

## EL LÍMITE DE LA ESTRATEGIA ANTIINFLACIONARIA

Reconocer a la inflación como un fenómeno multicausal permite utilizar más de una herramienta para controlar la nominalidad. Retraso de precios relativos, control de los agregados monetarios y consolidación fiscal están arriba de la mesa.

En este contexto, surge la pregunta: ¿puede el Gobierno anclar expectativas atrasando los precios relativos? En lo que concierne al tipo de cambio, creemos que no.

El contexto local e internacional atenta contra la sostenibilidad de la estrategia.

- El FMI le guiñó un ojo a Guzmán y declaró que la inflación es un fenómeno multicausal. Ese aval le permite al gobierno intentar sostener el gradualismo en la reducción de la nominalidad durante los próximos meses, agua en el desierto en una economía que no tolera más shocks y atraviesa la segunda ola de contagios de Covid-19.

- A partir del diagnóstico de la multicausalidad, la estrategia antiinflacionaria del equipo económico se basa en tres pilares: control de agregados monetarios, consolidación fiscal y retraso de los precios relativos (tipo de cambio y tarifas). La velocidad en que comience a dar resultados es central porque difícilmente pueda sostenerse en el tiempo.

- El control de agregados monetarios, como señalamos en el [Analytico #596](#), se está cumpliendo. El BCRA viene reduciendo el M2 privado (circulante y depósitos a la vista -cuentas corrientes y cajas de ahorro- en pesos) sobre PBI desde may-20. El mismo pasó del 14,3% al 12,8% en el período comprendido entre may-20 y mar-21. Pero en el margen comienza a modificarse la tendencia. Durante marzo el M2 privado se expandió en +\$38.500 millones (+0,2 p.p. sobre PIB). En contraste, se observó una contracción de \$19.600 millones en febrero.

- Mientras la tasa de interés real siga siendo negativa, profundizar la contracción monetaria depende cada vez más de reducir el déficit fiscal y del atraso de los precios relativos. Y allí es donde la estrategia anti inflacionaria se vuelve insostenible.

## ○ ESCASO MARGEN PARA APRECIAR EL PESO

- El tipo de cambio es el precio relativo más importante de la economía y sobre el cual el gobierno tiene mayor poder de fijación en el corto plazo. En términos reales, este año se apreció 5% respecto de las monedas de los principales socios comerciales y, en particular, 8% en relación al Real brasileiro. Esta situación puede profundizarse en los próximos meses, dado el aumento en la tasa del bono a 10 años del Tesoro, +0,7 p.p. desde enero que puede presionar a una mayor devaluación en las monedas de las economías emergentes.
- 

- La gran mayoría de los países de ingreso medio, que a su vez son nuestros socios comerciales (Brasil, México, Chile, India, etc.) tienen una cuenta capital desregulada y enfrentan potenciales salidas de fondos, debilitando sus monedas, máxime si tenemos en cuenta que han reducido sus tasas de política monetaria debido a la pandemia. Por caso, el despido del presidente del Banco Central de Turquía el 19 de marzo implicó una súbita depreciación de su moneda, la lira, afectando el flujo de capitales a economías emergentes. A su vez, Brasil muestra un estancamiento casi secular en su actividad económica; en enero cayó 0,5% respecto de un año atrás. Ambos factores atentan contra la apreciación del dólar respecto del peso, ya que el tipo de cambio real multilateral (TCRM) se apreciaría aún más.
- 

- El atraso cambiario sólo es compatible con un cepo cambiario cada vez más restrictivo. Una política que evita la venta de dólares del BCRA en el corto plazo pero tiene un efecto contrario en el mediano. Durante marzo las reservas internacionales aumentaron apenas en usd 75 millones a los que se suman usd 204 millones más durante los primeros días de abril. El bajo nivel de acumulación de reservas se explica por la cancelación de líneas de financiamiento con organismos internacionales y el modo en que se está controlando la brecha cambiaria: a autoridad monetaria vende bonos en dólares contra pesos para estabilizar el dólar CCL, y luego recompra dichos bonos con dólares sacrificando reservas.
- 

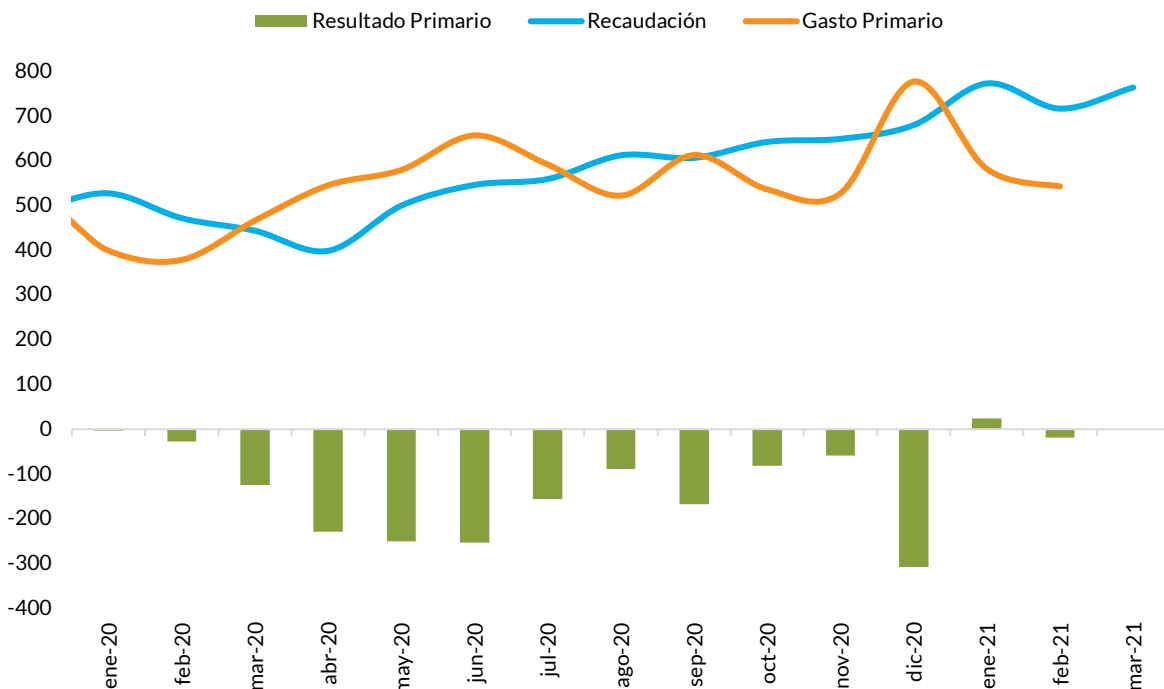
- La estabilización de la nominalidad requiere aumentar en mayor cuantía las reservas internacionales. Esto es así debido al elevado nivel de vencimientos de deuda en pesos (\$ 400 MM durante este mes, el 16% de la Base Monetaria) y el stock de activos en pesos de no residentes (usd 4.250 MM). Ambos factores implican presión sobre el dólar bursátil ya que las tenencias en pesos podrían buscar cobertura si se percibe que estos niveles de brecha están “baratos”. Sobre todo, en un año donde la demanda de pesos va a ser mucho más baja respecto de 2020 porque se descarta que habrá menores restricciones a la movilidad.

- La crisis sanitaria retorna con toda fuerza cuando la economía aún camina por un sendero peligroso, y el gobierno dispone de poco margen para aumentar el gasto, limitando la asistencia a los más perjudicados en caso de avanzar con fuertes regulaciones a la circulación. Por caso, en declaraciones públicas ya señaló que de los 9 millones de argentinos que dejaron de recibir el IFE, su preocupación se concentra en 3 millones que no tienen ningún tipo de ayuda estatal. De replicarse una asignación como la del 2020 de forma bimestral únicamente a ese, el déficit aumentaría en 0,4 puntos del PIB hasta 4,6% tomando como base la proyección del presupuesto.

- Durante el primer bimestre del año se registró un superávit primario de \$ 5.300 millones y el déficit financiero fue de \$ 67.300 millones (-57,5% i.a.). Como resultado principalmente de un aumento de los ingresos tributarios (+54% i.a.), impulsados por los derechos de exportación y ganancias. En tanto, el gasto aumentó menos, +44,6% i.a., destacándose la caída real en el gasto de jubilaciones, AUH y salarios públicos. Sin embargo, en marzo la situación parece haberse vuelto más frágil; aunque la recaudación tuvo un muy buen resultado, +72% i.a., de todas formas el BCRA por primera vez en el año debió asistir al Tesoro con \$135.000 millones, un ingreso extra correspondiente al 17% de los ingresos tributarios del mes.

## ¿UNA MEJORA TRANSITORIA?

-en miles de millones de pesos corrientes-



Fuente: Analytica en base a Ministerio de Economía

- Así las cosas, la segunda ola del Covid-19 puede retrotraer el pequeño avance que realizó el gobierno en vistas de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas. A su vez, la posibilidad de reemplazar la asistencia fiscal con políticas de crédito blando tiene un límite muy claro. A pesar de contar con mucha liquidez, las entidades bancarias perdieron rentabilidad debido a los ajustes en las tasas de interés, al nuevo impuesto a las ganancias sobre las LELIQs y pasés con el BCRA y al impacto negativo de los ajustes por inflación en las partidas monetarias. Por tanto, en este contexto los canales de transmisión de la política monetaria pierden efectividad.
- 

- La política antiinflacionaria del gobierno encuentra en la segunda ola del Covid-19 su límite. Por un lado, porque la apreciación del peso no puede sostenerse mientras la acumulación de reservas es tan lenta y los principales socios comerciales deprecian sus monedas. Y en segunda instancia, porque el control de los agregados monetarios choca con la necesidad del Tesoro de recurrir a un mayor financiamiento del BCRA respecto del proyectado para asistir a los más afectados por las nuevas restricciones a la movilidad. Está en manos del equipo económico cambiar de estrategia a tiempo para que el remedio no sea peor que la enfermedad.
-