

Un año atrás, el 28 de diciembre de 2017, el índice de riesgo país de Argentina era de 349 puntos, lo que significa que en un año el riesgo soberano del país ha sufrido un incremento del 135%, ubicándose como el mayor aumento dentro de todos los países que conforman el índice EMBI y de Latinoamérica. Mientras que el promedio de la región se ubica en 464 puntos básicos e implica un aumento interanual del 35%, la percepción de riesgo argentino se ubica en 830 puntos.

El índice de riesgo país es una forma de representar el riesgo de default de la deuda por parte de un país. Si los agentes del mercado creen que un país puede dejar de pagar su deuda tenderán a desprenderse de esos bonos, el precio de los mismos en el mercado secundario se deprimirá y, consecuentemente, el rendimiento de esa deuda se incrementará. Ese incremento en el rendimiento es lo que se refleja en la suba del índice de riesgo país.

Si bien el incremento del riesgo para Argentina se puede identificar desde principios del año, el movimiento en los primeros meses era muy leve. Fue recién en a partir de fines del mes de abril y comienzos de mayo que la percepción de riesgo se incrementó sustancialmente y el riesgo pasó de los 400 puntos a los 600 puntos en solo dos meses. Luego, con el recrudescimiento de la volatilidad cambiaria, en el mes de septiembre el índice alcanzó un nuevo pico al rozar los 800 puntos básicos.

A la luz de estos datos, no es muy difícil encontrar una explicación al incremento del riesgo país. El elemento fundamental que explica la percepción de riesgo del país es la fuerte crisis cambiaria que desencadenó una aceleración inflacionaria y una recesión de magnitud considerable. Muy difícilmente un país pueda atravesar una crisis macroeconómica como la que atravesó (y aún lo está haciendo) la Argentina y no generar un clima de desconfianza entre sus acreedores.

El importante aumento del tipo de cambio, hizo saltar automáticamente los ratios de deuda sobre PBI del país. Mientras que a principios de año el endeudamiento representaba menos del 50% del producto interno, con la depreciación de la moneda, el peso de la deuda sobre el total de la economía se ubica en torno al 85%. A su vez, a una economía en recesión le resulta más difícil llevar a cabo una corrección fiscal como la comprometida por las metas fiscales debido a que una menor actividad deprime los ingresos fiscales.

Si todos los tenedores de deuda del país perciben de forma negativa el horizonte económico, querrán desprenderse de sus bonos todos juntos, generando una fuerte salida de capitales e intensificando la crisis. De esta forma incluso, la sola percepción de default de un país puede generar un comportamiento de manada en el mercado que termina convalidando el riesgo y generando que efectivamente el país no pueda cumplir con sus obligaciones. Salvar este tipo de situaciones de liquidez, es justamente la principal función de organismos internacionales como el FMI. El acuerdo stand-by acordado con el Fondo tenía la función de suplir el financiamiento del mercado hasta el momento en que la confianza sea restablecida y el financiamiento voluntario regrese. Para ello es necesario contar con la liquidez de los giros del Fondo, pero también dar señales concretas de política económica que indiquen que el gobierno necesitará menos

del financiamiento del mercado. Esto es lo que busca el plan de estabilización acordado y fundamentalmente las metas de déficit fiscal decreciente.

De este modo, el riesgo país que había llegado a casi 800 puntos a mediados de septiembre descendió por debajo de los 600 puntos a comienzos de noviembre. Sin embargo, desde ese punto y desde el 7 de noviembre el riesgo ha vuelto a incrementarse e incluso hoy la percepción de riesgo es mayor que en el peor momento de la crisis cambiaria. Al observarse esta situación y analizando los datos con un mayor nivel de detalle, se encuentra una especie de desdoblamiento del riesgo país. Es decir que el mercado ve con un riesgo bajo las posibilidades de default de Argentina en el corto plazo (durante 2019) pero con alto riesgo luego de las elecciones presidenciales del año próximo.

Rendimiento de bonos soberanos
- Argent 22/04/21 y Argent 22/04/19 -



Fuente: Invecq en base a Bloomberg

En el gráfico se observa la evolución de los rendimientos de dos bonos argentinos: uno con vencimiento en abril del año que viene y otro en abril de 2021. Lógicamente en todo el gráfico el rendimiento del bono más largo es mayor. Sin embargo mientras que en mayo el diferencial de rendimientos era de 1 punto porcentual, en la actualidad el spread supera los 7 puntos porcentuales. Puede verse claramente también que el movimiento de ambos rendimientos era conjunto hasta el mes de noviembre: ambos subían y bajaban al mismo tiempo. Esta relación se rompió exactamente el 7 de noviembre, a partir de cuando el rendimiento del bono corto continuó bajando (mostrando la fuerte demanda por este instrumento) mientras que el del bono con vencimiento en 2021 se quebró y volvió a subir hasta los actuales 11 puntos.

Es decir que los tenedores de deuda argentina no perciben riesgos de default durante el año que viene y mantienen en sus carteras estos instrumentos, pero se desprenden de los de vencimiento largo debido a que la incertidumbre política de las próximas elecciones. Esta percepción de riesgo es consecuente con las recientes encuestas de aprobación y de intenciones de voto para el año próximo que muestran el importante deterioro de la percepción del oficialismo en las encuestas, por un lado, y la posibilidad de que Cristina Fernandez vuelva a acceder al poder. Teniendo en cuenta que una de los principales logros del primer año de gestión de Macri fue la resolución del default que el Kirchnerismo mantuvo con una parte de sus tenedores de bonos (hold outs) es completamente lógico el temor de los acreedores a un retorno de estas políticas anti mercado.

Más que riesgo país, lo que Argentina está viviendo en este momento es un gran riesgo político.