N° 559 – 14/06/2020

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

¿PUEDE SEGUIR EL "VERANITO" EN LOS PRECIOS?

• La inflación minorista de mayo conocida el jueves no fue sorpresa: 1,5% en el nivel general y 1,6% en el núcleo. Sí llamó la atención el 0,7% en alimentos, debido a que es el único componente de la canasta cuya demanda no se vio sensiblemente afectada y que no tuvo problemas de relevamiento. Dos meses consecutivos por debajo de 2% es un panorama que difícilmente pueda sostenerse en el segundo semestre, donde la inflación promedio superaría el 3% mensual hasta fin de año.

• Nuestra proyección se ubica en el rango de 40-45% anual hacia diciembre. El porcentaje es inferior a la inflación de 2019 (53,8%) pero está basado en gran medida en cómo se desarmen las regulaciones cambiarias que impactan sobre la producción, en especial la Comunicación A7030 del BCRA. La norma dificulta la normal provisión en la industria y genera incertidumbre respecto del costo de reposición de los insumos importados, que se traslada al precio de los bienes finales. Este sólo hecho podría impactar en la inflación de junio y julio por el lado de los costos de producción.

• En nuestra visión, además, existe un nivel muy elevado de discreción en la política económica -comprensible en parte por la necesidad de contener los efectos de la pandemia- pero que hace que por primera vez desde que existe relevamiento (junio de 216) las expectativas de mercado (incluidas en el REM del Banco Central) proyecten más inflación que la verificada mes a mes.

• En concreto, se espera una devaluación del tipo de cambio oficial y un sinceramiento en los precios regulados. De verificarse este escenario, la inflación se ubicaría por encima del 3% mensual, incluso si el ajuste fuese gradual. La opción es subir la tasa de interés. Una devaluación en un contexto contractivo como el actual no sería el mejor de los caminos para intentar una cierta recuperación del consumo hacia el último trimestre del año.

EL IPC SE UBICARÁ POR ENCIMA DE 3% MENSUAL

• El endurecimiento de los controles cambiarios por el aumento de la incertidumbre en las últimas semanas producto de la renegociación de deuda[1] tiene, en principio, fecha de vencimiento el 30 de junio. Es probable que una descompresión regulatoria corrija el tipo de cambio, impactando sobre los precios a partir de agosto. A más devaluación, mayor la corrección esperada en los precios. Asumimos que la devaluación oficial seguirá el ritmo de los precios de acá en adelante, a modo tal de no perder la competitividad cambiaria ganada luego de la crisis.

• El segundo motivo de la mayor inflación esperada es fiscal y tiene que ver con el congelamiento de las tarifas. Una vez resueltas las restricciones a la movilidad en el AMBA deberá encararse un esquema de actualización tarifaria, quizá a partir del último trimestre de 2020.

• Estos elementos harán que la inflación promedio pase de la zona del 1,5-2,0% observada en abril y mayo al 3,0-3,5% a partir de julio. Sin embargo, como dijimos en reiterados informes, no hay espacio para un desborde en los precios. El desorden que se percibe en la macro y que se describe a continuación, es transitorio. Una corrección fiscal natural ocurriría cuando la economía opere con menos restricciones, ya sea del lado del gasto como de los ingresos. Por otra parte, el fuerte crecimiento de los agregados monetarios también se corregiría al superarse los efectos de la pandemia. Ambos factores disminuirán la incertidumbre y, por ende, la búsqueda de cobertura mediante la compra de dólares. Esta dinámica bajará las expectativas de devaluación y descomprimirá los precios.

LLEGÓ EL TIEMPO DE ORDENAR LA MACRO

• La negociación con los acreedores externos no sólo tiene prioridad, sino que es excluyente. Impide que los funcionarios se ocupen de la planificación macroeconómica, por dos razones básicas:

- El Tesoro gestiona sin presupuesto y requiriendo "superpoderes" del Jefe de Gabinete de Ministros, y
- el BCRA hace política monetaria sin un programa claramente definido y habiendo suspendido los comunicados periódicos del comité encargado de la estabilización de la nominalidad de las variables.

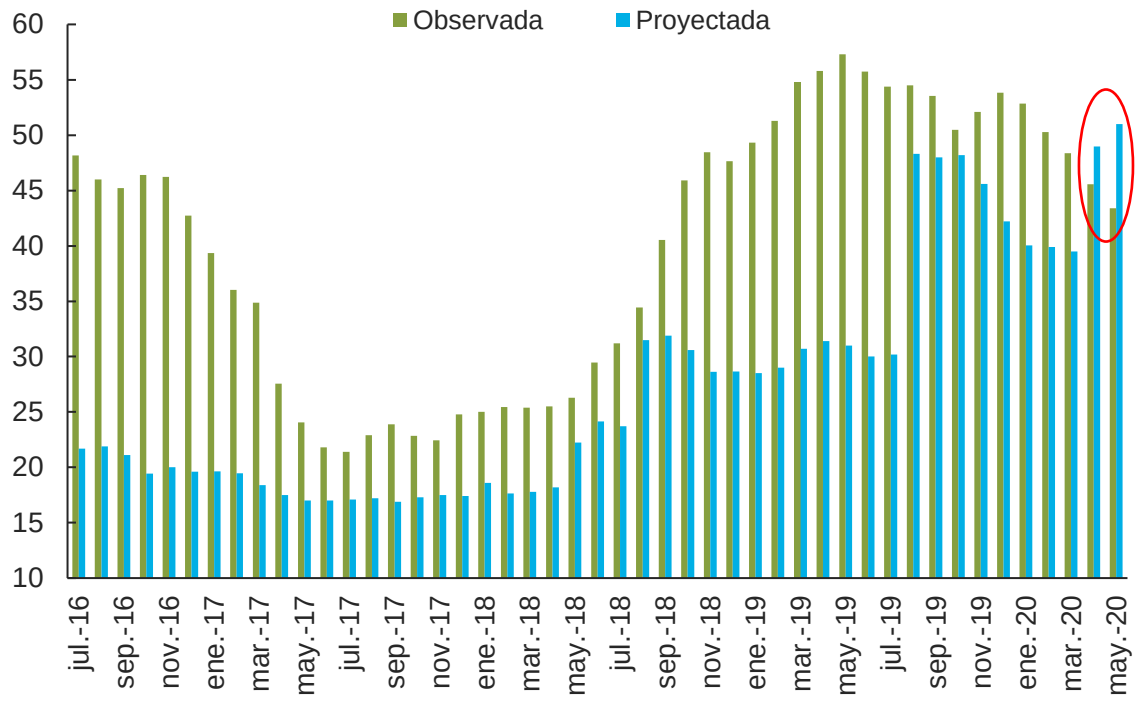
• Para evitar devaluar la moneda por la demanda de dólares de importaciones en un contexto recesivo, el Banco Central recurrió a medidas que todas luces no son sostenibles, ya que entorpecen el normal funcionamiento de la industria. En particular, impiden el descalce entre pagos y embarques de importaciones, algo habitual debido a que difícilmente un productor pueda importar insumos sin adelantar al menos una parte de los dólares.

• Una vez ordenado el panorama de la deuda urge un plan o al menos una serie de reglas que le indiquen al mercado cómo desandar parte del camino recorrido y qué programa de acción se seguirá en adelante.

[1] http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A7030.pdf

INFLACIÓN ACTUAL VS, ESPERADA

Variación interanual del IPC vs. expectativa 12 meses hacia adelante en base a REM



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC

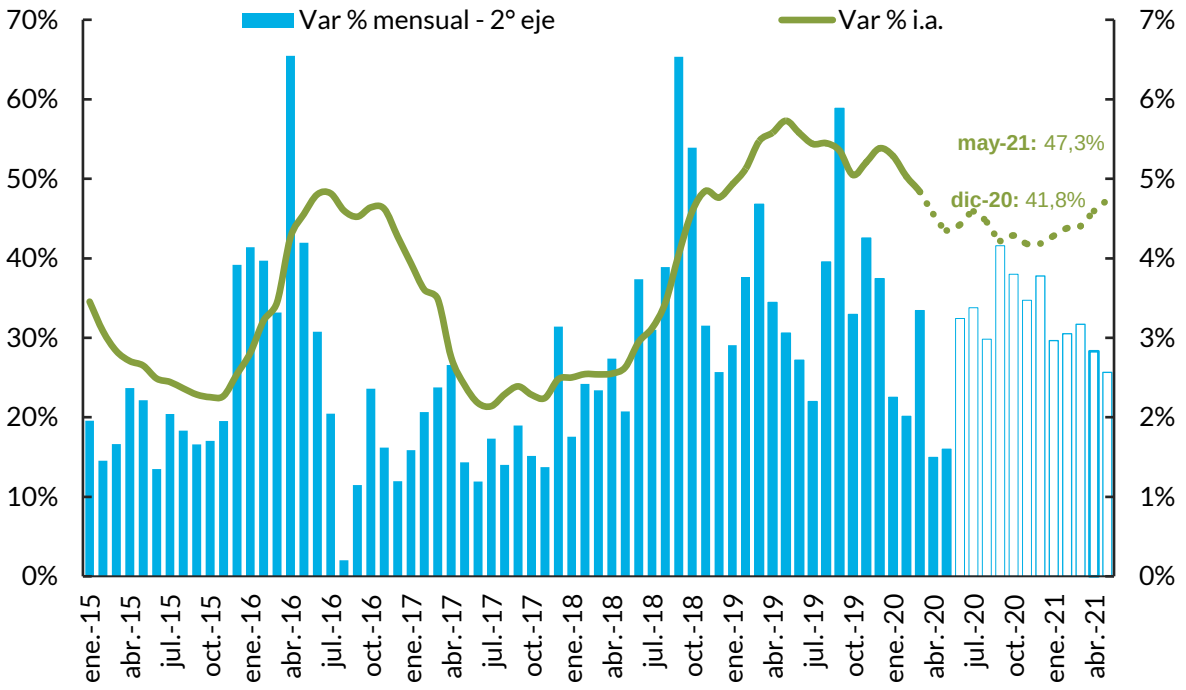
¿CÓMO SALIR DE LA 7030?

En 15 días vence la Comunicación A7030, un gran escollo para importar insumos productivos. ¿Cómo sale el BCRA de esta situación? Básicamente, tiene dos caminos disponibles:

- El primero busca llevar la brecha cambiaria al 30-40%, adecuándola al promedio previo a la pandemia. Un "tirón" de 10 pesos entre julio y agosto, luego de finalizadas las negociaciones de deuda y ayudaría a descomprimir la expectativa de devaluación y reducir algo la tasa de interés. Opción de alta complejidad dada la fragilidad de ingresos de las familias pospandemia.
- El otro camino, más probable y viable políticamente, es seguir con la regla de "devaluación gradual" (2-3% por mes), sin grandes shocks y, de ser necesario, ajustar todo lo necesario la tasa de interés. De esta forma, se evita un impacto adicional sobre los salarios reales, pero se complica el endeudamiento corporativo luego del Covid-19.

INFLACIÓN CON TIRÓN DE TASA O DE TIPO DE CAMBIO

Inflación minorista observada y proyectada



Fuente: Analytica en base a INDEC.

• Las autoridades económicas mantienen el compromiso de no atrasar el tipo de cambio. La reciente apreciación del real brasileño (que se había depreciado 24% desde principio de año) juega a favor. En este escenario surge además la necesidad de desarmar una parte del cepo.

• Nuestra visión es que, considerando que la recesión estaría haciendo piso y que una devaluación brusca implicaría una caída adicional en los niveles de actividad, las autoridades aprovecharán un buen canje de deuda (local e internacional, en pesos y dólares) para desarmar algunos de los controles sin devaluar. Eventualmente, habrá un deslizamiento de la tasa de interés para acomodar realidad con expectativas.

• El nivel actual del tipo de cambio es adecuado, pero la brecha luce muy presionada por razones técnicas: no hay reglas claras. A más incertidumbre, mayor necesidad de cobertura, y la ventanilla del Central está cerrada. Una vez concluidas las negociaciones por la deuda, habrá que encarar una seria y consistente programación macroeconómica, para naturalmente descomprimir las expectativas y bajar las presiones cambiarias sin devaluar en forma desordenada. Esta no sólo es la salida virtuosa, sino la más probable.