

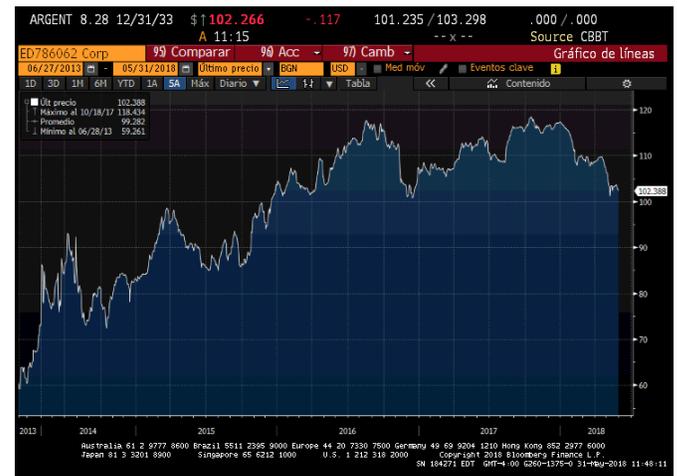
01 de Junio de 2018

El endeudamiento y la paridad de los bonos

El cimbronazo en el mercado de cambios nos obliga a repensar lo que viene en los próximos meses. El desconcierto es bastante generalizado, tanto en lo que respecta al rumbo económico como político, lo que repercute naturalmente en las cotizaciones del mercado. Este desconcierto también engloba al equipo económico y el Banco Central, el panorama cambió repentinamente en tan sólo unas semanas.

Ya no importa discutir si la reciente turbulencia podría haberse manejado de forma más eficiente para minimizar los costos. Los costos ya están jugados, como muestran las actualizaciones en las proyecciones económicas. Hay poco ejercicios más improductivos que las previsiones al decimal que solemos hacer los economistas, cuando estás variables no dejan de ser aleatorias en un mundo cambiante. Este ejercicio es aún más inútil para la Argentina, dada nuestra volatilidad característica. Sin embargo, las previsiones promedio del mercado (no al decimal) y sus ajustes sí nos sirven para ver los cambios de escenario y expectativas. En el siguiente cuadro figuran algunas proyecciones de antes y después de la turbulencia.

demasiado rápido, para sorpresa de muchos (en los cuales me incluyo). En este nuevo escenario, los bonos soberanos en dólares y por contagio los corporativos, están sufriendo bruscas caídas. Las paridades de los títulos retornaron a niveles de principios de 2016, perdiendo en unas semanas prácticamente dos años de suba (ver gráfico paridad del DICA). A continuación detallaremos algunos números para posicionarnos a futuro. Pero sobre todo para entender cuanto de la reciente baja tiene que ver con la desconfianza coyuntural y cuanto al supuesto deterioro en la capacidad de pagos de nuestro país.



Fuente: Bloomberg

Algunos números de la deuda Argentina.

A diciembre de 2017, última información oficial, la deuda pública total alcanzaba el 57% del PBI. Del total de la deuda, el 68% estaba nominada en moneda extranjera. En lo que respecta a la deuda neta contra acreedores privados, la misma se ubicaba en torno al 29% del PBI y un 70% era en moneda extranjera. Con la devaluación de \$18 a casi \$25 se producen tres efectos:

- En primer lugar, aumenta el ratio de la deuda en moneda extranjera como porcentaje de la deuda total.
- En segundo lugar, cae la deuda en pesos como porcentaje del PBI.
- En tercer lugar, el ratio de la deuda en moneda extranjera sube como porcentaje del PBI, ya que la devaluación reduce el producto medido en dólares.
- El efecto total de la devaluación da como resultado un mayor ratio deuda contra el

Proyecciones económicas de privados tras devaluación (2018)

Consultora	Dólar		Inflación		Crecimiento		Consumo		Déficit Primario	
	Prev 25-A	Post 25-A	Prev 25-A	Post 25-A	Prev 25-A	Post 25-A	Prev 25-A	Post 25-A	Prev 25-A	Post 25-A
Eco Go	\$22,40	\$27,30	21,8%	28,2%	2,2%	0,9%	1,4%	1%	-3,2%	-2,5%
Ecolatina	\$22,5	\$26,75	22,5%	26,4%	1,8%	1,6%	2,3%	0,9%	-2,7%	-2,7%
Oriando J. Ferreres	\$25	\$28,5	21%	25%	2,3%	1,5%	2,5%	1,9%	-2,9%	-2,7%
ABECEB	\$23,80	\$26,75	24,7%	27%	2,2%	1,7%	2%	1,3%	-2,7%	-2,7%
C&T Asesores	\$22,5	\$26	20%	26%	2%	1,5%	2,8%	1,4%	-2,9%	-2,5%

Fuente: Ámbito

Como mencionamos, el escenario cambió marcadamente. Las proyecciones de crecimiento económico y consumo privado cayeron en promedio a la mitad, la inflación esperada creció 5 p.p. para este año y el tipo de cambio se proyecta casi 4 pesos más arriba para fines de año. En el déficit fiscal se vaticina levemente por debajo, en torno al 2,7% del PBI, en línea con la meta oficial.

El camino de crecimiento moderado que reducía gradualmente los desequilibrios quedó truncado

tamaño de la economía (PBI en dólares). Esto se explica por lo mencionado anteriormente, el 70% de la deuda está nominada en moneda extranjera y al mismo tiempo la devaluación reduce el PBI en dólares.

Con lo cual, si bien es muy complejo evaluar el salto de la deuda dado que no sabemos cómo terminará el PBI, el dólar y el déficit a fin de año, posiblemente la deuda neta contra privados trepe del 29% del PBI que cerró el 2017 a un ratio cercano al 32%-34%. Aún con el nuevo stock (foto), la deuda neta continúa en niveles, a priori, saludables. Sin embargo, el riesgo país sube y las paridades bajan, el mercado le pide más tasa a nuestro país. Queda claro que el mercado está preocupado por la dinámica y no por la foto.

Antes de continuar el análisis, un pequeño comentario sobre las lebac. Como solemos mencionar, la mayor parte del incremento del stock de letras tiene su correlato en acumulación de reservas. Con lo cual, la reciente devaluación mejoró el balance patrimonial del BCRA. Antes de la devaluación, las reservas cubrían 0,89 veces las lebac al tipo de cambio mayorista. Ahora las reservas alcanzan para cubrir 1,02 veces el stock de letras. La suba del dólar más que compensó la pérdida de reservas. Esto no es bueno ni malo per se, lo mencionó simplemente para explicar porque no lo incluimos en el análisis de la deuda.

Las necesidades de fondeo

Las necesidades de fondeo son muy importantes. Debido al bache fiscal, necesitamos cerca de U\$25.000 millones de dólares para el 2018. A esto hay que sumarle los vencimientos, que solamente las necesidades de roleo contra el sector privado rondan los U\$22.000 millones para este año. Según las declaraciones del Ministro de Finanzas, el 80% de las necesidades están cubiertas para este año.

Para los próximos dos años las necesidades de refinanciación contra privados son en principio bastante menores. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la mayor parte de los vencimientos del 2018 corresponden a letes, que seistirían, en un escenario optimista, a los próximos años. Con lo cual, en 2019 y 2020 las necesidades de roleo serán similares al 2018. A esto debemos

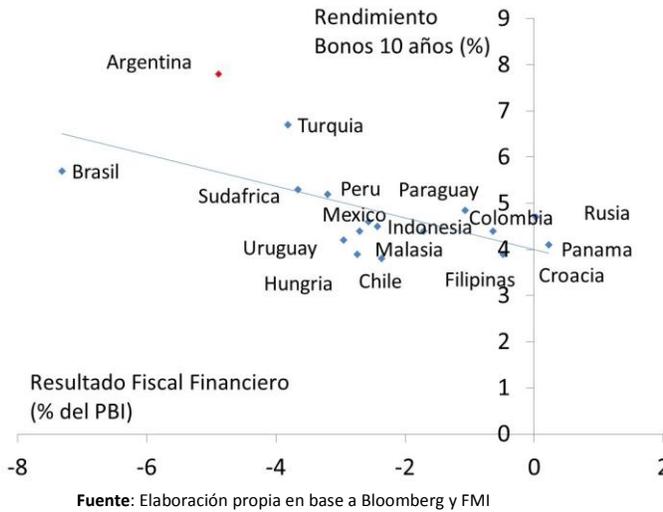
sumarle las necesidades de nuevo fondeo, que dependerán del resultado fiscal.

Ante el fuerte salto en el costo de fondeo, el préstamo del FMI pasa a ser una pieza fundamental. Como la cuota Argentina en el FMI es de U\$ 4.500 millones, bajo los términos de un prestamos stand-by, el monto prestable rondaría los U\$19.000 millones en un plazo de tres años. Por estos montos, el préstamo sería sin imposiciones (nonconcessional lending). Según los medios, nuestro país iría por un stand-by excepcional, con lo cual el monto podría acercarse a los U\$30.000, pero con ciertas exigencias. De ser confirmarse estos rumores, el riesgo de roleo y su costo se reducirían en forma considerable. El riesgo de refinanciamiento y por ende el riesgo de crédito de corto plazo bajan drásticamente. Ahora bien, luego del crédito del FMI a mediano plazo todavía tendríamos los desequilibrios iniciales.

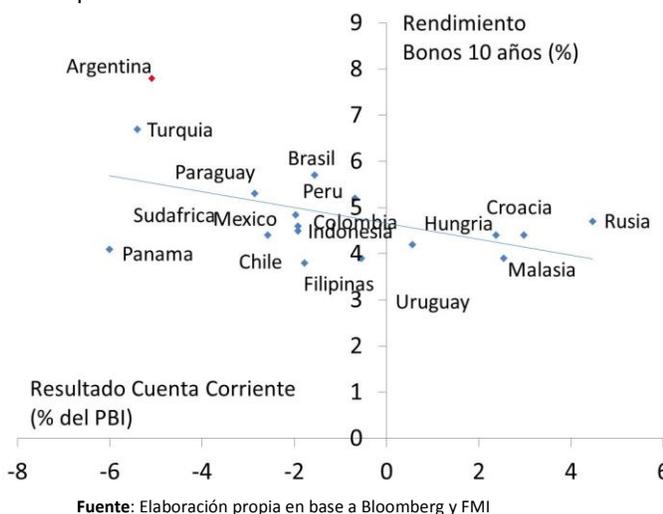
Castigo por desequilibrios

Como mencionamos, el rendimiento exigido por los tenedores de bonos soberanos está asociado a la capacidad de pagos, el rumbo económico y la confianza política/institucional. Pero el mercado siempre piensa en términos dinámicos (película) y no estáticos (foto). Claro está que la volatilidad de precios siempre existirá, pero en torno a los fundamentos. Veamos algunos números para ver nuestros desequilibrios en términos relativos a otras economías emergentes y los rendimientos asociados. Si bien es una lectura muy liviana y a grandes rasgos, resulta bastante útil para separar lo coyuntural de lo fundamental.

Comencemos por el déficit fiscal (financiero, incluyendo los intereses). Nuestro déficit esta al tope de los países emergentes seleccionados, sólo superado por Brasil dada su importante carga de intereses. Naturalmente, existe una relación entre déficit y el rendimiento exigido por el mercado, como marca la línea recta. Pero solamente un detalle, observen la mayor distancia entre la línea y el punto para el caso argentino. En este análisis hiper simplista, el rendimiento de nuestros bonos debería estar más cerca del 7% que del 8% (rendimiento actual de los bonos a 10 años post caída).

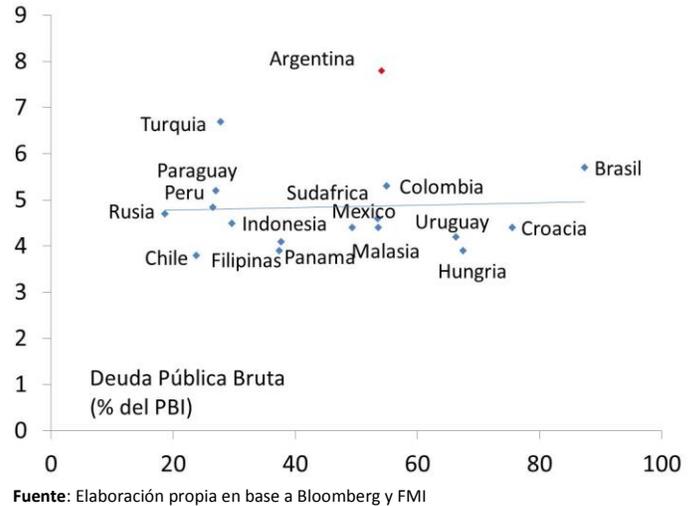


Sigamos por el resultado de la cuenta corriente, que representa el exceso de gasto de nuestra economía por encima del ahorro, para luego tocarle la puerta al resto del mundo para cubrir el bache. Nuevamente, peleamos mano a mano el primer puesto. Lejos de ser una relación simétrica, notamos en general como a mayor déficit de la cuenta corriente mayor es el rendimiento exigido por el mercado, como marca la línea. Vale destacar que este hecho se da en las economías emergentes, en los países ricos esta relación se diluye. Pero el mismo detalle, la gran distancia entre la línea y el punto para nuestro país.



Por último, graficamos la relación entre la deuda pública bruta y las TIRs. Como remarcamos, para el caso argentino quizás esta relación está un poco sobredimensionada porque la mitad de la deuda pública tiene como acreedor otra

ventanilla del Estado. Esta proporción es menor en otras economías emergentes. Pero para facilitar la comparación, utilizaremos la deuda bruta. En definitiva, no está mal pecar por sobre exigente. En este punto, vemos que la distancia a la recta es muy grotesca, con un marcado castigo a nuestros bonos.



En nuestro simple análisis estático, nuestros bonos a 10 años deberían rendir unos 100 puntos básicos menos. Esta reducción de tasa para bonos de esta duration representaría una suba de paridad promedio del 8%, básicamente la caída que vimos este último mes.

Pero como mencionamos, el mercado negocia mirando para adelante. Luego de la devaluación el panorama cambió. La actividad económica que hace varios trimestres venía creciendo en torno al 3% (incluso con cierta desaceleración los datos de abril fueron buenos), se planchará en los próximos meses y la inflación se incrementará varios puntos.

La caída en el crecimiento será costosa en términos de recaudación, dado que nuestra estructura impositiva está muy atada a la actividad. Sin embargo, una inflación varios puntos por encima de la presupuestada dará aire para cumplir la meta del 2,7% de déficit primario. Esto conllevará una reducción de gastos y, lamentablemente, la tan necesaria inversión en infraestructura se desacelerará. Pero la foto del primer grafico para nuestro país mejorará levemente.

La foto del segundo gráfico también será algo mejor. Por los malos motivos, el déficit de cuenta corriente caerá. La elasticidad de nuestras importaciones al crecimiento es marcada en nuestro país, con lo cual la recesión reducirá las cantidades consumidas del exterior. Por otra parte y en mucha menor medida, la devaluación también jugará a favor de un menor déficit externo. Por último, como señalamos, la deuda pública subirá unos puntos en relación al PBI, pero acá el margen es mucho mayor (la distancia del punto a la recta es grande).

Otro dato importante es que los rendimientos de los títulos subieron para todos los vencimientos, la curva se desplazó hacia arriba. Si el mercado esperaría un escenario de default, la curva se hubiera invertido, los bonos cortos rendirían igual o más que los largos, y esto no pasó. Como mencionamos, el crédito del fondo es fundamental para reducir el riesgo de crédito de corto plazo.

¿Qué está negociando el mercado entonces? ¿Por qué semejante castigo? ¿Por qué el trading de moda es pegarle a Argentina (incluso más que a Brasil)? Porque no somos capaces de crecer dos años seguidos. No somos capaces de dar discusiones de largo plazo. No somos capaces de enfrentar el mínimo cambio en el escenario internacional. Además, si bien el 2019 es lejísimo, con un escenario más parecido a una estanflación ya no se descuenta la reelección y las alternativas políticas dan muy poca esperanza (creo que el nivel del debate en el Congreso durante esta semana fue realmente desconsolador). El fuerte castigo se explica por todos estos factores más que por algún cambio en la capacidad de pagos del país.

Por último, para que los bonos se estabilicen y puedan recuperar algo del terreno perdido será muy importante que se confirme el préstamo por un buen monto con el Fondo y ayudaría mucho ser incluido en el club de emergentes.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe