

# Analytico

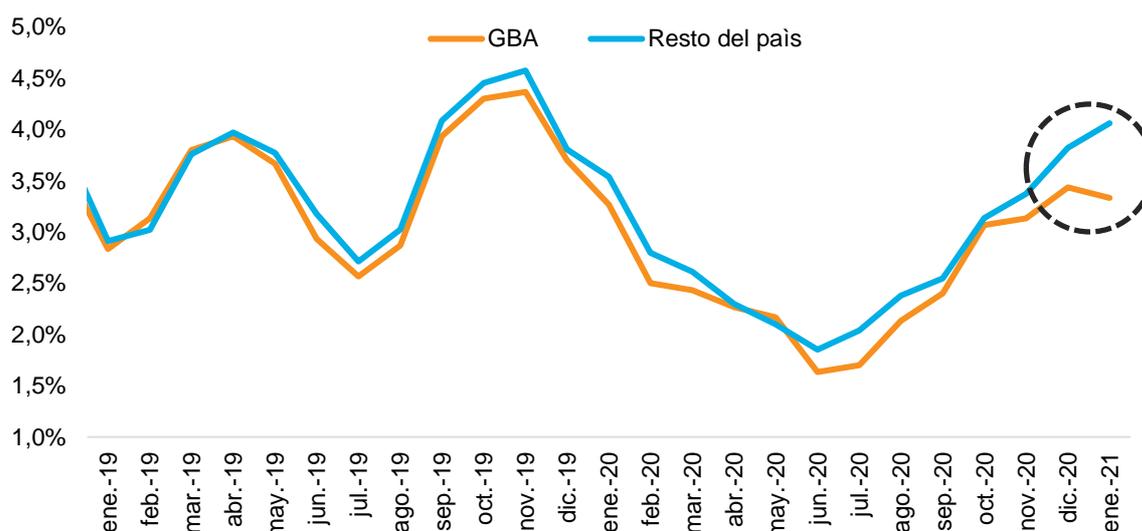
Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

## ¿ES POSIBLE TENER UNA INFLACIÓN DEL 30% EN 2021?

La inflación durmió en los meses duros de la cuarentena y despertó cuando a partir de mitad de año la actividad comenzó su recuperación. Se ubica por cuarto mes consecutivo por encima del 3% y pone en jaque al equipo económico en un año de elecciones. Diciembre y enero fueron meses complejos. Febrero apunta a un porcentaje algo inferior, aunque elevado. La respuesta oficial hasta ahora pasa por sostener la reducción del déficit fiscal evidenciada desde fines de año y alcanzar un acuerdo de precios y salarios, con el FMI como garante, que permita acercar las subas de precios al entorno del 30%. Una operación de compleja realización y alto riesgo por los costos asociados. Aunque es factible que no sea el número proyectado por los mercados financieros.

- La inflación de enero fue del 4% (60% anualizado). La dinámica de algunos rubros particularmente sensibles, como alimentos, que se ubicaron nuevamente por encima del promedio (+4,8%), hace que el aumento de precios se haya convertido en la principal preocupación del presidente Fernández. Resulta llamativo que el fenómeno se dé con mayor intensidad en el interior del país (4,6% de promedio ponderado) que en el GBA (3,3%). En efecto, la distancia entre la variación de precios de ambas regiones es la más alta desde que existe la serie.

Inflación mensual GBA y resto del país, promedio móvil 3 meses



Fuente: Analytica en base a INDEC.

- Además, el resultado se produce en un contexto donde el gobierno posterga los ajustes de las tarifas de los principales servicios públicos, excepto combustibles, que vienen de crecer apenas 15% en 2020. El debate interno acerca de cuál debería ser el “porcentaje objetivo” de los aumentos tarifarios en 2021 sigue abierto, pero todo indica que continuará la política de retrasar los precios regulados.

- 
- La dinámica futura de la inflación está condicionada, además, por las propias expectativas de los analistas y el mercado financiero que, desde octubre, se sitúan en el entorno del 50% para 2021. Para revertir esa tendencia, el gobierno decide intentar coordinar precios y salarios con empresarios y sindicalistas con el objetivo de acercar la inflación al entorno del 30%.

- 
- Alinear las expectativas es fundamental, tanto por su incidencia en la formación de precios como por su impacto en las decisiones de cartera de los inversores locales y extranjeros. Es evidente que el gobierno perdió credibilidad ante el sistema financiero, materializada en la suba del riesgo país a pesar del éxito del canje de deuda pública con los bonistas privados. Y también en la dificultosa reestructuración de deuda de YPF, los canjes de deuda provinciales postergados y el aumento en la brecha cambiaria. ¿Cómo juegan los acuerdos en este sentido?

## LA FACTIBILIDAD DE UN ACUERDO EXITOSO

- El gobierno hizo un primer movimiento para garantizar un consenso multisectorial sostenible: fijó que la pauta de depreciación del peso va a ser la del presupuesto +23%, o sea un tipo de cambio de \$/usd 102,4 en diciembre. En el corto plazo la volatilidad del peso es el primer determinante de la inercia inflacionaria. Una vez controlada, hay evidencia a favor de que los precios deberían desacelerarse.

- 
- Ahora bien, en el mediano plazo las expectativas sí son determinantes. Principalmente por las rigideces de los contratos privados y los rezagos típicos de los resortes de la política fiscal y monetaria. A modo de ejemplo, el M2 privado (circulante más depósitos a la vista) aumentó 5,2% en términos de PIB entre febrero y junio del año pasado, y no se percibió un salto en los precios, entre otras cosas por las restricciones de movilidad sobre la demanda de dinero. Se llegó a un piso histórico en la velocidad de circulación.

- 
- Un acuerdo de precios y salarios le permitiría al gobierno trazar un camino posible sobre las variables que determinan trabajadores y empresarios. Constituye básicamente el garante de un compromiso entre privados. Pero también debe generar credibilidad sobre la factibilidad de los objetivos asumidos por Guzmán como la pauta de devaluación, la meta de déficit fiscal y la evolución de las tarifas de los servicios regulados. Para ello está el FMI. De forma implícita, en adelante el organismo internacional estará sentado en cualquier mesa de negociación de la futura economía argentina.

- 
- A los fines prácticos, el FMI marca la hoja de ruta de la política económica. Sería lógico que su apoyo al acuerdo de precios y salarios se condicione a tres ejes:
    - a. Una pauta de financiamiento monetario en línea con evolución de la demanda de dinero para reducir el exceso de liquidez esperado.

- b. Una meta de consolidación fiscal que reduzca las necesidades financieras del sector público. Esto, en un contexto de cepo cambiario, asegura un flujo de financiamiento en pesos permanente para el sector privado. A su vez, aumenta la probabilidad de repago de la deuda pública, reduciendo las tasas de interés en dólares.
- c. Un esquema de política monetaria que armonice las expectativas de inflación y las tasas de interés o, al menos, los agregados con el nivel actual de precios relativos.

---

- Ahora bien, ¿cuál es la aritmética posible para alcanzar una inflación del orden del 30%? Muy compleja. El promedio de salarios nominales y los precios regulados deberían aumentar como máximo un 30% y el gobierno tendría que sostener su objetivo de una depreciación cambiaria del 23%. A su vez, el déficit fiscal no podría crecer por encima de las posibilidades de financiamiento proyectadas en el mercado local para convalidar un financiamiento monetario inferior al 1,5% del PBI, como requeriría el FMI.

---

- En ese sentido, si el gobierno mantiene durante el resto de 2021 el refinanciamiento de enero (115%) la financiación neta vía el mercado ascendería a 1% del PBI. Si, en cambio, el refinanciamiento fuera similar al del segundo semestre de 2020 (136%) el financiamiento neto podría ascender a 2,2% del PBI.

---

- Por último, hay factores exógenos que operan sobre la inflación. El precio de la soja afecta el costo del arrendamiento, que suele pactarse en quintales de soja, y genera sustituciones en la estructura productiva que actúan en detrimento del precio de los alimentos. Sin embargo, la incidencia del producto primario en el precio final en la góndola es limitada en varios alimentos, como el trigo, que representaría solo el 13% del precio del pan. En el caso del maíz, la incidencia es mayor en la producción aviar, de cerdo y de leche (12%, 10% y 8%, respectivamente). Los sistemas productivos de carne bovina, por su parte, generalmente combinan una etapa con alimentación a pasto que se complementa luego con *feedlot*. Así, el maíz explica solo el 7% del precio del asado.

---

- Las reuniones con los distintos actores productivos y del trabajo de la última semana marcan un nuevo clima, de mayor distensión, entre la administración Fernández y el sector privado. Era un gesto necesario cuando desde algunos sectores del gobierno se impulsaba nuevamente la discusión en torno al efecto de los precios internacionales del agro sobre la “mesa de los argentinos”, incluso señalando la posibilidad de imponer cuotas o aumentar las retenciones a las exportaciones. Medidas que por el momento no serán aplicadas, pero cuyo debate no ha sido saldado al interior de la coalición gobernante.

---

- La historia indica que los principales granos (trigo y maíz) y la carne bovina incrementaron notablemente sus ventas externas cuando se eliminaron los permisos de exportación y se redujeron las retenciones. En efecto, y comparadas con 2015, en 2020 las exportaciones de trigo aumentaron USD 1.100 millones, las de carne USD 1.780 millones y las de maíz USD 3.000 millones. En un contexto de escasez de divisas y dificultades para dinamizar las exportaciones es un hecho a considerar, aunque la respuesta ante mejores condiciones no ha sido homogénea en todos los sectores. En el caso de la minería, las exportaciones de oro bajaron USD 300 millones entre 2015 y 2020 mientras que las de plata subieron USD 65

millones lo cual refleja que una política para los sectores exportadores debe ser más integral que la mera discusión sobre retenciones y permisos de exportación.

- 
- Existen dos principales obstáculos para el éxito del acuerdo de precios y salarios: el salario real y el mercado de cambios. En el primer caso, apenas crecería 1,3%, sin generar un alivio considerable en los bolsillos de los trabajadores luego de una caída del 21% en los últimos tres años. En el segundo, si el mercado descuenta que la buscada apreciación del peso no es sostenible la presión sobre el dólar se volverá a disparar con la consecuente pérdida de reservas en el BCRA.
- 
- En los primeros 20 días de febrero la cotización del tipo de cambio oficial creció 2,1%, mientras que en igual periodo de enero había aumentado 2,6%. Cabe señalar que en 2020 el tipo de cambio real se mantuvo estable y, pese a ello, el BCRA perdió USD 5.400 millones de reservas. Más aún, en noviembre y diciembre las importaciones crecieron 23% interanual y el progresivo retraso del tipo de cambio, junto con la recuperación de la actividad, les proveen un estímulo adicional. Hay seguir con detalle esta estrategia que puede dificultar la tarea de acumular reservas y llevar a incrementar el cepo cambio y las restricciones a las importaciones.
- 
- Una cuestión adicional para monitorear sobre los eventuales acuerdos es cómo quedarán los precios relativos. Desde mediados de 2019 se viene deteriorando la relación entre los precios regulados y la inflación *core*. Si bien al cierre de 2020 todavía se encontraba 18% por encima de los niveles de 2015, un nuevo año con tarifas utilizadas como ancla inflacionaria puede realimentar las expectativas de futuras correcciones.
- 
- Bajar la inflación en 2021 es, bajo condiciones de complejo alcance, una tarea posible. Puede recuperarse levemente el salario real y mejorar la competitividad electoral del gobierno para las elecciones de medio término. Cuánto será el costo macroeconómico a transferir para 2022 y cómo reaccionarán las expectativas de los inversores financieros frente a esta estrategia dependerá en definitiva de las dosis que aplique el gobierno a esa decisión de alto riesgo. El 30% que busca Guzmán quizá no se logre, pero es factible también que la inflación logre ubicarse por debajo de las expectativas del mercado financiero.