

21 de agosto de 2024

Los números macroeconómicos y el precio de los bonos

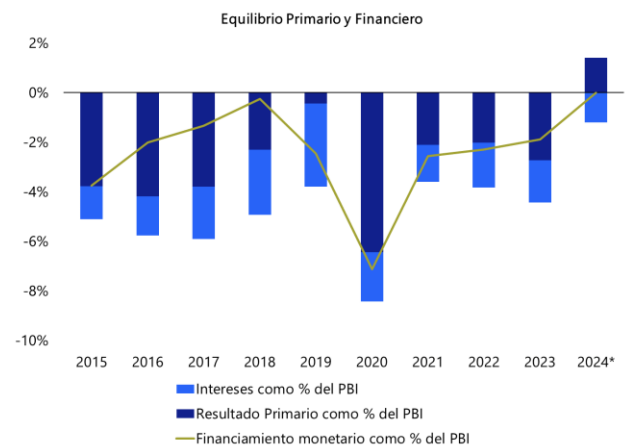
La economía argentina se encuentra en un claro proceso de transición. Estos procesos incluyen cambios institucionales, regulatorios y burocráticos cuyos resultados se ven en el mediano o largo plazo. Desde la asunción del nuevo Gobierno, se destacan varias modificaciones como las introducidas por la Ley de Bases, el DNU y el trabajo que viene llevando a cabo el nuevo Ministerio de Desregulación y Transformación del Estado. Todo ello con el objeto de mejorar la productividad en el tiempo. A esto debemos sumarle la muy buena tarea que viene realizando la Secretaria de Comercio, a cargo de Pablo Lavigne, en temas de simplificación del comercio internacional.

Nuestro país se caracteriza por contar con una absurda abundancia regulatoria y una excesiva carga burocrática en prácticamente todos los sectores de la economía. Por ende, todas las políticas públicas orientadas a la simplificación de la economía o a hacerle más sencilla la vida al sector privado, son más que bienvenidas.

Sin embargo, el corto plazo apremia, y en el corto plazo manda la macroeconomía. Los deseables cambios mencionados tendrán sabor a poco si el país no logra la tan ansiada estabilidad macroeconómica. Por más cercana que parezca, sólo mirar a nuestros vecinos regionales, esta estabilidad no será fácil de alcanzar. En términos macroeconómicos, el Gobierno en tan sólo 9 meses mostró avances formidables en materia fiscal. Sin embargo, estos cambios no son suficientes para graduarse como economía estable. El exorbitante riesgo país es el mejor reflejo de los asuntos pendientes. A nuestro juicio el gran tema pendiente, nunca fácil de resolver, es el esquema cambiario.

Esquema fiscal

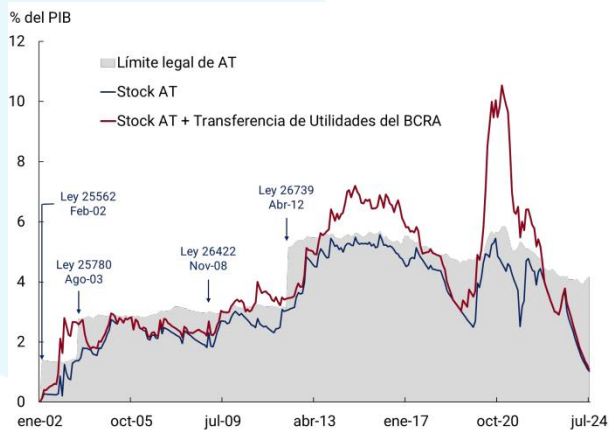
Comencemos por los números fiscales. El viernes pasado se conoció el resultado fiscal para el mes de julio, que registró otro superávit primario, esta vez de \$908.253 millones. El resultado financiero fue negativo producto del pago de intereses de la deuda, recordar que en julio y enero cae el pago de los bonares y globales. En los primeros 7 meses del año, el Tesoro acumuló un superávit primario del 1,4% del PBI y financiero del 0,4%. Vale remarcar que aproximadamente la mitad del superávit primario se explicó por el impuesto PAIS. Aun contemplando una reducción del impuesto PAIS, a su nivel previo (del 17.5% al 7.5%), el Gobierno podrá mostrar superávit primario en su primer año de mandato.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del Mecon.

Sólo para dimensionar la trayectoria fiscal, remarquemos algunos datos. El Estado Nacional vuelve a equiparar los gastos e ingresos (antes del pago de intereses) por primera vez en 14 años. Considerando el acumulado de los primeros 7 meses del año, el ajuste se centra en los subsidios a las tarifas de servicios públicos, las transferencias discrecionales a provincias, los gastos de capital y en resto del funcionamiento del Estado, mientras que el ajuste en jubilaciones y pensiones fue cediendo en los últimos meses con los aumentos por encima de la inflación y la compensación con el empalme de la nueva fórmula. Un punto para destacar, es

que la Asignación Universal por Hijo aumentó en términos reales desde el día 1 del nuevo Gobierno. En conclusión, lo más relevante es que la nueva política económica cortó con una muy nociva dominancia fiscal que hacía imposible cualquier intención de estabilizar. En el gráfico a continuación, se remarcan las transferencias de pesos del BCRA al Tesoro como porcentaje del PIB en las últimas dos décadas. La grotesca monetización del déficit fiscal a partir del 2010/2011 destrozó la moneda nacional. El sendero fiscal dio un giro de 180 grados, condición necesaria para lograr la estabilización.



Fuente: Presentación "Programa argentino de estabilización" de Vladimir Werning, vicepresidente BCRA.

Miremos por un momento otros países emergentes comparables, tomando los casos de Angola, Pakistán y Egipto. Si bien cada economía tiene sus matices e idiosincrasias, en este caso sólo utilizaremos algunos datos macroeconómicos como referencia. Tomaremos el promedio simple de estas tres economías, para tener algún benchmark con Argentina. Mirando los números fiscales, estas economías en promedio tienen un superávit primario mayor a nuestro país, pero esta diferencia no parece explicar el spread de rendimientos.

Vale remarcar que esta pequeña muestra no son países graduados en materia de estabilidad como Chile, Perú, México o Brasil. Aun sin graduarse, los bonos internacionales a 10 años de estas economías rinden en torno al 10.5%-

11.5%. Como muestra el diferencial de rendimientos, el equilibrio fiscal de Argentina parece ser condición necesaria pero no condición suficiente, para lograr una baja del riesgo país.

Esquema monetario y cambiario

Vayamos ahora a la política monetaria. Como mencionamos, el gran cambio en la política monetaria viene por el hecho que se terminó la nociva dominancia fiscal y la creación de dinero para financiar al Tesoro. Sin embargo, no vemos como una cuestión fundamental la eliminación de pasivos remunerados, al final del día es un simple traspaso de deuda del BCRA al Tesoro. Muchos países emergentes tienen pasivos remunerados en sus Bancos Centrales, entre ellos economías emergentes que alcanzan el tan ansiado grado de inversión. Al final de día, detrás de esos pasivos está la credibilidad y la sostenibilidad fiscal.

En definitiva, los pasivos del Sector Público Consolidado argentino pasaron de un bolsillo al otro del mismo saco. La salvedad es que la nueva carga de intereses tendrá que maquillarse con algo de contabilidad creativa en el Tesoro (bonos capitalizables o cupón cero) para evitar que se incremente el déficit financiero. No vemos grandes cambios en la migración de deuda intra sector público. Dicho esto, tampoco vemos problemas con el rollover de la deuda en pesos mientras se mantenga la actual disciplina fiscal. Desde el lado positivo, la emisión endógena (emisión para pagar intereses del Central) cayó también por la baja de tasas y el resultado fiscal positivo.

Donde vemos un fuerte desajuste es en el frente cambiario. En este punto radica la debilidad de nuestros bonos y el diferencial abrupto de rendimientos con nuestra pequeña muestra de bonos del club del 10.5%-11.5% de TIR. Un

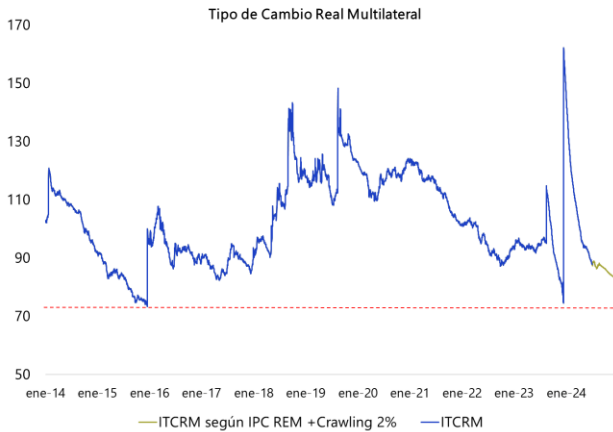
ejemplo de ello fue el desempeño de los bonos durante las ruedas posteriores a la conferencia de prensa conjunta de Caputo-Bausili a fines de junio, donde anunciaron que las compras netas de divisas del BCRA en el mercado oficial serán compensadas con ventas en el contado con liquidación. Si bien el anuncio logró bajar la brecha, también bajaron los bonos en las ruedas posteriores. A nuestro juicio, el gobierno parece enfocarse 100% en bajar la brecha y contener la inflación, abandonando el difícil objetivo de abrir el mercado secundario de deuda, por lo menos en el corto plazo. La acumulación de reservas ya no parece ser un objetivo primario del BCRA. Para peor, las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios en parte fueron con divisas que no tiene. Con reservas negativas no hay magia, si vendo divisas, estas divisas son prestadas.

Restando los pagos de los Bopreales de los próximos doce meses, las reservas netas se tornan negativas por cerca de USD 5.000 millones. De acá a febrero de 2025, los pagos en dólares superan los USD 4.000 millones. Suponiendo que el resto del mercado de cambios este equilibrio, las reservas netas van camino al alarmante número negativo de USD 10.000 millones, valores al inicio de la gestión. Pero este supuesto de equilibrio es algo fuerte, básicamente porque el nivel de importaciones es muy bajo en una economía que recién está saliendo de una fuerte y larga recesión. En el primer semestre de este año, las importaciones rondaron los USD 4.700 millones por mes. Para dimensionar, entre 2021 a 2023 las importaciones mensuales alcanzaron los USD 6.000 millones.

En las últimas semanas el BCRA comenzó a recomprar algo de reservas, una gran noticia luego de la dinámica que traía en junio y julio. Desde finales de mayo el saldo fue básicamente neutro para el BCRA. En la medida que la

economía recupere dinamismo, creemos que el BCRA volverá a vender divisas en el mercado de cambios. Si bien el blanqueo podrá traer algo de reservas netas para el BCRA debido a que la multa del 5% se paga con dólares, estamos hablando de montos bajos (lo que entra en reservas netas es la multa, no el monto blanqueado). Si bien Vaca Muerta es una gran noticia en materia de divisas, en el corto plazo el excedente exportable de energía está cubriendo la merma de precios de los commodities agrícolas. Aún en un escenario optimista donde el BCRA no sea un gran vendedor neto en el mercado de cambios, la situación de reservas es alarmante.

Hay dos maneras de revertir dicha dinámica, desde el lado de los stocks o desde el lado de los flujos. Comencemos por el punto más relevante, los flujos. Siempre que el país tuvo grandes déficits de cuenta corriente, la película terminó mal. A finales de la convertibilidad el déficit externo fue una de las principales causas de la crisis del 2001. Otro ejemplo más reciente fue en 2017, cuando el gobierno de Cambiemos cometió el error de creer que podía financiar un déficit de cuenta corriente del 4% o 5% del PBI. De continuar con el crawling peg, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) se apreciará a niveles similares a estos. La pregunta es: ¿qué déficit externo tendremos con este TCRM? El equilibrio fiscal juega a favor para un peso más fuerte, pero, aun así, la dinámica de tipo de cambio alarma (ver gráfico). Para que Vaca Muerta cambie el balance externo habrá que tener un poco más de paciencia.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA.

El Gobierno sostiene que el ajuste fiscal es tan grande que provocará un faltante de pesos en la economía, y esto a su vez llevará a que el tipo de cambio libre converja al oficial, en criollo, que la brecha ajuste hacia abajo. Aun en este escenario hiper optimista, no se resuelve el problema del sector externo. La competitividad al final del día depende de variables reales. Si bien el Gobierno está avanzando en materia de competitividad, esto llevará un larguísimo camino. El país destrozó su productividad en las últimas décadas. No se le puede exigir al sector privado que salga a competir con el resto del mundo a un tipo de cambio atrasado de la noche a la mañana. Esto demandará tiempo. Los países del club del 10.5%-11.5% de rendimiento tienen cuentas corrientes con déficits moderados o superávit (Angola) y deudas externas del 40% del PBI. Por el momento, números no tan diferentes a la economía argentina. La gran diferencia radica en las reservas internacionales, donde estas tres economías tienen reservas para cubrir los vencimientos de corto plazo. El nivel de reservas ronda del 4% al 10% del PBI (Pakistán tiene menos reservas y bonos con mayor rendimiento), valores que hoy lucen muy lejanos para la economía argentina. Estamos hablando de una equivalente de USD 20.000 a USD 50.000 millones mirando el tamaño de nuestra economía.

¿Cómo pueden mejorar las reservas netas sin modificar el esquema cambiario? Si no es por el lado de los flujos (cuenta corriente), tendría que ser por el lado de los stocks (deuda). Y en este punto todas las miradas apuntan al FMI. El Gobierno está en plenas negociaciones con el Fondo para la firma de un nuevo acuerdo que traiga fondos frescos. Pero hay dos temas importantes a resaltar. En primer lugar, difícilmente el FMI otorgue fondos frescos para mantener este esquema cambiario. El Fondo, como ya trascendió, pediría cambios en la política cambiaria en el marco de un nuevo acuerdo. En segundo lugar, los fondos frescos que podría otorgar el FMI en esta ocasión por sí solos no modifican el perfil de riesgo soberano en demasía. Supongamos que el FMI otorga la gran suma de USD 10.000 millones. Con este importe, el país podría comprar un año de tiempo en materia de pagos de deuda, pero no modifica la sostenibilidad de la deuda ni garantiza la apertura del mercado voluntario. Si bien los dólares enviados al BONY para futuros pagos y las posibles REPO deslizadas con bancos para 2025 podrían ayudar, esto no cambia nuestra conclusión.

Bonos en dólares y conclusiones

En resumen, no vemos que los bonos argentinos puedan sumarse al club de los 10.5%-11.5% hasta no modificarse el esquema cambiario. Pero aun así, nos gustan los bonos soberanos. ¿Por qué motivo? En primer lugar, porque el ancla fiscal es tan fuerte que vemos los pisos de los bonos no tan lejos de los actuales niveles. En segundo lugar, porque el Presidente muestra una gran vocación por respetar los compromisos de deuda. De llegar a instancias de canje, creemos que este sería un acuerdo amigable para el tenedor. En tercer lugar, porque el esquema cambiario actual puede modificarse. Este es para nosotros el talon de aquiles del programa, tal cual mencionamos en

marzo pasado ([ver acá](#)). De cambiar el esquema, el potencial de suba de los bonos soberanos es muy alto, mirando nuestra pequeña muestra de países comparables. Al invertir en activos riesgosos, nuestros bonos están en la categoría "*distressed debt*" o en castellano, una categoría "no apta para cardiacos". En esos potenciales escenarios, vemos con buenos ojos los bonos soberanos argentinos. Como de costumbre, nos agradan aquellos con menor paridad, como los globales 2035 y 2041. Por último, una cuestión no menor es la tasa internacional. Creemos que vamos a un escenario de menores tasas globales, este potencial escenario también ayudaría a la cotización de los bonos argentinos.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmandino@cucchiara.com.ar