

CÓMO EVITAR UNA DEVALUACIÓN DE SHOCK

El Banco Central está manteniendo la competitividad cambiaria, pero a costa de una elevada volatilidad, algo inédito en tiempos de cepo. La pauta devaluatoria se ubica en el 20-30% anual, mientras el mercado espera una inflación de 50% en los próximos doce meses y negocia divisas con una brecha superior al 70%. ¿Hay una nueva devaluación en puerta? Qué eventos disruptivos acelerarían la inflación y qué esperamos que haga el Gobierno para sosegar la incertidumbre y llevar a la economía hacia una zona de inflación moderada, alineada con la devaluación oficial del peso, forman parte de este informe.

- El BCRA aplica una regla clara de correcciones diarias del dólar de entre 6 y 9 centavos, un 2-2.5% mensual o 20-30% anual. El tipo de cambio real se sostiene entonces en los niveles de fin del año pasado. Es curioso, ya que **entre 2011 y 2015 los controles fueron utilizados para apreciar el peso**, aumentar los salarios y dejar las tasas de interés por debajo de la inflación. **En la actualidad el objetivo es distinto: no dejar apreciar el tipo de cambio**, para evitar que se pierda la competitividad ganada. Por eso las subas de la cotización oficial, que explican su volatilidad¹, y las de los dólares paralelos, ya que *la volatilidad del dólar oficial es un piso para la volatilidad de los dólares paralelos*. En suma, siempre termina impactando en el nivel de precios.

- Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), la inflación futura es casi el doble que la que surge de extrapolar el ritmo de devaluación (50% vs. 20-30%). La reciente suba al 33% anual para las tasas que remuneran los depósitos minoristas decidida por el BCRA apunta en la dirección correcta, pero no alcanza si se compara con las expectativas de inflación. Máxime teniendo en cuenta que en el mes de junio (último dato disponible), la demanda de dólares para atesoramiento aumentó 37% en el mes y alcanzó un máximo

¹ La volatilidad se mide como el cociente entre el desvío estándar del mes y la media observada en el año. Esta forma de cálculo permite medir la volatilidad controlando los efectos de escala en la comparación. Este valor se ubicó en 0,8% en julio de 2020, mientras que entre 2011 y 2015 promediaba 0,3% para este mismo mes; más del doble.

histórico de personas físicas (3,3 millones de personas) que adquirieron sus USD 200 permitidos. A partir del aumento del blue y cotizaciones financieras, es presumible que julio haya mantenido una demanda similar.

Esto confirma que el mercado sigue apostando a una o varias devaluaciones de shock que impactarían sobre la inflación. ¿Cuáles son los temores del mercado?

LOS MIEDOS DEL MERCADO

- En concreto, ordenar las expectativas devaluatorias del mercado requiere dar varias señales, entre otras:

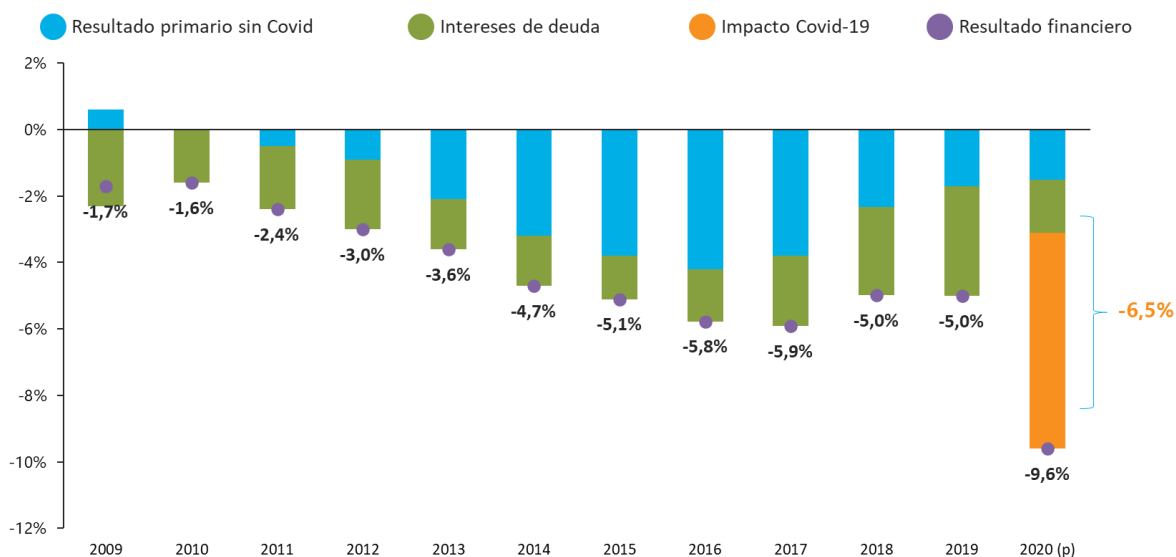
- i) **Cuál será el sendero fiscal y su estructura de financiamiento**, incluido el resultado del canje. En este sentido el último informe del Ministerio de Economía al Congreso en el marco de la ampliación de presupuesto permite hacer recomendaciones concretas para el accionar del Gobierno.
- ii) **Cómo se absorberá el excedente de pesos** que hoy está sostenido en la excepcionalidad del Covid. Se requiere un programa monetario o al menos, establecer límites para los niveles de monetización.
- iii) **Los pasos para definir una estrategia consistente desde el plano fiscal para salir del congelamiento de tarifas y de la discrecionalidad de los aumentos jubilatorios.** Estas variables no lucen sostenibles a largo plazo, algo que sugiere correcciones futuras y por ende más inflación.
- iv) **La certeza de mantener en línea las futuras negociaciones salariales.** Por primera vez desde 2004, la gran mayoría de los gremios asumen pérdidas de salario real a cambio de mantener puestos de trabajo. El anclaje de las expectativas requiere todavía que el Ministerio de Trabajo coordine este proceso hacia adelante.

¿DÓNDE ESTAMOS?

- En el plano fiscal, el Ministerio de Economía **proyecta un déficit primario de 8,2% del PBI en 2020.** Si se eliminaran los efectos fiscales del Covid (sobre la recaudación y sobre los gastos), el déficit primario sería de 1.5 -2% del PBI. La decisión de cómo desandar la estructura de gastos propios del Covid, especialmente el IFE y el ATP, es crucial, ya que detrás del financiamiento monetario del déficit se esconde una de las razones del control de cambios.

EL IMPACTO DEL COVID EN LAS FINANZAS PÚBLICAS

Resultado primario y financiero cómo % PBI



Fuente: Analytica en base a Ministerio de Economía

• En el reporte oficial se muestra cómo se financiaría el incremento del gasto: de los \$ 1.9 billones solicitados en la ampliación presupuestaria, \$ 600.000 millones son nuevos impuestos, \$1 billón transferencias del BCRA y \$300.000 millones, colocaciones de deuda. A partir del buen dinamismo que se está observando en el mercado de deuda local, **creemos que es factible financiar algo más que un 15% del aumento de gasto a través de deuda en el mercado local, y reducir así el financiamiento monetario del déficit fiscal.** \$50.000 millones por mes hasta fin de año resulta escaso para un volumen de renta fija operado en el mercado de valores de \$ 1.2 billones mensuales. El Tesoro espera emitir menos del 5% del volumen mensual operado en bonos por el mercado.

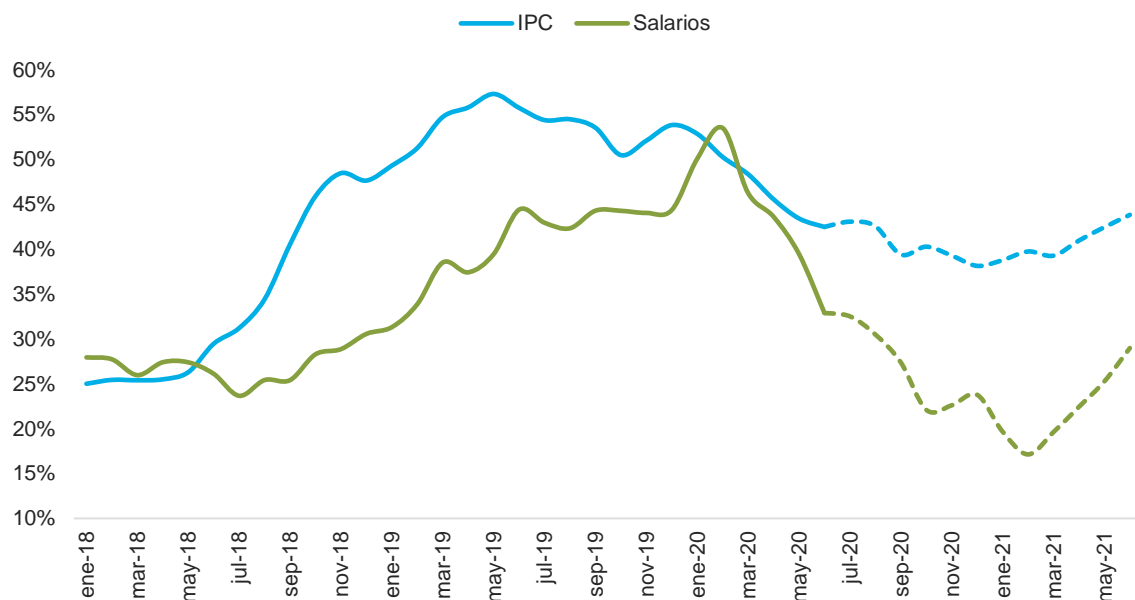
• En cuanto a los niveles de monetización, el M2 privado (circulante más depósitos a la vista) respecto del PBI está entre 3 y 4 puntos por encima de lo aconsejable dados el tipo de cambio y la tasa de interés reales. Este dinero, absorbido por la preferencia por liquidez derivada de la incertidumbre del Covid, deberá ser retirado del mercado por el BCRA y/o el Tesoro una vez que concluya la excepcionalidad de la pandemia. Así, **se requerirán medidas de “una vez y para siempre” ya que se trata de un desequilibrio que involucra stocks y no flujos.**

- Los recientes trascendidos de prensa sobre **un congelamiento de tarifas hasta fin de 2021 chocan con la necesidad de ordenar el sendero fiscal**. Quizá sea más lógico migrar a un esquema de actualización en línea con la nominalidad deseada para la recuperación, en torno a 20-30% anual. Algo similar ocurre con las jubilaciones y los beneficios sociales que corren por cuenta y orden de ANSES.

- **Las negociaciones salariales de los últimos meses van en la lógica de una desinflación ordenada**. Con gremios testigo, como bancarios, alcanzando acuerdos anuales en torno al 25%, las autoridades deben ocuparse de diseminar estas señales en todos los sectores.

LA OPORTUNIDAD PARA ESTABILIZAR

Variación interanual del IPC vs. Variación interanual del salario medio registrado



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC

- Ordenar la nominalidad dentro de un sendero predecible de precios (en el orden del 20-30% de inflación planteado implícitamente en la actual pauta de devaluación) es un primer paso para desandar las restricciones más duras del cepo. Que las expectativas de inflación y devaluación converjan a la nominalidad buscada es el paso inicial para retomar el crecimiento. **Si el mercado espera una devaluación de shock, no será posible convencer a los tenedores de dólares atesorados a que abandonen esas posiciones y se vuelquen a la reactivación.**