

En pocas palabras...

La combinación de crisis sanitaria y cuarentena prolongada anticipa una caída del PIB >10% en 2020. La situación fiscal y monetaria se está deteriorando aceleradamente. El gasto real creció en abril 43% anual y los ingresos reales cayeron 17% anual. El financiamiento monetario al Tesoro sigue escalando y supera los \$ 900.000 millones en lo que va de 2020.

Aún asumiendo que la negociación de la deuda concluye exitosamente, la emisión presente y futura está generando un exceso de pesos que la economía deberá –más temprano que tarde- digerir de alguna forma. Las salidas posibles son básicamente tres:

- 1) Escenario “setentista”. Consiste en un endurecimiento de las restricciones cambiarias para preservar las reservas al costo de una explosión de la brecha cambiaria. Es el más tentador a corto plazo pero el más dramático a mediano plazo porque a mayor brecha, mayor salto devaluatorio al final. Parece ser el camino elegido hasta hoy.
- 2) Escenario “ochentista”. Lo llamamos así por las similitudes que tendría con la dinámica *macro* de inicios de los ‘80s. Para frenar la sangría de reservas, el BCRA abandona su estrategia de *crawling* y gatilla un salto devaluatorio para licuar el exceso de oferta monetaria. Es similar a lo que tuvo que hacer Juan Carlos Fábrega en enero de 2014. Pero en una economía con mayores desequilibrios monetarios y fiscales, la devaluación sin plan podría llevar la tasa de inflación al 80% anualizado.
- 3) Escenario “noventista”. Lo llamamos así por ser el más “ortodoxo”. Esta estrategia de salida debería combinar el éxito de una reestructuración de deuda con un salto inicial del tipo de cambio y un objetivo pre-fijado posterior, un ajuste de la política monetaria, un mecanismo de intervención en el mercado paralelo y -lo más complicado- cierto control del gasto público. Este escenario es inicialmente muy duro pero tendría las mayores chances de evitar una espiral devaluación-inflación.

Note el lector que los tres escenarios comienzan o terminan con un salto del tipo de cambio. Su dimensión y posterior aceleración inflacionaria va de mayor a menor cuando pasamos de 1) a 3). El *timing* y la *magnitud* de la devaluación dependen críticamente del curso de acción que tome el gobierno en las próximas semanas y del resultado de las negociaciones de la deuda.

Contenidos

- Cuarentena y recesión, doble récord.
- Prolegómenos de una crisis cambiaria.
- Tres caminos posibles de salida.

Economista Jefe

Adolfo G. Rodríguez Hertz

Equipo

Federico Facio

Julia Schinoni Elliff

EcoAnalytics S.A.

Suipacha 1172 Piso 10 Of. G

(CP 1008) CABA

Contacto: contact.ecoanalytics@gmail.com

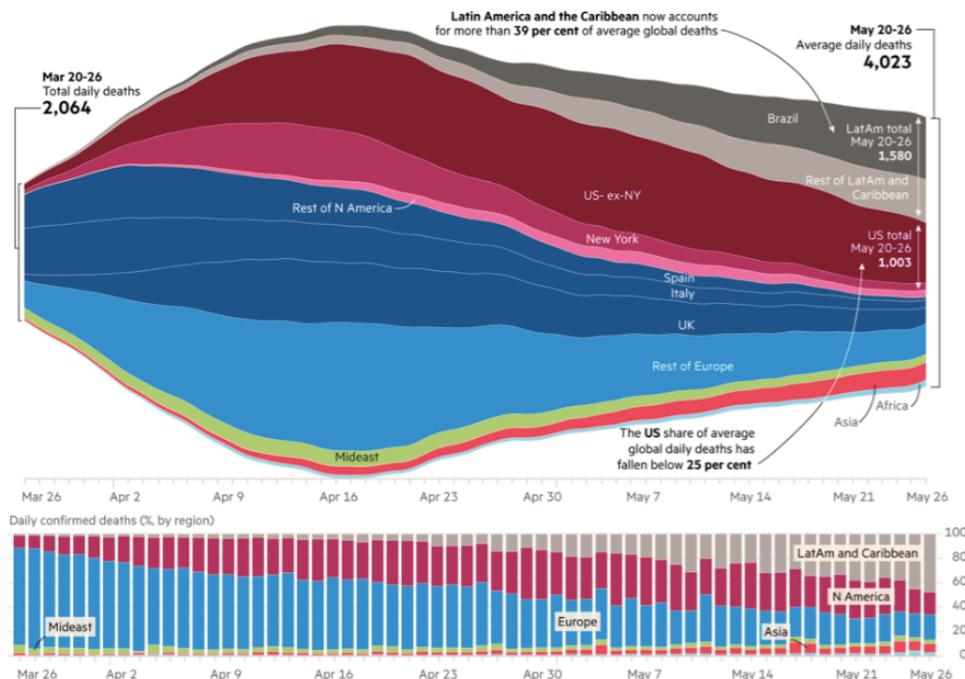
Cuarentena y recesión, doble récord.

La mayoría de los países del hemisferio norte están dejando atrás lo peor de la primera fase epidémica y han comenzado a normalizar gradualmente el funcionamiento de sus economías, después de aplicar medidas de aislamiento social estrictas que en promedio duraron unos 2 meses. La flexibilización de las medidas socio-sanitarias se realizan con curvas de contagio que se encuentran en retroceso. Así ocurre en Estados Unidos, España, Italia, y varios países europeos.

La curva global de contagios y fallecimientos se ha venido aplanando pero el foco de la pandemia se corrió del hemisferio norte al sur, en particular a Latinoamérica (ver gráfico 1). Latinoamérica y el Caribe hoy explican más del 60% de las muertes por COVID-19 a nivel global. El descontrol sanitario en Brasil explica fundamentalmente la escalada de la región, por la combinación de tamaño y desmanejo sanitario, pero el crecimiento de las curvas epidémicas es un fenómeno regional bastante generalizado. Lo inverso ocurría a principios de abril cuando Europa explicaba el 80% de los fallecimientos globales por la pandemia.

Gráfico 1: Curva Global de Fallecimientos por COVID-19.

The global Covid-19 death toll is continuing to ease slowly
Daily deaths of patients diagnosed with coronavirus (7-day rolling average)

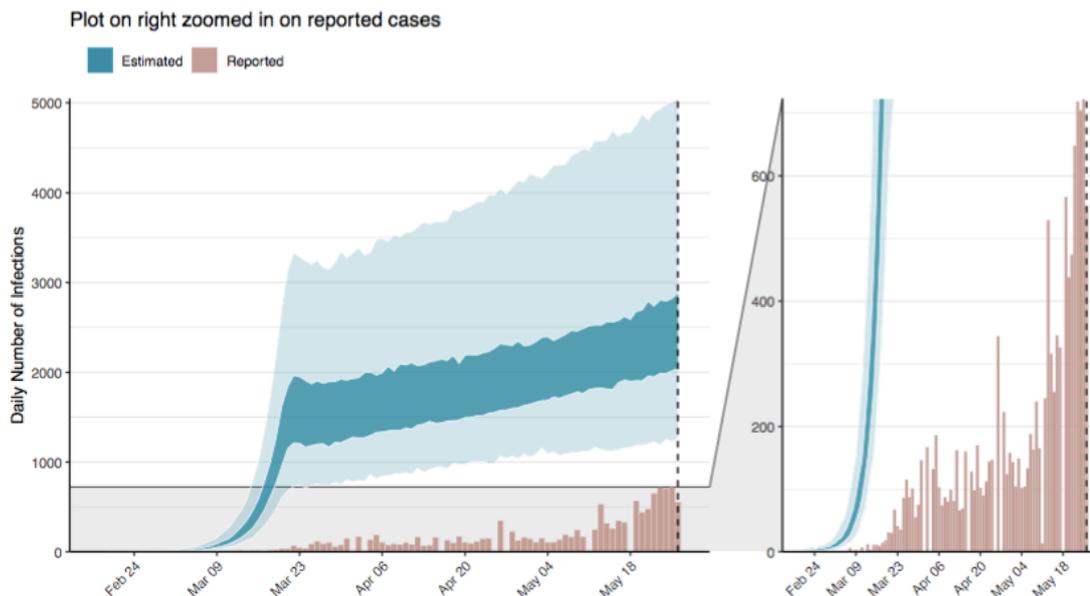


Fuente: FT.com

Las cuarentenas en los países del norte resultaron bastante eficaces en moderar la curva de contagios. En Latinoamérica el tratamiento de la epidemia ha sido dispar, al igual que sus resultados. Brasil es un caso extremo de descontrol sanitario. Argentina se ubica en el otro extremo, con la cuarentena más prolongada y estricta de la región y quizá del mundo, tanto por el alcance de las restricciones sociales como por la extensión regional a todo el país de las medidas, aún en provincias y ciudades que no registraban casos.

Después de más de 70 días de cuarentena, la curva de contagios en Argentina continúa en ascenso y acelerando.¹ Lejos de la reversión en la curva de contagios que explicó la flexibilización de las restricciones en muchos países - aunque algunos como Singapur, Japón o Chile debieron retroceder- la resistencia de las autoridades argentinas a avanzar más agresivamente en la flexibilización de la cuarentena en la Ciudad y la Provincia de Buenos Aires se entiende a la luz del gráfico 2.

Gráfico 2: Curva de Contagios en Argentina. Casos Registrados y Estimados.



Fuente: *Centre for Global Infectious Disease Analysis*, Imperial College London.

Quedará para la discusión de los especialistas analizar las razones que explican por qué la estrategia argentina -de las más estrictas del planeta- haya fracasado en aplanar la curva de contagios a más de 70 días de aplicadas las medidas de aislamiento social. Quizá una de las razones sea que las medidas fueron demasiado temprano y demasiado estrictas o que las condiciones socio-demográficas son muy adversas para lograr que el aislamiento social sea eficaz.

Lo cierto es que la mayoría de los modelos que combinaron economía y epidemiología que presentamos en reportes anteriores mostraban que la “cuarentena óptima” requería ser aplicada una vez infectado el 1% de la población, y con un alcance limitado en términos de los sectores afectados por las restricciones y por plazos más breves.²

¹ La tasa diaria de contagios venía creciendo en un rango del 3-4% en abril y en mayo se ubica más cerca del 5-6%, lo cual implica duplicar los casos cada 12 días cuando el gobierno se había fijado como *target* de duplicación de casos cada 25 días.

² En estos trabajos la “irrupción de la pandemia” se determina cuando se encuentra infectado el 1% de la población. Argentina comenzó su cuarentena con muy pocos casos registrados. En Alvarez, Argent y Lippi “*A Simple Planning Problem for COVID-19 Lockdown*”. Las restricciones óptimas alcanzan al 60% población durante 30 días y luego deben ir en descenso gradual. Los autores estiman el costo económico del “bloque óptimo” en 8 puntos del PIB. En Gonzalez-Eiras y Niepelt, “*On the Optimal “Lockdown” During an Epidemic*” el “bloque óptimo” requiere reducir la actividad en 2/3 (66% del PIB) por un máximo de 50 días. Los autores estiman el costo económico en 9,5 puntos del PIB.

La cuarentena aplicada en Argentina comienza a alejarse ostensiblemente de los criterios “de eficiencia” de estos modelos. Las restricciones socio-sanitaria estrictas superaron los 60 días en todo el país y aún continúan en muchas ciudades y provincias, en particular en PBA y CABA, en donde se concentra el 40% de la población.

Tabla 1: Ranking Global Recesivo

Variación trimestral del PBI

Porcentaje respecto al trimestre anterior, desestacionalizado, 1T 2020

	Variación trimestral	Variación trimestral anualizada	Días de "cuarentena" en el trimestre ²
Chile	3.0	12.6	14
Finlandia	0.1	0.4	16
Suecia	-0.3	-1.2	0
Hungría	-0.4	-1.6	21
Polonia	-0.5	-2.0	18
Indonesia	-0.7	-2.8	6
Japón	-0.9	-3.6	0
Estados Unidos	-1.2	-4.7	16
Korea ^P	-1.4	-5.5	38
Noruega	-1.5	-5.9	20
Taiwan ^E	-1.5	-5.9	0
México	-1.6	-6.2	8
Holanda ^P	-1.7	-6.6	17
Dinamarca	-1.9	-7.4	21
Brasil ¹	-2.0	-7.6	15
Reino Unido	-2.0	-7.8	9
Alemania	-2.2	-8.5	14
Colombia	-2.4	-9.3	15
Austria	-2.5	-9.6	9
Canada	-2.6	-10.0	14
Perú ¹	-3.2	-12.2	18
República Checa	-3.6	-13.6	19
Bélgica	-3.9	-14.7	18
Portugal ^E	-3.9	-14.7	13
Italia	-4.7	-17.5	38
Argentina ¹	-4.8	-17.9	13
Filipinas	-5.1	-18.9	17
España ^P	-5.2	-19.2	18
Hong Kong	-5.3	-19.6	42
Francia	-5.8	-21.3	16
China	-9.8	-33.8	66

¹ Realizado en base a los estimadores mensuales de actividad económica de cada país para el primer trimestre de 2020

² "Cuarentena" definido como momento en el cual el Stringency Index de Oxford COVID Government Response Tracker supera o es igual a 50 puntos

^P Valor provisorio

^E Valor Estimado

Fuentes: Oxford COVID Government Response Tracker, OCDE, INDEC, Banco Central de Brasil, INEI (Perú), Philippine Statistics Authority, Census and Statistics Department (Hong Kong), National Statistics of Republic of China (Taiwan)

La macroeconomía argentina se encuentra al tope de la lista global en términos de impacto macroeconómico de la pandemia, por la combinación de una “tormenta perfecta” de factores:

- 1) Cuarentena *hiper* prolongada;

- 2) Márgenes de maniobra muy estrechos para la política económica compensatoria.
- 3) Elevada participación del trabajo informal y cuentapropista en la economía.
- 4) Bajísima disponibilidad de crédito para empresas, hogares y gobiernos.

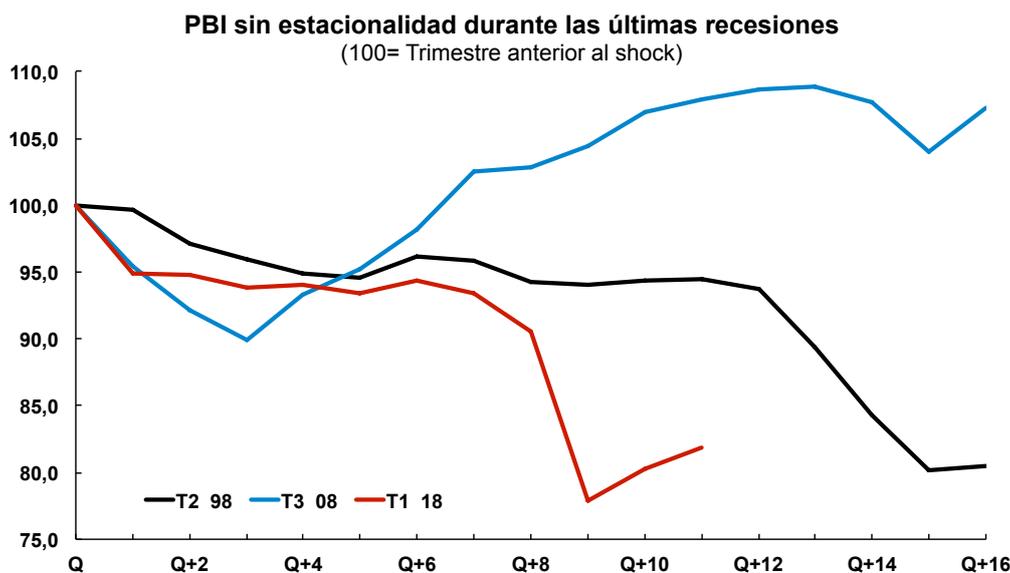
La tabla 1 presenta un *ranking* de caídas del PIB en el primer trimestre 2020 e incluye los días de cuarentena en el período en cada país. Argentina (con 13 días de cuarentena en el trimestre) cayó a un ritmo del 18% anualizado. Perú y Francia, dos economías radicalmente distintas, siguen cerca, pero aún con mejor *performance*: Perú con 18 días de cuarentena, cayó al 12% anualizado. Francia, con 16 días de cuarentena, cayó al 21,3% anualizado. EN el extremo opuesto se encuentra Suecia, el contra-ejemplo que utilizó Alberto Fernández para comparar con la estrategia argentina de alta sensibilidad sanitaria con escasa ponderación económica: sin cuarentena (apenas prohibiendo los espectáculos masivos y la asistencia presencial en la educación secundaria) la caída en el primer trimestre del PIB sueco fue de apenas 0,4% anualizado.

Una forma de evaluar la vulnerabilidad argentina es utilizando un computo un tanto arbitrario pero intuitivo: el ratio caída % PIB / días de cuarentena. El promedio para la Tabla 1 es de 0,7 (promedio de caída del PIB / promedio de días en cuarentena). Argentina presenta un ratio de 1,4 que duplica al promedio y es el más alto de toda la lista. Korea, otro ejemplo de cuarentena flexible e inteligentemente diseñada, tiene un ratio de 0,14.

El EMAE (el indicador mensual de actividad que elabora INDEC) cayó 11,5% interanual en abril y se estima una contracción que rondará el 20% en mayo, un registro histórico que resulta más brusco incluso que cualquiera de las caídas interanuales durante la gran crisis de 2001-2002.

El *cocktail* de crisis sanitaria, cuarentena prolongada, descalabro fiscal y riesgos de aceleración inflacionaria anticipa una caída del PIB que rondará 10% en 2020. La contracción acumulada entre el primer trimestre de 2018 y hasta el segundo trimestre de 2020 alcanza al 21% y supera la caída de 20,4% registrada entre el segundo trimestre de 1998 y el segundo trimestre de 2002 (ver gráfico 4). La caída del PIB superará en profundidad e intensidad a la de la gran crisis de principios de siglo.

Gráfico 4. Crisis Comparadas: 1998-2002, 2008-2009 y 2018-2020.



Fuente: EconAnalytics en base a INDEC.

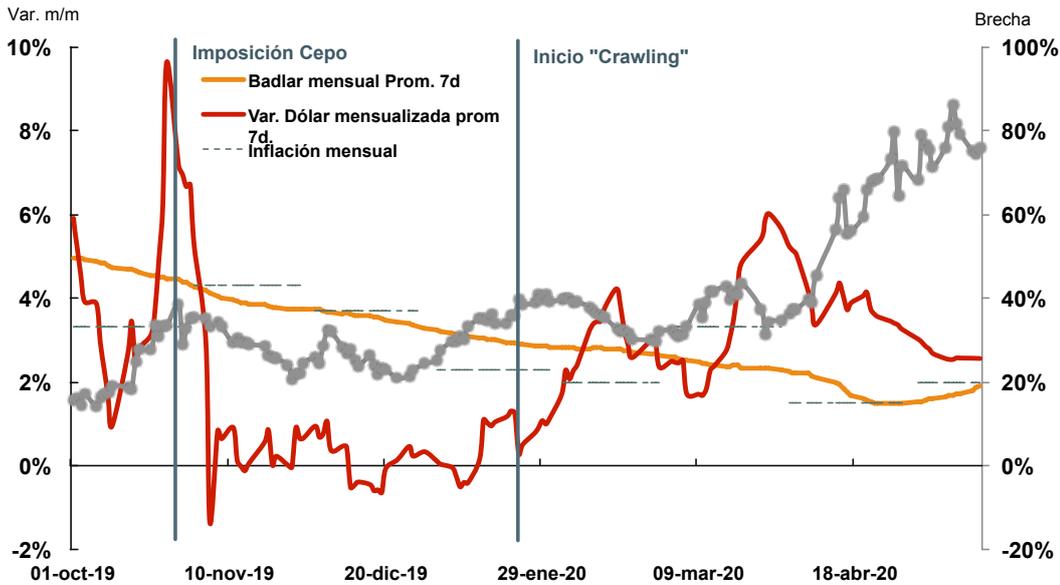
Prolegómenos de una crisis cambiaria.

En medio del derrumbe de actividad y las medidas de gasto para compensar el freno de la actividad económica, las cuentas fiscales se están deteriorando aceleradamente. El gasto real creció en abril al 43% anual mientras que los ingresos reales cayeron al 17% anual. Como consecuencia, el financiamiento monetario al Tesoro sigue escalando y ya supera los \$ 900.000 millones en lo que va de 2020 y proyectamos al menos otros \$ 600.000 millones para lo que resta del año.

La combinación de incertidumbre por el destino de la negociación de la deuda y deterioro en los fundamentos macroeconómicos se combinaron con la *mala praxis* del BCRA para empujar la brecha cambiaria a niveles que rondan el 100%. La mala praxis, que agudizó el deterioro de la situación monetario-cambiaria, responde a tres errores de estrategia de la autoridad monetaria:

- 1) La política monetaria expansiva de los primeros meses del año. La base monetaria crecía al 30% anual en diciembre de 2019, llegó al 80% anual a fines de marzo y hoy crece al 70% anual. La brecha cambiaria escaló a partir de marzo cuando el BCRA redujo agresivamente las tasas de interés y expandió la cantidad de dinero mediante la caída del stock de letras y pases del BCRA por \$327.000 millones (+17% de la base monetaria). El BCRA comenzó a revertir su política en abril y mayo reabsorbiendo pesos por \$ 770.400 millones y fijando un piso a las tasas de interés pasivas. Pero allí comenzó a crecer la emisión para asistir financieramente el Tesoro que ya acumula \$909.000 millones en lo que va de 2020 (+50% de la base monetaria).
- 2) La política cambiaria en el mercado oficial. En primer lugar, el BCRA mantuvo el ritmo de depreciación del peso cuando el resto de las monedas emergentes se depreciaban por el impacto de la pandemia. En segundo lugar, el BCRA repite una estrategia similar la del ex presidente del BCRA, Juan Carlos Fábrega, una suerte de *crawling* o deslizamiento estable del tipo de cambio por encima de la tasa de interés pasiva (ver gráfico 5). El BCRA viene devaluando sistemáticamente a un ritmo de 0,13% diario a lo largo del mes de mayo. Toda una invitación a la caída de la demanda de pesos. El BCRA comenzó a reducir la brecha entre devaluación y tasa de interés pasiva mediante sendas medidas para subir la tasa de plazos fijos.
- 3) La falta de herramientas de intervención en el mercado paralelo de cambios. Esta discusión está al rojo vivo en el gobierno por estos días. La posibilidad de desdoblar el tipo de cambio financiero para tener algún grado de control sobre el precio del paralelo comienza a ganar adeptos dentro del equipo económico. Por ahora, la respuesta oficial ha sido una mayor represión de importaciones y controles en el mercado de Contado con Liquidación (CCL) algo que sólo puede agravar la situación, tanto en materia de recesión como en el frente cambiario al empujar el precio del dólar *blue* (billete). Esto tendría como riesgo la reaparición de la demanda de “dólar ahorro” al tipo de cambio oficial más el 30% del Impuesto PAIS. Con una brecha del 100%, la demanda de 200 dólares mensuales por persona (si no se incrementa el 30% de impuesto), genera una sangría potencial de dólares de unos USD 500 a 1.000 millones mensuales.

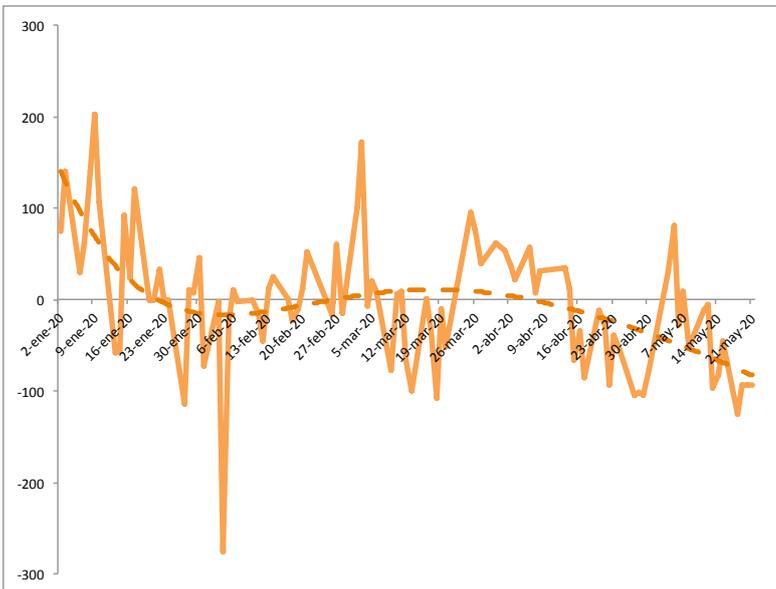
Gráfico 5: Tasas Pasivas, Devaluación y Brecha.



Fuente: EcoAnalytics en base a BCRA.

En Argentina, una brecha cambiaria superior al 70-80% representa una suerte de umbral difícil de sostener por mucho tiempo, tal como se observó en la historia reciente de controles en 2011-2015. Superado ese umbral, las reservas oficiales comienzan a sufrir y esto fuerza alguna respuesta de política, sea una devaluación del tipo de cambio oficial o, como ocurrió en estos días, una combinación de suba de las tasas de interés con mayores restricciones en el mercado (oficial y paralelo) de cambios.

Gráfico 6: Intervención Cambiaria BCRA.



Fuente: EcoAnalytics en base a BCRA.

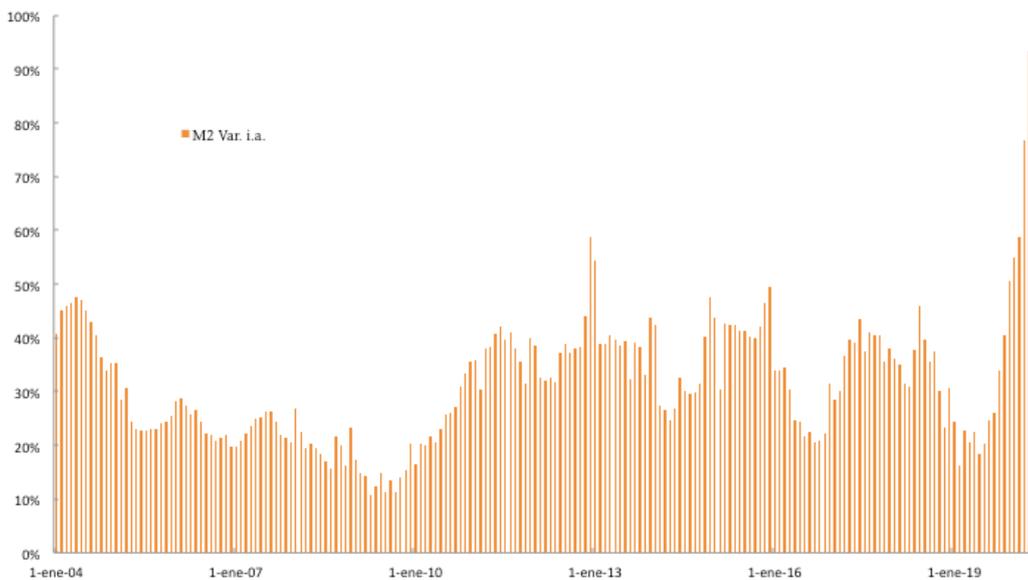
El BCRA vendió reservas a un promedio diario de USD 80 millones en los últimos días de mayo y en torno a USD 100 millones en los últimos dos días. Una situación insostenible que explicó la batería de restricciones de acceso al mercado cambiario para las empresas. Las reservas netas del BCRA se ubican en unos USD 10.300

millones pero a esto habría que restar unos USD 3.400 millones en tenencias de oro, que son ilíquidas. Con unos USD 7.000 millones de reservas líquidas, los tiempos para equilibrar el mercado monetario se acortan.

Tres caminos posibles de salida.

Lo cierto es que la *mala praxis* del BCRA está contribuyendo a acelerar los tiempos de una dinámica inestable e inexorable. Un cambio en la política monetario-cambiaria podría ralentizar los tiempos pero no evitar un ajuste monetario-cambiario que a esta altura parece inevitable. La expansión monetaria ha generado un exceso de pesos que tarde o temprano deberá ajustarse de alguna forma. El gráfico 7 muestra la dinámica de expansión de M2, un agregado monetario que crece a fuerza de la expansión de pesos para asistir al Tesoro y que continuará en esa dirección a lo largo del año. Hoy crece a más del 90% anual con una inflación que está por debajo del 50%.

Gráfico 7. Expansión Monetaria (M2).



Fuente: EcoAnalytics en base a BCRA

Aún asumiendo que la negociación de la deuda externa concluye exitosamente en las próximas semanas -lo cual fortalecería la demanda monetaria- la expansión presente y futura de la oferta de pesos genera un exceso de pesos que la economía deberá digerir de alguna forma. Las salidas posibles son básicamente tres:

- 1) **“Escenario setentista”**. Parece ser el camino elegido hasta hoy. Un endurecimiento de las restricciones cambiarias que preservaría las reservas por más tiempo, al costo de una explosión de la brecha cambiaria. Este tipo de medidas permiten reducir el *trade-off* de corto plazo entre brecha cambiaria y pérdidas de reservas por intervención en el mercado oficial, pero al costo de una enorme distorsión en el funcionamiento de la economía debido a las restricciones a las importaciones y al impacto en el balance de las empresas, que ahora tendrán que utilizar sus fondos líquidos depositados aquí o en el exterior para cancelar deudas comerciales o financieras. Este escenario es probablemente el más tentador a corto plazo pero el más dramático a mediano plazo: si bien se ralentiza la caída de reservas, es imposible evitarla. A la larga, la caída de las reservas fuerza una salida del esquema de represión cambiaria y, cuanto mayor sea la brecha, mayor será el salto devaluatorio final. Es una dinámica muy parecida al escenario pre-Rodrigazo de 1975.

- 2) **“Escenario ochentista”**: para frenar rápidamente la sangría de reservas, el BCRA debería abandonar su estrategia de *crawling* y gatillar un salto devaluatorio que licúe el exceso de oferta monetaria vía un salto en los precios y el tipo de cambio oficial. Es similar a lo que tuvo que hacer Juan Carlos Fábrega en enero de 2014. En aquél momento la devaluación del tipo de cambio oficial llegó al 60% interanual (con un salto discreto de 15% en enero) y la inflación se acercó al 40% en 2014. La situación actual es cualitativamente parecida pero la escala de desequilibrios es mucho mayor. En 2013, el diagnóstico del BCRA era que el tipo de cambio había perdido competitividad y que era necesario recuperarla. Así comenzó con la estrategia de *crawling* o deslizamiento constante del tipo de cambio que terminó por colapsar a principios de 2014. Pero la situación del mercado monetario y de la economía real son ahora muy distintas. En primer lugar, el exceso de oferta monetaria que hoy se está generando es de una magnitud pocas veces vista. Esto requeriría un salto discreto mayor del tipo de cambio para licuar pesos y reducir la brecha cambiaria, además de abandonar el deslizamiento gradual. En segundo lugar, el impacto potencial de una devaluación sobre el índice general de precios (el denominado *pass-through*) podría estar más acotado por la recesión. Pero cuidado: la inflación en alimentos ronda el 3% mensual y está muy influenciada por la evolución del tipo de cambio oficial.

Un salto discreto del tipo de cambio en un contexto como el actual, sin un régimen monetario establecido que permita anclar expectativas en un escenario de total dominancia fiscal de la política monetaria podría acelerar la convergencia a niveles de inflación en el entorno de 80-90% anualizado. Estas son las cifras que –asumiendo una demanda monetaria estable– son compatibles con los niveles de emisión monetaria necesarias para financiar el déficit del Tesoro Nacional. Como venimos diciendo, el escenario macroeconómico de la Argentina se acerca más al de principios de los ‘80s que al de finales de esa década. Esto incluye estanflación crónica con inflación de 2 dígitos altos o 3 dígitos bajos pero todavía lejos de una hiperinflación.

- 3) **“Escenario noventista”**: lo llamaremos así por ser el camino más “ortodoxo” entre los posibles. Aunque no hay muchos exponentes en el gobierno que se encuadren en esta posición, sirve como ejercicio teórico. La realidad a veces se ubica en un punto intermedio entre varios escenarios paradigmáticos. Esta estrategia de salida debería combinar el éxito de una reestructuración de deuda exitosa con una corrección de la política cambiaria –probablemente con un salto inicial y cierto objetivo pre-fijado de estabilización posterior del tipo de cambio–, un ajuste fuerte de la política monetaria (vía absorción de pesos y suba de las tasas de interés), un mecanismo de intervención eficiente en el mercado paralelo de cambios (para evitar que nuevamente la brecha cambiaria se vaya fuera de control) y lo más complicado, cierto control del gasto público. A diferencia de los dos anteriores, este escenario es inicialmente más duro pero tendría mayores chances de evitar una posterior espiral devaluación-inflación.

Note el lector que los tres escenarios comienzan o terminan con un salto discreto del tipo de cambio. La dimensión del ajuste cambiario y la aceleración inflacionaria va de mayor a menor cuando pasamos del escenario 1) al 3). Calibrar el *timing* y la *magnitud* de la devaluación depende críticamente del curso de acción que tome el gobierno en las próximas semanas y del resultado de las negociaciones de la deuda.