

Argentina, País Riesgoso

Sinceramente, la economía es la causa última

Informe Mensual N° 119

3 de mayo de 2019

En pocas palabras

- La economía argentina posee problemas estructurales que a priori justifican un riesgo país en niveles altos. Una cuenta corriente deficitaria, un déficit fiscal que cada vez resulta más difícil corregir, dos años consecutivos de caída de la actividad y, especialmente, una trayectoria de la deuda que se vuelve poco sostenible mirando la historia reciente.
- La inflación se presenta como un problema que pone en jaque la estabilidad macro. La inercia se está acelerando. Los programas de estabilización no están funcionando adecuadamente. Las opciones en la caja de herramientas se van agotando: el ancla de agregados ya se ha utilizado, el *inflation targeting* también y ahora las miradas se dirigen exclusivamente a mirar el tipo de cambio como coordinador de expectativas.
- El factor político se presenta como una dificultad adicional pero entendemos que es coyuntural. En caso de despejarse las dudas respecto a la voluntad de pago, el riesgo país de todas formas difícilmente se ubique en torno a los 400 bps. De hecho, lo que subyace a la posibilidad de un cambio de signo político del Gobierno es el magro desempeño de la economía.
- Si bien es bienvenida la flexibilidad del FMI respecto a la posibilidad de intervenir en la Zona de No Intervención muestra al organismo rápido de reflejos, también le quita credibilidad al programa, del cual queda en pie solo el último bastión: el apretón monetario, que debe exagerar su accionar.
- El uso de reservas para contener el tipo de cambio podría aumentar las dudas sobre la solvencia del sector público en un contexto de escasas reservas de libre disponibilidad y una demanda que puede exacerbarse en poco tiempo y con elevado volumen. Copiando la dinámica de años anteriores esperamos US\$ 22.000 M de Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero para 2019.
- De todas formas, no conocemos la verdadera capacidad de intervención que tiene el BCRA. Aún no ha empezado a pulsar con el mercado y no descartamos tensiones en los momentos previos a las PASO bajo el nuevo esquema cambiario.

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista principal
m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista
j.segoviano@lcgsa.com.ar

Emilia Calicibete

Analista
e.alicibete@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
info@lcgsa.com.ar

www.lcgsa.com.ar
@lcgmedia

Muchos caracteres se han escrito en las últimas semanas acerca de cuánto de la escalada del riesgo país en Argentina se debe a la incertidumbre política o a fundamentos económicos. Analizar esto solo tiene sentido si se piensa que una vez despejado el panorama político el riesgo país cae sustancialmente.

Los problemas estructurales que derivan en escaso desempeño macroeconómico en los últimos años son lo suficientemente preocupantes como para atribuirle el nivel de riesgo país actual a las posibilidades del retorno de Cristina Fernández al ejecutivo. Si la ex presidente tiene posibilidades es debido a que en estos últimos 3 años y medio de gestión de Cambiemos no se han podido corregir desequilibrios heredados, a los que se han sumado errores de diagnóstico de que derivaron en un posterior inadecuado programa del FMI para nuestra economía.

El programa del FMI tenía tres objetivos: estabilizar el mercado de cambios, desacelerar la inflación y alcanzar el equilibrio fiscal primario. Una vez resuelto esto se recuperaría el acceso a los mercados internacionales de deuda.

En el primer frente el esquema de zonas de intervención/no intervención logró solo por un escaso período de tiempo que el tipo de cambio se alinee al piso de la zona y con ello vuelva la previsibilidad. El amplio margen de la zona de no intervención era riesgoso para encarar un año de elecciones presidenciales. En suma, la poca efectividad del rol de estabilizador automático del tipo de cambio en nuestra economía hace dudar acerca de la conveniencia de tener un tipo de cambio *completamente* flexible. El resultado fue el de abandonar este esquema incluso antes de que el BCRA ejecute lo planeado con el FMI. Hasta el momento, la modificación del programa funcionó correctamente. El BCRA no perdió reservas y el tipo de cambio se estabilizó en la zona de \$45 pero con un costo sobre la credibilidad.

El segundo frente, la desaceleración de la inflación, no está dando resultados. La política monetaria anclada en el esquema de contracción de la base monetaria no logró frenar la inercia de la inflación. El tipo de cambio siguió rigiendo a la hora de definir la tasa de variación de precios. Producto del esquema de ZNI el peso sufrió depreciaciones que en economías con los niveles altos de indexación de nuestra economía ubicaron a la inflación en un escalón sensiblemente más elevado del cual será difícil descender.

En el tercer y último frente también hubo flaquezas. La baja recaudación respecto a la esperada producto de una actividad deprimida y una proyección optimista por parte de las autoridades obligaron a usar los ajustadores fiscales y lejos de esperar un déficit primario del 0% se espera un número más cercano al 1% del PBI. Si se suma el financiero redunda en más de 4% de déficit fiscal.

La política del FMI no dio resultados en estos tres frentes y como era esperable, el acceso a los mercados se torna cada vez más difícil. Sorprendería más que el riesgo país descienda a que aumente. Seguramente haya exacerbación por encuestas que imprimen incertidumbre electoral. Pero, sinceramente, es la economía lo que está fallando en el fondo.

Sin crecimiento es muy difícil que se pueda torcer la trayectoria de la deuda. La solvencia se demuestra con liquidez y es algo que actualmente el sector público no puede mostrar. Si la tuviera podría incluso recomprar deuda, un deseo

que no puede llevarse adelante a pesar de la oportunidad que podrían señalar los precios de los activos. Para compensar, el sector público se muestra sobrio controlando sus gastos, pero solo provoca un *overkill* de la actividad. La caída del producto, 2 años consecutivos, impacta negativamente sobre la percepción de la solvencia del sector público. Al mismo tiempo, la utilización de reservas de libre disponibilidad habilitada por el FMI va en la misma dirección, reduciendo la capacidad de pago en última instancia del sector público consolidado. La trayectoria de la deuda vuelve a aparecer como un problema y esto es lo que creemos que determina a fin de cuentas el nivel de riesgo país.

Un país riesgoso

Volando alto

El riesgo país vuelve a colocarse entre las principales preocupaciones de la economía argentina. En estos últimos días ha sido, junto con el dólar y la inflación, la variable más observada así como una de las más preocupantes por el nivel y la tendencia que está marcando. ¿Cuánto de esto es parte de los problemas estructurales de nuestra economía y cuánto viene por el lado de la incertidumbre política y los riesgos del retorno del gobierno anterior?

Actualmente, el riesgo país se encuentra en niveles récord de la actual gestión y con una elevada inestabilidad. No parece tan claro que se haya tocado un techo (luego de llegar a 1012 puntos) debido a que aún quedan muchos meses para la elección y los eventos disruptivos parecen estar a la orden del día de la mano del aumento de la incertidumbre.

Luego de la asunción de Macri, el riesgo país reflejó la concesión que el mercado le dio al nuevo gobierno y el EMBI cayó a niveles inferiores a los de 2015. Entre 2016 y 2017, el valor promedio fue de 444 puntos, apenas por encima de la región (406 puntos). Con la recuperación de 2017 (crecimiento anual, desaceleración de la inflación y tipo de cambio estable, sumado al triunfo electoral del oficialismo), los valores de riesgo país tocaron los niveles más bajos en 9 años.

Luego llegó el 2018 y la corrida de fines de abril, los errores de manejo de la crisis y el descalabro macroeconómico llevaron al indicador a subir fuertemente. El apoyo del FMI mayor al esperado solo trajo un alivio temporal que duró apenas unos meses.

Con malos fundamentos

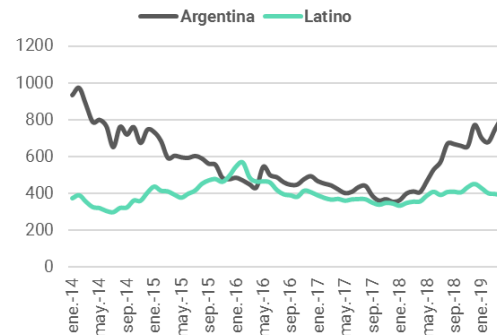
Desde mayo de 2018 el indicador comenzó a tomar una tendencia alcista y el riesgo país local se elevó muy por encima del EMBI Latino. Este cambio de tendencia se explica por los desequilibrios macroeconómicos que se hicieron evidentes luego del inicio de la corrida cambiaria a fines de abril.

A partir de entonces, en Argentina comenzó un proceso de inestabilidad del tipo de cambio y aceleración inflacionaria que terminaron perjudicando la actividad y dando comienzo a un período de recesión.

Actualmente, si bien algunas variables muestran similitudes con varios países de la región, Argentina es quien tiene mayor índice de riesgo. Dentro de los países regionales elegidos para realizar la comparación, el nuestro es el único que no creció en 2018 y el que posee el mayor déficit externo. El déficit fiscal se ubica entre los más altos, junto con Bolivia y Brasil. Si bien todo esto podría explicar la mayor prima de riesgo de la economía local sin cambios en los *fundamentals*, la magnitud que adquirió durante los últimos días da indicios sobre el importante componente político que se encuentra incluido en el riesgo país y que separa notablemente a Argentina del resto.

Durante el año pasado, el único país de la región que se asemejaba a nuestros valores en términos de riesgo (e incluso los superaba) fue Ecuador. Sin embargo, a partir de marzo del año actual, este país cerró un acuerdo con el FMI por USD 4.200 M y desde entonces vio caer notablemente su riesgo país. Por el contrario, en el caso de Argentina, la firma del segundo acuerdo con este organismo durante septiembre de 2018 le sirvió para detener el ascenso del indicador, pero no para bajarlo. **Concluyendo, el riesgo nunca quebró su marcha alcista. El acuerdo Stand By impidió que suba abruptamente, pero el conjunto de la incertidumbre política y la inestabilidad macro han propiciado la recuperación de la tendencia que sostiene desde el año pasado.**

Argentina vs EMBI Latino

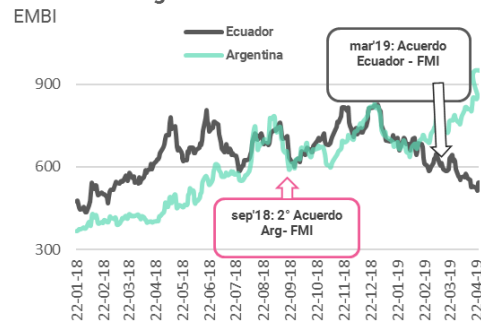


Fuente: LCG en base a Bloomberg

Fundamentos macro - 2018				
País	Cuenta corriente (%PBI)	Deficit fiscal (% PBI)	Crecimiento (% v. ia)	Riesgo país (promedio abril-19)
Argentina	-3,7%	-5,4%	-2,6%	813
Ecuador	-0,5%	-2,7%	1,1%	551
Mexico	-1,3%	-2,5%	2,2%	296
Bolivia	-5,3%	-7,5%	4,3%	259
Brasil	-1,3%	-8,6%	1,4%	244
Colombia	-2,4%	-2,7%	2,8%	178
Peru	-1,8%	-2,7%	4,1%	138
Chile	-2,5%	-1,6%	4,0%	128

Fuente: Elaboración LCG en base a WEO

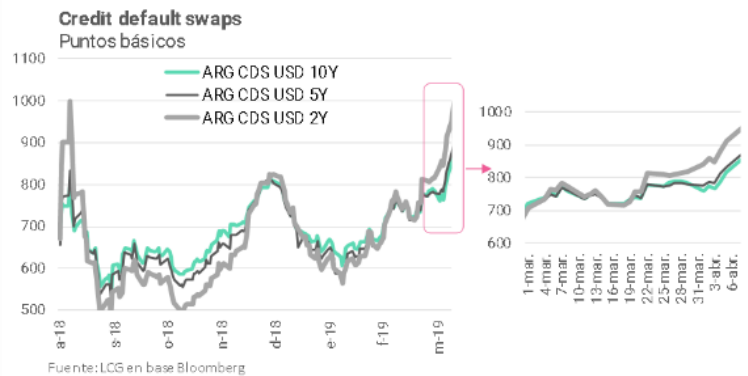
Ecuador vs Argentina



Fuente: LCG en base a Bloomberg

¿No hay nada de política en todo esto?

Uno podría atribuir parte del riesgo país a la incertidumbre política, específicamente a que pueda asumir un gobierno que tenga prioridades distintas a la de honrar los contratos heredados de la actual gestión. De hecho, esto se ve reflejado en la diferencia de rendimientos de las Letes que vencen en noviembre y el Bonar 2020 (que se extendió hasta 11,5%). El riesgo político también se observa en la evolución de los CDS, donde los seguros para los tramos más cortos se ubicaron por encima de los seguros de default de largo plazo. Los precios de las coberturas a 1 y 2 años alcanzaron niveles máximos desde el 2016 y se despegaron en el último mes respecto a las de 5 y 10 años. La probabilidad de default a un año ya supera los dos dígitos reflejando un escenario de incertidumbre que incluso podría profundizarse en los próximos meses.



Seguramente la incertidumbre política le imprimió volatilidad al EMBI, pero creemos que lo que está hoy por hoy *priceado* por el mercado es la simple posibilidad de un cambio de signo político. Si las posibilidades electorales del gobierno se acotan, se confirma la candidatura de Cristina Fernández y las encuestas muestran una probabilidad no despreciable de que gane no descartamos que pueda elevarse aún más este indicador. **De todas formas, no creemos que en el caso que la ex Presidente Cristina Fernández no se presente, el riesgo país se reduzca a la mitad del valor actual como incluso sugirió el Presidente de la Nación.**

No obstante, hay que resaltar que las posibilidades de que gane la oposición no son ajenas a lo que sucede en la economía. **Lo que subyace a la posibilidad de que una candidatura de Fernández sea viable es el magro desempeño de la economía.** El plan del FMI que tenía como finalidad recuperar el acceso a los mercados vía una reducción del défi-

cit fiscal para mostrar sobriedad no parece estar alcanzándose. **De manera directa o indirecta es la economía lo que prima por sobre la cuestión política.**

Actualmente el panorama es de escasa información acerca de cuál es el rumbo a seguir independientemente de qué fuerza gane los comicios de octubre y un eventual ballotage. R. Lavagna fue el único que declaró la necesidad de reestructurar la deuda con el FMI, aunque se descarta que de existir continuidad del gobierno actual esa reestructuración no será traumática para ninguna de las partes. Pero, más allá de eso, ningún candidato/espacio político aclara cómo será la forma de encausar la economía en un sendero de crecimiento sostenido en el tiempo.

El elevado nivel de indecisos que surgen de las encuestas aún no permite extraer información acerca de las preferencias que se expresarán mediante el voto. El 11 de agosto el mercado recibirá información concreta y contundente en las PASO a nivel nacional. En el medio la especulación solo generará turbulencias y volatilidad. La cantidad de indecisos está en concordancia con la oferta, pocos candidatos competitivos han anunciado su candidatura más allá del presidente, quien de hecho podría haber ido a la justicia electoral y anotar su candidatura oficialmente para despejar dudas y evitar las crecientes presiones internas para que ceda su lugar a candidatos más competitivos dentro del mismo espacio. Quizás un mal dato es que esta proporción de indecisos se mantiene aun cuando al público se le presentan nombres concretos. Cualquier candidato que quiera hacerse del poder ejecutivo tendrá que seducir a una porción del electorado que muestra desencanto y en algunos casos apatía política.

La continuidad de Cambiemos es la mejor vista por el mercado, pero al mismo tiempo este no lo ayuda debido a la desconfianza que hay sobre la capacidad que tiene el Gobierno de ganar las elecciones. En este sentido, el Gobierno necesitó, y quizás necesite aun, un mayor respaldo de organismos para que no exista retroalimentación entre la fragilidad de las posibilidades electorales de Cambiemos y la inestabilidad de los mercados financieros. La reciente flexibilidad en la intervención del

BCRA en el mercado de cambios para tratar de controlar el dólar (*más adelante discutimos los detalles*) parecería ir en este sentido.

¿Es sostenible la deuda?

Breve reflexión de la interacción entre la solvencia y liquidez del sector público

El EMBI es clave para entender el desenvolvimiento de la macroeconomía en los próximos años. Si Argentina logra recuperar el acceso a los mercados podrá hacer una transición gradual hacia el equilibrio fiscal y externo. Si no recupera ese acceso será necesario recurrir al ahorro forzoso para financiar el desequilibrio externo.

El problema radica en parte en que nuestro país no da muestra de crecimiento en el largo plazo. Los últimos diez años acumulan caída del PBI per cápita y si se analizan los últimos 50 años el producto crece a una tasa inferior al 2,5%, apenas por encima del crecimiento vegetativo. **De mantener este magro desempeño, resulta imposible quebrar cualquier trayectoria de la deuda, incluso con la tasa de interés a la que nos prestan los organismos.**

El problema de solvencia del Estado tiene un componente que no es especulativo. La imposibilidad de aumentar la presión tributaria sin afectar a la actividad tampoco colabora para pensar que por vía de mayor recaudación se puede sostener la deuda pública, **principalmente porque la elasticidad de la relación deuda/producto al superávit primario es 1. Así, es difícil pensar en que se puede compensar la falta de crecimiento con mayor superávit fiscal.**

Cuando un Estado (incluso un privado) tiene problemas de solvencia, el resto de los agentes se vuelve más exigente a la hora de comprobar si tiene liquidez. **En parte eso se ve reflejado en la poca capacidad del Gobierno para refinanciar la deuda que vence en los próximos años: los problemas de solvencia se pueden convertir en problemas de liquidez.**

El problema es que mayor liquidez se puede mostrar gastando menos o recaudando más. Dos cosas que son difíciles de implementar actualmente. El gran esfuerzo que se está haciendo afecta al nivel agregado de producto reduciendo la tasa de crecimiento y perpetuando la dinámica de bajo crecimiento y en consecuencia la percepción de poca solvencia fiscal.

No alcanzará sólo con cumplir el programa del FMI. Difícilmente Argentina pueda convencer al mercado que va a crecer lo necesario en los próximos años para compensar una tasa de interés del 5% en moneda extranjera. La consecuencia de ello es la necesidad de la economía de funcionar con un tipo de cambio real más alto (*ver Informe Mensual N° 118, "Ante una salida del segundo mejor. Implicancias de transitar hacia un tipo de cambio real más alto"*) y creemos que es hacia allí donde inexorablemente tendremos que transitar para demostrar la sobriedad que el mercado exige al tiempo que se generan los incentivos para que los sectores transables demuestren que pueden desplegar potencial. De esa manera se podrá cambiar la percepción acerca de las posibilidades de crecimiento de Argentina y por ende, de repago de la deuda.

El nivel de riesgo país en términos de la estabilización de la trayectoria de la deuda

Al cierre de 2018 la deuda pública total trepó a 86% del PBI. Y en nuestro escenario base subirá a 98% del PBI en 2019. Poco más de la mitad se encuentra en poder del mercado y Organismos Internacionales y casi 2/3 de la misma está denominada en moneda extranjera.

*La tasa de interés a la que se refinancien los vencimientos es una cuestión no menor al momento de analizar la trayectoria de la deuda. De la tabla adjunta se deduce que **sólo escenarios que conjuguen un ritmo de crecimiento mayor al 2% anual en paralelo con tasas de interés por debajo de los 550 pb, son los únicos que podrían traducirse en una baja de los niveles de deuda en los próximos 10 años.** Incluso asumiendo que se logra y mantiene una situación de superávit primario.*

Variación del Stock de deuda en 2020-2030

%PBI		Tasa de interés (puntos básicos)				
		400	550	700	850	1000
PBI real, a/a promedio desde 2020	-3%	61%	80%	101%	124%	150%
	-2%	43%	60%	79%	100%	123%
	-1%	28%	43%	60%	78%	99%
	0%	15%	28%	43%	60%	78%
	1%	4%	15%	28%	43%	59%
2%	-7%	4%	15%	28%	43%	
3%	-16%	-6%	4%	15%	28%	

Fuente: LCG

* Se asume que el TCR se estabiliza en niveles actuales (1,46, índice base dic-01=1)

Asignando igual probabilidad de ocurrencia a todos los escenarios descritos en la tabla (35 en total), la chance de torcer la curvatura de la deuda luce muy escasa: es de sólo 8,5%. Otras combinaciones que impliquen menor crecimiento o mayor costo de financiamiento implicarán mantener un sendero creciente de la deuda.

Los escenarios `optimistas`, podrían pensarse (paradójicamente) como escenarios de no acceso a los mercados: un riesgo país bajo que no incide mayormente sobre el costo de la deuda, básicamente porque no hay refinanciamientos de esta. Lo relevante en estos escenarios es que presentan una tasa de crecimiento económico alta respecto al promedio registrado en la última década, que es lo que, en última instancia, permitirá torcer la curvatura de la deuda a largo plazo.

Como indicamos en el informe N° 118, la readecuación del tipo de cambio real hacia niveles más competitivos parece ser la opción potencialmente más viable para poder crecer a tasas más altas. Pero en este caso, en términos de la deuda, **las correcciones del tipo de cambio real impondrían un salto en los niveles, licuando la mejora que implicaría convivir con menores tasas de interés.**

Una coyuntura compleja

La Intervención de la Zona de No Intervención

El cambio en las zonas de no intervención (como un oxímoron, el BCRA puede intervenir) es lo suficientemente contundente como para pensar que **se modificó sustancialmente el programa del FMI** y se podría estar abriendo una etapa en la que el control de la inflación se basa también en la fijación del tipo de cambio. Habrá que esperar el próximo *Staff Report* para tener más detalles.

El riesgo con esta novedad es que se decida deliberadamente elegir al tipo de cambio nominal como ancla para frenar la inflación, algo que definitivamente terminaría en atraso cambiario, dado el nivel

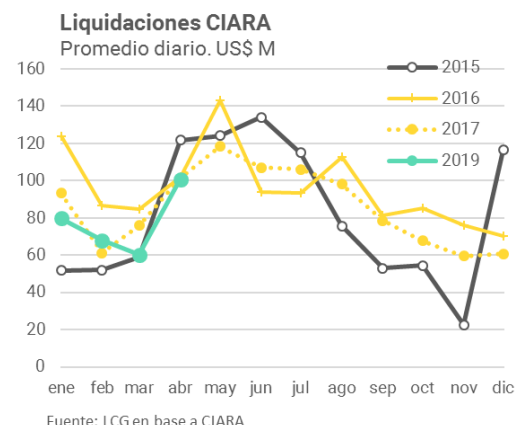
del que parte el tipo de cambio real y la inercia inflacionaria actual (*ver debajo en este mismo informe*).

El FMI ha mostrado flexibilidad, habida cuenta de lo comprometido que se encuentra el organismo con el plan para Argentina. Uno de los pilares del acuerdo, que era la flotación libre, se ha doblegado aun cuando no se llegó a testear la banda superior, y el compromiso de déficit cero fue flexibilizado. Por un lado, muestra al FMI rápido de reflejos, **pero también le quita credibilidad** al último bastión del programa: el apretón monetario que debe exagerarse para construir/compensar una reputación que ya fue minada.

A pesar de esto hay que tener en cuenta que en el programa original estaba prevista la intervención, pero a un nivel más alto. Precisamente, en \$51,45, según la última modificación del esquema. Quizás **cabe pensar que esta habilitación a intervenir en la ZNI fue diseñada principalmente como una simple señal, en un contexto en el cual el FMI no quiere que el BCRA venda divisas, independientemente del precio (ni siquiera a \$ 51,45)**. A fin de cuentas, el BCRA hasta ahora (apenas una semana) no vendió ni un dólar para intervenir y, con ello, se frenó la estampida contra el peso.

No sabemos qué sucedería si retorna el nerviosismo en el mercado y es un misterio, guardado bajo siete llaves, hasta dónde realmente el BCRA está dispuesto/puede intervenir. Sin embargo, si en la zona de intervención ex ante hay un límite de US\$ 250 M diarios (revisado al alza en US\$ 100 M respecto al límite previo, y puede ser nuevamente revisado), en la zona de no intervención uno podría intuir que el monto es inferior. Quizá el enigma se devele una vez que la oferta del agro empiece a ceder y la demanda se exacerbe debido a la incertidumbre electoral.

El tipo de cambio empezó a reaccionar principalmente debido a que el agro, previo a este anuncio, estaba liquidando por debajo de los US\$ 100 millones por día, y luego del mismo el promedio diario comenzó a subir. Es esperable que durante unos meses la oferta del agro siga siendo abultada, más aún cuando las tasas de interés elevadas crean una necesidad y una tentación para transformar esos dólares en pesos.



A pesar de la “estabilidad” lograda, el riesgo país sigue en la zona de los 950 puntos. Sucede en parte porque no llega a despejar la incertidumbre política ni económica y, de hecho, **el foco ahora se corre a las reservas netas del BCRA**, poniendo nuevamente la atención en el balance del mismo. Las reservas netas rondan los US\$ 30.000 millones, menos del 50% de las reservas brutas. En caso de tener necesidad de vender para afrontar un escenario de estrés cambiario las mismas caerían y **la solvencia del sector público sería puesta nuevamente en dudas**.

Haber habilitado a la autoridad monetaria a intervenir era una condición necesaria para lograr la estabilidad, pero de ninguna manera es suficiente para asegurar que no haya estrés en el tipo de cambio. **El Gobierno le ganó la pulseada al FMI en la negociación, pero el mercado todavía no comenzó a pulsar contra el BCRA**.

Inflación, un escalón más arriba

El deslizamiento del tipo de cambio durante los últimos días volverá a afectar a los precios de bienes y servicios. La depreciación del peso acelerará la inflación de los próximos meses y el riesgo de entrar en una dinámica de un régimen de alta inflación y permanecer en este se eleva.

De hecho, la probabilidad de espiralización se incrementa a medida que la economía registra niveles de inflación elevados. El grado de velocidad de revisión de contratos que existe actualmente en la economía tiene la suficiente fuerza para que la inflación se acelere por sobre el registro de marzo en el corto plazo. El ajuste reciente de los combustibles es un claro ejemplo de esto.

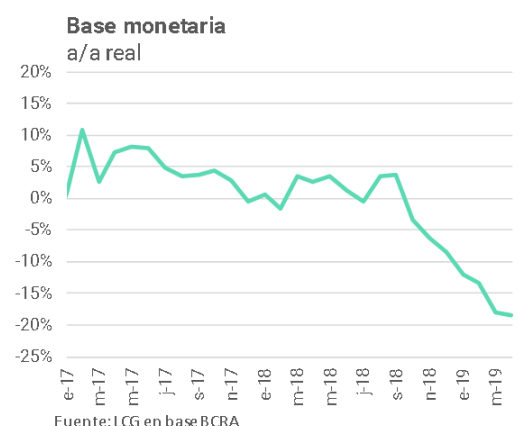
Quizás lo más preocupante de este proceso es que está conviviendo con una política antinflacionaria de fuerte control de la base monetaria: cae en términos reales hace más de 7 meses, y promete caer aún más en caso de que el BCRA deba intervenir en el mercado de cambios. Esto indica que la inflación está siendo convalidada con mayor velocidad del desprendimiento del dinero por parte del sector privado ubicando a la

Reservas internacionales

US\$ M. Datos al 25-abr

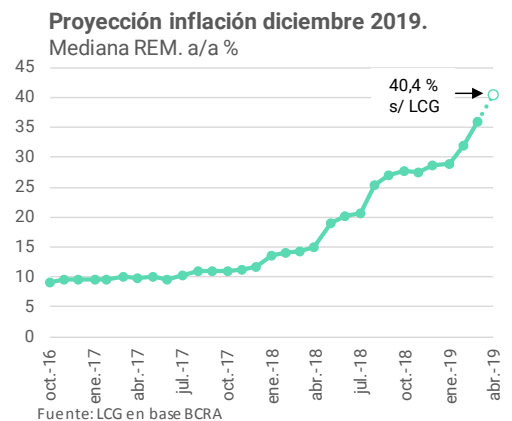
Total	72.330
Desembolso del FMI	-7.500
Swap China	-19.000
Encajes (depósitos en USD)	-15.578
Reservas netas	30.251

Fuente: LCG en base a BCRA



demanda de circulante en niveles bajos. La dificultad con esto es que el aumento de precios termina siendo más difícil de frenar.

La medida de precios esenciales que anunció el gobierno es (al menos) insuficiente como política antinflacionaria. Quizás el atraso tarifario, que será principalmente para servicios públicos residenciales, sea el que mayor impacto tenga a nivel macro, pero de todas formas **seguimos esperando una inflación promedio que supere el 50% en 2019. En concreto, el impacto del congelamiento tarifario para residenciales restará 2,9 pp a la inflación de este año que proyectamos en 40%.** Por efecto de los sucesivos aumentos del tipo de cambio, la proyección de la inflación relevada por el REM se fue corrigiendo persistentemente al alza, acumulando una suba de 13 pp desde septiembre.



La inercia se ha incrementado en los últimos años y esto será difícil de cortar con instituciones que se han deteriorado como consecuencia de la mala administración de los regímenes anteriores. **El ancla de agregados ya se ha utilizado, el *inflation targeting* también y ahora las miradas se dirigen exclusivamente a mirar el tipo de cambio como coordinador de expectativas. Las opciones en la caja de herramientas se van agotando.**

Un repaso por la inercia inflacionaria

La inflación es un fenómeno complejo y multicausal, pero una vez que adquiere niveles persistentes y elevados, comienza a mostrar una dinámica que la sostiene en base al pasado de ella misma. Es decir, la inflación de hoy puede explicarse (parcialmente) por la inflación de ayer. La actualización de contratos explícitos e implícitos se acelera a medida que la inflación es más alta.

Debido a esto, la probabilidad de pasar a un régimen de inflación más alta se eleva a medida que la inflación adquiere un valor más alto. En un trabajo de Fischer, Sahay y Vegh de 2002¹¹ se prueba esta hipótesis en conjunto con el fenómeno de aceleración de la inercia debido a alta inflación. Para el caso argentino se encuentran publicados los datos de inercia para distintos períodos.

¹¹ Fischer, Stanley, Ratna Sahay and Carlos Vegh. "Modern Hyper- And High Inflation" Journal of Economic Literature, 2002, pg 837-880

Country	Episodes	Average annual inflation	Calculated Coefficients of Lags								Appropriate lag length 1/	Mean Lag	Median Lag	R-squared
			α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	α_8				
Argentina	1959:2-1974:2	28.0	0.46	0.06	-0.07	0.34	0.05	-0.37			6	3.4	4.0	0.369
	1974:3-1991:3	310.6	0.47							1	1.0	1.0	0.220	
	1991:4-1997:1	6.2	0.30	0.12	0.11	-0.22	0.10	-0.02	-0.03	0.06	8	3.2	3.0	0.916

La medida más relevante a mirar es el rezago promedio, el cual para los períodos de hiperinflación 1974 III trim - 1991-III trim se ubicaba en 1 trimestre. En forma simplificada uno podría decir que la inflación de un trimestre era bien explicada con la inflación del trimestre anterior, mostrando la fuerte inercia que se da en los casos de hiperinflación, momento en el cual la inflación anual promedio fue de 310,6%.

Sin embargo, para el período de convertibilidad con una inflación promedio anual de 6,2%, ese rezago fue de 3,2 trimestres, es decir que la inflación se explicaba en forma apropiada usando los últimos 3 trimestres. Como se puede ver, el rezago promedio baja cuando la inflación promedio es alta, es decir, hay mayor inercia.

Asimismo, el primer coeficiente de auto regresión cae en valor, siendo de 0,47 para el primer caso y de 0,3 para el segundo. Esto demuestra la fuerza que le imprime la inflación actual a la inflación futura y cae a medida que la inflación es más baja.

En este ejercicio hemos actualizado el trabajo para Argentina contemplando los últimos datos disponibles:

	Inflación anual promedio	Coeficiente-Lag					Lag promedio
		1	2	3	4	5	
I:2008-IV:2013	22%	0,55	-0,28	13,70	-0,16	-0,14	2,9
I:2014-I:2019	32%	0,79	-0,41	-0,11			1,5
I:2008-I:2019	27%	0,74	-0,36	0,14	-0,13		1,7

Fuente: LCG

Como se puede ver, el rezago promedio del período 2008-2013, con una inflación anual promedio de 22%, era 2,9 trimestres, pero en los últimos 5 años (2014-2019) se redujo a 1,5 trimestres producto de la aceleración inflacionaria. El acortamiento del rezago promedio para explicar la inflación muestra la mayor inercia y los riesgos que conlleva la inflación más alta en términos de espiralización de la inflación.

Actualmente el dato de la inflación mensual es tan relevante como el de la inflación anual. Si el primero gana protagonismo sobre el segundo, difícilmente se pueda revertir la situación sin otra ancla nominal. Sin embargo, un ancla que sea testeada sistemáticamente difícilmente logre funcionar como tal.

Se complica la actividad

La aceleración de la inflación está teniendo impacto en el consumo: las ventas minoristas relevadas por CAME caen 10% ia y las ventas en supermercados y shoppings se desploman 15% ia promedio. Después de un aparente piso alcanzado en el primer bimestre del año, **el Índice de Difusión de LCG prevé una nueva caída en marzo y abril arrastrada por la inestabilidad cambiara de estos meses.**

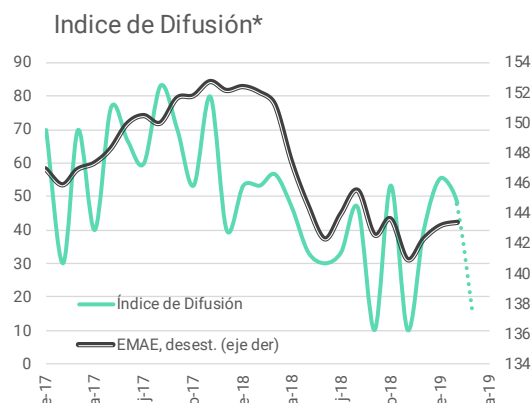
Aunque se acorte la frecuencia de las negociaciones de salarios y hasta se recupere parte de la pérdida de 2018, difícilmente se pueda observar una mejora del salario real este año. Por su parte, la inestabilidad cambiara, el elevado nivel de riesgo país, las altas tasas de interés y la inflación acelerándose no permiten que se lleven adelante proyectos de inversión, pero además de ello, la falta de demanda efectiva genera también un clima adverso para la iniciativa privada.

A la caída del consumo y la inversión se suman nuevos ajustes en el consumo público y gastos de capital, producto de la sobrestimación de los ingresos fiscales por derechos de exportación por 0,5% del PBI. En el año de las exportaciones se instaura nuevamente un tipo de cambio real que, de realizarse nuestra proyección de inflación y tipo de cambio, podría ubicarse en niveles similares a los del 2011. **Nuestra proyección de actividad se corrigió a -1,7% para todo el 2019**, contemplando una mejora marginal en los últimos dos trimestres en la comparación interanual. **De todas formas, esto implica que la actividad caerá por dos años consecutivos, algo que no sucede desde la crisis de 2001.**

Dolarización en niveles altos

En marzo la dolarización de portafolios fue de US\$ 1.770 M. En los últimos tres meses suma US\$ 4.700 M. Si bien resulta 30% más baja que la dolarización del 1T-18, en marzo tuvo un salto y fue US\$ 700 M superior al promedio de los últimos 5 meses, post devaluación de septiembre.

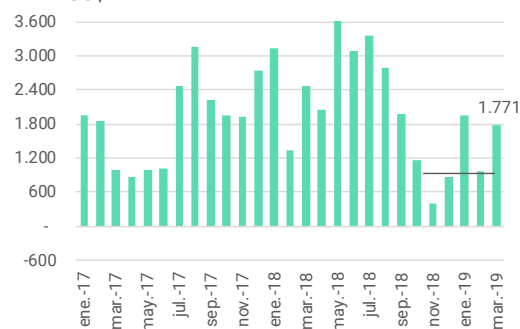
La dolarización de cartera promete ser más intensa en los próximos meses a medida que se acerquen las elecciones. **Copiando la dinámica de**



Fuente: LCG

* Refiere a la proporción de variables con variaciones mensuales desestacionalizadas positivas. El ID releva la dinámica mensual un total de 30 variables. Al momento de presentarse este informe, el ID de marzo cuenta con datos conocidos únicamente de 13 de ellas.

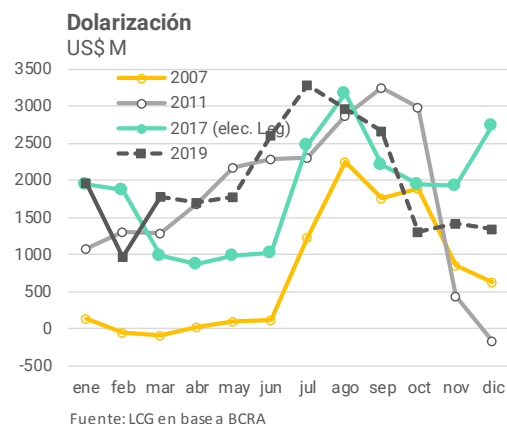
Dolarización US\$ M



Fuente: LCG en base a BCRA

otros años con elecciones, creemos que la mayor presión empezaría a sentirse hacia el final del segundo trimestre. De todas formas, la inestable coyuntura cambiaria podría hacer que este proceso se acelerara y, en todo caso, habrá que ver cómo responde el BCRA.

¿Cuánto Pesos podrían correr a dólares? Es cierto que hay menos pesos para dolarizar por el apretón monetario del BCRA y, además, con una devaluación del 113% anual, el poder de compra es más bajo. Pero en un escenario de estrés cambiario, aun con supuestos conservadores, estimamos que 1 billón de pesos podría volcarse al mercado demandando dólares. **Al tipo de cambio del techo de la ZNI (\$ 51,45), esto implicaría una dolarización superior a los US\$ 20.000 M este año. Lejos de los US\$ 8.000 M que previó Sandleris cuando presentó el IPOM.**



Demanda de dolarización

	Stock \$ M	% dolarizado	Stock a dolarizar \$ M	Dolarización US\$ M*
Cuentas a la vista	915.591	5%	45.780	890
Plazo fijos	1.119.090	40%	447.636	8.700
Lecaps**	335.760	45%	151.092	2.937
Títulos públicos en AR\$**	898.285	45%	404.228	7.857
TOTAL	3.268.726		1.048.736	20.384

A partir del desarme de Lebac y aprovechando carry trade, los depósitos a plazo crecieron \$ 337.000 M. Se asume la total reversión de estas posiciones y el 20% de las tenencias previas.

El valor de mercado al momento de liquidar estos activos podría caer, lo que reduce el stock de pesos a dolarizar.

Fuente: LCG

* Valuados a \$ 51,45 (límite superior de la ZNI)

** Valor nominal.

Los oferentes `genuinos´ no abundan. Desde el 15 de abril el Tesoro puede vender US\$ 60 M diarios, US\$ 1.200 M al mes. Además, la cosecha traerá US\$ 100-US\$ 150 M por día entre abril-junio, lo que agregaría entre US\$ 2000-US\$ 3000 M mensuales. Pero hay que considerar que las exportaciones vienen por debajo de lo previsto. En marzo cayeron 5% ia (-2% en el 1T-19), y medidas en términos de los dólares que ingresaron cayeron 8% ia. Esto indicaría que los exportadores podrían estar reteniendo parte de lo exportado fuera del país, lo que limitaría todavía más la oferta de divisas.

Outro

En conclusión, la economía argentina posee problemas de significatividad elevada que justifican un riesgo país en niveles altos. Una cuenta corriente deficitaria, dos años consecutivos de caída de la actividad con un *track record* que no demuestra una buena dinámica y especialmente una trayectoria de la deuda que se vuelve poco sostenible mirando la historia reciente.

La inflación se presenta como un desafío adicional que pone en jaque la estabilidad macro. La inercia se está acelerando y los programas de estabilización no están funcionando adecuadamente en este frente. La flexibilidad del FMI respecto a cambios sustanciales en el programa establecido da cuenta que el mismo no está funcionando como estaba previsto.

El factor político se presenta como una dificultad adicional pero entendemos que es coyuntural. En caso de despejarse las dudas respecto a la voluntad de pago, el riesgo país de todas formas difícilmente se ubique en torno a los 400 bps.

El uso de reservas para contener el tipo de cambio podría aumentar las dudas sobre la solvencia del sector público en un contexto de escasas reservas de libre disponibilidad y una demanda que puede exacerbarse en poco tiempo y con elevado volumen. De todas formas, no sabemos la verdadera capacidad de intervención que tiene el BCRA. Aún no ha empezado a pulsar con el mercado, pero no descartamos tensiones en los momentos previos a las PASO.

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente