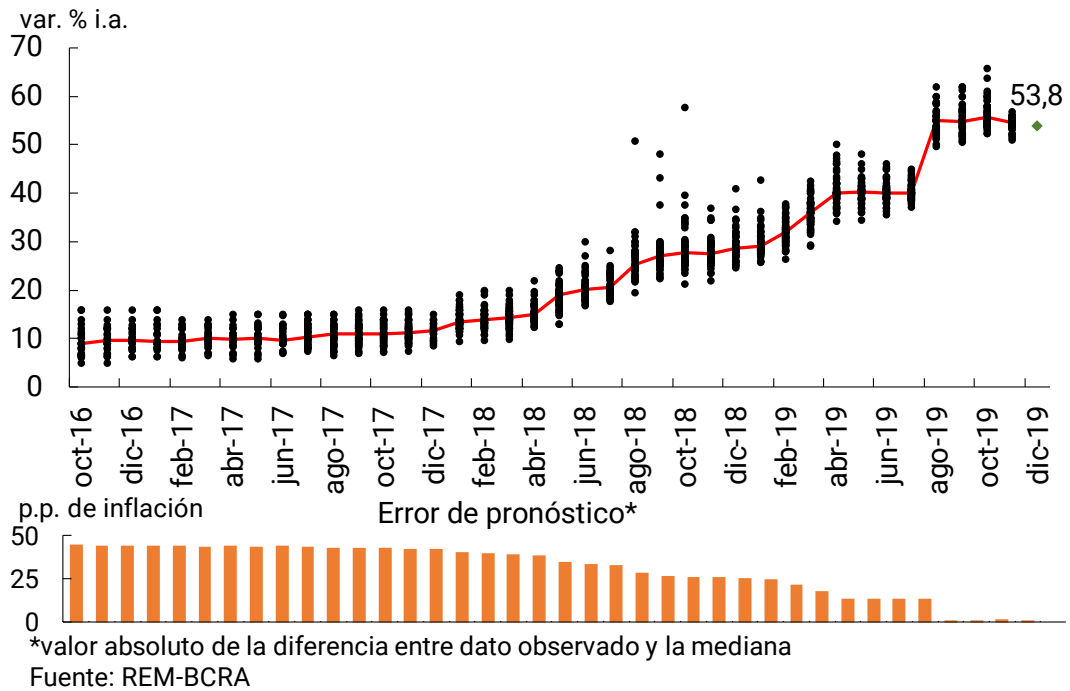


Fuente: REM - BCRA

También permite observar que fueron aquellos meses donde la inflación tuvo un comportamiento más disruptivo aquellos en los cuales el error de pronóstico (aquí mostrado por la diferencia entre la línea oscura y las restantes líneas que son los pronósticos para ese mismo mes realizados en hasta los seis meses previos) fue mayor. Un pronóstico adicional se comenzó a encuestar desde enero de 2019, siendo éste un pronóstico realizado sobre el mismo mes en curso (a punto de finalizar cada mes, en ocasión de la realización de cada encuesta). Como se observa, el mismo tiene un menor error de pronóstico que el realizado en los meses previos. En particular, durante el año 2019, el error de pronóstico realizado en el mismo mes promedio (en valor absoluto) fue un 40% inferior al promedio de los errores de los pronósticos realizados con un mes de anticipación. Y un 75% inferior respecto de los errores promedio de los pronósticos realizados con cuatro a seis meses de anticipación.

Respecto de las variaciones anuales, el REM relevó pronósticos para el año 2019 desde el mes de octubre de 2016. El dato definitivo de inflación anual (53,8% i.a.) exhibió una significativa diferencia con respecto a los que los analistas que participan del REM revelaban como pronósticos a fines de 2016. Partiendo de proyecciones cercanas al 10% hasta fines de 2017, registraron fuertes incrementos a medida que se fueron conociendo los diferentes shocks cambiarios: en el segundo y en el tercer trimestre de 2018 llevaron el pronóstico más cerca de 28% i.a., y tras las significativas devaluaciones del segundo y tercer trimestre de 2019 se ubicaron en torno al valor finalmente observado con una anticipación de cuatro meses (ver Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5 | Expectativas de Inflación 2019 – Inflación anual IPC (Nivel General)

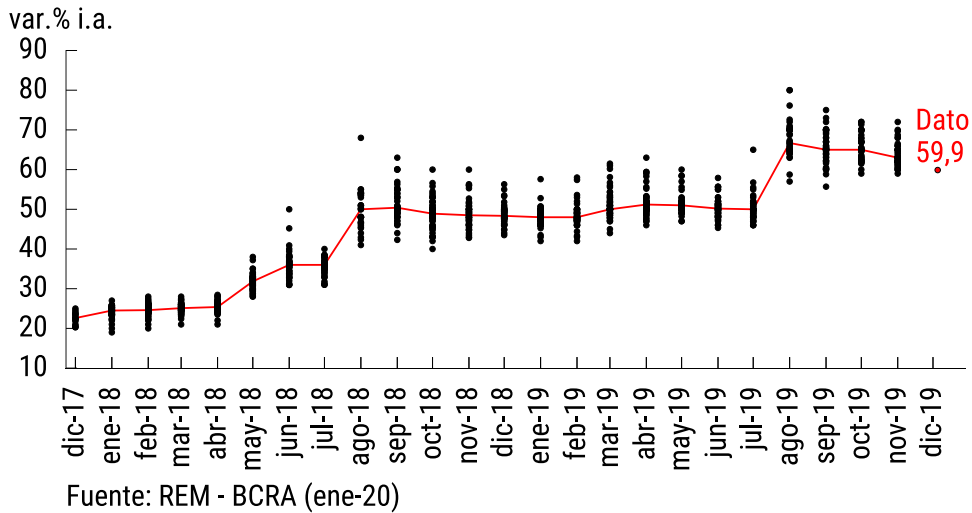


1.2 Tipo de cambio nominal

Respecto de la variable Tipo de cambio nominal, el REM relevó pronósticos para el promedio mensual de diciembre de 2019 desde el relevamiento realizado a fines de diciembre de 2017.

Los pronósticos del REM respecto del año 2019 dejan ver el ajuste en las expectativas a medida que se sucedían los shocks sobre el mercado cambiario. Así, para el tipo de cambio de diciembre de 2019, que finalmente arrojó un valor cercano a los \$60 por dólar, se esperó un valor inferior a los \$30 por dólar entre diciembre de 2017 y abril de 2018. El pronóstico se elevó fuertemente y luego estuvo anclado en torno a un valor de \$50 por dólar durante un año entre agosto de 2018 y julio de 2019. En agosto de 2019 sobre reaccionó tras la última corrección depreciatoria significativa y comenzó un sendero de ajuste tras la reimposición de los controles al mercado de cambios.

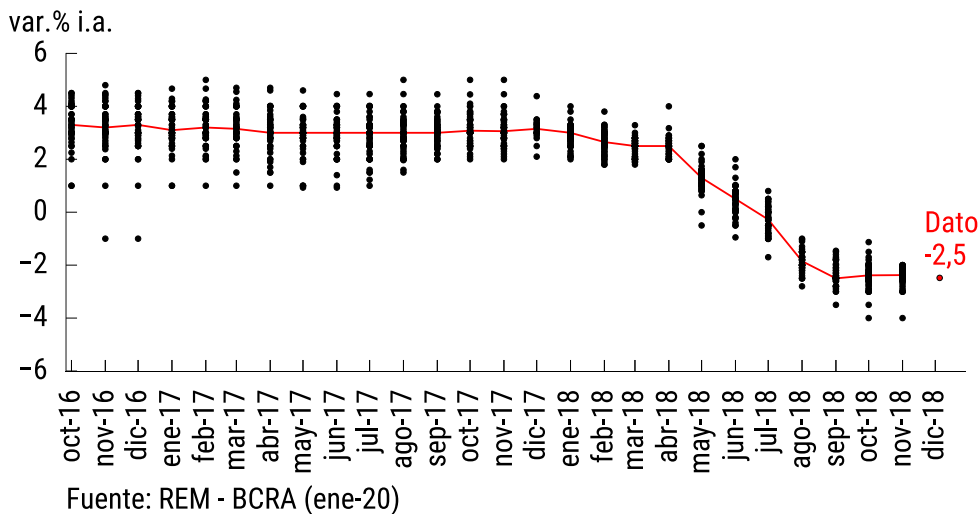
Gráfico 2.1 | Expectativas de Tipo de cambio nominal – Diciembre de 2019



1.3 Crecimiento económico

Respecto de la variable Nivel de Actividad, el REM releva pronósticos trimestrales (sin estacionalidad) y anuales de las variaciones del PIB. En particular, para el año 2018 los pronósticos del REM comenzaron a ser relevados a partir de la encuesta de octubre de 2016. En el caso de las variaciones trimestrales sin estacionalidad, se cuenta también con pronósticos desde octubre 2016. Cabe destacar que, dada la característica preliminar de la publicación del indicador por parte del INDEC, los datos observados podrían ser revisados e implicarían una revisión del desempeño predictivo de los participantes.

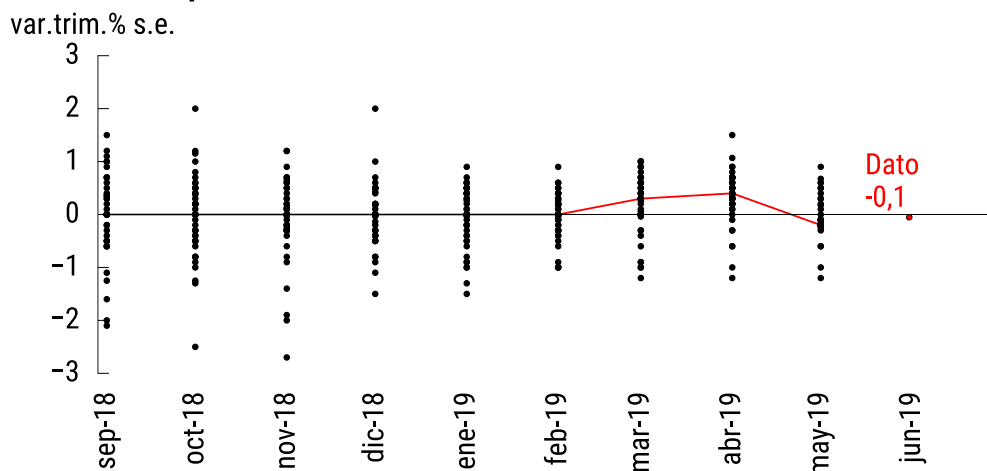
Gráfico 3.1 | Expectativas de Crecimiento – Año 2018



La mediana de los pronósticos de crecimiento anual se ubicaba en torno a 3% de crecimiento entre octubre de 2016 y enero de 2018 (con un desvío de 0,4 p.p. en este último relevamiento). A medida que se incorporaron comenzaron los períodos de volatilidad cambiaria y financiera, comenzó a observarse un significativo ajuste en las expectativas de crecimiento económico, de modo que con posterioridad a abril de 2018 y en tan sólo 5 meses la mediana de la proyección del REM se ajustó más de 5 puntos hasta -2,5% (con un desvío entre 0,3 y 0,5 p.p.), valor que efectivamente fue el publicado seis meses después.

Los pronósticos trimestrales para 2019 permiten ver tres casos diferentes. Las proyecciones del REM de crecimiento para el Trim. I-19 tuvieron una muy buena *performance* en anticipar la variación del PIB (-0,1% s.e.) a lo largo de los 9 meses en los cuales se encuestó dicho período.

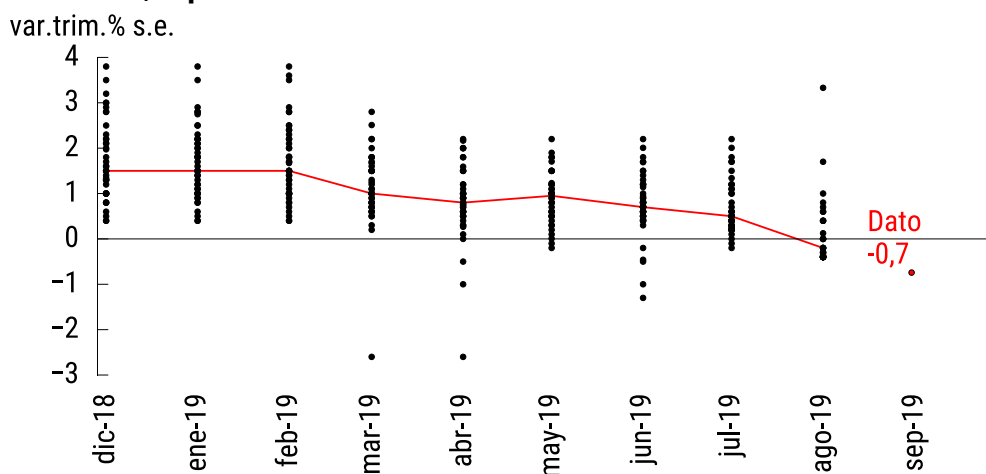
Gráfico 3.2 | Expectativas de Crecimiento – Trim. I-19



Fuente: REM - BCRA (ene-20)

En segundo lugar, y ante un escenario macroeconómico más volátil, las expectativas de crecimiento del Trim. II-19 evidenciaron fuertes correcciones a partir de marzo de 2019. Asimismo, y con mayor profundidad, en el REM de agosto de 2019, la mediana pasó de +0,5% s.e. a -0,2% s.e. No obstante, el dato publicado —en septiembre de 2019— implicó una caída mayor a la esperada incluso por el más pesimista de los analistas en el REM de ago-19.

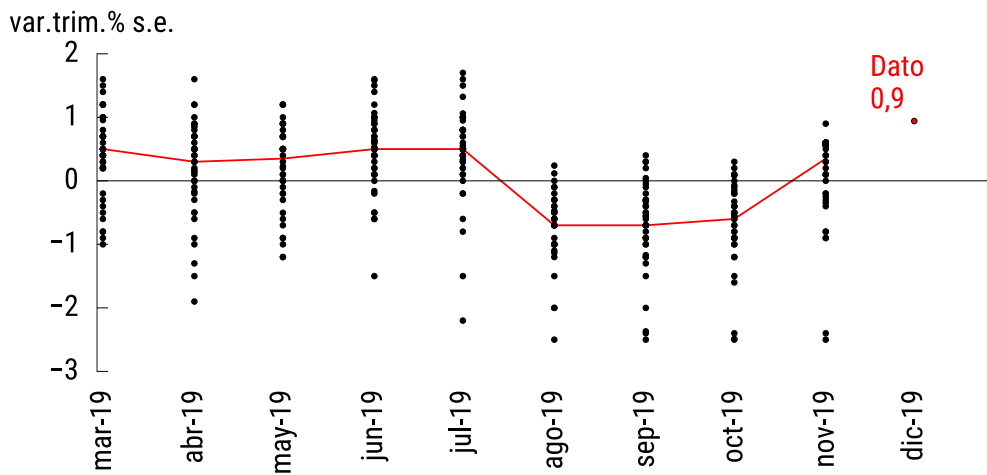
Gráfico 3.3 | Expectativas de Crecimiento – Trim. II-19



Fuente: REM - BCRA (ene-20)

En el tercer caso, el correspondiente al Trim. III-19, ocurrió un desempeño análogo, pero en sentido opuesto. La expectativa de crecimiento para dicho trimestre comenzó siendo para la mediana de los pronósticos del REM de +0,5% s.e. en marzo de 2019 y se sostuvo hasta julio de dicho año. En agosto, mes del shock posterior a las elecciones primarias, las expectativas se “corrigieron” a terreno negativo (con valores entre -0,6/-0,7% s.e.) para retomar el pronóstico positivo en noviembre, un mes antes de la publicación del primer dato (provisorio).

Gráfico 3.4 | Expectativas de Crecimiento – Trim. III-19



Fuente: REM - BCRA (ene-20)