



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Informe
Especial
Nro. 383

***“¿Por Qué el Riesgo
País de la Argentina
es mucho más alto
que el de Brasil o
Méjico?”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Febrero
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“¿Porqué el Riesgo País de la Argentina es mucho más alto que el de Brasil y Méjico?”

Por Mario Brodersohn¹

La Argentina duplica el ritmo de crecimiento económico de Brasil y Méjico, también proyecta para el 2008 un superávit fiscal después de pagar los intereses de la deuda pública del 1,3% del PBI, mientras Brasil proyecta un déficit fiscal del 1.5% y Méjico del 0.1%. Además, la Argentina estima para el 2008 un superávit en la cuenta corriente del Balance de Pagos del 3.2% del PBI, mientras Brasil proyecta un déficit del 0.4% y Méjico del 1.4% del PBI. La desventaja de Argentina es una tasa de inflación más elevada (ver Cuadro N° 1).

Tomando en cuenta todos estos indicadores deberíamos esperar para la Argentina un riesgo país, por lo menos, similar al de Brasil. Sin embargo, ello no es así. ¿Por qué la Argentina, con proyecciones económicas más sólidas que las de Brasil y Méjico, tiene un riesgo país mucho más alto que el de estos dos países?

EL RIESGO PAÍS SEGÚN LA MEDICIÓN DEL JP MORGAN

El Banco JP Morgan define el riesgo país como la diferencia entre la tasa interna de retorno (TIR, en la jerga financiera) de los títulos públicos argentinos y la TIR de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. A título de ejemplo, tomemos las cifras del 15 de febrero del 2008. La tasa interna de retorno de los títulos públicos argentinos en esa fecha era del 8,67% anual y la TIR un Bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, en esa fecha, era del 3,80 % anual. La diferencia del 4,87% anual mide el riesgo país de la Argentina.

Con fines prácticos, el JP Morgan los publicita señalando que el riesgo país para la Argentina es de 487 puntos básicos. En riesgo argentino, para esa misma fecha, casi duplica el riesgo país de Brasil y casi triplica el de Méjico.

Antes de seguir adelante en el análisis, aclaremos que la medición del JP Morgan no incluye todos los títulos de deuda que tiene en circulación el gobierno argentino. El JP Morgan sólo toma en cuenta los bonos argentinos emitidos en dólares y sujetos a la ley de los Estados Unidos. En el caso argentino esa condición sólo la cumple parte de la emisión de los Bonos Par y Descuento, que fueron emitidos por el Gobierno cuando los ofreció en canje por la deuda en “default”.

Estos bonos suman 8.400 millones de dólares y representan el 20% del total de los 43.800 millones de dólares de bonos emitidos por el canje de deuda para salir del “default”. El resto del canje de la deuda fue emitido en yenes, euros y pesos argentinos indexados por la inflación. Por lo tanto, como no están ni emitidos en dólares ni sujeto a la legislación de los Estados Unidos, son excluidos del índice de riesgo país que elabora el JP Morgan.

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar

“¿Porqué el Riesgo País de la Argentina es mucho más alto que el de Brasil y Méjico?”
Por Mario Brodersohn

EL RIESGO PAÍS MEDIDO CON LAS NUEVAS EMISIONES DE DEUDA ARGENTINA REALIZADAS EN EL 2007

Los comentarios anteriores nos revelan que la medición que realiza el JP Morgan de riesgo país para la Argentina es muy poco representativa de la realidad de la deuda argentina dado que no refleja el actual costo financiero que tiene el Gobierno Nacional.

En efecto, la Argentina nunca más volvió a colocar títulos públicos en el mercado financiero internacional, además que las nuevas emisiones se hicieron sobre la base de la ley argentina. Estas nuevas emisiones de deuda no son tomadas en cuenta por el JP Morgan.

El total de la deuda pública argentina es de 137.100 millones de dólares. La deuda que se incluye en el índice de riesgo país del JP Morgan es sólo 8.400 millones de dólares, es decir, el 6,1% del total.

Metodológicamente no es una tarea simple incluir en la medición de riesgo todos los títulos de deuda pública argentina. Por ello, consideramos conveniente tomar como “proxy” del actual riesgo argentino, el riesgo país asociado con las nuevas emisiones de deuda realizadas en 2007 al mercado local y para Venezuela por 6.100 millones de dólares en el 2007 (ver Cuadro N° 2).

El Cuadro N° 3 nos muestran que a medida que transcurre el año 2007 la brecha entre el riesgo país de la Argentina y el de Brasil y Méjico sobre la base de la nueva medición, es más amplia que la brecha medida por JP Morgan. Ello, en parte, se debe a que el JP Morgan toma títulos sujetos a la legislación de los Estados Unidos y títulos con una vida promedio más prolongada en el tiempo.

De todas formas, la última colocación de deuda realizada el 13 de noviembre del 2007 para Venezuela (Boden 2015) se hizo a una tasa de interés del 10.4% anual y con una vida promedio de casi 8 años. Esta tasa más que duplica la tasa de interés de un Bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (4.11%), por lo que el riesgo argentino llegó a 661 puntos básicos.

EL PRECIO QUE PAGA LA ARGENTINA POR LA PÉRDIDA DE CREDIBILIDAD INTERNACIONAL

¿Porque el riesgo país argentino es muy superior al de Brasil y Méjico? No podemos explicar, tal como lo señala el Cuadro N° 1, el mayor riesgo país de Argentina en términos de los “fundamentals” económicos. Esa brecha tiene sus raíces en otras razones.

Entre estas razones nos viene a la memoria la siguiente nota en el diario Clarín del Lunes 18 de febrero²:

“El ganadero Ulises Forte, de la Federación Agraria, recibió esta semana gran cantidad “de felicitaciones de sus pares. Fue porque en una reunión con el secretario de “Comercio, Guillermo Moreno, y ya cansado de que el funcionario hablara pestes de los “productores, Forte levantó su enorme cuerpo y lo encaró: “¿Vos pensás que me olvidé “los huevos en La Pampa?. Santo remedio”

² Fuente: <http://www.clarin.com/diario/2008/02/18/elpais/p-01320.htm>

Este hartazgo frente a los desplantes de Moreno en cierta forma podría ser asimilado al desconcierto que provoca en los operadores financieros tratar de predecir el comportamiento arbitrario y errático que suponen puede llegar a ser la conducta futura del actual gobierno. Cuando los operadores tienen incorporadas estas hipótesis de comportamiento, nada de lo que diga o haga el gobierno llega a ser creíble.

Alimentan estas hipótesis de los operadores económicos los siguientes factores:

- La tesis que la única estrategia antiinflacionaria que tiene el gobierno es mentir con el Índice de Costo de Vida.
- Que sigue pendiente la negociación con el Club de París habiendo transcurrido siete años desde que se declaró su “default”,
- El gobierno no muestra ninguna predisposición a plantear una alternativa a los 20.000 millones de dólares que no entraron en el canje de la deuda,
- La incapacidad de la gestión del gobierno para enfrentar la crisis energética,
- El manejo arbitrario de los subsidios cruzados.

Todo ello conduce a que los operadores no sólo consideren que las medidas adoptadas por el Gobierno no permiten resolver los desafíos que enfrenta la economía (principalmente inflación y energía), sino también que no descartan que el gobierno vaya a estar predispuesto a adoptar alguna actitud o algún desplante que los afecte económicamente.

Por lo tanto, el mayor riesgo país de la Argentina con relación al de Brasil y Méjico es básicamente explicable por la falta de credibilidad en las reglas de juego institucional de la Argentina. Esta falta de credibilidad pesa mucho más que el buen comportamiento de los indicadores económicos.

COMENTARIOS FINALES

- A comienzos del 2007 Argentina y Brasil tenían el mismo riesgo país. A partir de entonces el riesgo argentino aumento mucho más que el riesgo Brasil. En la actualidad, el riesgo argentino triplica el riesgo país de Brasil
- ¿Ello se debe a que la situación económica de Brasil es más sólida que la de Argentina? Los indicadores económicos del 2007 y las proyecciones para el 2008 nos muestran que la Argentina crece más que Brasil y que los superávits gemelos fiscal y externo son más elevados en la Argentina que en Brasil. Por lo tanto, la explicación del mayor riesgo argentino que el brasilero no hay que buscarla en los indicadores económicos.
- La causa fundamental es la falta de credibilidad que tiene el gobierno argentino en los mercados de capitales internacionales. Los operadores económicos no descartan que en el futuro el gobierno tome decisiones erráticas y arbitrarias que los afecte económicamente. Todo ello contribuye a que el riesgo argentino sea mucho más elevado que el riesgo brasilero y mejicano a pesar que la Argentina cuenta con indicadores económicos más sólidos que Brasil y Méjico.
- ¿La Argentina paga un precio por su poca credibilidad internacional? Por supuesto que paga un precio. Si en el 2007 las nuevas emisiones de deuda pública por 6.100 millones de dólares se

“¿Porqué el Riesgo País de la Argentina es mucho más alto que el de Brasil y Méjico?”
Por Mario Brodersohn

hubiesen realizado al mismo riesgo que paga Brasil, la Argentina podría haberse ahorrado intereses por más de 200 millones de dólares anuales.



Cuadro N° 1

Indicadores Macroeconómicos

en porcentaje del PIB - Inflación diciembre - diciembre

		Superávit fiscal			
		Crecimiento PBI	(inc. pago de intereses)	Cuenta corriente	Inflación
Argentina	2006	8,5	1,8	3,8	9,8
	2007	8,7	0,2**	3,0	17,0
	2008*	7,5	1,3	3,2	17,0
Brazil	2006	3,7	-2,9	1,3	3,1
	2007*	5,3	-2,1	0,3	4,5
	2008*	4,7	-1,8	-0,4	4,4
México	2006	4,8	0,1	-0,2	4,1
	2007*	3,1	0,0	-0,9	3,8
	2008*	2,9	-0,1	-1,4	3,9

* Estimado. Argentina: Econométrica, Brazil y México: Latin American Consensus Forecasts

** No incluye transferencias de AFJP a Anses

Fuente: Econométrica en base a organismos oficiales de los países, Consensus Economics y estimaciones propias

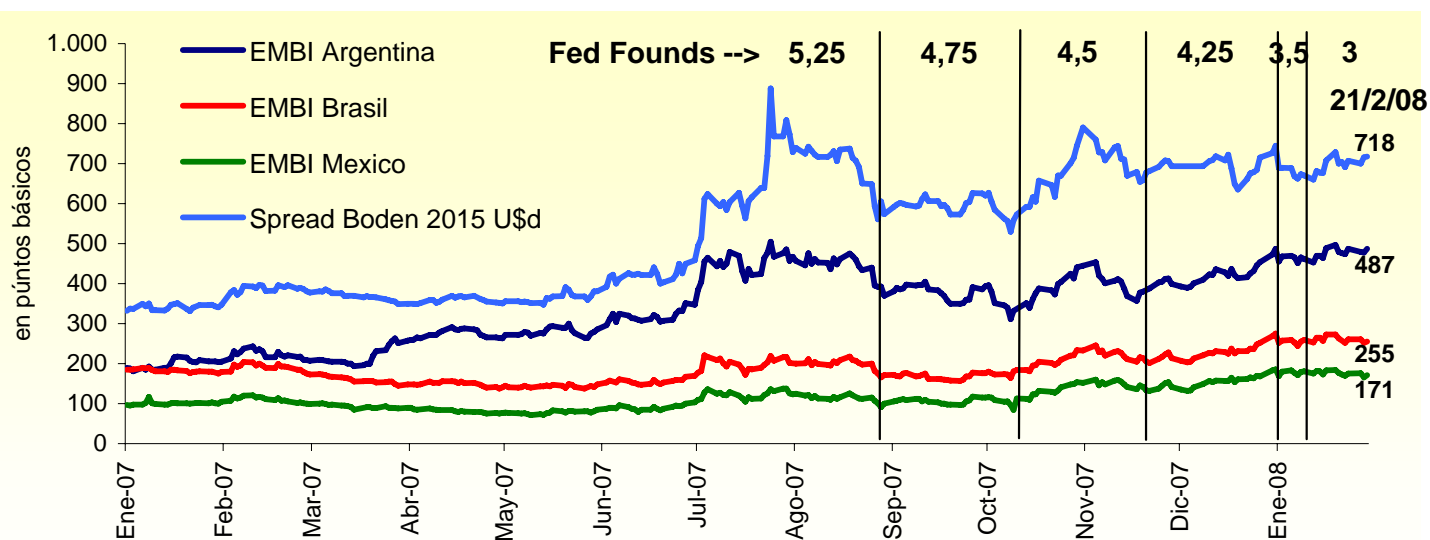
Econométrica S.A.

economic research and forecasts

Cuadro N° 2

Evolución de los Spreads de Argentina, Brasil y México

en puntos básicos - Diario



Riesgo País

	21-Feb-08	29-Ene-07	dif.
México	171	102	69
Brasil	255	189	66
Argenitna	487	185	302
Boden 2015	718	343	375

Fuente: Econométrica S.A en base a J.P Morgan

Cuadro N° 3

Emisiones Bonos del Tesoro Argentino

Monto en moneda de origen - Precio en % respecto a la par - Rendimiento en % - Spread en puntos básicos

Fecha	Bono	Monto	Precio de corte	Rendimiento	Spread sobre bono USA	Monto recaudado
<i>En U\$D</i>						
25/01/2007	Bonar VII	500	99	7,7	287	495
13/02/2007	Boden 2015*	779	96,3	8	320	750
15/02/2007	Bonar VII	500	99,5	7,7	303	498
12/04/2007	Bonar X	750	90,3	8,5	372	677,3
10/05/2007	Bonar X	750	90,9	8,4	378	681,8
06/08/2007	Boden 2015*	605	82,7	10,4	608	500
13/11/2007	Boden 2015*	604	82,8	10,4	637	500
14/11/2007	Bonar X	574	80	10,5	627	459
19/11/2007	Descuento**	542	111,9	8,9	460	606
31/12/2007	Bonden 2015**	503	82,4	10,7	690	414
TOTAL		6.107				5.582

Fuente: *Econométrica en base a BCRA*

* Colocaciones directas a Venezuela

** Colocaciones directas a ANSES