

## Efecto Pichetto y después

martes, 18 de junio de 2019

La economía cierra una semana en la que entraron todas las pelotas que el gobierno pateo. Hace una semana comentábamos sobre la notable estabilidad del dólar, pero el viernes cerró 90 centavos por debajo de la semana anterior, con la tasa de las leliqs 3 puntos porcentuales menos que siete días antes, en 66,66%. Cuando bajan el dólar y las tasas al mismo tiempo, es señal de que se está recuperando la demanda de pesos, o bien porque bajan las expectativas de inflación hacia delante, o bien porque se pincha la devaluación esperada. La confirmación del quiebre en la confianza es, por un lado el riesgo país, que bajó 10% y por el otro lado el índice Merval, que subió 13% en la semana  
Martin Tetaz \*

¿Podemos atribuirle todo esto a la nominación de Miguel Pichetto como candidato a Vicepresidente de Macri? En economía siempre es difícil aislar las variables; identificar las causas. Es cierto que el riesgo emergente (EMBI+) bajó 2,5% en el mismo período, pero el Real prácticamente no se movió; de hecho, subió 2 centavos. También es verdad que Argentina integra el panel de países emergentes del MSCI desde el 28 de mayo y algunos analistas piensan que el rally de acciones tiene algo que ver con esto.

Pero lo concreto es que el derrumbe del riesgo país se produjo en la hora siguiente al anuncio, el martes 11, mientras que la baja del dólar operó ni bien abrió el mercado de cambios, al día siguiente.

Aun reconociendo que los cambios obedecieron al “efecto Pichetto” hay distintas lecturas. Algunos, como el colega Rodolfo Santángelo, creen que antes de que se conocieran las candidaturas “había niebla” en el camino y que la confirmación de los principales nombres despejó esa incertidumbre.

Aunque no descarto que esa mayor certidumbre haya jugado algún papel, basta mirar la caída del riesgo que se produjo con cada una de las candidaturas anunciadas para ver que, en el caso de Pichetto, hay algo más

Como nota al pie, algunos economistas como Julia Strada, proponen mirar una ventana más grande, de dos o tres días luego del anuncio, lo que igualaría un poco más los efectos FF y P. Soy consciente que luego de algunas novedades los mercados a veces tardan unos días en digerirlas, pero no parece lógico pensar eso en casos en los que la noticia es tan concluyente y despeja toda la incertidumbre. Evidentemente no es lo mismo el impacto de que Trump empiece una guerra comercial con México a través de un tuit, que el de una candidatura. En el primer caso puede oscilar el consenso del mercado respecto de la magnitud eventual de la escalada beligerante y de las consecuencias que puede tener. En el segundo no tiene sentido ese lag. En cualquier caso, tampoco bajó el dólar ni subió la bolsa cuando se evaporó la duda sobre el binomio K.

Mi impresión es que hay dos efectos que se combinan para explicar la mejora en los precios de los bonos y las acciones, consecuentemente impactando en el dólar. A diferencia de un activo libre de riesgo, como un bono de los Estados Unidos, comprar un papel de un mercado emergente es equivalente a hacer una apuesta y como es sabido el valor justo de una lotería depende de la probabilidad de ganarla, multiplicada por el premio obtenido en ese caso.

La confirmación de Pichetto produjo dos efectos; por un lado, aún cuando no haya modificado las probabilidades de ganar del oficialismo (supongamos que no tiene votos propios), dota al eventual segundo período de Macri de una mayor gobernabilidad. Puesto en otras palabras: incluso cuando no cambie las chances de ganar la lotería, incrementa el tamaño del premio.

El segundo efecto es indirecto; si a raíz de la suba del premio estimado (la menor probabilidad de default para bonos, o el mayor flujo de ingresos netos estimados para acciones) aumenta la demanda de papeles, traduciéndose en una baja del riesgo país, una suba de la bolsa y una baja del dólar, esa nueva configuración de precios mejora las expectativas de los consumidores en la economía (sobre todo por el impacto del dólar más barato), aumentando las chances electorales del oficialismo, lo que retroalimentaría un círculo virtuoso.

Por supuesto, esto no quiere decir que de acá a agosto no puedan producirse otros hechos económicos o políticos (aquí

o afuera) que impacten sobre el dólar, las acciones y los bonos. Esto es Argentina y cualquier cosa puede pasar en un año electoral. Más aún; el resultado de las PASO sin dudas puede generar una presión vendedora (compradora) si la diferencia a favor de los Fernández sorprendiera y fuera mayor (menor) a la descontada por el mercado.

A su turno, si ocurriera lo primero, está por verse la destreza con la que el Banco Central responde a un selling masivo o a una eventual corrida bancaria. La mayor parte de mis colegas estima que esa eventual dolarización de portafolios podría ascender a entre 300.000 y 500.000 millones de pesos, obligando al Central a vender hasta 10.000 millones de reservas y si bien la autoridad monetaria ha dejado claro que cuenta con el apoyo del FMI para hacerlo, una cosa es la declaración y otra cosa es lo que pasa en la realidad cuando las reservas empiezan la sangría y los nervios empiezan a escalar con la corrida y la suba del riesgo país.

Por todo esto, creo que Pichetto mediante, el gobierno alcanzó un equilibrio compatible con una mayor demanda de dinero, que le permite llegar a las elecciones con una menor tasa y un dólar más calmo, pero es importante entender que se trata de un equilibrio inestable, que depende mucho del resultado de Agosto.

\* Newsletter Nro. 010, [newsletter@martintetaz.com](mailto:newsletter@martintetaz.com)