

POLÍTICA ECONÓMICA

Edición de hoy a cargo de Luis Cortina y Jorge Liotti
www.lanacion.com/politica | @LNpolitica | Facebook.com/lanacion
politica@lanacion.com.ar

Las cifras claves de un día agitado

40%

El costo para renovar

Es la tasa que pagó el Banco Central por la renovación de las Lebac a 35 y 63 días, que representan casi 80% del total de deuda emitida con esas letras, por \$620.930 millones

Tensión económica | EL GOBIERNO ESPERA HABER SUPERADO LA CRISIS

Aflojó la corrida contra el dólar y el BCRA pudo renovar todas las Lebac

La pulseada obligó a la entidad a liquidar otros US\$791 millones de las reservas para defender el techo de \$25; el billete al público bajó a \$24,67; los inversores suscribieron Letras por \$5000 millones adicionales a los que vencían

Javier Blanco
LA NACION

El peso se fortaleció ayer 3,7% frente al dólar, pese a un contexto global adverso marcado por la depreciación generalizada del resto de las monedas contra esa divisa y por el salto al 3,09% en la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, que llegó así a su mayor nivel en siete años. Esa tasa sirve de piso para medir el riesgo país y es punto de referencia para los flujos de los mercados de capitales. Esto hace que los analistas tiendan a creer, como intuían desde anteaer, que la corrida (aunque podría tener más coletazos) comienza a quedar superada.

"Con acción coordinada lograron cambiar las expectativas", dijo Andrés Vilella Weisz, portfolio manager de Balanz Capital. "La dupla Finanzas/BCRA ganó claramente la batalla del 15M y eso ayudó", evaluó por su parte Norberto Sosa, director de Invertir en Bolsa (IED). "El partido no terminó, pero cambió claramente de rumbo. Ahora deben noquear al dólar en la semana para mostrarles a los que lo compraron a \$25 que pueden perder", sostuvo Fernando Camusso, director de Rafaela Capital. "Tal vez sea temprano para declarar terminada la corrida, pero sin dudas la jornada ha sido positiva porque se redujo la presión al dólar y se mostró a la vez que Argentina sigue teniendo acceso al financiamiento", juzgó Juan Manuel Pazos, de Puente.

La vuelta de campana que ensayó el mercado se produjo al mediodía y se profundizó con el paso de las horas. Fue cuando los que apostaban por una mayor devaluación del peso llevaban ya dos horas chocando contra el dique que había levantado desde anteaer el Banco Central para fijarle techo al dólar en \$25, cotización que en esos momentos defendió vendiendo otros US\$791 millones de las reservas.

Los futuros de esa divisa en la plaza local se negociaban a \$25,60 para fin de mes, a \$26,49 para fin de junio y a \$30,78 para fin de año (cerrarían el día a \$24,60, \$25,50 y \$30, respectivamente), y la tasa que rendía la Lebac más corta, a vencer a mediados de junio (que se colocó al finalmente al 40%) estaba al 47,86% anual.

En ese momento comenzó a trascender que las posturas para renovar o comprar Lebac ya permitían vislumbrar que el BCRA superaría sin traumas ese vencimiento, algo a lo que aportaron el elevado nivel de tasas por validar y los reaseguros y facilidades que dio el Gobierno a grandes inversores para que mantuvieran su exposición al peso.

En simultáneo se instaló el rumor que señalaba que dos grandes fondos

de inversión del exterior (se mencionó a BlackRock y Templeton) se habían ofrecido a ingresar unos US\$3000 millones al país comprando deuda de corto y mediano plazo, lo que ganó credibilidad minutos después, cuando el Ministerio de Finanzas lanzó una convocatoria inmediata a interesados en comprar la reapertura de los Bonos del Tesoro (Botes) 2023 y 2026 en pesos a tasa fija, a vencer en cinco y ocho años (ver aparte).

La novedad constituyó un revulsivo para el mercado, que se desenganchó de la tendencia mundial y, tras largas semanas de huir del peso para correr al dólar, empezó a hacer lo contrario: vender dólares para lograr pesos y poder suscribir Lebac o Botes. El clic se produjo porque se descuenta que si esos fondos se lanzaron a recomponer su exposición al riesgo argentino es porque cuentan con alguna información (a la que no tiene acceso el resto del mercado) sobre los términos y alcances de la negociación que inició el Gobierno con el FMI y, por lo mismo, se anticiparon a una estabilización del mercado.

El resultado fue una realineación de los precios de la divisa, que hizo caer de \$25,51 a \$24,67 el precio del dólar minorista, volteó de \$24,99 a \$24,05 el mayorista (que tocó un mínimo de \$23,75) y hundió de \$25,15 a \$24,40 el precio del "contado con liqui" o dólar bursátil. Esto derramó sobre el resto de los activos.

A eso hay que sumar las mejoras de precio que registraron los bonos de la deuda argentina en dólares, lo que ayudó a comprimir entre "25 y 50 puntos básicos sus tasas de rendimiento, pese al contexto de mercado adverso", observó en su informe diario SBS Group, lo que permitió que el riesgo país cayera de 500 a 482 puntos (-3,6%), pese a que el riesgo emergente subió 1,4% en el día.

A eso se sumó la confirmación de que el BCRA no solo logró renovar los \$615.877 millones en Lebac que vencían, sino que además emitió nuevas Letras por unos \$5000 millones (\$620.930 millones, tras haber recibido ofertas de compra por \$630.408 millones). Más allá de esta mayor absorción de pesos teórica, el resultado final fue una expansión monetaria de \$76.063 millones, debido al pago de intereses.

El éxito tuvo un costo muy elevado: pagó tasas del 40% para las nuevas letras a 35 y 63 días, y del 38% para las que se extienden a cuatro o cinco meses. Pero las dos primeras representan casi 80% del total de la deuda emitida. Esto implica que si en 35 días no logra dejar atrás la tensión financiera habrá otro "supermartes de Lebac", con los riesgos y costos que eso implica. ●



Los ministros Dujovne y Caputo ayer, al anunciar los resultados de la reapertura de bonos

La licitación de bonos del Tesoro alivió el mercado

En una jugada sorpresa, Finanzas lanzó dos títulos en pesos a 5 y 8 años y recaudó \$73.249 millones

Sofía Diamante
LA NACION

Después de tres semanas de turbulencia financiera, finalmente el Gobierno pudo anunciar ayer una buena noticia: licitó dos bonos en pesos (BOTE) a largo plazo por un total de \$73.249 millones. Los títulos atraerán la atención de fondos del exterior, que aumentaron la oferta de dólares con ese ingreso de capitales.

Las caras de los ministros Luis Caputo (Finanzas) y Nicolás Dujovne (Hacienda) finalmente dejaban entrever una sonrisa ayer a la tarde cuando, en conferencia de prensa, presentaron el resultado de una adjudicación que estaba fuera de

agenda. El Ministerio de Finanzas había sorprendido al mediodía con el llamado a licitación de los BOTE. La reapertura de la emisión duró cuatro horas, desde las 13 hasta las 17, y permitió recaudar US\$3000 millones aproximadamente.

Dujovne, en aparente respuesta a las críticas que señalan que hay muchos ministros del área económica, quiso "resaltar la coordinación con la que funcionamos todos juntos para llevar tranquilidad", en un día que se esperaba de tensión por el megavencimiento de \$617.800 millones de Lebac (letras del Banco Central).

La acción conjunta comenzó temprano a la mañana con el Ministerio de Hacienda, que difundió una reducción interanual de 44,6% en el déficit fiscal de abril. Por su parte, el Banco Central hizo lo suyo con una oferta inicial de US\$5000 millones para fijar el techo del precio del dólar a \$25. El jaque mate fue la re-

apertura de los títulos nacionales.

"Quiero destacar que pudimos hacer la licitación en lo que fue el peor día para los mercados emergentes", dijo Caputo, en relación con la suba del rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años por arriba del 3%, lo que hace más atractivo ese activo y limita la liquidez de capital internacional.

El BOTE con vencimiento en 2023 se licitó a una tasa fija de 19% anual y recaudó \$36.378 millones, mientras que el BOTE a 2026 recaudó \$38.147 millones a una tasa de 20%.

Caputo, además, señaló que dependiendo de las negociaciones con el FMI, el Gobierno no necesitaría buscar financiamiento externo en 2019. Para este año, el ministro ya había anunciado que el presupuesto estaba cubierto.

"Los BOTE son bonos sin liquidez a tasa fija en pesos. Los compran solamente fondos del exterior, que tratan de hacer carry trade de corto plazo, pero están expuestos a un riesgo más fuerte porque son títulos de larga duración", opinó Federico Furiase, director del estudio Eco-Go.

"Fue una artillería fina de Caputo

\$24,67

El dólar, para abajo

Es la cotización en pesos a la que cerró el dólar minorista para la venta. Es un 3,25% (o 83 centavos) menos que el día anterior, cuando el BCRA resolvió ponerle un techo a la cotización

US\$791

El precio de la contención

Son los millones de dólares de reservas que el Banco Central vendió ayer en el mercado mayorista para evitar que la cotización se disparara antes de la licitación de Lebac

"Quiero destacar que pudimos hacer la licitación en el peor día para los mercados emergentes"

Luis Caputo
MINISTRO DE FINANZAS



TELAM

lanzar la licitación de bonos en pesos una vez que el mercado entendió que tenía un techo de corto plazo con el dólar a \$25. Así, buscó incentivar la entrada de fondos de afuera, como BlackRock y Templeton [dos de las gestoras de activos más grandes del mundo], para cambiar los dólares, bajar la tensión cambiaria en medio del vencimiento de Lebac y entrar en los BOTE", agregó Furiase.

Por su parte, Mariano Sardans, CEO y fundador de FDI, indicó que es "fantástico que el Ministerio de Finanzas haya sacado esta licitación de la galera. No estaba en agenda la reapertura de tasa de emisiones. Últimamente habían estado muy castigados estos bonos. La licitación ayudó a bajar el tipo de cambio, sumado a la recolocación de Lebac, que fue un éxito también", dijo.

"Podría ser el fin de la histeria del mercado de lo que fue una crisis cambiaria, que también repercutió en los bonos argentinos. Generalmente se confunde una crisis cambiaria -que se arregla con reservas, tasas y tiempo- con crisis de todo (bancaria y de deuda)", concluyó. ●

El mayor riesgo en las PPP se trasladará al costo de la obra, dice Moody's

La calificadora de riesgo indicó, sin embargo, que los inversores están mirando más allá de la coyuntura

Sofía Diamante
LA NACION

El Gobierno había definido el 25 de abril pasado como un día "histórico". Pero lo que esperaba que sea recordado como la jornada en que comenzaba a implementarse el sistema de participación público-privada (PPP) quedó marcado como el día que empezó a gestarse la corrida cambiaria.

Tres semanas de turbulencia financiera después, se espera con interés la apertura de sobres económicos para mañana. Luego, en los próximos días, se dará a conocer cuáles son las empresas constructoras que se quedarán con las licitaciones y, por lo tanto, las que saldrán a buscar inversionistas para financiar esos megaproyectos de obra pública.

Ayer, la calificadora de riesgo Moody's realizó un evento entre inversores y emisores, donde participaron especialistas sobre las PPP y funcionarios del Gobierno, que explicaron a los más de 150 presentes -incluidos representantes de bancos locales e internacionales- las especificaciones financieras de los proyectos.

"La volatilidad de los mercados y la incertidumbre de las últimas semanas fueron una de las mayores dudas que surgieron. En general, todos los involucrados miran más allá de la coyuntura y de las fluctuaciones del mercado, ya que son proyectos de entre 5 y 15 años. Las empresas que ganan la licitación tienen un año para conseguir financiamiento, lo que permite cierta flexibilidad sin que impacte en el contrato", dijo Daniela Cuan, analista senior de Moody's, en una conferencia de prensa posterior al encuentro.

Además, señaló que, dada la volatilidad actual, no todas las empresas van a comenzar los proyectos al mismo tiempo, lo cual, según Cuan, suponía un riesgo por la presión que iba a generar en los contratos. "Al comenzar las obras en distintos momentos va a haber más capacidad de los subcontratistas para abastecer esa cantidad de inversión en obra pública", dijo.

Igualmente, indicó que, dada la incertidumbre -y por lo tanto el mayor riesgo-, el fondeo de los proyectos va a ser más caro. "Las ofertas se hicieron antes de que surgiera esta volatilidad. La mayor incertidumbre se va a recuperar a través de los precios finales -admitió-. Lo que no podemos medir es cuál es el precio de no hacer las obras. Cuando no hay acceso al financiamiento, el sistema de PPP permite acelerar inversiones en infraestructura necesarias para

incrementar la productividad de la actividad económica", dijo.

La tasa de interés que tendrá que pagar el Gobierno por la emisión de los títulos de pagos de inversión (TPI), que se entregarán al contratista contra el avance de la obra, recién se va a saber con la apertura de las ofertas económicas. La Argentina tiene una calificación soberana de 15 sobre 21 escalones de nivel de rating. "Cada empresa pidió un precio fijo [una cantidad de TPI]. Ese valor tendrá que negociar con los subcontratistas", dijo Cuan.

Por otro lado, en el evento se abordó también el financiamiento del mercado de préstamos UVA a través de fideicomisos financieros.

"El mercado de securitización en la Argentina se enfocó en el corto plazo. Con las descargas de las hipotecas, que duran por lo menos 25 años, los bancos van a buscar fuentes de fondeo a largo plazo también", dijo Karen Ramallo, gerente de Estructura Financiera de la calificadora.

Sin embargo, Valeria Azconegui, analista senior, indicó que igual que "observamos que el aumento de la incertidumbre impacta en la demanda de los productos de créditos, se congela también la necesidad de salir a descargar la cartera". En los últimos dos años, el mercado hipotecario creció de 1 a 1,5% del PBI. ●

LAS CLAVES DE LAS PPP

Apertura de sobres

Mañana se conocerán las ofertas económicas de las 32 propuestas que se hicieron sobre los seis corredores viales licitados a través del sistema PPP.

Adjudicación

El Gobierno tiene tiempo hasta el 1° de junio para dar a conocer cuáles serán las empresas que se quedarán con las adjudicaciones.

Financiación

Las empresas tienen un año para buscar financiamiento para llevar adelante las inversiones en infraestructura pública.

Pago

El Gobierno emitirá títulos de pagos por inversión (TPI), que les entregará a los contratistas trimestralmente contra el avance de la obra.

Incertidumbre

Moody's indicó que la mayor incertidumbre impacta en el costo financiero de la obra, que a su vez se recuperará a través del traslado a precios (mayor costo por usar el servicio).

OPINIÓN
Fausto Spotorno
PARA LA NACION

Aparentemente, el Gobierno habría logrado frenar la turbulencia cambiaria que azotó a la economía desde fines de abril. El resultado fue una suba del tipo de cambio de más del 20%, un incremento de la tasa de interés de corto plazo de más de 12 puntos, una pérdida de reservas aproximada de US\$7000 millones y un potencial acuerdo con el FMI. En este contexto, la tarea que queda por delante es normalizar algunas variables claves, como la tasa de interés, y retomar el programa de desinflación, que quedó muy golpeado por la suba del dólar. Pensando más en el largo plazo, se debería atacar con mayor fuerza la vulnerabilidad financiera que presenta el programa económico y que quedó al descubierto en estos días.

Uno de los saldos que dejó la corrida cambiaria es una elevada tasa de interés de corto plazo que atenta contra el ritmo de actividad económica y puede generar serios inconvenientes en la cadena de pagos. En efecto, cuando las tasas de interés de corto plazo suben, se vuelve muy costoso para las empresas financiar el capital de trabajo, que es el tiempo entre que se compra un insumo y se vende el producto final. Desde que se paga el insumo hasta que se cobra la venta, el productor tiene que pagar sueldos, impuestos, etcétera. Para solventar todo eso, se necesita crédito de corto plazo que luego se devolverá. Cuando la tasa de interés es muy elevada, el productor tiende a posponer los pagos a sus proveedores, los pagos de impuestos, malvender inventarios, etc. Adicionalmente, sus clientes tienden a hacer lo mismo con él. Todo ello puede llevar a despidos y a posponer contrataciones o inversiones, entre otras medidas.

En estas condiciones, es posible que la demanda se desacelere. En especial, cuando aumentan las expectativas de inflación y se percibe una potencial caída del salario real.

La devaluación del peso empujará al alza algunos precios de la economía. En primer lugar se verá una suba de los precios mayoristas, que son los más sensibles a los saltos del dólar, dado que en su mayoría se trata de bienes transables internacionalmente. Naturalmente, eso empujará los costos de las empresas y de todo el segmento minorista.

Sin embargo, dadas las limitaciones presupuestarias que enfrentarán los consumidores, el traslado no será total. Pero creemos que, naturalmente, esta corrección cambiaría acelerará la inflación entre 2 y 3 puntos porcentuales adicionales, lo cual dejaría retrasado el salario,

hasta que se activen las cláusulas de renegociación/gatillo que están en casi todos los acuerdos de paritarias.

El ministro de Hacienda ya reconoció que la corrida cambiaria provocaría más inflación y menos crecimiento. Si bien el Gobierno no tiene muchas herramientas para evitarlo, sí puede tomar medidas para morigerar algunos efectos. Por ejemplo, flexibilizar el cumplimiento de los impuestos, para no recargar financieramente a las empresas. También debería activar la asistencia a comedores sociales y entidades por el estilo, para soslayar el impacto que la suba de alimentos podría tener sobre la indigencia.

Mirando al mediano plazo es necesario apuntalar el programa económico allí donde es más vulnerable: en el déficit fiscal y en su financiamiento. Desde el comienzo, el gradualismo del programa fiscal estaba en una carrera contra reloj frente a la suba de las tasas de interés internacionales. El déficit fiscal argentino heredado es muy elevado para ser financiado

Cuando las tasas de corto plazo suben, se hace muy costoso para las empresas financiar el capital de trabajo

La corrida cambiaria y las medidas que se tomaron dejaron dificultades con las que se deberá trabajar

por el pequeño sistema financiero local. Por lo tanto, es necesario tomar deuda externa, y a medida que suben las tasas que pagan los países desarrollados, bajan los recursos para los emergentes.

Desde este punto de vista, el acuerdo con el FMI ayuda a garantizar cierto acceso al financiamiento. Pero también sería recomendable fortalecer el programa fiscal y acelerar la reducción del déficit conteniendo el gasto público, para reducir las necesidades financieras del Estado.

La corrida cambiaria y las medidas que se tomaron para hacerle frente dejaron una serie de dificultades con las que el Gobierno deberá trabajar en los próximos meses, pero también revelaron los puntos débiles del programa económico. Por ello, en el día después de la corrida cambiaria, tal vez lo más sensato sería sentarse a revisar el programa económico teniendo en cuenta estas y otras cuestiones que surgieron en los últimos días. ●

Director del Centro de Estudios Económicos de OJF