

26 de abril de 2019

El pánico y los precios

Esta semana atravesamos otro, ya van varios desde que comenzó la crisis, escenario de pánico y estrés en el precio de los activos. Otro sell-off Argentina como dicen los americanos. El tipo de cambio saltó, los bonos y las acciones se desplomaron. En el *Resumen* de hoy algunos comentarios sobre la situación actual.

En octubre del año pasado el BCRA implementó el esquema de bandas cambiarias. Dicho esquema es muy rígido en términos monetarios, creo tenía una clara cláusula de escape como la que experimentamos en febrero. Debajo de la banda inferior, el BCRA comenzaría a recomponer reservas y aflojar el torniquete monetario. El BCRA consideraba que el flujo comercial sería lo suficientemente fuerte para ir a la banda inferior. Y creo que no se equivocaba, el brutal ajuste cambiario ordenó a la fuerza las cuentas externas. Esto se vio reflejado en la fuerte baja de tasas que vimos esas semanas de febrero. También en dicho mes, notamos como la actividad económica parecía haber hecho piso como marcábamos en este [Resumen](#).

El esquema monetario dependía de una gran cuota de suerte externa para garantizar la estabilidad. La inercia inflacionaria, empujada en parte por el mismo gobierno debido a su estrategia de juntar los aumentos en los precios regulados en los primeros meses, era a priori el principal obstáculo. Sin embargo, creo que el Gobierno en su estrategia electoral se auto boicoteó las propias chances de éxito. El propio Oficialismo despertó los peores fantasmas, provocando continuas olas de dolarización financiera. No hay dólares comerciales que alcancen contra el pánico.

Ante la caída en la imagen del Gobierno, fundamentalmente del Presidente, el oficialismo implementó una estrategia demasiado riesgosa, confrontar a todo o nada con el Kirchnerismo. Sabiendo que sus chances electorales son mayores frente a la ex presidenta que ante cualquier otro candidato, en los últimos meses vimos una continua confrontación y fomento de la grieta por el propio gobierno.

A Jaime y Marcos les salió el tiro por la culata. Los inversores se pusieron nerviosos, el dólar se despertó y los activos se desplomaron. Con estos niveles de riesgo país es complicado estabilizar el mercado de cambios, no hay poroto, harina o aceite que alcance. La escalada del dólar de esta semana, podría poner un piso muy alto en los niveles de inflación y dañará el tibio intento de reactivación. La imagen presidencial difícilmente se reponga. Con lo cual, de continuar esta estrategia electoral, seguramente veremos otras ruedas de pánico, con caídas bruscas en el precio de los activos y subas del tipo de cambio.

Dicho esto, si en estas ruedas entro en pánico con el resto del mercado, me asusto y vendo con los mercados desplomándose, probablemente no sea la mejor decisión. Cada uno sabe el riesgo que puede correr y hasta donde puede dormir en las noches. Pero en las ruedas de pánico pasa lo siguiente. Como los fondos globales están repletos de bonos argentinos, en los días de ventas masivas no tienen salida. Ante la falta de compradores en esos volúmenes de venta, los precios se desploman. El efecto se magnifica ante la imposibilidad de vender y aumenta demanda de protección con seguros de crédito (*credit default swaps-CDS*), el riesgo país sube, los vendedores se impacientan y entramos en un escenario de pánico. Círculo que se retroalimenta.

En el pánico del día miércoles los bonos cortos mostraron rendimientos superiores al 20% y en los bonos más largos las paridades se ubicaron entre el 50% (bonos par) y el 65%. El gran miedo de los inversores, totalmente justificable, es un eventual triunfo de la ex presidenta. Supongamos el peor escenario, que se presenta, gana y los mercados entran el pánico. En ese escenario seguramente los títulos seguirán en caída. ¿Esto implicará un default de la deuda? Si bien con el mercado financiero cerrado las necesidades de roleo de deuda se complican, creo que la abrupta caída es apresurada.

Los vencimientos de capital de los bonos en dólares contra privados rondan en 2020 los U\$6.000 millones, más el eventual roleo de letes del 2019 al 2020. Creo que se pondrán sobre la

mesa otras alternativas en este potencial escenario (cepo, reservas, etc). Los costos son demasiado altos para la economía por el ahorro en dólares que representa. Vamos a los bonos de mediano plazo. Supongamos que el Estado puede hacer frente a los compromisos de corto plazo pero no a los de largo y propone reestructurar. Suponiendo un valor de recupero ante un default del 40% (recovery value), desde los precios actuales las pérdidas potenciales estarían en el orden del 15%-25%. Creo que para ganar hay mucho más, estómago mediante.

Este pánico creo que es aún más exagerado en determinados bonos provinciales. Hay provincias que sólo deben pagar intereses en los próximos tres años y no cuentan con vencimientos de capital en dólares. Córdoba, Neuquén, Santa Fe y Mendoza son algunos de los casos que las finanzas públicas están en orden y tienen bastante aire en los vencimientos de capital. Las actuales paridades lucen exageradas. ¿Voy a defaultear intereses si no tengo vencimientos de capital? Acá todo puede pasar, pero suena bastante ilógico.

Déjeme hacer un pequeño ejercicio para notar la absoluta locura que estamos viviendo y porque creo que las elecciones explican la inmensa parte del riesgo. La deuda tiene dos principales riesgos, el ya descrito riesgo de roleo y el tipo de cambio. Si suponemos otra brutal devaluación los ratios de deuda se verían comprometidos debido a que la mayor parte de la deuda contra privados está en dólares, como paso en el default. En el 2001 la deuda saltó del 53% al 166% del PBI debido a la devaluación. Fue una devaluación nominal del 240% que implicó un ajuste del tipo de cambio real cercano al 150%. La Argentina más barata en muchas décadas, provocando que la deuda se multiplique por 3.

Hoy la deuda contra privados (FMI incluido) ronda el 55% de PBI, en niveles similares al 2001. Ahora bien, hoy el tipo de cambio real es un 100% más competitivo al que teníamos antes del colapso de la convertibilidad. Si suponemos que nos vamos al techo de la banda en \$51,4 implicaría una devaluación nominal del 13% y dejaría un tipo de cambio real apenas por debajo de los niveles de 2003-2007. Repito, una devaluación del 13% al techo de la banda nos llevaría a un tipo de cambio real extremadamente

competitivo. Si a esto le sumamos que el ajuste en el gasto público consolidado fue de 6 puntos del PBI y nos encaminamos al equilibrio primario de las cuentas públicas consolidadas, gran parte del ajuste está hecho.

La macro corrige los desequilibrios, por las buenas o por las malas. La odiosa herencia K necesitaba del mejor cirujano para poder corregir la macro con el menor daño posible, pero vino un carnicero con un tramontina. Creo que está hecho una gran parte del ajuste que la macroeconomía necesitaba pero la incertidumbre continúa en niveles altísimos producto de una cínica falta de mínimos consensos políticos.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar