

18 de agosto de 2017

Las elecciones, el riesgo país y las paridades

El rendimiento de un bono soberano tiene dos componentes. El primero es la tasa libre de riesgo, como mínimo quiero que el título me pague la tasa de un bono americano con similar duration. El segundo componente es el riesgo propio, el famoso riesgo país o prima de riesgo, al que dedicaremos este *Resumen*.

Uno intuye que el riesgo país -o los puntos que el mercado le exige a la Argentina por encima de la tasa libre de riesgo- depende de varios factores. Entre ellos la deuda pública, las obligaciones en moneda extranjera, el déficit primario, el pago de intereses y el crecimiento económico. Más importante que la foto de estas variables es su evolución, lo que se conoce como la sostenibilidad de la deuda. En otros informes, remarcamos ([ver acá](#) para más detalle) que en un escenario moderadamente optimista, donde se cumplen las metas fiscales del Gobierno, la tasa a la cual no endeudamos se mantiene en los niveles actuales y somos capaces de crecer al 2,5% anual, la dinámica de la deuda es sostenible. Estaríamos en unos años con un nivel prudente de deuda frente al sector privado (cerca al 36/38% del PBI para el 2020), un razonable déficit primario (en torno al 2%) y bastante menor presión sobre el tipo de cambio. Un esquema macroeconómico mucho más saludable y sostenible.

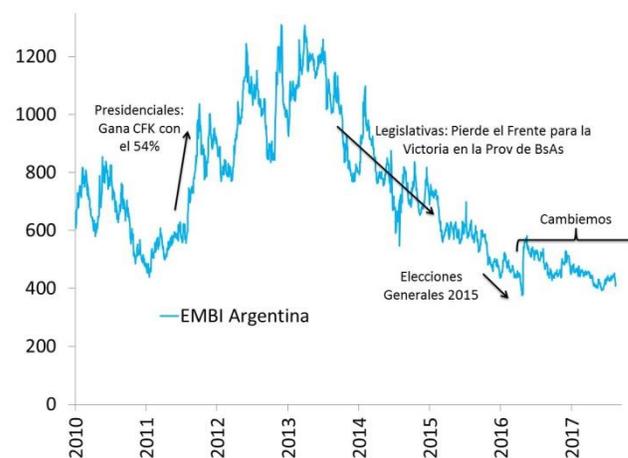
Ahora bien, para que dicho escenario se termine convalidando es clave la política económica. Por ello, durante épocas de elecciones vemos una mayor volatilidad en el riesgo país y en las paridades de los bonos.

En el gráfico a continuación vemos la dinámica del riesgo país en los últimos años. A principios de 2011 el indicador se ubicaba en niveles muy cercanos a los 400 puntos básicos. Con el correr del año fue subiendo marcadamente hasta superar los 1.000 puntos luego del categórico triunfo de la ex Presidenta en octubre de ese año con el 54% de los votos. A partir de entonces, instauración del cepo de por medio, el costo de financiamiento se mantuvo en niveles altísimos (cerca de los 1.100 puntos en promedio) hasta el último trimestre de 2013. A partir de la derrota

electoral del Frente para la Victoria en las legislativas de la provincia de Buenos Aires a manos de Massa, el riesgo país comenzó una clara dinámica descendente hasta ubicarse en torno a los 600 puntos.

El costo de financiamiento tuvo que esperar la victoria electoral de Cambiemos en las presidenciales del 2015 para perforar los 500 puntos. Con el nuevo Gobierno, el indicador promedió los 460. Antes de las PASO, el riesgo país se ubicaba en 450, prácticamente el mismo nivel con el que asumió Macri. Pasado el shock positivo inicial del triunfo de Cambiemos, el riesgo país mostró una clara barrera en los 400 puntos. El efecto positivo del arreglo con los holdouts y la salida del cepo se vio compensado por la complicada coyuntura económica y la supuesta pérdida de apoyo político a la nueva gestión. Estos factores acrecentaban el miedo de volver al pasado.

La muy buena elección del oficialismo del fin de semana a nivel nacional trajo otra reducción en el costo de fondeo, el indicador bajó nuevamente a niveles de 400 puntos. Más allá del juicio de valor personal de cada uno, está claro cuál es la preferencia, o mejor dicho el miedo, de los inversores.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

En términos relativos, el costo de fondeo continúa alto. El EMBI+ (promedio emergentes) se ubica en torno a los 330 puntos. El promedio de México, Colombia, Chile y Perú ronda los 150. Brasil se financia 130 puntos básicos más barato que nosotros. De confirmarse el resultado de las PASO en octubre, seguramente el riesgo país recortará algo más y las paridades subirán, pero

no más que unos pocos puntos. Los márgenes para recortar ya no son tan grandes. Para ir a los 300 puntos (que equivaldría a una suba de paridades mayor al 10% en los bonos largos), seguramente la ratificación del resultado electoral no será suficiente. Con una estrategia gradualista exitosa creo que convergeremos a ese nivel, pero lentamente. El dato alentador es que la (tenue) mejora en la actividad económica comienza a ser más generalizada y trae aparejada buenos números de recaudación. Esto sumado a un poco de racionalidad en el gasto aumenta las chances de éxito de la estrategia gradualista. El acuerdo fiscal con las provincias de esta semana es sin dudas una buena noticia.

En conclusión, aún con un leve grado de optimismo (como el del autor), es aconsejable comprar títulos argentinos pensando en cupones (o TIRs) y no tanto en ganancias de capital. Si bien el riesgo país puede recortar unos puntos más, también es probable que durante este camino la tasa libre de riesgo pueda subir algún punto. Pero como siempre repetimos, nuestros rendimientos (sumado al beneficio impositivo) continúan siendo más que atractivos en esta perturbada situación financiera internacional.

	PUNTOS
 ARGENTINA	406
 BRASIL	271
 COLOMBIA	201
 ECUADOR	634
 MALASIA	140
 EGIPTO	434
 MEXICO	190
 INDONESIA	173
 PANAMA	142
 PERU	131
 RUSIA	152
 SUDAFRICA	242
 TURQUIA	282
 URUGUAY	179
PROMEDIO	244

Fuente: ámbito.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia