



CAFÉ CORTO. La china Luckin, que quiso competir con Starbucks, dibujó ventas por cientos de millones.

En Alianza con
**Bloomberg
Businessweek**

Apertura

Edición 323 - Noviembre 2020 - Argentina \$ 315



Gimnastas

Especial
Mujeres Líderes
Quiénes son
las nuevas CEOs
y qué piensan



Con la pandemia
y la volatilidad local,
los ejecutivos de finanzas
debieron extremar
su flexibilidad para
preservar los recursos y
mantener a flote a las compañías.
Cómo enfrentan
la tormenta perfecta.



de la



Guía de
Inversiones 2020
Cedears, acciones
y Wall Street

crisis



CFO DEL AÑO: Gabriel Cohen

El ejecutivo de Pampa Energía, elegido por los referentes





Cedeears

Pasaporte para saltar fronteras

Son la estrella del mercado local de capitales. Brindan cobertura contra la fluctuación del tipo de cambio y la posibilidad de diversificar el riesgo de la cartera. Cuáles son las acciones del exterior más recomendadas para perfiles moderados.

Por *Mónica Fernández*

Son los protagonistas del mercado de capitales. Se llevan miradas y fondos de los inversores. Son la llave para poner un pie fuera del riesgo argentino, colocando y retirando pesos pero atándose a la variación del tipo de cambio. Los Certificados de Depósito Argentinos – los ya famosos Cedeears – representan casi el 70 por ciento del volumen operado en acciones en la Bolsa porteña.

Se negocian en promedio \$ 2100 millones por día y más de 170 especies (empresas). El año pasado, en cambio, no se llegaba a los \$ 200 millones diarios. “Nuestra expectativa es que el mercado de Cedeears continúe creciendo en los próximos meses, dado el incremento en el interés por parte de los ahorristas de diversificar sus carteras de inversión apostando a compañías del mercado internacional con gran visibilidad y aprovechando la facilidad de inversión en pesos sobre estas empresas”, proyecta Gonzalo Pascual Merlo, gerente de Mercados de BYMA. “Los ahorristas no sólo buscan obtener bue-

nos rendimientos reales, sino también cobertura ante posibles fluctuaciones en el tipo de cambio. Este tipo de instrumentos brinda protección frente a las condiciones macroeconómicas locales, al ser la cotización en pesos y estar ligada al valor de la acción en el exterior”, sostiene el ejecutivo.

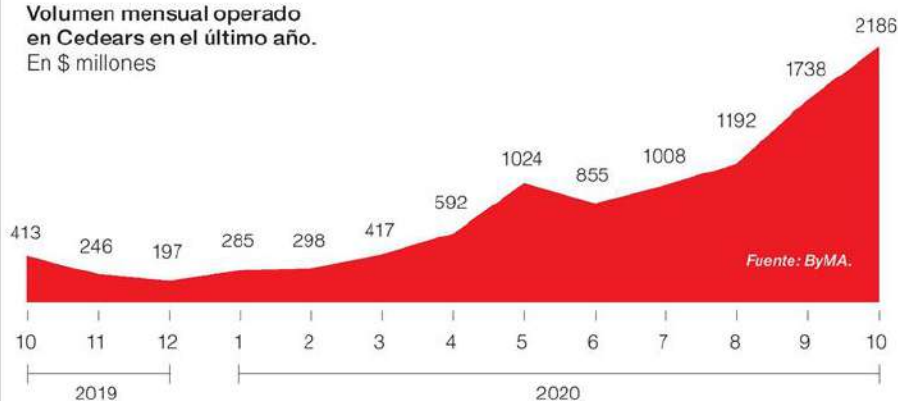
Claro que tanto se popularizaron los Cedeears que muchos inversores pierden de vista que se trata de un instrumento de renta variable. Es decir, son acciones (son un certificado que tiene como subyacente la acción en su mercado original) y como tales, su riesgo es mayor que el de la renta fija. Su precio

general en acciones globales, ya que las condiciones de mediano plazo se mantienen muy favorables”.

Varias medidas tomadas e impulsadas tanto por ByMA como por Banco Comafi (emisor de los programas de Cedeears) van en el sentido de reafirmar el lugar que estos instrumentos se ganaron por merito propio... y necesidad de los inversores.

Primero fue la posibilidad de adquirir los Cedeears de a uno y no completando la cantidad equivalente a una acción del mercado original. Esto tiene que ver con los ratios de cotización, que es cuántos certificados equivalen a una

Volumen mensual operado en Cedeears en el último año.
En \$ millones



es más volátil y deberían ser pensados para el mediano largo plazo. No para colocaciones a pocos meses.

Pero la virtud que más aprecian los inversores en los Cedeears es la de ser cobertura ante las fluctuaciones del tipo de cambio y vehículo de dolarización en tiempos de cepo. Estos certificados se compran con pesos al tipo de cambio de Contado con Liquidación (CCL).

“El Cedeear fue el instrumento justo para el momento que está viviendo la Argentina”, dice Paulino Seoane, *senior trader* de Balanz. Agrega que “además se vio una oportunidad histórica de compra que fue la caída de la bolsa estadounidense producto de la pandemia”.

Pablo Haro, gerente de Banca Personal y Distribución del Grupo SBS, razona por su parte: “Creemos que actualmente sigue siendo atractivo posicionarse en Cedeears, o de manera más

acción. El segundo cambio, en el mes de octubre, fue justamente reducir esos ratios, para que la inversión mínima necesaria fuera mucho más accesible para el pequeño inversor.

“El mercado de Cedeears se fue profundizando en los últimos meses y es de esperar que lo siga haciendo”, dice Gloria Patrón Costas, analista de PPI y agrega que “dentro del marco regulatorio actual, y con una brecha cambiaria creciente, los Cedeears permiten dolarizar la posición partiendo de pesos y otorgan cobertura si el CCL sigue subiendo. Esto se suma a la posibilidad de captar los movimientos de las acciones subyacentes”.

“Esta claro que los Cedeears llegaron para quedarse”, asegura Ramiro Marra, director de Bull Market. “Si bien son un instrumento con mucha historia empezaron a tener su ‘boom’ a partir de que

se crearon los *market makers*, que son los creadores de liquidez. Esto bajó el costo de entrada y salida. Además, claro, del empujón que le da el contexto”.

Hasta el año pasado, los Cedears eran instrumentos que prácticamente utilizaban solo los fondos comunes de inversión o los inversores más avezados. Pero 2020 es el año en que los ahorristas pequeños dijeron presente en la Bolsa.

En ese sentido, Pascual Merlo destaca que “hay mucha capilaridad en la negociación de Cedears, aglutina a diferentes tipos de inversores y la participación del público minorista fue progresivamente volviéndose parte natural de la formación de precios. El 60 por ciento de las operaciones provienen de plataformas de acceso directo al mercado. A comienzos de 2019 en promedio operaban Cedears 51 agentes y 230 comitentes por día. Hoy lo hacen 160 agentes y 12.100 comitentes”.

José Ignacio Bano, gerente de Research de invertirOnline (IOL), cree que la tendencia llegó para quedarse, incluso más allá de las regulaciones cambiarias que fueron un gran disparador de la demanda este año. “Muchos sectores muy dinámicos de la economía no tienen representación entre las acciones locales pero sí entre los Cedears. Por ejemplo, no hay empresas que coticen como acciones argentinas relacionadas al *e-commerce* pero los tres grandes del sector operan vía Cedar: Amazon (AMZN), MercadoLibre (MELI) y Alibaba (BABA). También empresas relacionadas a la tecnología 5G o a la biotecnología”, argumenta.

Cabe aclarar que MercadoLibre, si bien es una empresa argentina, no está listada en la Bolsa porteña pero sí en Wall Street y por eso la vía de acceso para tomar posiciones en ella son los Cedears. Lo mismo sucede con otra nacional vinculada a la tecnología: Globant.

Armar cartera

Lo primero que recomienda Patrón Costas, analista de PPI, a quienes están pensando en invertir en Cedears es “considerar la liquidez e incluir en la cartera aquellos que se negocien diariamente, teniendo en cuenta no solo el

“La expectativa es que el mercado de Cedears siga creciendo en los próximos meses, dado el interés de los ahorristas por diversificar su cartera”.

Gonzalo Pascual Merlo, ByMA.

monto operado sino también la cantidad de operaciones por día”. Este detalle es el que le asegura al inversor que, cuando quiera salir, va a tener la posibilidad de desarmar una parte o el total de su posición. Actualmente hay más de 200 certificados habilitados para la negociación, y entre los más operados se encuentran MercadoLibre, Apple, Barrick Gold, Tesla y Amazon.

“Lo ideal es tener carteras diversificadas para los que recién empiezan y entender que estamos metiéndonos en el mercado más grande del mundo con pesos argentinos”, dice Marra y detalla algunas de las estrategias posibles: “Hay dos grandes grupos: por un lado tenemos a las *Blue Chips*, empresas consolidadas que pagan dividendos y que suelen estar asociadas a perfiles más conservadores (Walmart, Coca Cola, Visa y empresas con mucha trayectoria). Después están las empresas de crecimiento que están asociadas a los que buscan mayores rendimientos, ahí están las denominadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) y también Tesla que está siendo una empresa muy solicitada”.

Bano, de IOL, explica que “pensando en un inversor conservador, deberíamos privilegiar alternativas poco volátiles que le permitan dolarizarse al tipo de cambio del Contado con Liquidación (CCL) pero teniendo que soportar la menor volatilidad posible”. Deja sobre la mesa dos recomendaciones: Barrick Gold (Ticker GOLD) y Coca Cola (Ticker KO).

“Por el lado de Barrick Gold, el precio de la acción está atado al valor del oro, un activo mucho más estable que otros commodities y que hace un mes que está establecido en la zona de los US\$ 1900 la onza. Hoy un Cedar de Gold cotiza alrededor de \$ 4400”, desgrana Bano.

Seoane, de Balanz, aclara primero que los Cedears no son aptos para inversores ultraconservadores ya que su activo subyacente (lo que está detrás del Cedar) son acciones y los mercados internacionales están atravesando un periodo de bastante volatilidad. Aclarado el punto, “para un perfil moderado sugerimos aquellos que representen acciones en los Estados Unidos que no dependan mucho de los ciclos económicos sino de las necesidades del consumidor como Johnson & Johnson, Procter & Gamble o Coca-Cola. Son empresas que pagan buenos dividendos y sus productos son de consumo general e indispensable”. Un dato a tener en cuenta por el inversor: los dividendos se pagan en dólares billete y se acreditan en la cuenta de inversión

El ratio de conversión indica cuántos Cedears se tienen que entregar para recibir una acción en el exterior. En octubre, la Comisión Nacional de Valores (CNV) autorizó un cambio de ratios de 39 Cedears. “El principal objetivo es disminuir la inversión mínima necesaria para poder acceder a este tipo de instrumentos. Al aumentar los ratios

el precio del Cedar disminuye al ser el precio de la acción en el exterior dividido en mayor cantidad de unidades”, explica Gonzalo Pascual Merlo, gerente de Mercados de ByMA.

¿Cuántos Cedears para tener una acción?

Por ejemplo, MercadoLibre pasó de 2:1 (2 cedears formaban una acción) a 60:1; eso redujo el precio del Cedar de aproximadamente \$ 110.000 a \$ 3700, un valor mucho más accesible al pequeño inversor. Esta medida vino a complementar a la anterior disposición del 14 de agosto donde se modificó la cantidad mínima para operar, llevándola a un solo certificado. “Eliminamos la restricción de operar por múltiplos del ratio y el resultado en volumen fue muy satisfactorio”, dice el ejecutivo.

En el caso de Microsoft, el ratio era 5:1 y pasó a ser 10:1. La conversión de Amazon era de 72:1 y ahora es de 144:1; y Walmart pasó de 3:1 a 6:1. Y así se redujeron muchísimas conversiones, lo cual volvió la inversión mucho más accesible.

local pero en los Estados Unidos le rendirán previamente un porcentaje en concepto de impuesto a las Ganancias.

“Para quienes buscan minimizar la volatilidad sugerimos sectores como consumo básico, salud y comunicación”, dice Haro. En particular, recomienda Verizon Communications, cuya tasa de dividendos es de 4,22 por ciento, dice. “Verizon es el segundo operador de telecomunicaciones más grande de los Estados Unidos con una facturación anual en torno a los US\$ 130.000 millones”, explica.

“Para un inversor con mayor tolerancia a la volatilidad sugerimos posicionarse en nuestro portfolio modelo de Cedears el cual replica alrededor de un tercio del índice S&P 500. Es una cartera con un claro sesgo hacia el sector tecnológico (40,7 por ciento), seguido por el sector de servicios de comunicación (23,6 por ciento) y el sector salud (15,7 por ciento)”, propone Haro y resalta que en lo que va del año esa cartera acumula un retorno aproximado de 22 por ciento en dólares. Las principales acciones dentro de este portfolio sugerido son: Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet (matriz de Google) y Facebook.

Patrón Costas recomienda al inversor “hacer un análisis previo de la acción subyacente, mirar sus fundamentos y estimar el rendimiento potencial en relación al *target price* y tener en cuenta que aun cuando la acción en Estados Unidos suba, si el tipo de cambio de referencia baja el inversor puede llegar a tener una pérdida en su posición”.

“Los Cedears son para un perfil de moderado a especulativo, son acciones y hay muchos factores internacionales que intervienen en su performance como las elecciones en Estados Unidos, la relación con China o cómo evoluciona la pandemia y sus efectos sobre la economía”, explica Seone.

Respecto de que porcentaje volcar a este tipo de inversiones, Haro diferencia por edad y tolerancia al riesgo del inversor: la exposición podría ir de 20 a 60 por ciento. El plazo promedio que todos los analistas recomiendan para invertir en renta variable es de dos a cuatro años. <AP>



Wall Street

Tiempo de globalizarse

Diversificar y llevar parte de la cartera de inversión fuera del mercado argentino es posible. Hay brókers locales que hacen de puente con Wall Street o se puede operar en forma directa a través de un Discount Broker. Con US\$ 1000 e incluso menos se puede arrancar.

Convertirse en un inversor global, con activos y operaciones en mercados externos ya no es solo una alternativa reservada para grandes fortunas. La tecnología y la aparición de plataformas con bajas barreras de entrada democratizaron el tablero de juego.

Las puertas de Wall Street —y también de otras plazas— se abren para todos. Con menos de US\$ 1000 se puede empezar a operar con bonos, acciones o los recomendados ETFs, especie de fondos de inversión que replican índices, commodities y casi todos los sectores de la economía.

Se puede operar de modo independiente abriendo *online* una cuenta en un discount bróker estadounidense como Charles Schwab, E-Trade, E-Toro, Interactive Brókers o TD Ameritrade, entre otros, o apoyarse en algunas de las firmas locales que hacen de puente. El mecanismo es siempre similar: la cuenta de inversión se abre *online* y en pocos pasos, cargando datos personales, foto de DNI y pasaporte; justificación de ingresos y algunas *selfies*.

“El apetito por invertir en otros países se incrementó exponencialmen-

te. Desde 2018 estamos viendo interés pero luego de las PASO (2019) este fenómeno cobró una fuerza mayor que continúa en estos días”, describe José Ignacio Bano, gerente de research de InvertirOnline (IOL) una de las *fin-tech* que une a inversores locales con los activos listados tanto en el NYSE como en el Nasdaq.

“IOL tiene una plataforma propia y totalmente integrada, desde el mismo lugar donde se opera en la Argentina, también se opera en Estados Unidos. Eso hace que todo sea más sencillo para el cliente”, dice Bano y aporta un dato que no es menor: “Siendo que una enorme mayoría de nuestros clientes dan sus primeros pasos en la bolsa con nosotros, la operatoria es fácil y la información comprensible. Además cuentan con asesoramiento local y en castellano”.

Portfolio Personal Inversiones (PPI) cuenta con PPI Global para acercar a sus clientes al mundo. “Nuestra plataforma internacional surge de una alianza con Saxo Bank que nos permite operar más de 3500 activos en diferentes monedas y en los principales mercados del mundo”, cuenta Sabrina Corujo, directora de PPI. “Una vez abierta la cuenta comitente en PPI se habilita la operación global y se pueden operar todos los productos desde la misma plataforma y de manera *online*. La custodia está bonificada y el mínimo de inversión depende de cada alternativa en particular pero son muy accesibles”, detalla para quienes estén pensando en migrar parte de sus inversiones.

Nicolás Galarza, CEO y Founder de Quiena Inversiones, hace foco en cómo el deterioro progresivo de las condiciones económicas locales incentiva a cada vez más inversores a buscar refugio fuera del país. “Observamos en el último tiempo un aumento considerable en la apertura de cuentas. Tal es así que casi el 70 por ciento de nuestra base de clientes tiene menos de un año y medio de antigüedad”, cuenta. “Esto es lógico, ya que los acontecimientos de los últimos tiempos han hecho que la gente empiece a comprender la importancia de la diversificación al invertir. Es importante saber que es posible invertir



fácilmente y a bajo costo en el mercado internacional y entender que los activos argentinos son de alto riesgo y deberían formar una pequeña parte, a lo sumo, de una cartera". En Quiena la inversión mínima es de US\$ 250.

Fondeo

La apertura de las cuentas de inversión es gratuita en todos los casos y las comisiones por operar los distintos tipos de activos son similares a las que se cobran por compra/venta de acciones o bonos en la Argentina. En promedio, con US\$ 1000 ya se puede empezar a operar afuera.

El fondeo de las cuentas en el exterior, un tema que preocupa mucho a los inversores, se hace desde la Argentina a través del mercado de capitales, arrancando con pesos o con dólares. El vaso comunicante son siempre bonos que se adquieren en Buenos Aires y se venden en Nueva York.

"Para fondear con pesos el cliente tiene que comprar un bono que cotice en pesos y dólares (típicamente el AL30), luego por normativa debe esperar hasta el tercer día hábil (lo que se denomina "parking") y al tercer día hábil puede vender ese bono AL30 en especie C, o sea, venderlo como AL30C. Al venderlo, se le acreditan dólares en su cuenta de inversión en Estados Unidos en el instante", explica Bano, de IOL.

Un dato técnico para aclarar, pero no menor, es que lo que "viaja" a los Estados Unidos no son dólares billetes que se le están "quitando" a las reservas del Banco Central. Lo que se transfiere es un título que un inversor en Nueva York compra con dólares. Y eso es lo que termina depositado en la cuenta de inversión de quien invierte.

La operatoria de fondeo también puede iniciarse desde la Argentina con dólares y tiene dos diferencias respecto de la anterior (pesos a dólares). Una es que se debe comprar el bono en especie D, o sea comprar AL30D; la otra, que no hay parking con lo cual en un par de minutos convierte sus dólares locales por dólares en Estados Unidos. Al poder comprar y vender en el instante se

minimiza la exposición al bono y por lo tanto se minimiza el riesgo.

La seguridad es otro tema fundamental y sobre el que el inversor debe poner especial atención. "Las operaciones se cursan a través de un bróker en Estados Unidos y la custodia de los títulos se hace a través de un agente de custodia. Así como en la Argentina existe Caja de Valores como agente de custodia de títulos, en Estados Unidos hay empresas privadas dedicadas a ello", detalla Bano.

"Es importante aclarar que la cuenta de inversión es 100 por ciento propiedad del cliente, Quiena actúa únicamente como asesor de inversiones, por cuenta y orden del titular de la cuenta, quien firma un mandato de administración discrecional de la cartera a favor nuestro. Los fondos se encuentran custodiados por el bróker estadounidense

Cómo fondear una cuenta en el exterior

Con pesos: Se compra un bono que cotice en pesos y dólares (el AL30, el más usado). Luego de tres días (el "parking" obligatorio) ese bono se vende en Estados Unidos en especie C (AL30C) y se acreditan los dólares en la cuenta de inversión en ese país.

Con dólares Se compra el mismo bono en especie D (AL30D). Al no haber parking, en minutos ese bono se vende en Estados Unidos y los dólares quedan depositados en la cuenta en el exterior. Al poder comprar y vender al instante se minimiza la exposición al bono y el riesgo.

Fuente: José Bano, IOL.

dense, para los servicios actuales, y sólo pueden retirarse hacia cuentas del mismo individuo, nunca a cuenta de terceros", explica Galarza.

"Los depósitos se encuentran custodiados por nuestro partner bróker, quien a su vez tiene cuentas custodia en DTC, el mayor custodio estadounidense. Esto brinda dos niveles de seguridad al cliente, ya que en caso de dejar de existir Quiena, los activos del cliente estarían seguros en su cuenta bróker en Estados Unidos. Y en caso de que este bróker quebrara, sus activos estarían

resguardados y el cliente podría continuar operando con otro bróker mediante un simple trámite", dice Galarza y trae como ejemplo lo que sucedió en la crisis del 2008, con la quiebra de Lehman Brothers: las personas que tenían cuenta de inversión no perdieron ni un centavo y a las pocas semanas estaban operando vía otro bróker.

Este "reaseguro" está dado por dos instituciones públicas que se suman a la SEC (equivalente de la CNV en Argentina) en lo que es control y protección del inversor:

► **Securities Investor Protection Corporation (SIPC):** es una institución creada por el Congreso de Estados Unidos en 1970 para proteger a los inversores de pérdidas generadas en caso de cierre de la casa de bolsa. Protege cada cuenta hasta US\$ 500.000 en caso de quiebra del bróker.

► **Financial Industry Regulatory Authority (FINRA):** es una institución autorregulada bajo control de la SEC que regula a las casas de bolsa y mercados miembros. Asegura el efectivo en cuenta hasta US\$ 250.000.

Varios platos

Lo interesante de poder invertir fuera de la Argentina es poder diversificar no solo por moneda sino también por sectores e instrumentos y hasta por países. Cuánto más platos participen de la mesa del inversor, más atomizado estará el riesgo.

¿Qué activos elegir o cómo armar una cartera en el exterior? Primero, hay que evaluar el perfil de riesgo y el horizonte de la inversión. Esos datos serán claves para saber si orientarse a la renta fija (menos riesgo) o la variable (acciones), más volátil.

"En el caso de Quiena, los inversores pueden elegir entre un sistema automatizado, que calcula matemáticamente el portafolio de inversión para el cliente con el menor riesgo posible, sin fallas humanas u operar comprando y vendiendo activos que cotizan en el mercado de valores de Estados Unidos online y en tiempo real", dice Galarza. "Si bien es posible operar acciones de empresas locales a través de ADRs (como Pampa,

YPF, Galicia), estadounidenses (Apple, Netflix, Coca-Cola) e internacionales (Alibaba, Volkswagen, por ejemplo), el producto más atractivo son los ETFs, los Exchange Traded Funds”, recomienda.

“Los ETFs son un producto similar a los fondos comunes de inversión pero con costos mucho menores y cotización permanente, permiten lograr exposición a todo tipo de activos: oro, petróleo, litio, soja, *real estate*, bonos del todo mundo, o incluso a sectores particulares, como la biotecnología o los autos eléctricos”, explica Galarza y remarca que “son claves para los pequeños ahorristas, ya que les permiten lograr una gran diversificación sin importar el monto invertido y a un bajo costo”.

Finalmente, otro tema que quienes estén pensando en invertir en el exterior no pueden dejar de analizar es el impositivo. Las inversiones fuera del país se declaran anualmente ante la AFIP y esos fondos y sus eventuales ganancias pagan impuestos en la Argentina.

“En Estados Unidos, como inversor extranjero, el único impuesto que se paga siendo un no-residente es el Withholding-Tax (retención de impuestos) toda vez que se cobra dividendos de acciones o ETFs registrados en Estados Unidos (puede tomarse a cuenta del impuesto a las Ganancias)”, explica Mariano Sardans, experto en asesoramiento financiero.

“Cualquier otro ingreso, como ser intereses de un bono o una diferencia de precio por la compra/venta de una acción o cualquier otro título no está alcanzado por impuesto alguno en Estados Unidos. Sí obviamente paga impuestos en la Argentina (va a escala del impuesto a las Ganancias para el primer caso –los intereses– y aplica un 15 por ciento para el segundo –ganancias de capital), salvo que se trate de bonos argentinos o de Brasil”, detalla Sardans.

Por último, Bano pone la lupa sobre la carga tributaria y alerta a los inversores que “por un tema de costo impositivo, una inversión en bonos de países del primer mundo que rinden muy poco termina generando una carga impositiva mayor que la ganancia obtenida”. <AP> M.F.



Empresas

Golpeado pero no abatido

El mercado de deuda corporativa sufrió el impacto de las regulaciones del BCRA. La alternativa que mejor cierra son las emisiones dollar linked. También podrían surgir ON en pesos atadas a inflación o a Badlar. Las proyecciones para 2021.

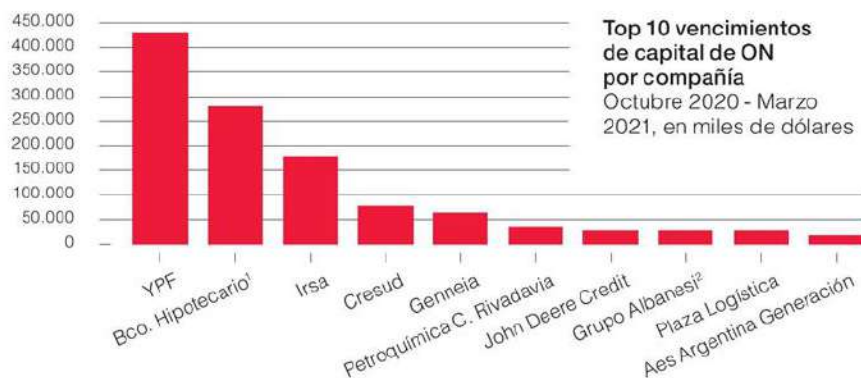
La volatilidad del mercado de cambios y la intención de las autoridades monetarias por intentar aquietarlo con más restricciones le cortó las alas a uno de los pocos activos del mercado local que tenía el voto favorable de los inversores. Puso un manto de duda, las cotizaciones acusaron recibo y los inversores apretaron el botón de *stand by*.

El mercado de deuda corporativa de obligaciones negociables (ON) en

dólares recibió el golpe el 15 de septiembre, cuando se reguló el acceso de las empresas al Mercado Único Libre de Cambios (MULC) para cancelar vencimientos, y aunque desde ese momento hasta el cierre de esta edición poco queda tal cual lo escribió el directorio del Banco Central en la Comunicación A 7106 (que regula muchos otros aspectos también), tanto empresas como inversores siguen buscándole la vuelta a una alternativa de financiamiento e inversión que sirve a ambas partes.

“Las nuevas restricciones cambiarías tendrán un impacto negativo en el mercado de deuda en moneda extranjera, principalmente porque obliga a los emisores a incumplir los términos y condiciones de esas obligaciones. Esto implica un mayor riesgo de default para las empresas argentinas, especialmente para el sector corporativo no financiero, poniendo de manifiesto la elevada incertidumbre y falta de reglas claras del país”, evalúa Pablo Artusso, Assistant Vice President y analista de Moody’s Local Argentina.

La regulación en cuestión determina que las empresas e instituciones financieras con vencimientos de capital por más de US\$ 1 millón entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021 solo están habilitadas a acceder a dólares en el mercado oficial por el 40 por ciento de esa deuda. Para el 60 por ciento restante debían presentar un plan de reestructuración a dos años. Claro que, en estas cuestiones, las



(1) En proceso de canje (2) Incluye ON Clase 10 emitidas por Generación Mediterránea y ON Clase 2 emitida conjuntamente por Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. Fuente: Moody's Local Argentina, basado en información pública.

▲ autoridades proponen pero el mercado muchas veces dispone.

Con el correr de los días, la presentación de la primera oferta de reestructuración (que correspondió a Banco Hipotecario) y la baja aceptación por parte de los inversores llevó a que las regulaciones fueran flexibilizándose. “El BCRA está buscando la forma de generar alternativas para que las empresas con deudas en el exterior puedan cancelarlas. Recientemente se conoció que las empresas con vencimientos de deuda mensual superior a US\$ 1 millón podrán usar las divisas generadas por sus exportaciones para cancelar sus obligaciones, por ejemplo. Esta es una buena noticia, ya que, a poco de reestructurar la deuda soberana, no era una buena señal que el fantasma del *default* se instale entre las deudas corporativas”, resume Pablo De Bernardi, director del sector corporativo de PPI.

Los vencimientos de capital de obligaciones negociables vigentes entre el 15 de octubre de este año hasta el 31 marzo 2021 ascienden a US\$ 1253 millones de acuerdo con los datos de Moody's Argentina y la película sobre cómo, finalmente, se terminará haciendo frente a esos compromisos recién se está rodando.

“Quedó demostrado con la poca aceptación del canje de la ON de Banco Hipotecario que algo había que hacer porque más empresas podían llegar a fracasar y, eventualmente, entrar en *default*”, destaca por su parte Gustavo Neffa, socio de Research for Traders y hace foco en un dato que va más allá de la deuda corporativa y que es la madre de todos los problemas: “Eso no elimina el riesgo que sigue latente, que es la cantidad de reservas reales netas que existen en la bóveda del BCRA. Lo que importa es seguir la dinámica de las mismas y de los depósitos, ambos en caída en los últimos meses”.

La situación de hoy dista mucho de la que tanto empresas como inversores imaginaban cuando el canje de deuda soberana estaba a punto de ser atado con moño y parecía abrir la puerta a la posibilidad de recuperar cierto dinamismo en el mercado de capitales. El

tiempo de festejos fue efímero y rápidamente la sucesión de medidas, marchas y contramarchas para controlar el precio del dólar ahogó los buenos pronósticos.

“El sector corporativo deberá afrontar un mercado de deuda cerrado o asumir un costo de financiamiento en dólares incompatible con las tasas de rentabilidad locales”, postula Artusso y aclara que desde la calificadora entienden “que las empresas argentinas tomarán una posición defensiva, reduciendo significativamente su plan de expansión y revisando sus estructuras de costos”.

Mantenerse en carrera

Resiliencia y capacidad de reinventarse es la clave en la que operan los jugadores argentinos. La necesidad manda, y los jugadores se adaptan. Tanto las grandes empresas como PyMEs irán buscando alternativas de emisión y si una puerta se cierra –la de las emisiones en dólares– otras podrían abrirse más camino. ¿Cuáles? Las *dollar linked* o las ajustadas por alguna variable, por ejemplo.

“Dentro de lo que es la coyuntura, el mercado de capitales argentino es una forma de financiarse complementaria a la bancaria y cada vez son más las empresas que buscan tener esta alternativa”, dice De Bernardi, de PPI, con la mirada en ambos lados, el de las empresas y también el de los inversores. Elige remarcar el lado positivo: “Las PyMES encontraron en el mercado de capitales una alternativa ágil y con tasas muy competitivas y son cada vez más las que se financian en el mercado, comparando en cada momento quién ofrece la mejor tasa”.

“La gran liquidez que hay en el mercado es una oportunidad para las empresas que necesitan financiarse y el

“Quedó demostrado con la poca aceptación del canje del Hipotecario que algo había que hacer porque más empresas podían llegar a entrar en default”.

Gustavo Neffa, Research for Traders.

“momento” determinará la clase de activos a suscribir. Si el mercado ve una eventual devaluación en el mediano plazo, buscará cobertura en activos atados a esta variable (dólar *linked*). Pero superada esa instancia, se podrán analizar otras variables atadas a tasa Badlar o CER”, indica De Bernardi.

“Las ON *dollar linked* van a emitirse cada vez más porque es lo que pide el mercado como protección y porque son pagaderas en pesos, lo cual no baja el nivel de reservas”, aporta Neffa. En ese sentido, “el éxito de la colocación del Gobierno Nacional sirve como incentivo a un mercado de emisiones privadas en dólares que se vio alterado por el deterioro de la coyuntura económica”.

En un sentido similar, desde la mesa de operaciones de Grupo SBS diferencian entre los distintos segmentos corporativos. “El mercado de deuda *hard* dólar se mantiene en *stand-by* por las medidas adoptadas por el BCRA. Sin embargo en este contexto de crisis cambiaria, con una brecha entre la cotización oficial y la implícita en el precio de los activos por arriba del 100 por ciento, la búsqueda de activos que brinden cierta cobertura a los movimientos del tipo de cambio volvió a darle impulso al mercado dólar *linked*, que en este contexto se operan en mercado secundario en niveles de tasa de entre -3,5 y 0 por ciento”, explican en la mesa de Grupo SBS.

El test de cuánto apetito tienen los inversores corrió por cuenta del soberano. “Si bien no hubo en las últimas semanas colocaciones corporativas de productos dólar *linked*, si lo hizo el soberano con un bono a 1 año que se cortó en un nivel de 0,10 por ciento de tasa y hoy rinde en niveles de -4,90 por ciento, lo que da sobradas muestras de que sigue existiendo atractivo para este tipo de productos”, dicen desde SBS.

Se refiere a los títulos con que el Estado salió a buscar inversores a principios de octubre. Se adjudicaron el equivalente a US\$ 1766 millones a una tasa de 0,10 por ciento anual. El título se suscribe en pesos y se enmarca dentro de la estrategia de incentivar las inversiones en moneda local. El vencimiento

será en noviembre de 2021 y devolverá pesos al tipo de cambio oficial.

Buscar valor

¿Dónde está el valor o la oportunidad para los inversores? De los programas de ON que ya están en el mercado, muchas de ellas *hard dollar*, pero con vencimientos por fuera del calendario de restricciones que impuso el BCRA (31/3), los analistas separan las aguas. Listan las que a su juicio conllevan más riesgo y las que menos.

“Si analizamos las emisiones *hard dollar*, hay alternativas válidas, algunas con poco riesgo y otras con alto riesgo pero que son relativamente cortas y muy atractivas a estos precios”, dice Neffa. Y desglosa: entre las primeras menciona la ON de Vista Oil & Gas que vence en 2021 y tiene un cupón de 7,88 por ciento, así como la que vence en 2024 y que tiene un cupón de 3,5 por ciento. “También Tecpetrol, cupón 4,875 por ciento con vencimiento en 2022 es otra alternativa para aplicar los dólares MEP o invertir con pesos, así como los bonos de Arcor que vencen en 2023 con cupón de 6 por ciento. Estos cuatro bonos fueron emitidos bajo legislación argentina y abonan el capital al vencimiento”, detalla el especialista socio de Research for Traders.

“Si bien este conjunto de medidas (las del BCRA) afectó el precio de los bonos, el perfil de riesgo de las compañías sigue siendo atractivo, y si uno es riguroso con el proceso de selección de los créditos se pueden encontrar oportunidades interesantes en el mercado secundario”, explican desde Grupo SBS y agregan: “De esta manera los créditos más relevantes de la curva *hard dólar* pasaron de niveles de tasa de entre 5 y 12 por ciento a niveles de entre 10 y 19 por ciento”.

Otros papeles que mencionan los analistas son las ON emitidas bajo ley extranjera, que tienen mayor liquidez en el mercado internacional. Entre ellos figuran los bonos de Pan American Energy con vencimiento en 2021 y cupón de renta de 7,875 por ciento anual. Esta ON paga intereses semestralmente y amortiza en tres cuotas anuales.

El contexto y el sector en el que opera cada empresa es el que determina, en definitiva, la inversión. Artusso, de Moody's Argentina, dibuja el panorama a mediano plazo: “La mayor incertidumbre y la volatilidad en los tipos de cambio, en conjunto con una demanda agregada que se mantiene deprimida por los efectos del coronavirus tendrán un impacto negativo sobre la rentabilidad de las compañías locales. Particularmente esperamos mayores presiones sobre las empresas reguladas o con precios congelados que presentan una estructura de costos fuertemente dolarizados”.

En ese sentido, para quienes están dispuestos a asumir una cuota más alta de riesgo, y obvio una mayor TIR, Neffa menciona “la ON de Edenor 9,75 por ciento con vencimiento en 2022, y las ON de YPF con vencimiento en 2024 y 2025. La que vencen en 2024 pagan intereses semestralmente y abonan el capital en tres cuotas anuales. En tanto, la que vence en 2025 paga intereses en forma semestral y amortiza al vencimiento”.

La situación en el mercado local va desacoplada, una vez más, de lo que sucede en el mundo. Pero aunque el hilo se tensó más en los últimos meses por medidas que el mercado no bendice y, sobre todo, por la falta de confianza en cuál será el rumbo, en 2019 ya se evidenciaba la dificultad por seducir inversores.

El VP de Moody's lo pone en estos términos: la situación local “contrasta con el contexto global actual de elevada liquidez y tasas de interés reales negativas en los países desarrollados, lo que ha llevado a una mayor colocación de títulos en la región comparado con 2019”. Y aclara que “es importante remarcar que el mercado de crédito en dólares ha disminuido significativamente en el país desde 2018. Durante 2016 y 2017, las empresas emitieron más de US\$ 5000 millones anuales, mientras que en los últimos tres años el promedio no alcanzó los US\$ 2300 millones y, especialmente en 2020, prácticamente todas las emisiones fueron por refinanciación de pasivos”. <AP> M.F.

Acciones

Sin rumbo ni rebote a la vista

Con un deterioro en dólares que arrancó en agosto de 2019 y continúa, el S&P Merval se desacopló de la recuperación de las demás bolsas de países emergentes. Cuáles son las proyecciones de los expertos para los próximos meses.

Las acciones de las compañías argentinas han sufrido en los últimos meses un embate tras otro. Al cimbronazo que representó el sorpresivo resultado de las elecciones PASO celebradas en agosto de 2019 le siguieron los vaivenes en torno a la reestructuración de la deuda, la pandemia del coronavirus, la incertidumbre económica y cambiaria, y la falta de un rumbo claro que conduzca al equilibrio fiscal. Tampoco han faltado señales poco amigables al mercado como la maraña de regulaciones destinadas a controlar la salida de dólares o el congelamiento de las tarifas.

El derrumbe de la renta variable local se inició con el resultado de las primarias, pero lejos estuvo de detenerse allí. El lunes posterior a dichos comicios, las acciones de las compañías argentinas medidas en dólares se hundieron 48 por ciento en promedio y el S&P Merval cayó de la zona de US\$ 900 a la de US\$ 450. El índice de la Bolsa porteña anotó así la segunda pérdida diaria más vertiginosa de la historia de un índice bursátil, detrás del desplome de 62 por ciento que sufrió el índice de la bolsa

de Sri Lanka en 1989. El deterioro continuó, y hoy el S&P Merval medido en dólares –a la cotización del contado con liquidación– no logra superar el techo de los US\$ 300 (al cierre de esta edición se ubicaba en US\$ 288).

Misma suerte corrieron las acciones de las compañías argentinas que cotizan en el exterior. La gran mayoría de los ADR locales hoy valen tan solo una fracción del precio que supieron tener. Desde las PASO, la amplia mayoría de las acciones de las empresas argentinas en Wall Street acumula desplomes superiores al 50 por ciento. Superan el 80 por ciento en el caso de importantes compañías como Edenor, el Banco Macro o el Grupo Financiero Galicia. El Banco Francés, el Banco Supervielle, YPF, Corporación América, Central Puerto, Transportadora de Gas del Sur e IRSA acompañan esta tendencia, al acumular todas ellas desmejoras que oscilan entre 70 por ciento y 79 por ciento. Mientras que Cresud, Pampa Energía y Loma Negra no se quedan del todo atrás, con retrocesos que se sitúan entre 65 por ciento y 68 por ciento.

Las profundas caídas lejos estuvieron de apaciguarse este año. Desde que comenzó el 2020 las pérdidas llegaron hasta un 70 por ciento, lideradas por el Holding Corporación América. De cerca le siguen YPF, con un deterioro de 69 por ciento, el Banco Macro y el Grupo Financiero Galicia, rojos respectivos de 63 por ciento y 60 por ciento, el Grupo Supervielle, Cresud, Tenaris, Irsa y el Banco Francés, con bajas que rondan el 55 por ciento cada una. Edenor, con un retroceso de 51 por ciento, también se destaca entre las acciones argentinas con peor desempeño.

Tampoco la reestructuración de la de deuda logró ponerle un freno a la caída. Prueba de ello quedó reflejada en el hecho de que el S&P Merval cerró septiembre con una pérdida del 22 por ciento medido en dólar CCL y un retroceso de 11,7 por ciento medido en pesos. Los ADR, por su parte, se hundieron entre 11 por ciento y 35 por ciento en el mes, encabezados por YPF, que se desplomó un 35,8 por ciento, el Grupo

Financiero Galicia, que cayó 30,1 por ciento, el Banco Supervielle, que retrocedió 29,2 por ciento y el BBVA Banco Francés, que perdió 24.8 por ciento.

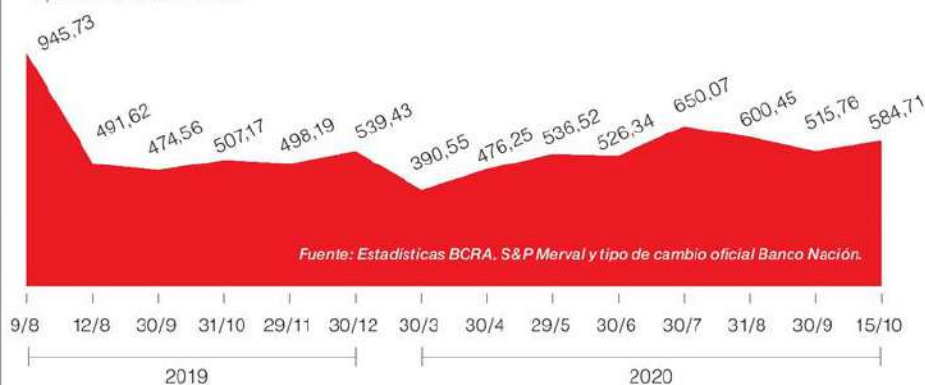
Si bien la pandemia de coronavirus jugó un rol significativo en estos retrocesos, un análisis del comportamiento mostrado por los mercados financieros internacionales durante el corriente año expone que el trasfondo detrás de dichos deterioros tiene un fuerte componente local.

Como ejemplo sobresale el hecho de que los índices de referencia de Wall Street, luego de haber sufrido pérdidas de dimensiones históricas en el inicio de la pandemia, se recuperaron y desde hace meses ya exhiben saldo positivo en el balance de este año. El Dow Jones ronda los 28.700 puntos y ofrece una variación positiva del 0,6 por ciento. El S&P 500 anotó máximos, se sitúa en 3500 puntos y acumula un alza superior al 9 por ciento en el año, mientras que el tecnológico Nasdaq también

Los profundos retrocesos de las acciones de las empresas locales, mayores que los que se ven en países de la región o en emergentes, ponen de manifiesto el desacople. La renta variable argentina sufre no solo los efectos de la pandemia, sino también por la incertidumbre y las dudas respecto a la situación económica y financiera que atraviesa el país. “Los activos argentinos perdieron correlación con las bolsas del exterior, jugando su propio partido con los fundamentos locales que tienen más peso en este momento”, resumió Porfolio Personal Inversiones (PPI) en un informe publicado el pasado 14 de octubre.

En dicho trabajo, los analistas de PPI agregaron: “A esta altura el mercado pide un cambio fuerte de expectativas, con un plan económico que corrija los desequilibrios fiscales y monetarios. Y por ahora las señales son nulas. El Gobierno parece encerrarse en la dinámica actual de parches de corto plazo con el objetivo de ganar tiempo, pero sin

El S&P Merval, medido en dólares
Tipo de cambio oficial



opera en valores récord: se disparó a 11.900 unidades y ofrece una suba de 32 por ciento desde que empezó 2020.

Más cerca en el mapa, medidos en dólares, la Bolsa de México acumula una caída de 21,5 por ciento en el año, el índice Bovespa de Brasil perdió 39 por ciento, la Bolsa de Colombia pierde 40 por ciento, la de Chile, 26 por ciento y la de Perú, 19,5 por ciento. El promedio de los países de Latinoamérica, en tanto, exhibe un rojo de 35 por ciento.

solucionar los problemas estructurales empeora la coyuntura”. Y en ese sentido, remarcaron que “cada día que pasa sin noticias sobre un cambio de rumbo, es una mala noticia para el mercado”.

Juan Ignacio Paolicchi, analista de Eco Go, aporta una visión similar. “El mercado está esperando medidas que generen confianza. ¿Cuáles serían? Un programa creíble con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y un plan fiscal consistente con la casi nula dis-

ponibilidad de financiamiento que tiene la Argentina. Desde que asumió el Gobierno, sistemáticamente se han tomado medidas en el sentido contrario. La única buena noticia fue el acuerdo por la deuda, pero duró una semana”, indica. “La Argentina está en una situación muy delicada y va a tener que dar señales de mucha confianza si quiere dar vuelta el tablero”, agrega.

También así lo cree Ignacio Solari, analista de Research de InvertirOnline. En su opinión, “los inversores se encuentran a la expectativa de nuevas medidas por parte del Gobierno que tracen un horizonte más claro para la recuperación económica”.

Buscando un piso

Para poner en contexto el nivel de deterioro actual, bien cabe recordar que en 2008, el Merval medido en dólares cayó hasta niveles de US\$ 220, mientras que en 2001 se hundió hasta US\$ 57. Esto significa que a niveles actuales, las acciones argentinas aún se encuentran en promedio un 30 por ciento por encima de los niveles que mostraban en 2008.

Consultado respecto a si las acciones de las compañías argentinas pueden seguir cayendo, Paolicchi argumenta: “Sí, siempre pueden seguir cayendo. No están en los valores mínimos que alcanzaron durante la pandemia, y pueden ir hacia esos lugares si la Argentina no da las señales que tiene que dar”. En ese sentido, explica que “el mercado está muy poco dispuesto a demandar activos argentinos” y que eso provoca mayor impacto en la renta variable.

Al respecto, analiza: “Si la Argentina no logra un programa consistente con el FMI, si no logra encauzar los desequilibrios fiscales hacia un sendero sostenible, dado que no puede seguir financiando el déficit con emisión, y si el país no logra solucionar el problema cambiario, las empresas probablemente enfrentarán un panorama con menor nivel de actividad, mayor incertidumbre y más inflación. Todo eso terminará impactando sobre el flujo de caja, más allá de que el flujo de cambio en dólares también se verá deteriorado cuando el tipo de cambio suba, algo que será in-

evitable si la Argentina no logra solucionar sus problemas de fondo”.

Ahora bien, pese a este sombrío panorama, el analista de Eco Go también vislumbra un escenario de oportunidades. “La Argentina tendrá que hacer muchos esfuerzos en el mal sentido para que las acciones sigan cayendo. Porque el mercado, ante pequeñas señales ya algo recupera. Eso es porque en el mundo hay mucha liquidez, después de la inyección de la Fed y el Banco Central Europeo (BCE). Entonces hay una necesidad de encontrar activos con buenos rendimientos frente al contexto de tasas bajas. Con el Merval en dólares en mínimos, cualquier señal que vaya en el sentido correcto provoca un flujo hacia activos argentinos”, dice.

Sobre estos mismos puntos, Solari añade: “Será muy importante ver qué nuevas medidas se llevarán adelante y cuáles serán las demandas que efectuará el FMI en noviembre cuando regrese para iniciar las negociaciones por un nuevo programa. En las últimas semanas se tomaron una serie de medidas, como por ejemplo la suba de tasas de pases y la reducción de retenciones para algunos sectores estratégicos, con el objetivo de traer estabilidad cambiaria y restablecer la confianza. Creo que estas acciones fueron por el camino correcto, aunque no son suficientes para generar el impacto deseado en los mercados”. Es por ello que, a su entender, “salvo que se tomen medidas que modifiquen este rumbo, vamos a continuar viendo la tendencia bajista en el Merval medido en dólares”.

Por último, imaginando un escenario en el que la turbulencia pueda apaciguarse, Solari puntualiza cuál podría ser el sector con mayor recuperación: “Con un horizonte de largo plazo y en un escenario de normalización, el sector bancario ha sido muy castigado y a este nivel de precios tiene potencial de crecimiento pensando en una fase de recuperación económica. En el corto plazo, Aluar y Ternium son compañías que venden la mayoría de sus productos al exterior y ante una posible devaluación del tipo de cambio oficial podrían verse beneficiadas”. <AP> *Tomás Carrió.*

Inversiones

Asegurar la solvencia

Cómo arman sus carteras las compañías de seguros para proteger su patrimonio en medio de la inestabilidad cambiaria. Qué instrumentos eligen hoy para preservar su liquidez.

La pandemia terminó de traer todavía más incertidumbre a una economía en recesión, que se vio profundizada con la crisis cambiaria que comenzó en abril de 2018. Este escenario plantea a las aseguradoras la difícil tarea de no perder contra el dólar y la inflación, al tiempo de garantizar la liquidez necesaria que les permita honrar su compromiso en el momento del siniestro.

Dentro de las opciones para preservar sus activos, las aseguradoras cuentan con el menú de instrumentos locales avalado por la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN). En esa línea definen el perfil de su cartera de inversiones en función de su naturaleza y rama del seguro.

Según datos de la consultora 1816 al segundo trimestre de 2020, la torta de inversiones de compañías de seguros estaba conformada de la siguiente manera: 37 por ciento Títulos Públicos, 34 por ciento en Fondos Comunes de Inversión (FCI), 12 por ciento en Obligaciones Negociables (ON) y 9 por ciento en Plazo Fijo (PF).

Las aseguradoras más chicas suelen asesorarse en el manejo de sus inversiones con un administrador que arma y gestiona una estrategia a su medida y, mayormente canalizan sus inversiones

▲ a través de FCI, explica Nicolás Alberto, director de Mills Capital Markets.

Y sigue: “Medianas y grandes colocan en FCI sus inversiones de corto y mediano plazo, pero también compran emisiones de forma directa. Muchas compañías de seguros están apostando al Bono dólar linked emitido por el Gobierno recientemente. Hay un gran apetito por ese instrumento porque les permite cubrirse ante una potencial devaluación y es una forma de estar comprando un activo atado al dólar”.

En qué invierten

A la hora de manejar sus inversiones, en Insur se definen como conservadores. No tienen una meta de rentabilidad establecida, porque el objetivo principal es mantener la liquidez y tener una cartera dolarizada ya que la mayoría de sus compromisos son en esa moneda.

A través de planificaciones semanales y mensuales manejan su *cash flow* e invierten principalmente en FCI abiertos y cerrados. “Preferimos tener nuestra cartera dolarizada, aun sabiendo que el rendimiento de esas inversiones no es alto, porque el 70 por ciento de nuestras ventas y, por ende, nuestra siniestralidad es en dólares”, explica Daniela Cuscione, subgerente de Administración y Finanzas de Insur.

En Río Uruguay Seguros (RUS), la estrategia es diversificar. Inmuebles es uno de los principales activos (40 por ciento) y el resto de las inversiones se distribuyen mayormente en FCI de distintos tipos, Plazo Fijo y Títulos Públicos, en pesos y en dólares. “Eso es lo que estamos haciendo, dentro de lo que permite el sistema, para tener rentabilidad. El objetivo es no perder cobertura y mantener el poder adquisitivo de nuestra moneda”, dice Juan Alberto Auer, coordinador de Administración y Finanzas en Río Uruguay Seguros (RUS).

Por su parte, Néstor Allassia, gerente de Inversiones de Grupo Sancor Seguros, señala que anticipándose a la posibilidad de que la pandemia afectara los ingresos armaron un plan para garantizar la liquidez y cubrir necesidades que pudieran surgir, que afectaron a fondos de Money Market y T+1.

“Son instrumentos que permiten hacerse del dinero rápidamente en caso de necesidad. Pero como no fue necesario hacerlo, los fuimos absorbiendo. Los ingresos se resintieron en cierta medida con la pandemia, pero a la par bajaron algunos gastos”, indica.

La compañía tiene una meta de rendimiento del 38 por ciento, de junio 2020 a junio 2021, y los instrumentos se definen en pos de ese objetivo. La cartera se reparte de manera equitativa en bonos dólar *linked*, Badlar y CER y, otra parte porción está alocada en Letras del Gobierno y de algunas provincias.

“Estamos repartidos de esta forma porque el escenario es incierto y no se sabe qué puede ocurrir. Más que ganarle al dólar, buscamos ganarle a la inflación”, enfatiza Allassia.

Contexto complicado

Los entrevistados coinciden en que lo más difícil es encontrar una cobertura contra la turbulencia económica, protagonizada mayormente por la crisis cambiaria. En ese sentido, Alberto agrega que las compañías de seguros sufrieron mucho en los últimos dos años el impacto de la renegociación de la deuda y la volatilidad, entre otras variables.

En RUS el gran desafío es no descalzarse y encontrar un equilibrio con los instrumentos que les permita “dentro de seis u ocho meses, cuando tengamos que pagar una obligación nos sirva el dinero que tenemos hoy”, dice Auer.

Por su parte, Mariana Maldonado, jefa de Tesorería y Finanzas, identifica un nuevo problema que se les presenta a algunas compañías: la imposibilidad de suscribir a fondos bimonetarios, a partir de la readecuación de los FCI exigida por la Comisión Nacional de Valores (CNV) en abril.

El problema entonces es cómo mantener una cartera dolarizada para cumplir sus compromisos en esa divisa. En ese sentido, acceden a ON en dólares con pesos y resignan liquidez o suscriben a bonos dólar *linked* “aunque no es un instrumento que nos cierra del todo en cuanto a su rentabilidad”.

“Lo ideal está distante de lo real”, enfatiza Allassia y agrega que “estos ins-

trumentos son los que hay. El mercado financiero está poco desarrollado, aunque ese es un problema estructural que no sabemos cuándo se va a solucionar”.

No obstante, la industria está en diálogo permanente con el Gobierno y ellos a su vez van generando instrumentos de acuerdo a las posibilidades. La emisión del bono dólar *linked* fue una respuesta a la necesidad de cubrir algunos riesgos tomados en dólares.

“Hace 80 años que estamos en el país y pensamos desde la Argentina. Con esa concepción nos regimos en pesos, con las condiciones del momento. No tenemos la visión de pensar en instrumentos de otros países”, destaca.

Para Cuscione, la gama de instrumentos es grande, pero el problema está dado en las limitaciones de las compañías para acceder a esos instrumentos. “Insur necesita tener un porcentaje dolarizado para estar calzado con sus compromisos, y a muchos instrumentos con mayor liquidez no se puede acceder. Sin embargo, estamos conformes con las decisiones tomadas. No es que no busquemos la rentabilidad, pero tenemos otros objetivos. Queremos que el negocio sea rentable”, afirma.

A su turno, Auer advierte que desde la salida del canje no se pudo encontrar un modelo que genere una buena perspectiva financiera pero que, en la medida en que se establezcan reglas claras, se irán generando nuevos instrumentos. “No somos una empresa que ha apostado históricamente a hacer un rendimiento financiero en títulos públicos, sino que siempre hemos tratado de invertir en la economía real, en proyectos de la economía regional y en financiar cadenas de valor porque es lo que nos define como cooperativa”.

Como conclusión, Cristian Villarroel, vicepresidente de MILLS S.G.R. señala que las compañías de seguros son jugadores fundamentales y por eso es importante generar un mercado acorde a sus necesidades. “En la medida en que se continúe normalizando más el mercado de capitales van a poder aportar más a la economía real. Ellas son las principales compradoras de cualquier instrumento”. <AP> Sol Drincovich

Bancos

Elefantes ágiles

Por años, las fintech fueron las únicas capaces de cristalizar la innovación. Pero este año los bancos dieron un salto cualitativo: digitalizaron sus operaciones y rearmaron equipos para que la agilidad no sea solo de startups.

Por Florencia Pulla

Los elefantes son los animales terrestres más grandes del mundo: toscos y lentos, llegan a pesar hasta 6000 kilos en su edad adulta. Su actitud parsimoniosa los pone en las antípodas de la agilidad de las gacelas, que pueden moverse rápido si los acecha un depredador con movimientos elegantes. Pero los elefantes corren con una ventaja: están entre las criaturas más inteligentes del mundo animal y, por su peso específico, sus pisadas son temidas.

Una analogía parecida podría hacerse con los bancos: pesados, con sucursales que les dan capilaridad pero que significan una inversión en *real estate* y en recursos humanos, manejan el dinero del 48 por ciento de los argentinos, según datos de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) de principios de 2020. Y sin embargo, las *vedettes* de inversores y medios son las *fintech*: ágiles y con estructuras más parecidas a las startups tecnológicas, no acarrean *legacy* y pueden innovar más rápido, adaptándose a un mundo cada vez más cambiante.

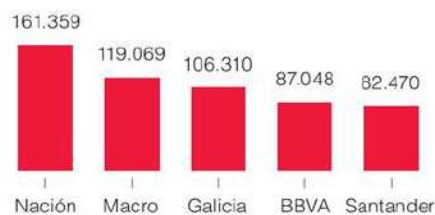
Pero la realidad de los bancos argentinos hoy es más bien diferente: ven a

Google y Amazon como competidores directos en materia de innovación y apuestan a mejorar sus servicios para una nueva generación de usuarios que piden de sus bancos más que sillones lindos para descansar en las sucursales.

En palabras de Diego Salama, a cargo del área de Tecnología y Operaciones del Santander, los bancos apuntan a competir en las grandes ligas. "En unos años van a existir súper *apps* y los bancos van a estar en ese segmento. Igual que Uber, Rappi o Netflix, los productos bancarios van a estar en la misma góndola. En ese contexto, las *fintech* no me preocupan: son generadoras de buenas ideas y tienen agilidad para construir rápido pero si los bancos se organizan pueden tener el mismo dinamismo con una espalda

Los cinco bancos más grandes, por patrimonio neto

En millones de pesos



Fuente: BCRA. Datos a marzo 2020.

más grande. Los bancos cuidan patrimonios; dinero. Nadie quiere dejar sus ahorros en una *app* de *delivery*".

Para jugar ahí tuvieron que cambiar: invirtieron fuertemente en transformar sus equipos para correr adelante, y no atrás, de la competencia local que hoy también incluye, además de cientos de *fintech*, a cuatro bancos digitales con licencias nuevas o compradas.

"Nunca vi a un elefante volar", cantaban los cuervos amigos de Dumbo en la película de Disney de 1941. Algunos aprendieron a tiempo.

El dinero vi volar sin aterrizar

A todos les gusta la historia de David y Goliat: disruptivos versus incumbentes. Y un poco la historia de las *fintech* en los últimos años fue esa. De 2010 a

2019 la inversión de Venture Capital en el segmento creció sin parar: de US\$ 1890 millones a principio de la década a US\$ 53.000 millones al cierre del año pasado, según Statista.

En la Argentina, el segmento explotó en 2018 con la doctrina Llach: dejar hacer sin regulación para que el sector crezca. Con foco en pagos y microcréditos, ese año se convirtieron en 133 las empresas nativas digitales que se dedicaban a dar servicios financieros por internet. MercadoPago, Ualá, Moni, Afluenta, entre otros grandes *players*, empezaron a cobrar mayor relevancia.

Ese "veranito fintech" empezó a mostrar sus primeros nubarrones a principio de este año, con el cambio de gestión del Banco Central. Las primeras medidas de la gestión de Miguel Pesce apuntaron a las soluciones de pago: luego de varias presiones cruzadas entre los bancos, el BCRA avanzó con una serie de normas que apuntaban a cuidar "la transparencia" de las operaciones y evitar que las *fintech* realicen lo que se conoce como intermediación financiera, es decir que usen los depósitos de sus clientes para prestarles a otros usuarios, una práctica común en Internet.

La regulación incluye la obligación de depositar el 100 por ciento de los fondos de los clientes en cuentas a la vista en pesos en entidades financieras del país y de mantener separados los saldos de las billeteras de los montos que el cliente



invierta en cualquiera de los productos que estas ofrezcan. Algunos pusieron el grito en el cielo. “Juegan a favor de los bancos que tienen más liquidez”, se quejaba el gerente general de una *fintech* de préstamos, *sotto voce*.

Lo cierto es que, más allá del terreno regulatorio que tiene como deudas la interoperabilidad y las transacciones 3.0, los bancos se estuvieron preparando durante todo 2019 para dar el batacazo y no perder *market share* en una economía altamente informal: según un estudio de PwC, 70 por ciento de los ejecutivos bancarios le temen a esa pérdida de mercado más que a otra cosa.

Los números les dan la razón: este año Ualá, la *startup* fundada por Pierpaolo Barbieri y fondeada por George Soros y Tencent, llegó a las dos millones de tarjetas prepagas emitidas y se expandió a México; MercadoPago, líder, sacó su cuenta digital como marca unificada y llegó a casi cuatro millones de usuarios en el país.

“No queremos innovar por innovar. Los bancos queremos productos que sean fáciles de usar y, sobre todo, que sean seguros. La pandemia nos hizo dar un salto en la digitalización pero muchos de estos proyectos nuevos llevan años de pequeñas modificaciones sobre el *legacy* bancario”, explica Milagro Medrano, gerente de Relaciones Institucionales y Atención al cliente de Banco Macro. Y da un ejemplo concre-



▲ Milagro Medrano, gerente de Relaciones Institucionales y Atención al cliente de Banco Macro.

to: “El sitio de operaciones simples que tuvimos que crear por la pandemia lo hicimos en dos semanas: hoy deja hacer *onboarding* digital, extracciones sin tarjeta y blanqueo de pin. Los bancos históricamente fuimos analógicos; nacimos en el siglo pasado. El gran desafío es poder competir con nuevos actores a la vez que abrimos las puertas de 500 sucursales todos los días”.

¿La unión hace la fuerza?

Los elefantes tienen algunos elementos a favor para competir. El conocimiento pleno del mercado en el que desarrollan sus operaciones altamente reguladas, una relación cercana y preexistente con el BCRA y la billetera para experimentar, tanto para reestructurar sus equipos puertas adentro como para aliarse con las startups financieras y llegar a nuevos segmentos de clientes o, directamente, crear *spinoffs* propias.

Ejemplos de esto último sobran. Este año, el grupo Itaú lanzó una nueva empresa dedicada 100 por ciento a lo digital, Ank, que tiene como producto estrella a una billetera electrónica agnóstica en la cual se podrán elegir distintos productos bancarios. “Es una *fintech* pero para personas bancarizadas, con una experiencia *over the top* que junta a bancos tradicionales, digitales y *fintech*. Los consumidores hoy no nece-

sitan una tarjeta más, lo que requieren es usar mejor lo que ya tienen”, explica a APERTURA Leonardo Rubinstein, un ex OLX a cargo de la empresa. Con un equipo de 50 personas y una inversión millonaria, la Argentina fue el mercado de prueba para la flamante compañía. “Siempre es bueno tener un *hub* de innovación acá”, aclara, ante la sorpresa por la inversión en este contexto.

Algo similar había hecho Banco Comafi con Nubi: también es una empresa independiente pero con mayoría accionaria del grupo bancario local. Primer socio de PayPal en el país, este año lanzó una cuenta digital propia con una tarjeta Visa prepaga internacional para poder hacer pagos con NFC. “Queremos ir a la base de la pirámide que es donde los bancos no van; la competencia ahí no es tan feroz”, reconoce Sebastián Bottcher, su gerente general.

De alianzas también se construye la estrategia de bancos para competir, un *win-win*. Ya histórica es la relación de MercadoPago con el Banco Industrial para poder manejar fondos comunes de inversión a través de la *app* y Ualá hizo lo propio con una unidad de fondos lanzada este año con el Grupo SBS.

Otros bancos decidieron crecer desde sus propios productos y con esa estrategia van a fondo. Una de las instituciones que más vio aumentar sus

▼ Diego Salama, Head de Tecnología y Operaciones del Santander.

operaciones digitales este año fue el Banco Provincia que relanzó Cuenta DNI para cobrar el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). En época de pandemia, amplió su participación en distintos grupos de usuarios, incluso de otros bancos, que la usan para pagar servicios o compras de cercanía en comercios barriales. “Los bancos estamos empezando a trabajar con un horizonte claro que se aceleró con la pandemia y que impuso nuevos tiempos. Hubo que generar mecanismos de atención que permitan sostener las operaciones. En ese contexto, ser ágiles era el principal desafío, más para un banco público que también tiene un rol social”, explica Juan Cuattromo, presidente de la entidad. Hoy, la billetera pública tiene 2,3 millones de usuarios. “Esto prueba que la banca pública puede escalar sus productos y que no son de menos calidad que los que lanza un privado”, remata.

Santander, que este mes lanzó Get-Net para competir con otros adquirientes, es otro ejemplo del lanzamiento de productos novedosos que intentan mirarse en el espejo de las *fintech*.

Pero además fue impulsor –junto con Macro, Galicia y BBVA– de Modo, una aplicación conjunta de bancos que intentará fidelizar 10 millones de clientes y competir con Mercado Libre de forma directa. ¿El argumento? Las personas cobran sus sueldos en bancos y esperan poder pagar o hacer transferencias desde sus cuentas bancarias en una aplicación unificada sin CBU.

Para el lanzamiento fueron a buscar a Rafael Soto, un ex Nubank, la *fintech* más grande de Brasil que, por el momento, decidió no avanzar en territorio argentino. “Lo que buscamos es ofrecerles a los usuarios la posibilidad de pagar como quieran; lo nuestro no es una billetera porque no tiene saldo propio. El cliente ve y usa los saldos que tiene en sus cuentas bancarias”, explicó Soto en el lanzamiento a la prensa de Play Digital, la empresa detrás de la plataforma que ya nuclea a los bancos más importantes del país. Será un agregador de pagos en donde el usuario podrá cargar sus cuentas bancarias e instrumentos de pago para utilizar en comercios

físicos y también desplegar códigos QR en las tiendas, al mejor estilo Galperin. Verá la luz antes de fin de año.

Pero quizás lo más valiente que hicieron los bancos no haya sido el lanzamiento de productos o la idea de aliarse ante un enemigo común. Su plan más ambicioso es darle forma a una transformación digital con el fin de reorganizar sus estructuras y abrazar, una vez y para siempre, las metodologías ágiles.

Convertirse en gacela

Diego Salama vuelve sobre el mismo punto una y otra vez. “Hoy, las empresas con las que competimos no son otros bancos sino empresas de tecnología. Es Uber sacando una tarjeta a los choferes; es WhatsApp como forma de transferir dinero; es MercadoPago dando créditos; es Google armando una unidad de seguros *online*. Ahí es donde está el riesgo grande de ser el Blockbuster de la industria financiera”.

Y donde pone el ojo pone la bala. Con el apoyo de Enrique Cristofani, primero (histórico presidente de la entidad), y de Sergio Lew, después (actual CEO), Salama se puso a cargo de un equipo que se puso como objetivo el cambio permanente. “El consenso de la dirección fue que había que reducir proyectos y eliminar estructuras intermedias entre la tecnología y el negocio. Por años, Tecnología fue un área marginal. Hoy, son más de 1000 personas que nos ayudaron a ahorrar \$ 20.000 millones este año desarrollando internamente y renegociando contratos con proveedores”.

▼ Juan Cuattromo, presidente del Banco Provincia, que relanzó su Cuenta DNI.



Las métricas hablan: pasaron de tener una aplicación de *home banking* de dos estrellas a un puntaje casi perfecto; crecieron 50 por ciento en clientes digitales y las altas de empresas de forma *online* ya superan el 50 de la operación.

La reorganización de la estructura en equipos interdisciplinarios fue clave: se pasó de 600 proyectos por trimestre a solo 30. Y se requirió de nuevas posiciones, formadas en experiencia de usuario y analítica de datos. “Marcamos tres prioridades: rediseñar la *app*, mejorar el *home banking* que tenía un NPS malo y asegurarnos de que las tarjetas llegasen a las casas. Cosas básicas. Había áreas de Negocio y de Sistemas que no se hablaban. Ahora, estos 30 proyectos tienen un responsable del Negocio y otro de IT que son socios”, explica Salama.

No son los únicos. Medrano, de Macro, cuyo equipo estuvo al mando de la transformación digital del banco, reconoce que pasar a metodologías ágiles fue el punto de quiebre para poder mejorar el *time to market*. “No todo es tecnología; es también cambiar la manera de pensar dentro de organizaciones muy grandes y distribuidas. El cambio genera miedo. Por eso empezamos desde células chiquitas que se fueron expandiendo a otras áreas con una consigna definida: preguntar cuál es el foco del dolor de los clientes y desde ahí co-crear con ellos. Nada entra en producción si el cliente no lo probó antes en una demo”.

Cuattromo, del Banco Provincia, coincide en la necesidad de centrar la estrategia en el cliente. “Hay que tener atención integrada para el que quiere ir a una sucursal pueda ir y el que elija operar *online* tenga la mejor plataforma. Hay toda una agenda en los bancos relacionados con cómo trabajar. La verdad es que hoy el cliente tiene movilidad y puede elegir a dónde irse y la agilidad es clave para que no se te pase esa agenda”.

Apremia convertirse en gacela sin perder la seguridad que los bancos –elefantes por sus estructuras y sus espaldas financieras– ostentan desde siempre. Para ellos, el verdadero desafío no pasa por innovar sino en aprender, como Dumbo, a volar ligeros. <AP>

Opinión

Bancos en los tiempos de la gran transformación

Por Juan Iramain (*)

“Somos una compañía de tecnología que presta servicios financieros”. Al menos media docena de CEOs de bancos globales han repetido varias veces esa frase en la última década, expresando quizá más una intención que un hecho. Tenían sus razones: el valor de las acciones de las tecnológicas sube a un ritmo mayor que las de cualquier otra industria, la mayoría de los empleados más talentosos prefieren Silicon Valley a Wall Street, y los públicos en general confían mucho más en Amazon, Microsoft o Apple que en cualquier banco. Basta mirar el Trust Barometer que Edelman publica cada año.

Los bancos tradicionales no son compañías de tecnología, ni en la Argentina ni en el resto del mundo. Al menos no todavía. Son entidades híper reguladas que prestan servicios financieros y van incorporando la tecnología al ritmo que lo permiten la lucidez de sus directivos, sus culturas corporativas y sus presupuestos. Puertas adentro, todos parecen saber que la transformación digital es el futuro. El desafío es ponerse en camino a pesar de los obstáculos.

Pero la transformación digital no es único reto que enfrentan los bancos. Sociólogos y estudiosos de megatendencias coinciden en que las expecta-

tivas sociales vienen modificándose aceleradamente en los últimos años. Multitudes pacíficas, o a veces embravecidas, han salido a las calles en todo el mundo a expresar su malestar por la falta de acceso a vivienda, salud, educación, transporte o bienes de consumo. Y la pandemia de Covid no ha hecho más que agravar la irritación, de la que todavía no vimos sus expresiones más elocuentes. Los reclamos van contra los gobiernos, aunque también contra el sector privado. Los bancos, no hay dudas, son *target*.

No hay soluciones mágicas, pero sí quizá vectores que ayudan a ponerse en el camino adecuado. Si aplican al mundo entero, cuánto más a la Argentina, donde todo parece magnificado por la profundidad de la crisis. Un esbozo podría ser:

1) Acelerar el cambio cultural interno. La inevitable transformación digital no es sólo, ni principalmente, un cambio tecnológico. Es un cambio de mentalidad de todos los empleados, especialmente de los que tienen contacto con el cliente: respuestas rápidas (en segundos), soluciones creativas, seguimiento de resolución de problemas en tiempo real. La aspiración: que la experiencia del cliente sea equivalente a la que tiene con Amazon o Mercado Libre. Menos que eso, es mentalidad analógica, siglo 20. Ya no hay paciencia para eso.

2) Apoyar el ecosistema digital. La mayoría de los bancos no son nativos digitales. Si producen sus propias plataformas tecnológicas, las hacen caras y no del todo adecuadas a las expectativas del cliente. Nacen viejas. Parece mejor asociarse con el mundo Fintech: financiar *startups* con capacidad de desarrollar soluciones creativas y eficien-

“Un sistema financiero que entiende los nuevos tiempos está repensando ya su rol para hacer viable la comunidad en la que opera. Su licencia social tiene otro precio”.

tes, con modelos de *revenue share*. Hay más chances de satisfacer a los clientes y crecer en alianza con las Fintech que compitiendo con ellas. Si no puedes con tu enemigo, únete a él y que se convierta en tu socio.

3) Fortalecer el ecosistema social. En el mundo, la vulnerabilidad del sector financiero incluye un cliente insatisfecho y un regulador poderoso. Temible combinación: el costo político de hostilizar a los bancos es casi nulo. Para colmo, la pandemia de Covid acentúa la desigualdad social y sensibiliza a todos los *stakeholders*. Un sistema financiero que entiende los nuevos tiempos está repensando ya su rol para hacer viable la comunidad en la que opera. Su licencia social tiene otro precio que hace un año: economía circular, economía regenerativa, modelos de financiamiento alternativos y un largo etcétera que todavía no se inventó. Mejor que las soluciones salgan de las usinas de los propios bancos y no de la imaginación de un legislador trasnochado.

4) Comunicar, comunicar, comunicar. El objetivo de inspirar confianza y lograr el apoyo de todos los *stakeholders*, especialmente de los clientes, sólo es posible con buena comunicación. Ni poca ni mucha: buena. La adecuada, por los canales correctos, en el tono debido. En redes, en medios, directa, a través de terceros confiables, de múltiples modos. Pero sobre todo, pertinente: hablar de lo que quiere saber el cliente, y para eso antes preguntarle qué le interesa. No hay otra manera. No es lujo, es supervivencia: en tiempos desafiantes como los que vienen, mejor contar con aliados. Cuantos más, mejor.

Épocas apasionantes, con desafíos únicos. En unos años, muchos mirarán atrás y recordarán 2020 y los tiempos que le siguieron como los de la gran transformación. Algunos lamentarán que les faltó lucidez y coraje. Otros se felicitarán por haber liderado el cambio. <AP> (*) Socio Director de INFO-MEDIA, especialista en comunicación del sector financiero.