

OVERVIEW

Edición N° 861

11 de agosto de 2008

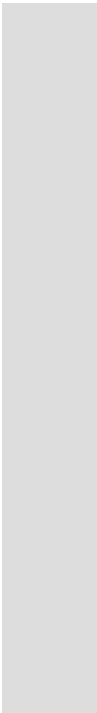
TEMARIO

- **Enfermedades del programa económico**
- **El eterno dilema del financiamiento**



Propietarios y Directores

Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo



M&S Consultores

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Santiago Boselli
Magali Gómez Kort
Facundo Martínez
Adriana Sacca
María Sahores

Asistentes

Paula Milesi
Maximiliano Nieto

RESUMIENDO

Según el Diccionario de la Real Academia, una **endemia** es “...una enfermedad que reina **habitualmente** en un país o región...”. Es un fenómeno **permanente, estructural**. Lo contrario a endemia es **epidemia**. Es “...una enfermedad que se propaga sólo durante algún tiempo...”. Es un **pico transitorio** y, a diferencia de una endemia, es masiva y por eso genera pánico e histeria entre la población. **Una endemia puede disparar una epidemia** si hay caldo de cultivo para ello (un terremoto, una guerra) y/o no hay mecanismos de contención para acotarla (una mala política sanitaria de prevención y control).

Esta introducción tiene íntima asociación con la actual situación del programa económico. Desde hace un tiempo largo **el programa sufre de una serie de enfermedades endémicas** que el gobierno no ha erradicado. Convive pasivamente con ellas sin combatirlas. **Un programa con endemias no controladas está siempre sujeto a que se transformen en epidemias virulentas y expandidas**. En un bosque que está seco, cuando se enciende una chispa puede generarse un incendio gigantesco.

Una enfermedad endémica es la alta inflación. Está arraigada en torno a 25 / 30% anual, manteniendo un conjunto de precios groseramente atrasados. En este contexto de inflación endémica, siempre está la chance de que se dispare un **fogonazo inflacionario** (una epidemia). Por ejemplo, que los precios suban de golpe 3 o 4% durante dos o tres meses seguidos (como ocurrió durante marzo y abril últimos por el conflicto con el campo). Estos fogonazos pueden disparar respuestas defensivas sindicales y de los tenedores de pesos que enfermen más al programa económico.

Otra endemia del programa es la “soja – dependencia” de la liquidez de la economía. En este modelo económico, cuando merman los dólares del superávit comercial se traba la liquidez y cuando se traba la liquidez se traba la actividad y el consumo. **El superávit comercial depende crucialmente de las divisas del complejo soja**. Sea cual fuera la razón (merma de la oferta o aumento de la demanda de divisas) cuando el BCRA vende dólares esta economía se seca y se para. Por eso, tras el conflicto con el campo, la economía se encaminaba derecho a una recesión fuerte. La economía perdió liquidez y eso resintió el consumo (acá también, de endemia se saltó a epidemia). Tras el no del Congreso, en julio el BCRA volvió a comprar dólares y hubo un **indicio** de que se empezaba a reponer la liquidez. Sin embargo, las trabas que activó la ONCCA para liquidar exportaciones y la persistencia de una elevadísima dolarización de portafolios **pincharon parte de la remontada**. Y ahora el nerviosismo en el mercado de deuda pública y la caída del precio internacional de la soja ponen **dos escollos más a la regeneración de la liquidez**. Por efecto transitivo, si no se normaliza la liquidez no se normalizará el consumo.

Otra de las endemias del programa es la “Chávez – dependencia” del financiamiento del sector público. Durante los últimos años, el Tesoro siempre cerró la caja de pagos de la deuda sobre la hora, recurriendo a préstamos de Venezuela y rastrillando los saldos de las cuentas de otros organismos públicos (Anses, AFIP, Lotería, etc.). Sucedió así en 2006, 2007 y está pasando también en 2008. Cada vez le costó más hacerlo. No recurrió al financiamiento en los mercados de capitales, salvo en

ocasiones puntuales. En este marco, antes de terminar julio el gobierno le colocó Boden 2015 a Venezuela por un valor nominal de US\$ 1.462 M, o sea **US\$ 1.000 M netos, pagando 15% anual**, un costo que equivale casi al de **un país en default**. Lo hizo porque la caja no estaba cerrada y el BCRA no quería seguir financiando al Tesoro usando las reservas. **La tasa que se pagó fue solo el blanqueo de las condiciones que ya imponía el mercado para financiar a la Argentina**. En este caso, un macro – error de política financiera transformó un problema endémico que se arrastraba de antes a una epidemia en los mercados de bonos que genera secuelas y consecuencias difíciles de revertir.

En este contexto, el anuncio de la recompra de deuda no es más que **un intento de ganar tiempo**. Ya en junio y julio el BCRA estuvo muy activo en el mismo rumbo y compró unos US\$ 2.000 M de títulos para revertir el derrumbe provocado por la pelea con el campo. En parte tuvo éxito y después ayudó el voto de Cobos en el Congreso, la derogación de las retenciones móviles y la esperanza de cambios en el Gobierno. Pasado ese efecto, la colocación a Venezuela abortó el proceso y las cotizaciones volvieron a bajar. La enseñanza es que **este tipo de medidas pueden servir para capear las crisis, pero solo las señales concretas pueden torcer el rumbo final**.

La otra enfermedad endémica es la "precio – adicción" creciente. Un factor decisivo tanto del salto recaudatorio como exportador fueron los súper – precios internacionales. Si los precios fueran buenos pero no extraordinarios, los superávits fiscal y comercial, con las subas que traen el gasto público y las importaciones, estarían evaporándose. **Un desliz de los precios internacionales de exportación cambiaría de cuajo la situación externa y cambiaría de la Argentina**. En este marco de "precio – adicción" extrema, los precios internacionales de las materias primas empezaron a caer. El petróleo corrigió bastante (-20%), el dólar se fortaleció un poco (de 1,59 a 1,49 por euro) y ambos arrastraron al resto de las materias primas. **Los precios internacionales parecen estar ajustando en línea con una corrección "clásica" de la economía mundial**.

El interés argentino está puesto en el precio internacional del complejo soja. En julio, el precio del grano alcanzó un pico de US\$ 588 la tonelada y el promedio ponderado del complejo **US\$ 637**. Actualmente, estos dos valores se ubican en US\$ 440 y US\$ 460, US\$ 148 y US\$ 177 por debajo de los picos de hace menos de un mes. **El precio internacional de la soja en torno a US\$ 400 / 450 no es todavía un problema grave ya** para las cajas macro fiscal y externa. De mantenerse estos precios, puede significar \$ 3.000 M menos para el fisco y US\$ 3.000 M de superávit comercial para 2008. Pero sí sería un problema grande si estos precios siguen así hacia 2009. El programa económico "precio – adicto" no lo toleraría.

La alta inflación, la "soja – dependencia" en liquidez, la "Chávez – dependencia" en financiamiento y la "precio – adicción" en los superávits de las cajas macro, son enfermedades endémicas de la actual economía argentina. Esto genera **dos tipos de riesgo**. Uno es que hay caldo de cultivo para que las endemias se transformen además en epidemias y se disparen **crisis agudas** que nunca se sabe en qué terminan. El otro riesgo es que **hay vasos comunicantes entre ellas**. O sea, pueden complicarse a la vez tipo efecto dominó.

LO MÁS IMPORTANTE

Enfermedades del programa económico

Según el Diccionario de la Real Academia, una endemia es “...una enfermedad que reina habitualmente en un país o región...”. Es un fenómeno permanente, estructural, enquistado. **Una enfermedad endémica no necesariamente genera pánico ni histeria entre la población porque no es una afección masiva.**

Lo contrario a endemia es epidemia. Esta es “...una enfermedad que se propaga sólo durante algún tiempo...”. No es un fenómeno permanente como la endemia sino más bien un pico transitorio, coyuntural. Una epidemia sí es masiva y por eso genera pánico e histeria entre la población.

Una endemia puede disparar una epidemia si hay caldo de cultivo para ello (un terremoto, una guerra) y/o no hay mecanismos de contención para acotarla (una mala política sanitaria de prevención y control). Como la enfermedad está dando vueltas y no está erradicada, un empeoramiento del contexto socio - sanitario puede terminar en un contagio generalizado y en una crisis.

Esta introducción de definiciones médicas no es caprichosa. **Tiene íntima asociación con la actual situación del programa económico.** Sirve para entender el punto justo de la salud del programa y sacar conclusiones a futuro.

La vinculación está en que desde hace un tiempo largo **el programa sufre de una serie de enfermedades endémicas** que el gobierno no ha erradicado. Por el contrario, convive pasivamente con ellas sin combatirlas.

Un programa con endemias no controladas está siempre sujeto a que se transformen en epidemias virulentas y expandidas. En un contexto como el actual, en que el programa muestra deterioros cada vez más marcados, esto se torna más que factible. En un bosque que está seco, cuando se enciende una chispa puede generarse un incendio gigantesco.

Un enfermedad endémica es la alta inflación. Está arraigada en torno a 25 / 30% anual, no baja, manteniendo un conjunto de precios groseramente atrasados. En este contexto de inflación endémica, siempre está la chance de que se dispare un **fogonazo inflacionario** (una epidemia). Por ejemplo, que los

precios suban de golpe 3 o 4% durante dos o tres meses seguidos (como ocurrió durante marzo y abril últimos por el conflicto con el campo) o que suceda en algún momento si se deben ajustar las tarifas. Estos fogonazos pueden disparar respuestas defensivas sindicales y de los tenedores de pesos que enfermen más al programa económico.

Otra epidemia es la “soja – dependencia” de la liquidez de la economía. En este modelo económico, cuando merman los dólares del superávit comercial se traba la liquidez y cuando se traba la liquidez se traba la actividad y el consumo. **El superávit comercial depende crucialmente de las divisas del complejo soja.** No hay ingreso de dólares financieros ni inversión extranjera para sustituir los dólares del comercio exterior.

Sea cual fuera la razón (merma de la oferta o aumento de la demanda de divisas) cuando el BCRA vende dólares esta economía se seca y se para. Por eso, tras el conflicto con el campo producto de un macro – error de política económica (las retenciones móviles), la economía se encaminaba derecho a una recesión fuerte. Los productores retenían soja, la gente compraba dólares y el BCRA vendía divisas y absorbía pesos. La economía perdió liquidez y eso resintió el consumo (acá también, de epidemia se saltó a epidemia).

Cuadro N° 1

Liquidez: ¿de "cuasi - normalización" a cuasi - normalización abortada?

<i>Promedio por mes</i>	Abril - junio	Julio	Agosto (e)
	Ilíquidos	Más líquido	¿Ilíquido devuelta?
Oferta de dólares comerciales	US\$ 1.800	US\$ 2.500	=
Dolarización de portafolios	US\$ 2.700	US\$ 2.000	↑↑
BCRA	Vendió US\$ 900	Volvió a comprar US\$ 803	¿Vende?
	Retiró de la calle \$ 2.870	Restituye \$ 2.426	¿Retira?
Injectó vía LEBAC	\$ 2.700	\$ 1.164	¿Injecta?
Pero los depósitos	Cayeron \$ 2.400	Suben alrededor de \$ 3.300	¿Caen?
el crédito	Se estancó	Se estancó	¿Caen?
la tasa de interés	Subió fuerte	Bajó un poco	¿Sube?

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Tras el no del Congreso, en julio el BCRA volvió a comprar dólares y hubo un **indicio** de que se empezaba a reponer la liquidez. Sin embargo, las trabas que activó la ONCCA para liquidar exportaciones y la persistencia de una elevadísima dolarización de portafolios **pincharon la remontada**. Y ahora el nerviosismo en el mercado de deuda pública y la caída del precio internacional de la soja ponen **dos escollos más a la regeneración de la liquidez** (ver cuadro 1). Por efecto transitivo, si no se normaliza la liquidez no se normalizará el consumo.

Otra epidemia es la “Chávez – dependencia” del financiamiento del sector público. Durante los últimos años, el Tesoro siempre cerró la caja de pagos de la deuda sobre la hora, recurriendo a préstamos de Venezuela y rastrellando los saldos de las cuentas de otros organismos públicos (Anses, AFIP, Lotería, etc.). Sucedió así en 2006, 2007 y está pasando también en 2008. Cada vez le costó más hacerlo. No recurrió al financiamiento en los mercados de capitales, salvo en ocasiones puntuales.

En este marco, antes de terminar julio el gobierno le colocó Boden 2015 a Venezuela por un valor nominal de US\$ 1.462 M, o sea **US\$ 1.000 M netos, pagando 15% anual**, un costo que equivale casi al de **un país en default**. Lo hizo porque la caja no estaba cerrada y el BCRA no quería seguir financiando al Tesoro usando las reservas. En este caso, otro macro – error de política financiera transformó un problema endémico en una epidemia en los mercados de bonos que genera secuelas y consecuencias difíciles de revertir.

Finalmente, la otra enfermedad endémica que sufre el programa económico es la “soja – adicción” creciente. Un factor decisivo tanto del salto recaudatorio como exportador fueron los súper – precios internacionales. Si los precios fueran buenos pero no extraordinarios, los superávit fiscal y comercial, con las subas que traen el gasto público y las importaciones, estarían evaporándose (ver OVERVIEW N° 859).

Un desliz de los precios internacionales de exportación cambiaría de cuajo la situación externa y cambiaría de la Argentina. En el actual modelo económico, no hay ingreso de dólares financieros ni inversión extranjera para sustituir las divisas de la exportación ni los súper – precios se ahorraron en un fondo de estabilización como en Chile.

En este marco de “precio – adicción” extrema, los precios internacionales de las materias primas empezaron a caer. El petróleo corrigió bastante (-20%), el dólar se fortaleció un poco (de 1,59 a 1,49 por euro) y ambos arrastraron al resto de las materias primas. Lo preocupante de esta baja, a diferencia de la suba anterior, es que esta vez sí los movimientos hacen pie en fundamentos de la economía y la política monetaria mundial. **Los precios internacionales parecen estar ajustando en línea con una corrección “clásica” de la economía mundial** (ver cuadro 2).

Cuadro N° 2

LA CORRECCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

Valores promedios		La "explosión" del 1° semestre de 2008			La "corrección" post - Cobos			Hoy vs. Dic-07
		dic-07	1° quincena de julio 08	Var %	1° quincena de julio 08	8-ago-08	Var %	Var %
Petróleo	US\$/bbl (WTI)	92	144	57%	144	115	-20%	25%
Oro	US\$/onza	813	940	16%	940	858	-9%	6%
Cobre	c. US\$/libra	300	397	32%	397	340	-14%	13%
Aluminio	US\$/tn métrica	2,286	2,643	16%	2,643	2,471	-7%	8%
Níquel	US\$/tn métrica	26,024	21,325	-18%	21,325	17,850	-16%	-31%
Soja	US\$/tn (Chicago)	424	605	43%	605	441	-27%	4%
Maíz	US\$/tn (Chicago)	156	272	74%	272	183	-33%	17%
Trigo	US\$/tn (Chicago)	338	318	-6%	318	281	-12%	-17%

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg

Los números macro básicos del mundo siguen mostrando a la economía norteamericana en la etapa inicial de una recesión de consumo, con la balanza comercial ajustando vía **salto exportador y "planchazo" importador** (salvo las importaciones petroleras), al **resto del mundo desarrollado** (especialmente Alemania) **comenzando a sentir esos coletazos, y a la tercer "ficha del dominó", China, menos firme.**

Desde hace ya unos meses va quedando claro que la inflación, la gran debilidad del dólar y la tendencia y los niveles a los que llegaron los precios de las materias primas **rebalsaron la tolerancia de los principales Bancos Centrales** mundiales y de varios países emergentes. Con tires y aflojes, **hay una sincronización de los bancos centrales en contra de la inflación.** Si el precio del petróleo vuelve a tensar la cuerda pueden dispararle con un ciclo de subas de tasas de interés.

Que cada país individual "culpe" al petróleo y los alimentos del salto inflacionario puede ser parcialmente cierto. Pero el mundo como un todo no puede "importar" inflación, lo que revela que hay un trasfondo macro.

El interés argentino está puesto en el precio internacional del complejo soja. En julio, el precio del grano alcanzó un pico de US\$ 588 la tonelada y el promedio ponderado del complejo US\$ 637. Actualmente, estos dos valores se ubican en US\$ 440 y US\$ 460, US\$ 148 y US\$ 177 por debajo de los picos de hace menos de un mes (ver cuadro 3)

Cuadro N° 3**LA CAÍDA DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA****Precio de la soja**

US\$ / Ton. - FOB puertos argentinos

	<u>Soja</u>	<u>Complejo</u>
<u>Promedio histórico</u>	<u>230</u>	<u>247</u>
Arranque Kirchner	225	232
<u>Promedio ene - oct 2007</u>	<u>300</u>	<u>313</u>
Dic-07 Arranque Cristina Fernández	440	466
<u>Promedio ene - may 2008</u>	<u>484</u>	<u>526</u>
Junio	531	583
Julio	549	587
Pico julio	588	637
Hoy	440	460

Fuente: M&S Consultores en base a SAGPyA

El precio internacional de la soja en torno a US\$ 400 / 450 no es todavía un problema grave para las cajas macro fiscal y externa. De mantenerse estos precios, puede significar \$ 3.000 M menos para el fisco y US\$ 3.000 M de superávit comercial para 2008 (ver cuadro 4). Pero sí sería un problema grande si estos precios siguen así hacia 2009. El programa económico “precio – adicto” no lo toleraría.

Cuadro N° 4
La caída del precio internacional de la soja
Soja a US\$ 550 versus soja a US\$ 400

Cifras en millones

<u>FISCO</u>		<u>DIVISAS</u>	
Retenciones a 550:	\$ 41.000	Exportaciones a 550:	US\$ 73.500
Retenciones a 400:	\$ 38.000	Retenciones a 400:	US\$ 70.500
Merma:	\$ 3.000	Merma:	US\$ 3.000
Impacto:	apenas 1% de la recaudación	Impacto:	4,1% de las exportaciones
Superávit primario:	2,7% del PBI	Superávit comercial:	US\$ 8.500

Fuente: M&S Consultores

La alta inflación, la "soja – dependencia" en liquidez, la "Chávez – dependencia" en financiamiento y la "precio – adicción" en los superávits de las cajas macro, son enfermedades endémicas de la actual economía argentina. Esto genera **dos tipos de riesgo**. Uno es que hay caldo de cultivo para que las epidemias se transformen además en epidemias y se disparen **crisis agudas** que nunca se sabe en qué terminan. El otro riesgo es que **hay vasos comunicantes entre ellas**. O sea, pueden complicarse a la vez tipo efecto dominó.

El eterno dilema del financiamiento

A principios de julio el Secretario de Finanzas Lorenzino dijo que el financiamiento de este año **estaba garantizado "sin depender del mercado internacional ni del interno"**. Aclaró que hacerlo es "una **tarea sencilla** pensando en la robustez que presenta la economía gracias a su solvencia fiscal". Antes de terminar julio el gobierno le colocó Boden 2015 a Venezuela por un valor nominal de US\$ 1.462 M, o sea **US\$ 1.000 M netos, pagando 15% anual**, un costo que equivale casi al de **un país en default**. ¿Qué pasó para que la situación cambiara aparentemente tanto?

En realidad nada. En aquel momento (como ahora) el financiamiento de la caja fiscal de 2008 todavía estaba por cerrarse y si Argentina quería colocar deuda era previsible que su costo no fuera a bajar del 15% anual. Solamente hubo un cambio en la forma de encarar la situación que **subestimó el efecto que el blanqueo del status quo tendría finalmente sobre los mercados y la economía en general**.

La caja de 2008 no estaba cerrada

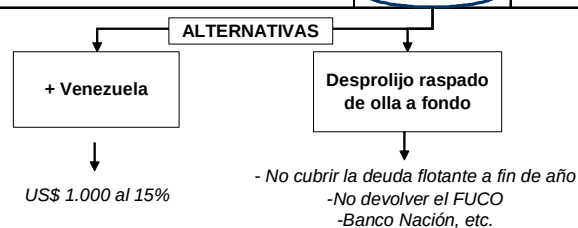
El 7 de julio **OVERVIEW** dijo que para el segundo semestre el Tesoro todavía necesitaba conseguir unos **US\$ 3.400 M** (netos de las recompras de títulos públicos que se van a hacer con la Anses). Para cerrar esa brecha había **dos caminos** alternativos o combinables: a) **colocar deuda, presumiblemente al 15% anual** o b) "**raspar la olla**", echando mano a todos los fondos que andan dando vueltas por las diversas reparticiones públicas y jugando al límite de las posibilidades económicas y legales con que cuentas el Tesoro (ver cuadro 5).

Cuadro N° 5

**ANTES DE COLOCAR DEUDA A VENEZUELA EL
PROGRAMA FINANCIERO 2008 NO ESTÁBA
CERRADO. ¿AHORA TAMPOCO?**

	2008	2009
	Mill de US\$	Mill de US\$
PAGOS A REALIZAR	15.750	20.500
Amortización de deudas	8.100	10.000
Recompras obligatorias (neto ANSES)	250	2.000
Intereses (incluye cupón PBI)	5.400	6.000
Financiamiento a provincias (neto) y otros	2.000	2.500
Financiamiento	12.350	11.500
Superávit del Tesoro	10.000	10.000
Adelantos del BCRA	400	500
Letras al sector público (neto)	700	1.000
Bonos al Mercado (abril)	250	
Venezuela (mayo)	1.000	
Resto a financiar	3.400	9.000
Saldo de caja del Sector Público (al 30/6)	2.500	
A financiar	900	

Fuente: M&S consultores



Como aparentemente la decisión era no convalidar las tasas de default, concluimos que se avanzaría en la segunda opción. **En junio el sector público tenía desparramados en todas sus reparticiones y cuentas casi \$ 23.000 M.** Una parte que debería quedar depositada y **no debería usarse**, en principio, para cancelar deuda: a) **\$ 1.500 M que son de la Anses** y los usa en su giro normal (para pagar jubilaciones); b) **\$ 7.400 M que son del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO)**, o sea fondos que tienen depositados todas las reparticiones públicas y que el Tesoro puede tomar prestados coyunturalmente pero a fin de año tiene que devolverlos y c) unos **\$ 6.200 M** que deben quedar guardados a diciembre para **cubrir la deuda flotante** (sueldos, pagos a proveedores, etc.) según establece la Ley de Administración Financiera.

En definitiva, de los \$ 23.000 M existentes en las cuentas, **el Tesoro podía usar para la caja menos de \$ 8.000 M (US\$ 2.500 M)**, por lo que **quedaban por financiar casi US\$ 1.000 M**, para lo que había **opciones menos prolijas**, incluyendo usar parte de esos fondos que en teoría deberían quedar guardados (no devolver el FUCO, no cubrir la deuda flotante, etc.).

Se podía hacer pero era como el cuento de la frazada corta: se tapaba la cabeza (se cerraba 2008) pero se destapaba los pies (había que conseguir la

plata para pagar los sueldos en enero). En esas circunstancias se colocaron los US\$ 1.000 a Venezuela. Si el superávit fiscal primario finalmente llega al 3,2% del PBI en serio (unos \$ 34.000 M para todo el sector público), estos US\$ 1.000 M serían suficientes para casi cerrar la caja del año. Ahora, si la recaudación afloja, se desmadra el gasto (es decir, si el superávit es menor) o si se gasta plata en recomprar bonos, volverá a aparecer la necesidad de “raspar la olla”.

¿Por qué se pagó 15%?

Argentina 2007 pre – crisis subprime se financiaba **mayormente en el mercado local a mediano plazo** a una tasa de interés que rondaba el **8% en dólares**, lo que daba un spread (“riesgo país”) entre 300 y 400 puntos básicos. Era un costo bajo para un país todavía en default pero alto comparado con el resto de los emergentes especulativos, como Brasil que pagaba 150 puntos de sobretasa.

Post – crisis *subprime*, **sin contar con mercados voluntarios de ninguna naturaleza** (no corto ni largo, ni dólares ni pesos) **Argentina se fue a otro piso**. Pasó a colocarle al **11%** a Venezuela, lo que implicaba un riesgo financiero de 700 puntos básicos (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

CRÓNICA DE UN "15%" ANUNCIADO Colocaciones de deuda 2007-08

Colocación del bono	Inversor	Instrumento	Moneda	Rendimiento	Spread / 1	Spread Brasil	Spread emergente sin Argentina y Venezuela
25/01/07	Mercado	Bonar VII	Dólares	7.7%	287	184	150
13/02/07	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	8.0%	320	179	155
15/02/07	Mercado	Bonar VII	Dólares	7.7%	303	181	158
12/04/07	Mercado	Bonar X	Dólares	8.5%	372	157	157
10/05/07	Mercado	Bonar X	Dólares	8.4%	378	154	139
<i>Post crisis sub-prime + CER</i>							
06/08/07	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	10.7%	608	200	177
13/11/07	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	10.4%	637	202	183
14/11/07	Mercado	Bonar X	Dólares	10.5%	627	197	182
28/12/07	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	10.7%	690	213	192
19/05/08	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	13.0%	920	206	207
Última colocación (29 julio 08)	Venezuela	Boden 2015 (*)	Dólares	14.9%	1150	224	232

1/ Diferencia entre el rendimiento del bono local versus uno del Tesoro de EEUU de similar duración

Sin sorpresa: desde junio que el rendimiento de este título está por encima del 14%

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Finanzas

octabr mayo 08

La crisis *subprime* marcó el comienzo de un período turbulento para los mercados financieros mundiales pero **no necesariamente para los países emergentes**. No fue el gatillo de la crisis financiera local. Mientras la sobretasa

de los emergentes (sin argentina) pasó de 140 bps a 180 bps, la de Argentina se fue de 300 a 700. O sea **el componente puramente externo del aumento en el costo del financiamiento se puede decir que fue marginal**, 40 puntos básicos contra 400 que aumentó el spread financiero local.

El conflicto con el campo volvió a tensarle la cuerda a los títulos argentinos, pero más que “subir escalones” **se mudaron de edificio**. Los bonos en dólares de mediano plazo pasaron a rendir entre 12 y 13% entre marzo y mayo. De esta manera el mercado fue descontando la **imposibilidad de Argentina** de conseguir financiamiento en el mercado locales por mucho mucho tiempo más. Por lo menos mientras dure este gobierno.

La crisis no pasó a mayores porque en el ínterin el precio de la soja volvió a subir groseramente y el Banco Central se ocupó de darle alguna certidumbre a los mercados financieros vendiendo dólares spot y futuro, comprando bonos públicos y tratando de inyectar la mayor liquidez posible para que no se desboquen las tasas de interés. Pero en ese contexto vino el **primer “blanqueo” de la situación financiera**, cuando el 19 de mayo por un bono en dólares a 7 años de plazo (Boden 2015) **se le pagó a Venezuela un costo de 13% anual**.

Ese primer “blanqueo” le puso un **piso al costo financiero argentino**. A partir de allí mientras la crisis con el campo se fue intensificando, antes y durante el tratamiento en el congreso, los precios de los bonos bajaron un poco más y rendimiento de los bonos que “come” Chavez quedó más cerca de 14% que del 13% de la colocación de mayo.

Por eso la tasa que arrojó la última colocación a Venezuela (14,9% el 29 de julio) **no debe sorprender**. Es un **segundo “blanqueo”** de las condiciones de los mercados financieros locales que ya prevalecían con anterioridad a la licitación. También es **un nuevo piso**. Hoy el mismo bono tiene un rendimiento **mayor el 17%** ya que al “blanqueo” de Venezuela se le sumó el derrumbe del precio de la soja (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7
DESPUÉS DEL "15" DE CHÁVEZ VINO OTRO ROUND DE DERRUMBE

Boden 2015	31-jul-08	01-ago-08	05-ago-08	07-ago-08	08-ago-08	11-ago-08
Rendimiento (%)	14.86	15.51	15.64	17.12	17.99	17.3
Spread	1160	1227	1223	1396	1480	1411

Fuente: M&S Consultores en base a datos de mercado

La “novedad” de las recompras de deuda

El blanqueo del riesgo argentino (más la caída del precio de los commodities) **disparó otra mini crisis financiera** con caída del precio de los bonos de la deuda pública y demanda de dólares.

Para ganar tiempo e intentar revertir la situación, el Gobierno anunció públicamente una **recompra de deuda pública**. La estrategia será **intervenir lo menos posible a la espera que los precios mejoren con el anuncio y una mínima inversión de fondos**. Al Tesoro la plata no le sobra (puede decirse que las compras se van a hacer con los dólares de Venezuela) y cada dólar que se gaste en este operativo va a tener que conseguirlo nuevamente más adelante para volver a cerrar el programa financiero.

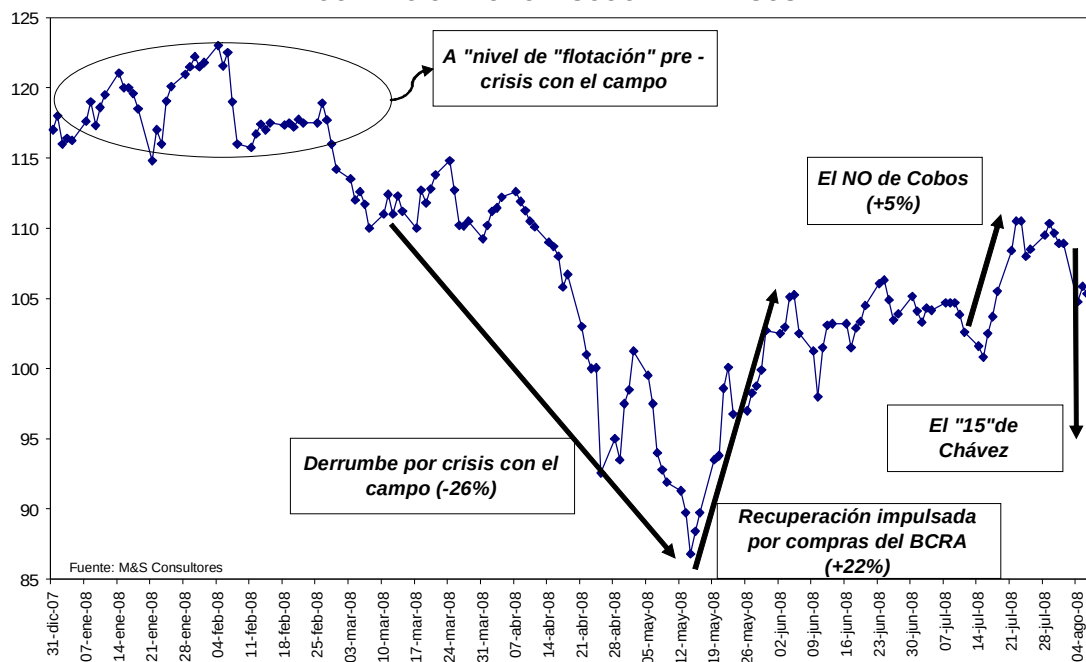
Las intervenciones en el mercado de títulos de deuda no son una novedad. **Entre junio y julio el BCRA invirtió unos US\$ 2.000 M en la compra de bonos públicos** (US\$ 1.200 M en junio y otros US\$ 800 M en julio), la mitad con reservas (en dólares) y la mitad en pesos contra emisión. Lo hizo después que los precios cayeron más de 25% entre abril y mayo por el conflicto con el campo.

Tuvo cierto éxito. Por ejemplo, el Discount en pesos (uno de los bonos con más liquidez) había caído por debajo de los \$ 90 a mediados de mayo (valía más de \$ 110 a principios de marzo) y el Central logró colocarlo alrededor de \$ 105. **Consiguió una recuperación del 20% pero no pudo llevarlo al precio pre – crisis** (ver cuadro 8).

El no de Cobos en el Senado, la derogación de las retenciones móviles y las expectativas de cambios positivos en el Gobierno dieron el impulso adicional que llevó al Discount casi a los precios de marzo (otro 5% de aumento). Sin embargo, todo el esfuerzo abortó con la colocación a Venezuela, la ratificación de todo el gobierno y el precio de la soja.

La intervención puede servir para capear la crisis pero solo señales positivas concretas pueden mejorar las condiciones financieras para Argentina. Esto es fundamental de cara a 2009 cuando habrá que financiar US\$ 9.000 M, o sea el doble que este año. Solo con el superávit fiscal y Venezuela no va a alcanzar.

Cuadro N° 8

EL "TERMÓMETRO" DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS
COTIZACIÓN BONO DISCOUNT EN PESOS



Registro de la Propiedad Intelectual Nº 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com