

Crisis Argentina 2001

JJ Allaire, Yihui Xie, Dirk Eddebuettel

2016-12-07

Antes de empezar...

Este análisis fue hecho 15 años después del evento. Por lo tanto, tiene 'look-ahead' bias. Tiene como fin mostrar un procedimiento de análisis.

Por qué Argentina es un activo con valor estratégico

Argentina tiene un mercado grande con alto crecimiento demográfico y es un importante proveedor de commodities. Es el país #8 en superficie y el #32 en cantidad de habitantes del mundo. Su PBI está por encima del PBI promedio del mundo (es el tercero de Latinoamérica). Su inestabilidad amenaza al sistema económico latinoamericano y por lo tanto a los mercados emergentes.

Por qué Argentina es un activo inestable

Las instituciones argentinas son extractivas y su libertad económica es baja.

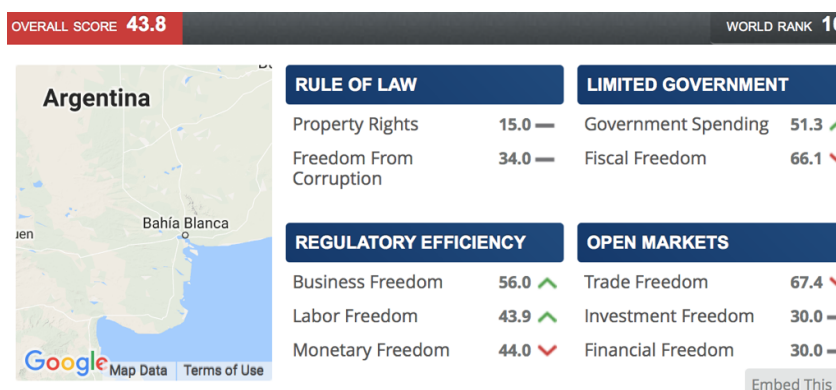


Figure 1: El ranking en el índice de libertad económica es de 169 sobre 190 países. Los puntos más débiles son el peso del gobierno, la poca libertad de trade, y la baja libertad de negocios.

La facilidad para hacer negocios es promedio

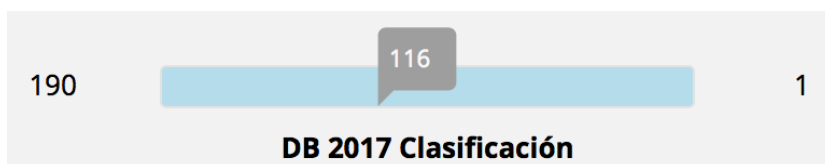


Figure 2: El proyecto Doing Business del Banco Mundial proporciona una medición objetiva de las normas que regulan la actividad empresarial y su aplicación en economías y ciudades seleccionadas en el ámbito subnacional y regional.

Este score se divide en subtemas, que son los siguientes:

Table 1: Sub-componentes del score de facilidad para hacer negocios.

Temas	DB.2017.Clasificación
Global	116
Apertura de un negocio	157
Manejo de permisos de construcción	173
Obtención de Electricidad	91
Registro de propiedades	114
Obtención de crédito	82
Protección de los inversionistas minoritarios	51
Pago de impuestos	178
Comercio transfronterizo	111
Cumplimiento de contratos	50
Resolución de la insolvencia	98

Argentina tiene una presión fiscal de 106%. En Latino-américa y el Caribe es de 46%, y en los países de la OCDE es de 41%. [Link al informe](#)

(Presión impositiva implica no sólo impuestos directos, sino también aportes mandatorios a seguridad social, jubilaciones, etc...)

El riesgo de concentración es relativamente alto.

El índice de complejidad económica de Argentina es de 45 sobre 170, y es el segundo país más complejo de sud-américa después de Brasil.

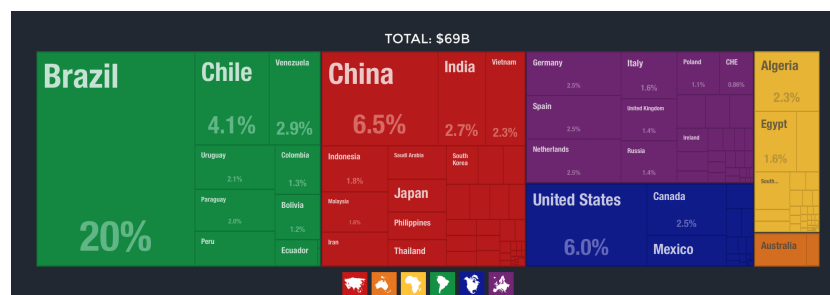


Figure 3: Sus socios comerciales también tienen índices de libertad económica bajos

Monitor macroeconómico y financiero

El tipo de cambio se aprecia fuertemente contra el de los socios comerciales. Especialmente contra Brasil, quien antes de la crisis hace una devaluación que deja a Argentina en una situación de muy poca competitividad. Durante la crisis el tipo de cambio - que en promedio es 100 - pasa de 50 a 160.

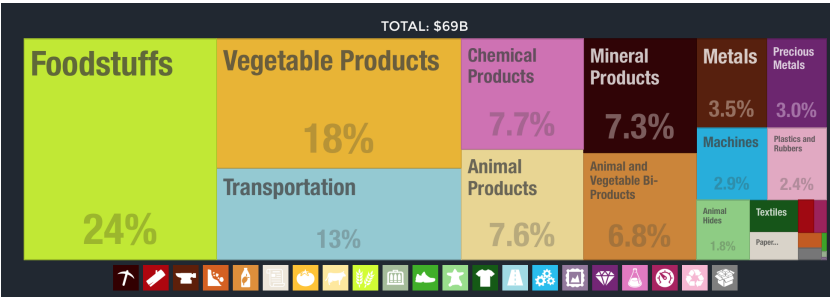


Figure 4: Los commodities son más del 60% de las exportaciones

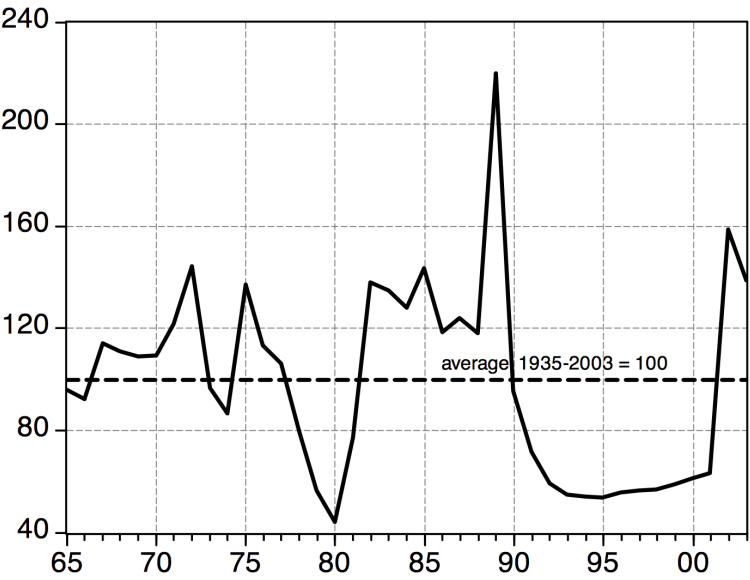


Figure 5: Tipo de cambio real multilateral

Luego del primer tramo de la década del '90 - sin el cash obtenido por las privatizaciones - aumenta el déficit fiscal, el que se financia a través de deuda en dólares.

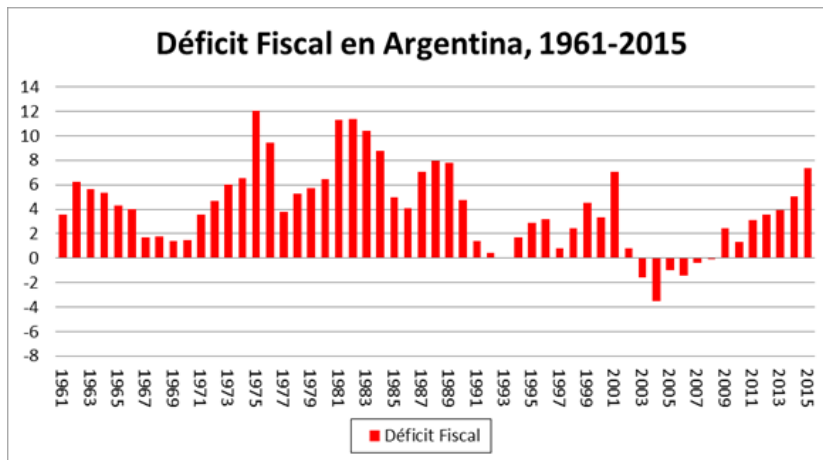


Figure 6: Déficit fiscal. Los valores negativos son superávit

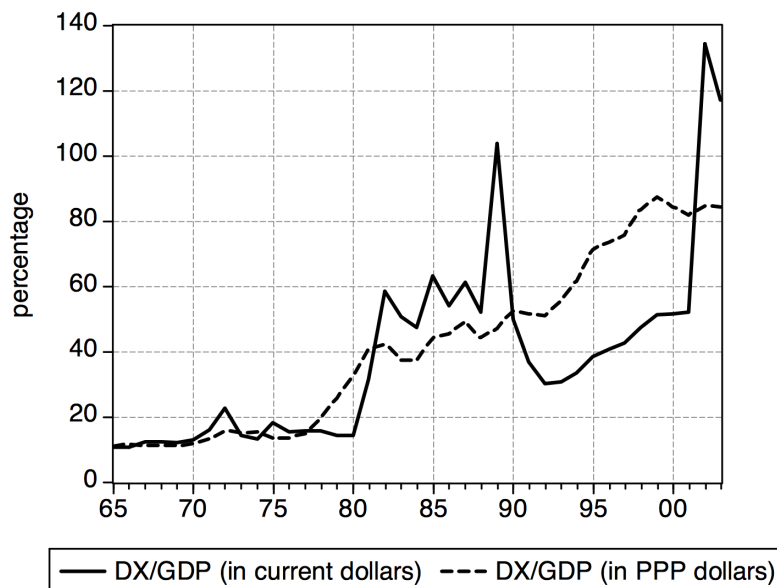


Figure 7: Deuda sobre PBI: Luego del default del '89, la deuda vuelve a subir para financiar el costo fiscal

El factor externo, la falta de flexibilidad cambiaria y el gasto político contribuyen a un desbalance de la balanza de pagos.

El crecimiento del PBI se detiene, reduciendo la capacidad recaudatoria y, sumado al tipo de cambio alto, hacen que el país esté al borde de la insolvencia.

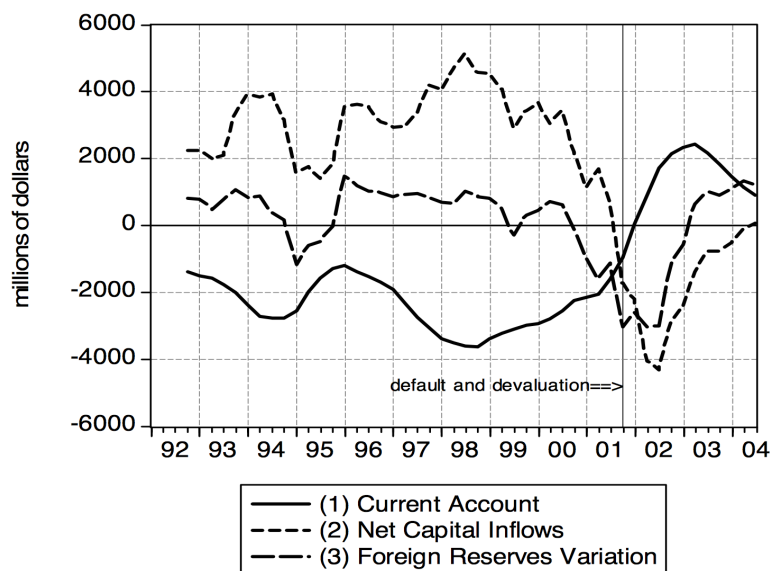


Figure 8: Estado de la balanza de pagos

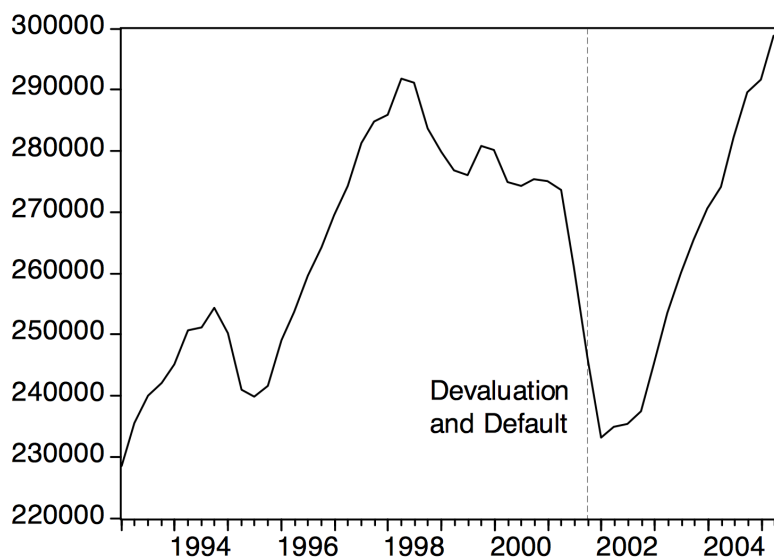


Figure 9: PBI real, valores trimestrales.

VALOR INTRINSECO

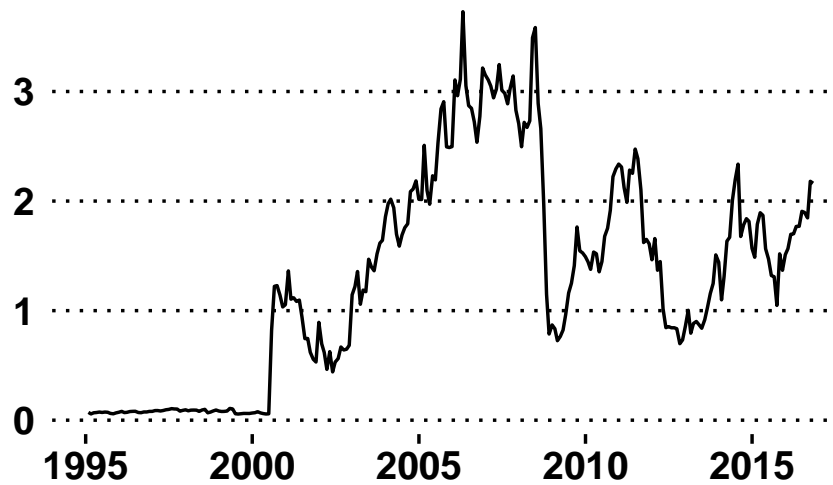


Figure 10: Valor libros de la bolsa (error estadístico hasta el 2002).

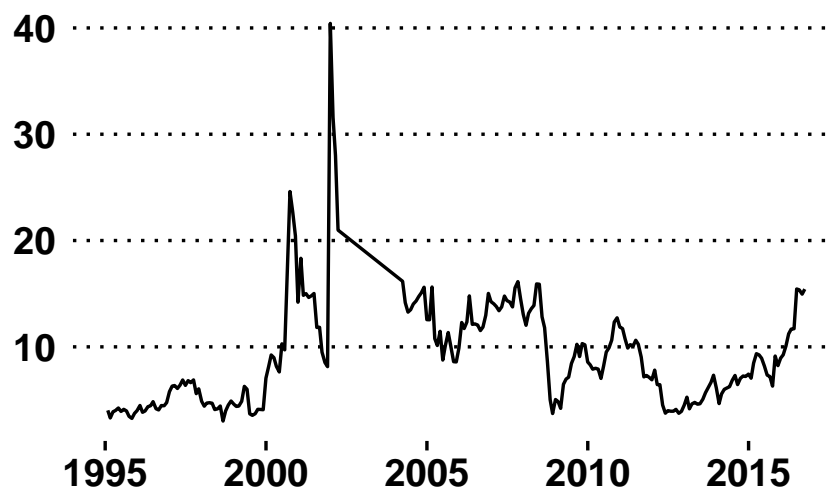


Figure 11: Price Earnings de la bolsa.

ANÁLISIS DE OPCIONALIDAD

Opción A

Si el trade se hace a un Earnings Yield de 20% o más hay un devengamiento importante. Si ajusta a una tasa de 10x a 15x entonces hay una ganancia de capital, que se suma a la revalorización del equity de las compañías. Véase el

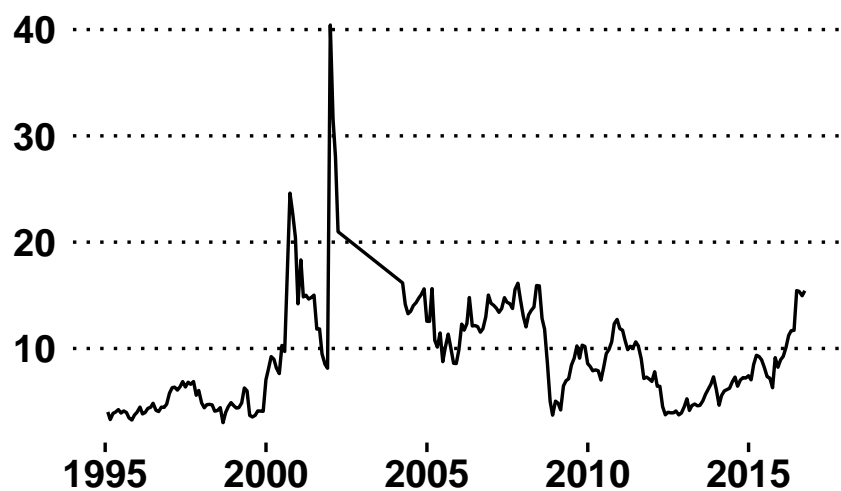


Figure 12: Earnings Yield de la bolsa.

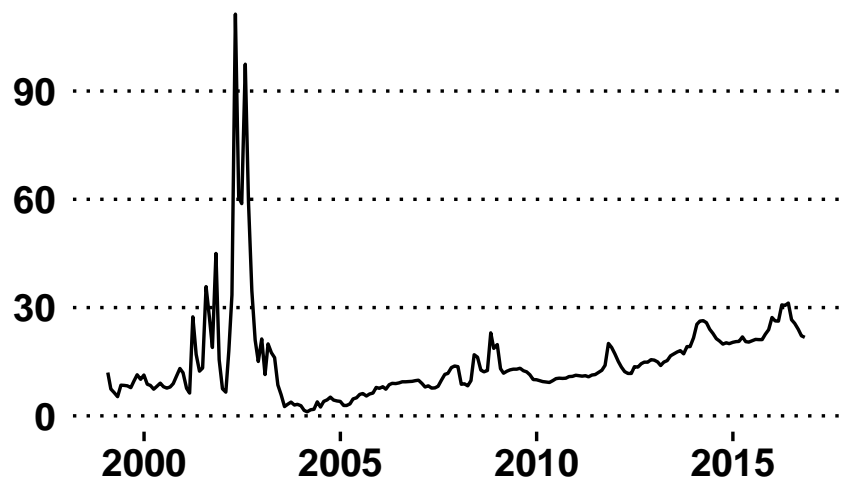


Figure 13: Carry bancario en moneda local (Badlar).

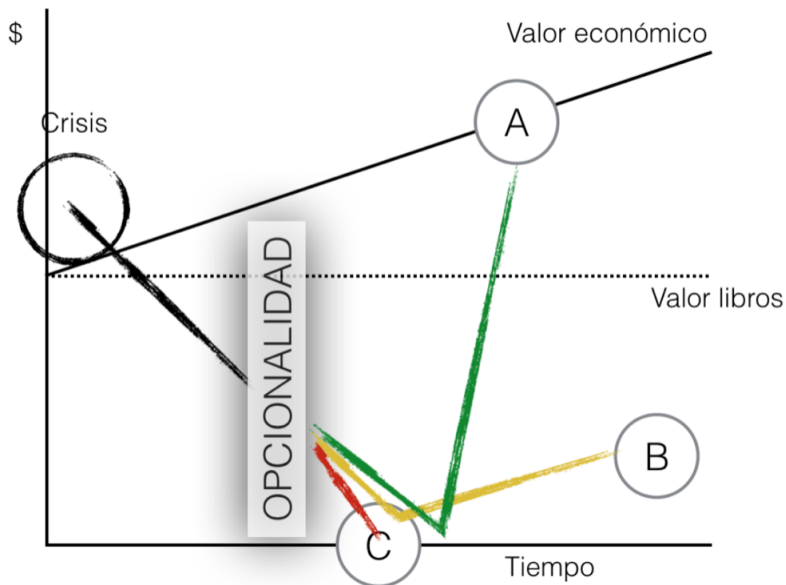


Figure 14: Una vez desatada la crisis, las opciones son: A) El valor intrínseco vuelve al nivel anterior. Esto produce una aceleración del retorno y posterior devengamiento de las primas de riesgo anteriores. B) Value trap: el trade no funciona y devenga una tasa mucho menor que la anterior y hasta negativa. C) El activo o el inversor quiebran.

el período en el que el EY es cero; en este momento hay grandes posibilidades de un cambio de paradigma.

Opción B

Cambio de paradigma. Argentina se estanca, disminuye su crecimiento demográfico por falta de incentivos, el endeudamiento no se resuelve. Las compañías no pagan dividendos y hay un write-off en el valor libros de las empresas y en su deuda.

Opción C

Argentina no es viable como país. El riesgo de quiebra o confiscación se hace realiad, y los únicos de activos son fondos de deep-distress que tienen la capacidad de litigar o asociarse con el gobierno.

Riesgo del trade

El riesgo de este sistema NO ES el riesgo estadístico. Es parte del trade ver las máximas caídas que se ven en este gráfico, dependiendo del momento de entrada.

RESULTADOS POSIBLES

Warning: Removed 59 rows containing missing

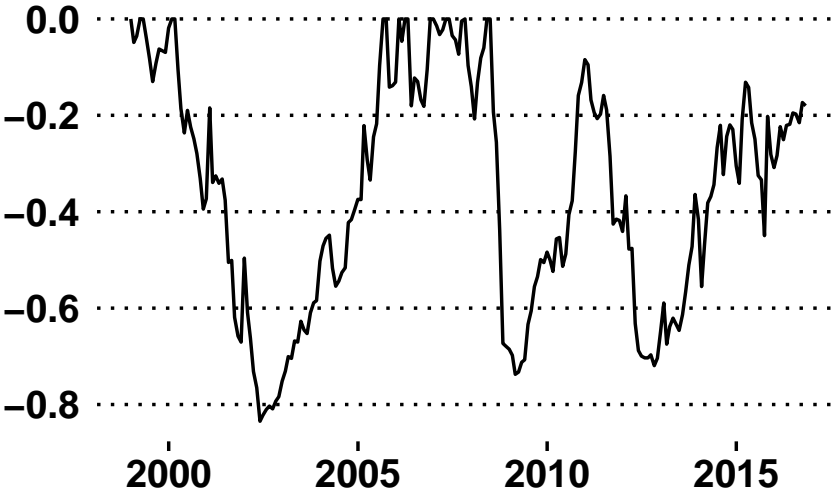


Figure 15: Máxima caída del precio de la bolsa

values (geom_path).

Esperando a que el price to book esté debajo de 1x - y un poco más el retorno es bastante bueno porque la opcionalidad tuvo un precio bajo. el mínimo de price to book fue menor a 0.5x y la re-estructuración de deuda fue el salvataje del sistema financiero. En el medio, el paradigma de Argentina como país viable sufrió grandes dudas y la certeza de que desapareciera su valor fue muy alta. Esto está reflejado por el drawdown, que inclusive haciendo una multiplicación de 10x es cercano al 50%.

En los siguientes gráficos se ve el caso aplicado a Banco Francés y Telecom. Más allá de la diversificación, el producto y el management, ambos activos casi llegan a cero.

Además hubieron otras alternativas de explotar la situación especial:

Instrumento	Previo a la crisis	Rango crisis	Rango posterior
Carry Bancario en Pesos (1)	10	30 / 90	5 / 30
Price to Book	1.5x	1x / 0.4x	1.5x
Earnings Yield	5	10 / 30	5 / 15
Tipo de Cambio Real Multilateral	50	120 / 160	100
Banco Francés	13	1 / 3	5,5
Telecom	18	0.5 / 1	13
Reestructuración de deuda (2)	-	-	-

Estos son otros resultados con otros instrumentos .

(1) El ~~carry~~ en pesos ~~hedgado~~, en dólares dio entre 20 / 25% anual a 5 años.

(2) El retorno punta a punta de 8 años fue 40%

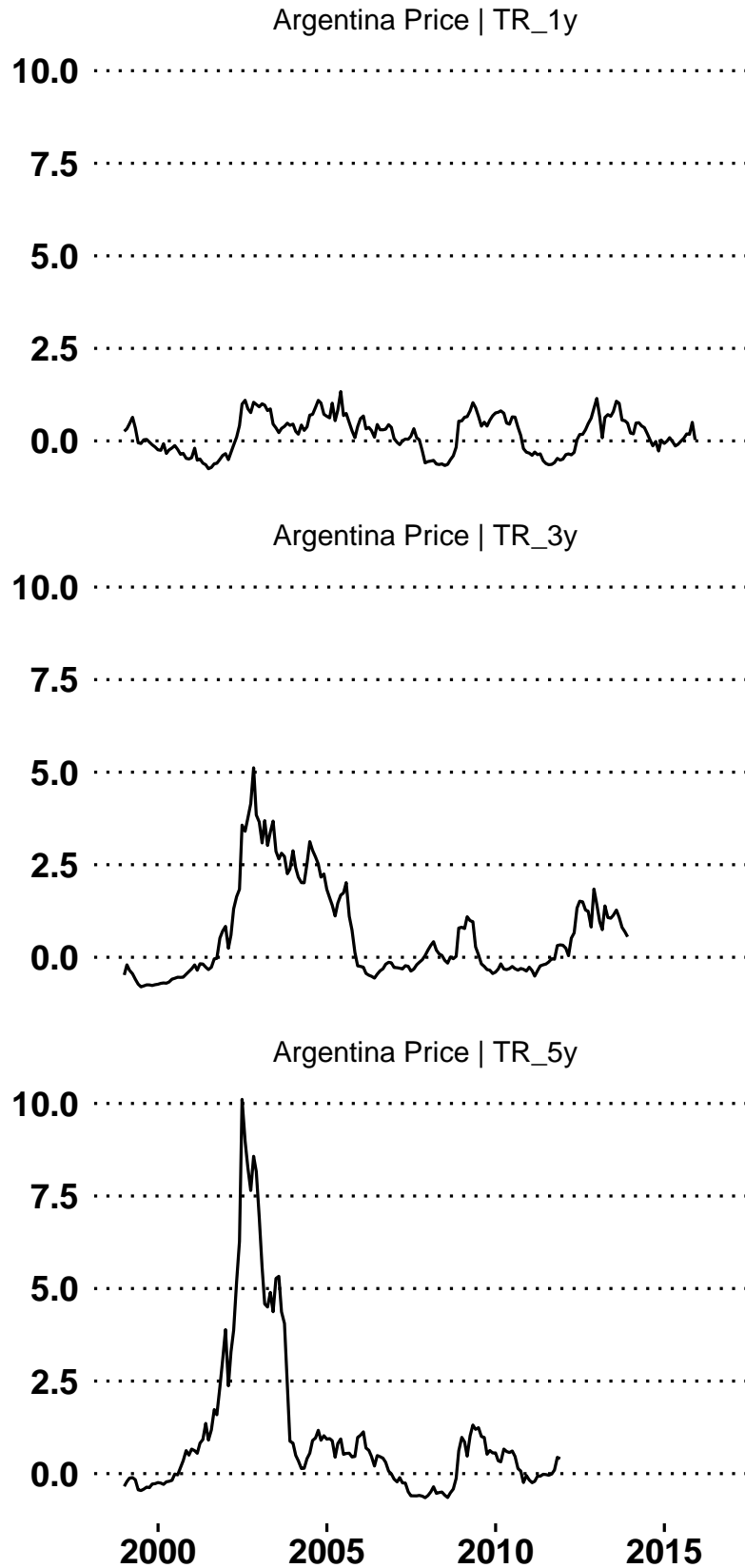


Figure 16: En este gráfico se ve el retorno de la inversión a 1, 3 y 5 años. Este gráfico se lee así: si entré en el 2002, un año después estoy perdiendo plata (la línea roja está debajo de cero). Tres años después (línea verde) estoy arriba (1x). Cinco años después (línea azul) el trade multiplicó por 2.5x.

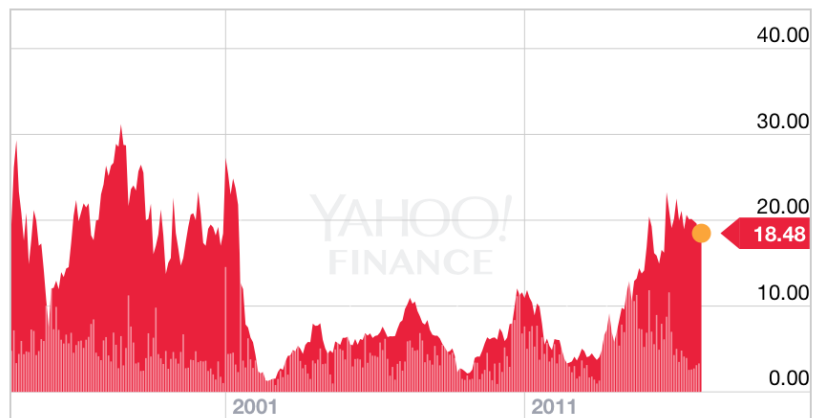


Figure 17: Precio acción del Banco Francés

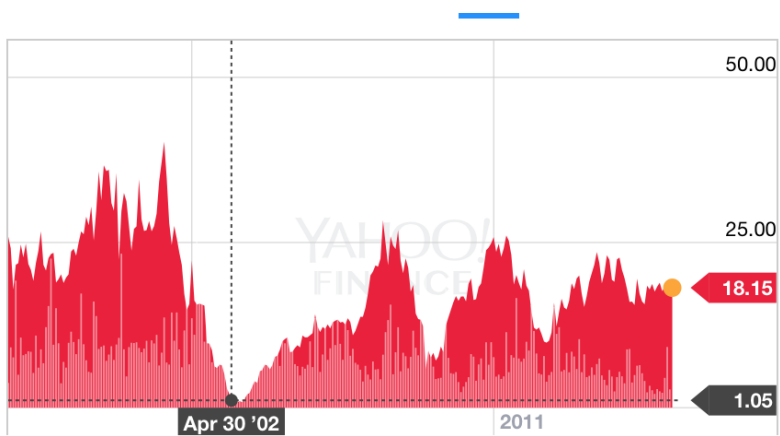


Figure 18: Precio acción de Telecom Argentina