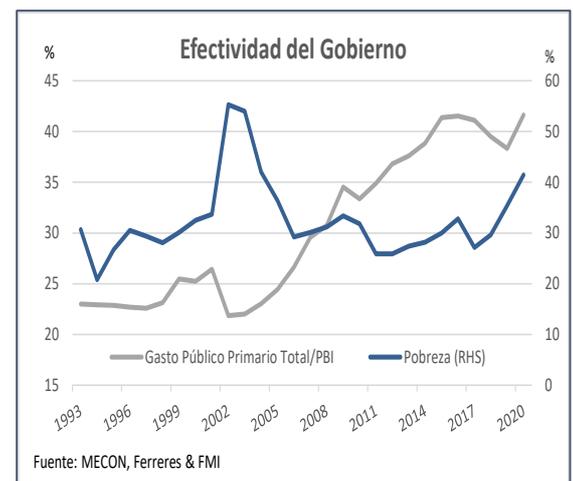
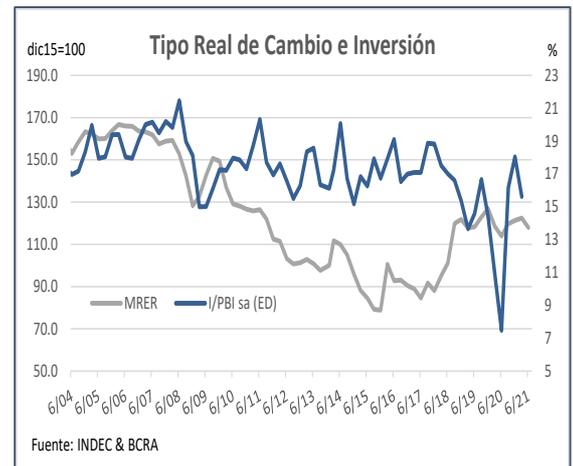


6 de Octubre de 2021, Vol 1, #3

## Argentina: en la encrucijada una vez más

- Sin acuerdos políticos básicos no habrá suficiente inversión ni crecimiento.** La política y la sociedad necesitan decidir si la economía argentina finalmente aceptará las reglas de juego del mercado o seguirá abusando de una discrecionalidad anacrónica. No habrá crecimiento sostenido mientras el retorno al capital siga cuestionado y desafiado. En la coyuntura política actual, ni una moneda devaluada, ni bajos salarios en dólares, son suficientes para promover inversión y empleo.
- Un Estado sobredimensionado e ineficiente bloquea el desarrollo.** Con casi de la mitad de la economía controlada por el Estado y una estructura de gastos e impuestos deficiente, más gasto fiscal no genera más crecimiento, sino inflación y pobreza. El gasto adicional es financiado con más impuestos distorsivos que restringen al sector privado, anulando cualquier beneficio resultante. La caída constante de la razón empleo privado sobre público es una manifestación más de la decadencia argentina.
- El exceso de pesos constituye, nuevamente, el mayor riesgo a la estabilidad.** El financiamiento del tesoro hasta fin de año anticipa que los pasivos remunerados del BCRA menos las reservas netas alcancen el equivalente de USD50mm. Este no sólo será el máximo valor nunca alcanzado, también reflejará el mínimo nivel de reservas netas para absorber ese excedente de pesos. El financiamiento monetario del déficit fiscal ha sido un problema crónico en la Argentina, periódicamente generando corridas cambiarias y alta inflación. Esta vez no debiera ser diferente.
- Los próximos meses presentarán un gran desafío.** Argentina necesita confirmar su régimen económico de inmediato, y comprometerse rápidamente a un sendero de déficit fiscal decreciente con reformas estructurales. Tal programa bien puede ser la oportunidad de evitar más penurias económicas, en particular si fuese bendecido por un nuevo acuerdo con el FMI. De lo contrario, la inflación hará el trabajo indeseable, licuando el exceso de pesos. Aunque la inflación y el default han sido la estrategia dominante, es esperable que con 50% de pobres la política asuma mayor responsabilidad que la histórica.
- Estrategia de inversión.** Activos que protejan de la inflación y posible devaluación debieran ser preferidos en el contexto actual. De la misma forma el crédito privado luce superior al público. En general los activos argentinos pueden ser relativamente atractivos o todavía gravoso dependiendo de la perspectiva política a futuro.



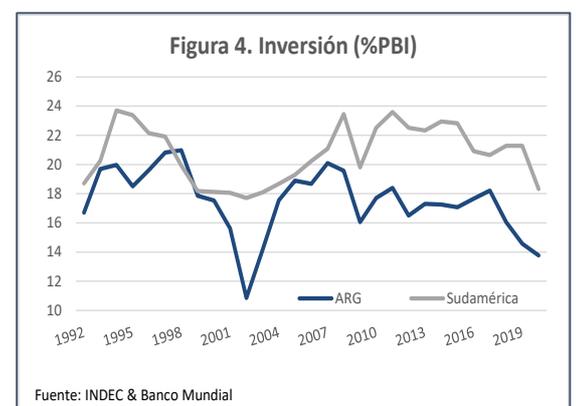
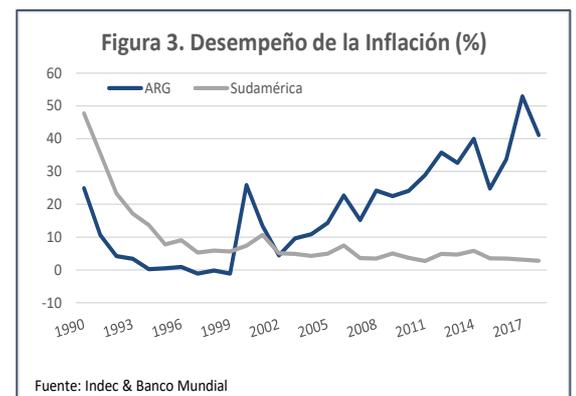
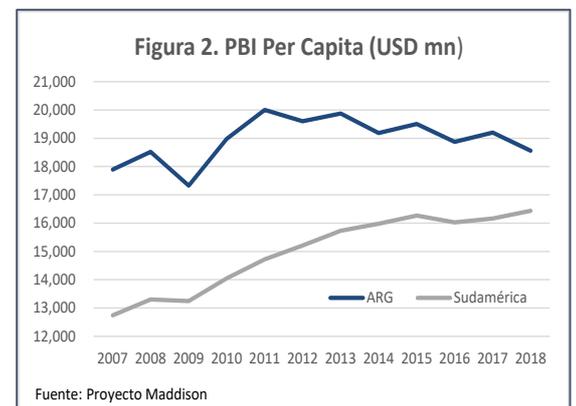
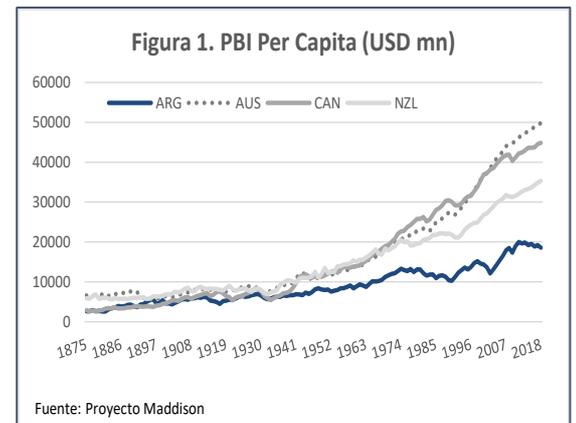
## I. Sin acuerdos políticos básicos no habrá crecimiento sostenido

La economía argentina ha estado estancada por más de una década. Sin embargo, la verdadera decadencia comenzó hace más de medio siglo, o cuando la política comenzó a intervenir fuertemente en la economía, cuestionando las reglas más elementales del mercado. La **Figura 1** confirma esa historia comparando el PBI per cápita en USD de Argentina, Australia, Canadá y Nueva Zelanda; tres economías con factores y capacidades productivas muy similares. Existen numerosos trabajos que muestran estadísticamente un quiebre en la relación de Argentina y el mundo circa 1950 (recientemente M.G. Ertola Navajas, UdeSA, 2021). Vale recordar que la Constitución de 1949 incluyó por primera vez el concepto del “rol social del capital” con fuertes condicionamientos al derecho de propiedad. Esa Constitución fue anulada en 1956 por un gobierno militar, pero el espíritu de la misma caló profundamente en el tejido social argentino. Otros países ensayaron sesgos sociales similares, pero se fueron *aggiornando* mientras que en la Argentina esa discusión de 70 años no pareciera haberse zanjado nunca.

También es interesante resaltar una nueva etapa de distanciamiento internacional que comienza en 2007/2008, o al comienzo del auge de *commodities* en esos años, pero esta vez con respecto a otras economías de América del Sur (**Figura 2**). En ese momento, Argentina estaba dejando atrás un período de superávit gemelos, y ya comenzaba a enfrentar una nueva aceleración inflacionaria y tensiones cambiarias. Ese proceso de desmejora finalmente condujo a la nacionalización de los fondos de pensión, la intervención de la oficina nacional de estadística, y la introducción de controles de capital, entre otras medidas. Mientras tanto, durante esos años, la mayoría de las economías regionales productoras de *commodities* aprovecharon el boom global para comenzar un proceso de desinflación que ha sido preservado hasta el presente. En cambio, la inflación argentina de este año se estima cercana al 50%, y las perspectivas para el año próximo no son mejores (**Figura 3**).

Una alta inflación no ha sido la única característica distintiva de la economía argentina cuando se compara con sus vecinos regionales a partir de los 2000s. Un bajo nivel de inversión, y una pobre y declinante participación de las exportaciones en el PBI también han sido expresiones de una economía que no genera suficientes incentivos a crecer e innovar (**Figura 4 y 5**).

De acuerdo con el Fórum Económico Mundial (*WEF*), Argentina también es conocida por sus instituciones débiles, un mercado laboral muy poco flexible, mercado de bienes ineficientes, poco desarrollo financiero, y, obviamente, una macroeconomía muy inestable, aún cuando se compara con sus vecinos regionales. Además, en los últimos veinte años, Argentina fue testigo de un incremento significativo en el tamaño del gobierno, mucho más que el experimentado en cualquier otro país vecino. Como ilustra la **Figura 6**, el gasto público consolidado en Argentina es de 41.6% del PBI, casi



alcanzando el tamaño del gobierno de Brasil, y bien por encima la mediana regional. En realidad, el gasto público en Argentina aumentó 65% en 20 años, o 16.4 puntos del PBI. Es verdad, que en 2020 la pandemia de Covid forzó a un gasto fiscal extraordinario, pero el nivel máximo de gasto sobre producto ya había sido alcanzado en 2015, el cual fue seguido por un fuerte ajuste durante la administración 2016-2019, revertido totalmente en 2020.

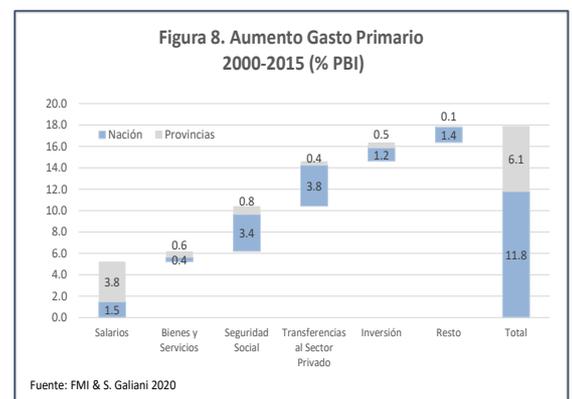
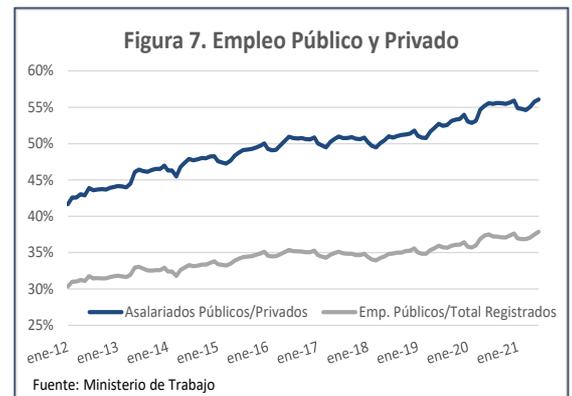
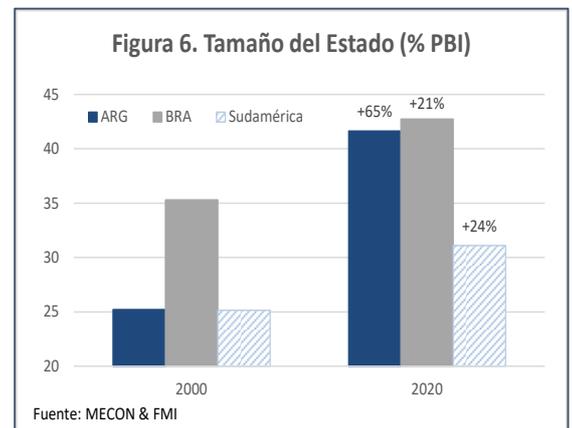
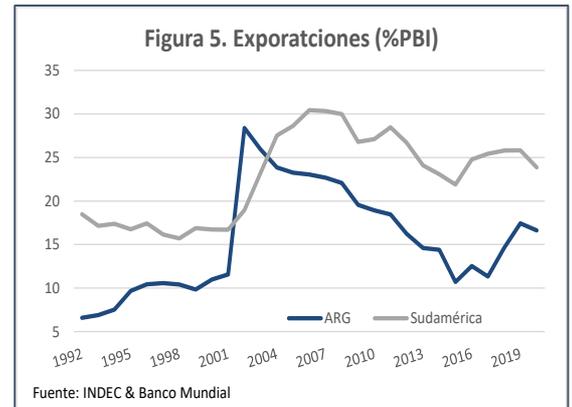
## II. Un Estado sobredimensionado e ineficiente

La última expansión fiscal pre-Covid comenzó en 2006, cuando el balance primario ajustado por el ciclo (de acuerdo al FMI) se redujo a 2.9% del PBI del 5.0% el año anterior. Entre 2006 y 2015, el gobierno, nacional y provincial consolidado, acumuló un incremento en el gasto primario de casi 15% del PBI. Tal impulso fiscal en un período de 10 años no fue exactamente coincidente con un fuerte crecimiento económico. Todo lo contrario, el estancamiento argentino durante ese período fue de lo más notable, como lo reportara la **Figura 2**.

Un mayor gasto público tampoco fue capaz de reducir los niveles de pobreza, como fuera expuesto en la segunda figura de la portada de este reporte. Después de bajar continuamente del pico alcanzado en 2002, o después de la crisis que determinó el final del régimen de convertibilidad de los 90s, y que además resultó en un default de deuda pública, el número de individuos viviendo debajo de la línea de pobreza prácticamente no se modificó entre 2006 y 2015. Este último año tocó el 30%, no muy lejos del 29.2% reportado en 2006. Una imagen espejo de esa falta de mejora en el bienestar de esos años fue el aumento de la inflación promedio anual, que llegó al 30%, después de haber sido de un dígito entre 1992-2005.

El desplazamiento del sector privado ha sido probablemente la principal razón de la ineficacia de ese mayor gasto público en el país en los años más recientes. Ese fenómeno está perfectamente caracterizado por la proporción creciente del empleo público sobre el privado. La **Figura 7** confirma dicha tendencia a partir del año 2012, o cuando se comienzan a hacer públicos datos detallados del mercado laboral argentino. A junio de 2021, hay más asalariados públicos que privados (55%), y el empleo público total ya representa 38% de todo el empleo privado registrado.

La forma en que las finanzas públicas fueron cambiando, también ayudan a explicar el resultado finalmente conseguido. Por ejemplo, 61% de todo el incremento del gasto del gobierno federal se concentró en la seguridad social y en los subsidios económicos (**Figura 8**). El incremento en los gastos de la seguridad social están asociados a un número de iniciativas que permitieron jubilar casi 3 millones de personas sin que antes hayan aportando al sistema. Como resultado, la seguridad social representa 52% del total de gastos del presupuesto 2021. De forma similar, el tamaño actual de los subsidios económicos simboliza la intervención directa del gobierno sobre el

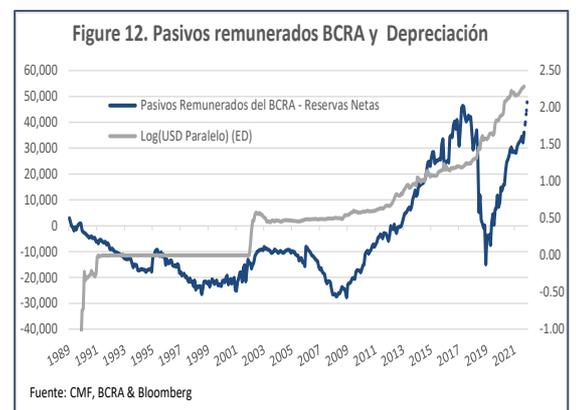
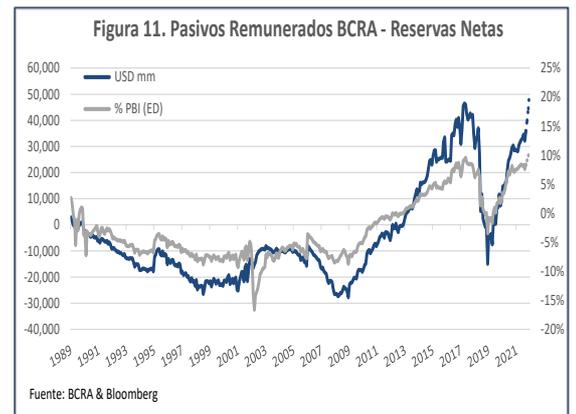
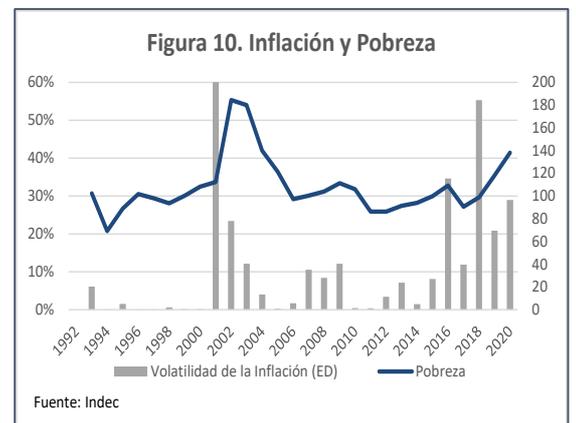
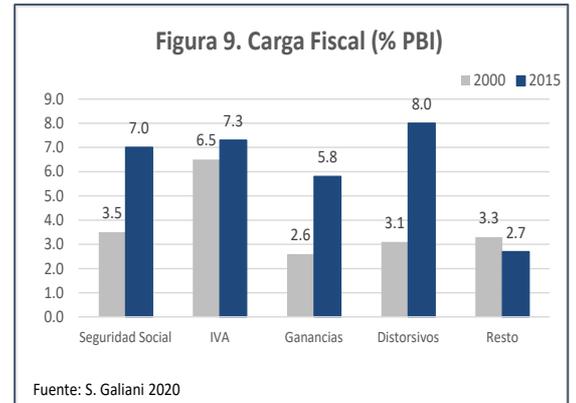


sector de los servicios públicos, estableciendo precios máximos y otras restricciones que desalientan la inversión en el sector. Como corolario, Argentina pasó de ser un exportador neto de energía en los 90s, a importar rápidamente a pesar del estancamiento económico de los últimos años. A nivel provincial, salarios y empleo público fueron los principales instrumentos de expansión, representando el 62% del mayor gasto primario en las provincias.

Los incrementos impositivos de esos años también reflejaron un sesgo anti-negocios. Entre 2000 y 2015 los impuestos a las transacciones financieras, al comercio exterior, y a los ingresos públicos fueron los que más subieron, un 5% del PBI (**Figura 9**). Estos impuestos, aunque de fácil recaudación, son altamente distorsivos. La segunda fuente principal de recaudación fueron las contribuciones a la seguridad social, pero igualmente representando un cuarto del aumento del gasto previsional registrado. Ciertamente, el déficit de la seguridad social se proyecta en el presupuesto 2021 de 3.3% del PBI, o abarcando 2/3 del déficit total.

La administración del presidente Macri, 2016-2019, mostró un interés creciente por reducir el tamaño del Estado y aliviar el lastre del mismo sobre el sector privado. Luego de un incremento inicial del déficit, en parte por resoluciones negativas de la Corte Suprema de Justicia, por avanzar en la baja de impuestos primero, y por un exceso de confianza sobre las fuentes de financiamiento, el gasto primario total terminó cayendo 3 puntos del PBI y el déficit eliminado hacia el final del mandato. Lamentablemente, el gasto Covid casi que definió la dinámica fiscal para cuando la nueva administración se hizo cargo, revirtiendo por completo el ajuste previo, pero agregando una mayor carga sobre el sector privado, producto de la profunda recesión del año 2020. El nuevo gobierno no sólo duplicó la tasa del impuesto a los bienes personales, sino que también introdujo un impuesto excepcional a los patrimonios mayores a los USD3mn equivalentes, el llamado “aporte solidario”, que se proyecta colabore con 0.7% del PBI en 2021.

Mientras un Estado más grande ha estado afectando negativamente los incentivos a invertir y hacer negocios, el impacto monetario del déficit acumulado ha mantenido un frágil equilibrio nominal, con frecuentes períodos de aceleración inflacionaria y tensión financiera. En cierto modo, ese fue el caso en 2018, cuando el legado monetario que recibió la nueva administración a finales del 2015 se combinó con un desequilibrio fiscal que no mejoraba, un cambio negativo en el sentimiento financiero global, y una severa sequía que diezmó las exportaciones agrícolas. Finalmente, una corrida cambiaria desestabilizó esa frágil coyuntura y la mayor inflación deterioró una vez más el bienestar social, aumentando nuevamente los registros de pobreza (**Figura 10**).



### III. El exceso de pesos es nuevamente el mayor riesgo

Desafortunadamente, la economía argentina se está moviendo una vez más en un riesgoso sendero monetario. Si se proyecta el financiamiento monetario y los flujos externos hasta fin de año, se puede anticipar un nivel inusualmente excesivo de pesos en el sistema financiero (**Figura 11**). Por ejemplo, de acuerdo a nuestras proyecciones, todos los pasivos remunerados del BCRA menos las reservas netas pueden llegar a un máximo de USD50mm equivalentes, o 11% del PBI hacia fines de año. Esto sería aun mayor al máximo histórico de esta métrica en abril-mayo 2017, que de alguna manera vaticinó lo que siguiera al comienzo del 2018. Peor aún, en 2017 las reservas internacionales netas sobrepasaban los USD10mm, o representaban un cuarto de los pasivos en pesos, mientras que hoy el nivel proyectado de reservas netas es casi nulo. Por lo tanto, después de las elecciones de medio termino, el BCRA tendrá que enfrentar el máximo exceso de pesos nunca visto en la historia reciente argentina, con el mínimo nivel de reservas internacionales netas, o sin la única herramienta eficiente de absorción monetaria. Financiamiento fresco de un potencial acuerdo con el FMI o un cambio significativo en la política fiscal pueden ser de gran ayuda, pero ambas opciones se vislumbran poco probables al día de hoy.

Esta deuda del BCRA es la contraparte de los pesos que la autoridad monetaria absorbe de la circulación para controlar la oferta de pesos, en general pensando en la estabilidad de precios. En Argentina, sin embargo, este pasivo históricamente elevado no hay prevenido una muy alta inflación, lo que sugiere que esta medida de exceso de pesos subestima el verdadero excedente. Un poco más tranquilizador es el hecho que los restrictivos controles de capital que existen en Argentina muy probablemente sirvan para moderar eventualmente cualquier escape vía el USD, al estar este parcialmente bloqueado. Pero la sustitución mayoritaria de pesos por bienes siempre seguirá representando un riesgo a la estabilidad nominal.

El tamaño de este potencial exceso de pesos no debiera ser menospreciado. En una perspectiva histórica, la métrica usada de exceso de pesos fue en promedio cero entre 1991 y 2012. Solamente alcanzó el equivalente de USD33.5mm o 6% del PBI en noviembre del 2015, o después de una expansión electoral similar a la actual. En ese momento, la perspectiva de un nuevo gobierno pro-negocios funcionó como amortiguador de las crecientes tensiones observadas en el mercado financiero. Igualmente, eso no evitó que el BCRA tuviera que intervenir agresivamente en el mercado cambiario, vendiendo alrededor de USD15mm en los mercados de futuros en los meses previos a la elección.

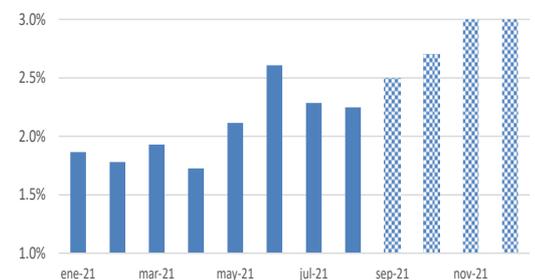
Estos pesos acumulados en el sistema hasta el 2015, más la monetización que resultó de pagar los contratos de USD futuros, se convirtieron más tarde en una verdadera pesadilla para los esfuerzos estabilizadores de la nueva administración. La apertura de la cuenta de capitales en 2016 no facilitó las cosas, pero era un elemento

Figura 13. Expectativas de Mercado

	oct-21	nov-21	dic-21	I T 22	II T 22
Inflación, m/m, %	2.70	2.80	3.10	3.22	3.22
ARS/USD, m/m, %	1.55	1.70	4.08	3.70	3.30
Badlar, m/m, %	2.87	2.88	2.92	2.93	2.93

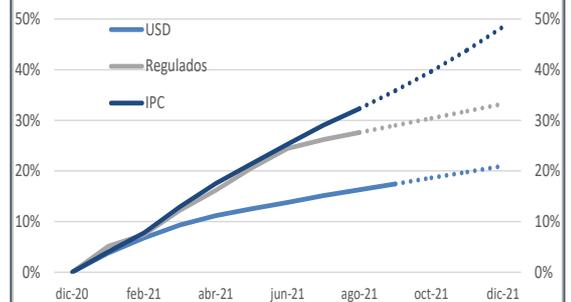
Fuente: REM del BCRA

Figura 14. Gasto Fiscal Proyectado (% PBI)



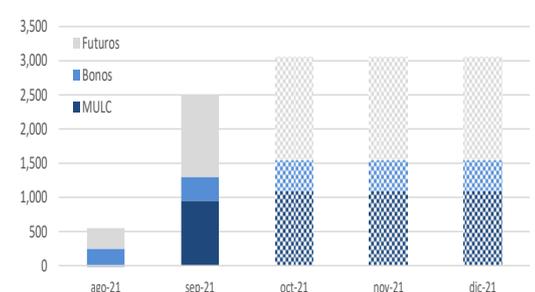
Fuente: MECON & CMF

Figura 15. Distorsiones Acumuladas en los Precios Relativos



Fuente: INDEC & BCRA

Figura 16. Intervenciones Estimadas en el FX (USDmm)



Fuente: BCRA & CMF

fundamental en el paradigma económico propuesto por el nuevo gobierno. Esto último revela un desafío constante para cualquier administración que intente poner fin a los desequilibrios macroeconómicos argentinos: crear suficiente demanda genuina por pesos al mismo tiempo que se intenta abrir la economía al mundo, pero evitando una corrida cambiaria y una creciente inestabilidad en la transición. En otras palabras, ¿cómo resolver el problema de flujo sin que el stock boicotee el intento? (**Figura 12**).

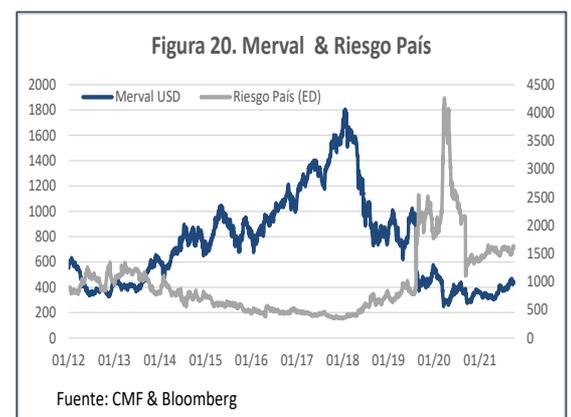
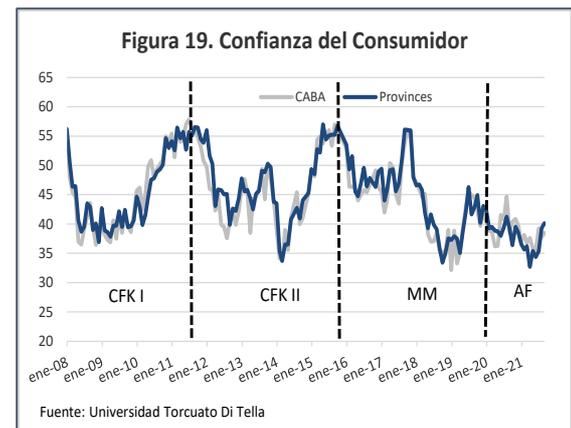
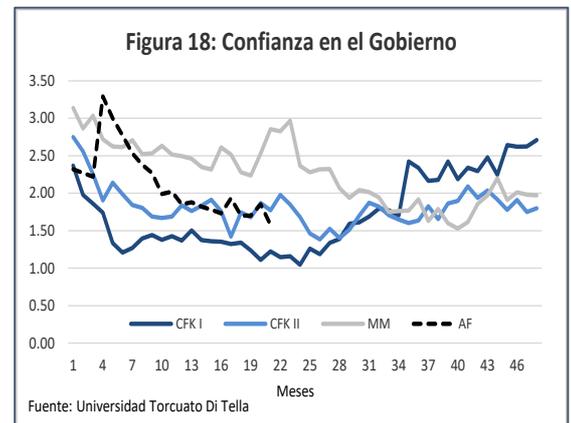
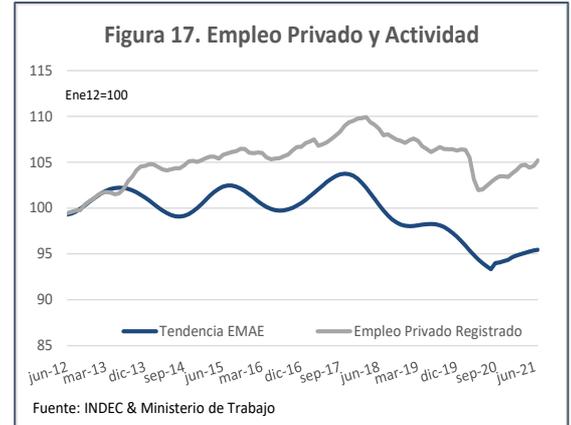
#### IV. Tiempos verdaderamente desafiantes

Las elecciones de noviembre constituyen un efectivo anclaje de estabilidad. El corto período de tiempo remanente, y la expectativa, que las autoridades están dispuestas a hacer todo lo que sea necesario para evitar una distracción financiera, claramente ayudan a crear esta estabilidad transicional. El BCRA no tiene demasiadas municiones para un sostenido embate de los mercados, pero suficiente para resistir hasta noviembre. La pregunta es que puede pasar justo después de las elecciones, casi independientemente del resultado electoral (**Figura 13**).

No colaborando con esta tarea pos-electoral, el gobierno ha decidió embarcarse en una política expansiva, cuando el financiamiento monetario pareciera ser la única fuente disponible en el margen. La **Figura 14** grafica el sendero de gasto que es consistente con el objetivo oficial de déficit para el año. Sin embargo, el gasto no es el único medio de intervención prelectoral. Un ajuste de tarifas públicas y del tipo de cambio oficial muy por debajo del ritmo de inflación muy probablemente continúe hasta fin de año. Una proyección lineal de los senderos actuales permite anticipar un atraso anual acumulado de 15% para las tarifas pública y otro de 27% para el tipo de cambio (**Figura 15**).

Tal cuadro económico/financiero proyectable a fin de año ya genera cierta preocupación, explicando el reciente despertar de los distintos mercados cambiarios. Luego un agosto relativamente calmo, durante el mes de septiembre el BCRA tuvo que vender USD950mn de reservas en el mercado mayorista, un estimado de USD350-400mn en el mercado de bonos, y más de USD1000mn equivalentes en el mercado de futuros. Una simple extrapolación de esas tendencias, más el compromiso de deuda existente con organismos multilaterales, sugiere que la autoridad monetaria usará la gran mayoría de sus reservas netas de aquí a fin de año (**Figura 16**).

La actividad económica y el empleo muy probablemente no respondan a este nuevo impulso fiscal y de ingresos, consistentemente con las causas de la decadencia de largo plazo identificadas previamente en este informe (**Figuras 17 a 20**). Una recuperación económica sostenida presuntamente demandará un compromiso creíble de seguir reglas del mercado, lejos de la discrecionalidad anacrónica que ha caracterizado la política



económica argentina en la mayoría de los últimos 20 años. Siempre se pueden imponer regulaciones estrictas para proteger a los más vulnerables, las que seguramente serán mucho más productivas que amenazas circunstanciales y sin criterios preestablecidos.

Otras reformas fundamentales debieran incluir como mínimo un techo declinante del gasto público, en forma consolidada con las provincias, tanto como una profunda reforma impositiva y de la administración pública. Una solución de largo plazo para el sistema de seguridad social es también crucial, igual que una mayor flexibilidad en el mercado laboral, aunque más no sea en el margen, para nuevos empleos.

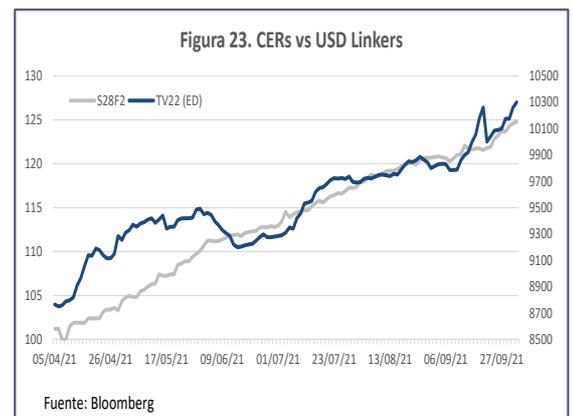
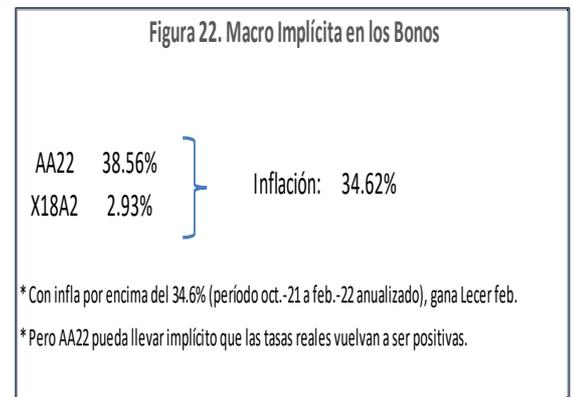
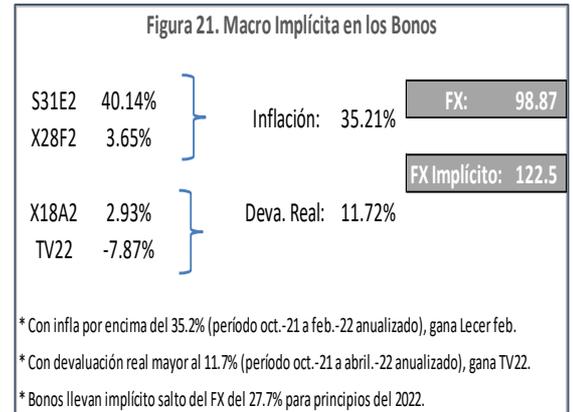
Avanzar en esas reformas fundamentales dentro de un programa de estabilización apoyado por el FMI agregaría credibilidad a un esfuerzo político sin precedentes. Mas importante aún, las credenciales del FMI podrían ayudar a resolver la desafiante realidad monetaria que inevitablemente se enfrentará. Cualquier camino alternativo, aún si este incluyera un programa insulso con el FMI, enfrentará riesgos extraordinarios de terminar en un nuevo episodio de inestabilidad cambiaria y aceleración inflacionaria, más temprano que tarde. El exceso de pesos existente eventualmente deberá reducirse, de una manera o de otra. Los controles de capital pueden moderar esos riesgos, pero los mercados no oficiales de tipo de cambio serán válvulas difíciles de cerrar, particularmente para la creciente necesidad por cobertura que demandará una sociedad que ha visto estas crisis repetidamente en las últimas décadas.

## V. Estrategia de inversión

La discusión previa sugiere que la toma de coberturas frente a un probable salto de la inflación y el tipo de cambio sean las opciones naturales en las circunstancias actuales. Ello permite identificar tanto a los bonos y letras que ajustan por CER, junto con los bonos atados al dólar (*dollar linked*) como los más atractivos. En este sentido, es importante resaltar las proyecciones implícitas en los instrumentos disponibles en el mercado, a efectos de considerar cuál ofrece la mejor opción.

Tomando los precios del mercado secundario, se puede apreciar que los activos con vencimiento a enero/febrero 2022 tienen asociada una inflación implícita anualizada del 35.2%. Proyecciones de mercado para los próximos meses que superan con margen ese valor indican que la protección CER todavía parece ser relativamente barata (Lecer feb22) (**Figura 21**).

De la misma forma, se puede calcular que la devaluación real implícita en los bonos es del 11.7% anualizado hasta abril 2022 (**Figura 22**). Esta expectativa implícita parece ser consistente con la creencia que el gobierno acelerará el ritmo de devaluación diaria



después de las elecciones, pero evitando un gran salto discreto del tipo de cambio oficial. En ese caso, la Lecer de febrero pareciera ser más adecuada que el TV22 (*linker*). Sin embargo, el activo atado al dólar oficial puede todavía ofrecer valor en un proceso más incierto, donde se cuestione la capacidad de control que pueda tener el BCRA a partir de noviembre, al no disponer de muchas reservas netas para ejercerlo (**Figura 23**).

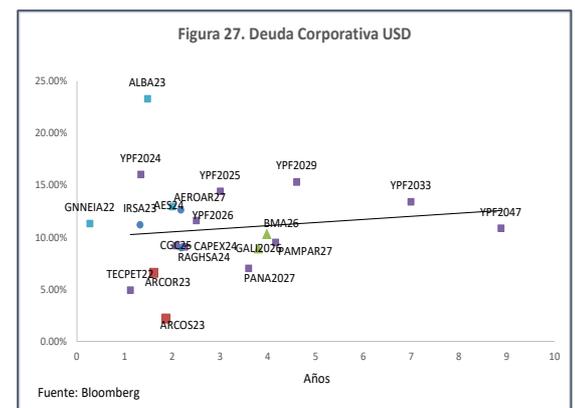
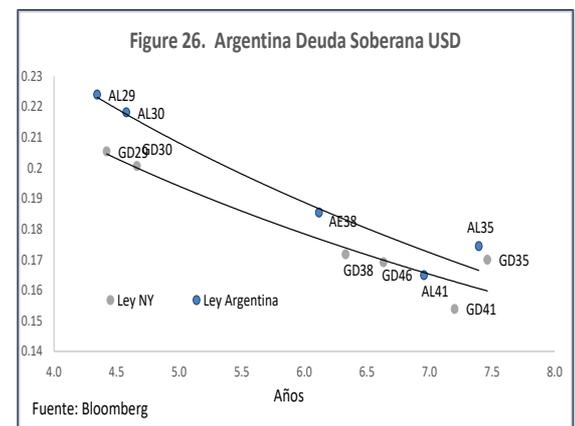
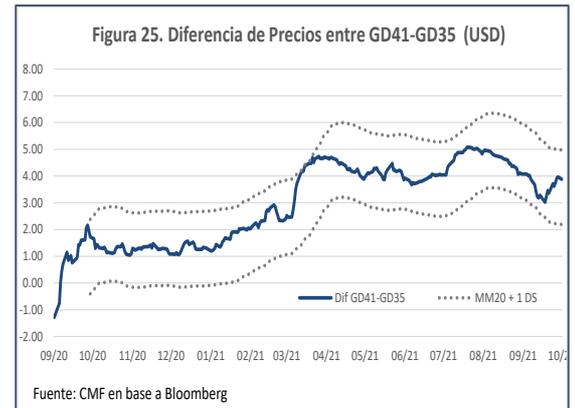
Los instrumentos a tasa Badlar (AA22) llevan la misma inflación implícita que los instrumentos CER. Sin embargo, los instrumentos a tasa Badlar pueden surgir como ganadores en un escenario de estabilidad, donde un nuevo esquema macroeconómico se sostenga con tasas reales positivas. Aunque esta no haya sido la inclinación monetaria de las autoridades hasta ahora, hay que reconocer que tasas reales positivas son un elemento típico de cualquier programa acordado con el FMI. Sin acuerdo, y probablemente con una estabilidad precaria, estos activos pierden esa ventaja.

La curva soberana USD también ofrece una alternativa de cobertura frente al salto del FX e inflación. Tomar posición en el AL30 contra pesos, implica comprar a paridades menores al 35%, con una correlación positiva entre el precio del bono en pesos y la brecha cambiaria implícita. A diferencia de las otras opciones en pesos mencionadas precedentemente, el AL30 tiene como desventaja el bajo *carry*, dado el exiguo cupón ofrecido. En este caso una mejora en las paridades requerirá que cambien positivamente las expectativas en torno al rumbo macroeconómico. Su ventaja, es una paridad relativamente baja entre los bonos en USD (**Figura 24**).

En lo que concierne a inversiones USD, solo se recomienda tomar riesgo soberano argentino a aquellos inversores con una adecuada tolerancia al riesgo y un horizonte largo de inversión. Para este segmento, el GD41 es la primera opción dado su estructura legal más protectora y alto rendimiento. Como segunda opción, el GD35 por su baja paridad parece el adecuado para aquellos inversores que apuesten a una duración más larga con mayor *upside* potencial. Por su lado, el AL30 brinda una opción para aquellos inversores que apuesten a una normalización en la curva, ya que sería el más beneficiado en caso de una caída en las expectativas implícitas de default (**Figuras 25 y 26**).

Al margen de todo lo anterior, también es importante una adecuada diversificación crediticia, en particular porque la deuda corporativa luce preferible a la deuda pública, tanto en pesos como en USD. Existe cierto costo relativo en términos de liquidez, pero los nombres privados asociados a algún rubro de exportación hoy parecieran ser los créditos más robustos (**Figura 27**). Un análisis similar aplica a las acciones corporativas.

**G**Canonero  
**R**Geretto  
**J**Candia



**Figura 28. Media de Proyecciones Financieras**

		2021	2022
		Proyectado	Proyectado
Inflación	Promedio, %	47.0	49.0
	Dic/Dic, %	49.0	48.7
Tipo de Cambio	Promedio	96.4	137.7
	Diciembre	106.2	163.1
ARS/USD CCL	Promedio	165.6	214.2
	Diciembre	201.0	244.0
Badlar \$ (TNA)	Promedio, %	34.0	38.5
	Diciembre, %	35.0	38.7

Fuente: EcoGo, Econviews & REM