

19 de junio de 2015

El Mercado: Continuidad vs Cambio

Claro está que las elecciones marcan completamente el rumbo del mercado, poco importan los balances contables y el desempeño de la macroeconomía en las cotizaciones. La tendencia alcista desde el 2013 se apoyaba principalmente en la esperanza de un cambio. En los últimos meses la bolsa trepó con el ascenso de Macri en la encuestas para luego retroceder con el adelantamiento de Scioli. El miedo a la continuidad quedó más que claro con el derrumbe de la bolsa al conocerse la fórmula, a priori, ultra oficialista. La apuesta del mercado es clara.

Los mercados no siempre son tan sabios. No vieron venir la crisis hipotecaria en el 2008 que casi provoca el colapso del sistema financiero internacional. Festejaron los ajustes griegos que indujeron una caída cercana al 30% del producto por habitante para terminar tan cerca del default como antes del inicio del programa de ajuste. Hoy hacen la vista gorda a valuaciones extremadamente irracionales en las Bolsas Chinas de Shenzhen y Shanghai.

Sin embargo, en esta ocasión la necesidad de un cambio en la política económica creo que es bastante evidente. El país venía mostrando desequilibrios muy importantes en los últimos años que se agudizaron en gran medida durante el 2015 producto de una estrategia económica sumamente electoralista. Antes de introducirnos en el precio de los activos locales, permítanme dedicar unas líneas al desequilibrio macroeconómico y contar porque el esquema actual tiene poca vida, independientemente del ganador en octubre.

Desequilibrios y Estancamiento

En los últimos 4 años la economía se encuentra estancada en términos per cápita, no existe crecimiento alguno. De mantenerse este rumbo, más preocupante todavía son las perspectivas hacia adelante. Por más intención de continuidad que tenga el futuro Gobierno, las restricciones que impone la macroeconomía acorralan el esquema vigente. A modo de ejemplo, la gran bandera del desendeudamiento tuvo que

encajonarse en 2015, ya que para sostener el esquema se recurrió nuevamente a dólares del exterior ([ver acá](#)). La economía siempre está condicionada a la política, pero el discurso también se acomoda a las restricciones que la economía imponga.

La estrategia de este año privilegió un leve repunte del consumo vía un brutal aumento del gasto público, profundizar el atraso cambiario como principal ancla inflacionaria y recurrir a la venta de dólar ahorro para contener la brecha. Si nos regimos por las encuestas, el Gobierno viene teniendo bastante éxito. Los objetivos electorales se impusieron a costa de engrosar los desbalances. Los dos grandes desequilibrios, obviamente conectados, se acrecentaron en 2015.

Empecemos por el desequilibrio doméstico. El 2014 finalizó con un déficit fiscal cercano al 5% del PBI, financiado en un 70% con emisión monetaria. A costa de empujar la demanda y mantener las tarifas completamente congeladas, el déficit para este año luce preocupante. Los gastos crecieron en el primer trimestre más de 10 puntos por encima de los ingresos genuinos (excluido BCRA y Anses), con lo cual de continuar esta dinámica el agujero de pesos alcanzaría el 8% del producto. Aun modificando nuevamente la carta orgánica (estamos cerca del tope del límite de financiamiento) el BCRA tiene fuertes limitaciones para financiar el grotesco déficit. O se dispara la cantidad de pesos en circulación, con el importante riesgo de favorecer las presiones inflacionarias y alimentar la brecha cambiaria, o se ve obligado a colocar una cantidad de títulos cada vez mayor. De elegir este último camino, en el futuro también deberá emitir en forma creciente para pagar sus propios intereses generando un efecto bola de nieve como en la década del 80. Esta es la primera restricción que impone la economía.

El segundo es el desequilibrio externo. En este caso, el déficit de cuenta corriente es reducido y manejable en términos del producto, incluso de los más bajos de la región. Pero esta contención se logró mediante factores limitantes del crecimiento. El cepo cambiario, las restricciones a las importaciones y esencialmente la recesión, contienen el déficit externo. Para volver a crecer necesitamos invertir, producir y exportar. Para

esto necesitamos levantar el cepo, aumentar las importaciones y mejorar la rentabilidad del sector transable, muy castigada por el atraso cambiario. Mejorar levemente el clima de inversión no vendría mal. Con lo cual, el desequilibrio externo se mantiene acotado mediante herramientas muy limitantes del crecimiento.

Repetir el esquema de 2015 de brutal déficit fiscal y atraso cambiario en los próximos años no es una opción viable, las restricciones operan.

El Mercado

Volviendo a nuestro asunto, empecemos por la renta variable. Las acciones mostrarán una gran volatilidad y un desempeño totalmente atado a la expectativa política ahora polarizada. La espectacular suba de los últimos dos años (sacando petroleras) se verá amenazada de no llegar el tan ansiado cambio en la política económica. Si bien los ratios de valuación continúan deprimidos, poco importan si la confianza se ve aún más deteriorada.

Las paridades de los bonos en dólares no estarán ajenas a la volatilidad. Pero vale aclarar que en el caso de los bonos con legislación local el rendimiento total será amortiguado por el cobro de las rentas (hoy no tienen trabas) y además no están sujetos al riesgo de aceleración. El riesgo de precio se acentuará a medida que crezca el riesgo país, pero mientras se continúe cumpliendo con los desembolsos los precios tendrán algún soporte.

Ahora la pregunta del millón, si los pagos corren riesgo o no. Creo que existen dos posibilidades considerando que el próximo año no hay vencimientos de capital. Si el próximo gobierno no arregla con los holdouts, el costo de financiamiento será alto pero los montos bajísimos ya que sólo habría que pagar los intereses de la deuda con legislación argentina. Si se arregla con los holdouts, los desembolsos crecen dado que hay que sumar los intereses de la deuda con legislación de Nueva York, los pagos congelados de 2014 y 2015 hoy computados como reservas, más los intereses que implique el acuerdo. Pero en el escenario de arreglo, la posibilidad de refinanciar los desembolsos equivalentes al 2% del producto no debería presentar problemas, lo que no quiere decir que

el costo sea bajo. Sería insólito que un nuevo gobierno en su primer año incumpla con montos manejables.

Por último, como siempre destacamos, las obligaciones negociables en dólares de determinadas compañías locales todavía lucen atractivas, con buenos rendimientos y sólidos ratios de endeudamiento. Por último, para los más conservadores sólo queda dolarizarse (Boden15) o apostar a los bonos en pesos, prácticamente empatados con la inflación.

Juan Battaglia
Economista Jefe