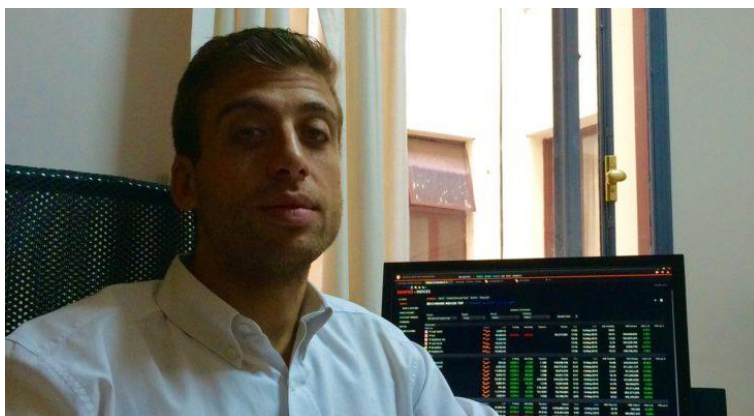


## Inicio » Economía » **Battaglia: “El BCRA actual es pragmático”**

### **Battaglia: “El BCRA actual es pragmático”**

21 De Febrero, 2019



**Entrevista a Juan José Battaglia** Economista Jefe de Cucchiara & Cía **Por Alejandro Radonjic**

**El Economista** dialogó con Juan José Battaglia, Economista Jefe de Cucchiara & Cía, sobre los últimos sucesos en el mercado.

**Luego de meses de estabilidad y “veranito financiero”, volvieron los corcoveos en el mercado de cambios, forzando a la autoridad monetaria a subir un poco las Leliq. ¿Qué lectura hace?**

El tipo de cambio se despertó luego de varios meses de absoluta tranquilidad. El martes, además, los ADR cayeron fuerte y las paridades de los bonos retrocedieron en ruedas amigables para el resto de los emergentes. Ayer, siguieron ligeramente a la baja y continuó la presión sobre el peso, con cierta reversión sobre el final. El mercado vendió Argentina luego de varias semanas de recuperación. Eso tiene con el confuso comunicado del MCSI y el ruido político que estará vigente todos estos meses que, dada nuestra vulnerable coyuntura, cualquier brote de incertidumbre se transforma en pánico. Veremos como sigue en los próximos días. Pero recordemos que seguimos mucho más cerca del piso que del centro de la banda. Pero intentemos abstraernos un poco de la volatilidad, que estará presente todo 2019. La estabilidad del dólar desde octubre hasta ahora se sostuvo en dos pilares: uno externo y otro doméstico. Desde el lado externo, luego de atravesar un 2018 para el olvido, los mercados

emergentes tuvieron un fuerte influjo de divisas en lo que va del 2019. Para esto fue clave el cambio en el discurso de la Fed. Se pueden mirar las paridades de bonos, CDS, EMBI y/o los mercados bursátiles emergentes, lo que quieras y las conclusiones son las mismas. En general, desde noviembre vimos una fuerte caída de valor hasta fines de diciembre, y a partir de entonces una marcada recuperación. En el plano local, la recesión, el nuevo tipo de cambio real y la política monetaria explicaron la estabilidad de la divisa. El balance cambiario se revirtió por el desplome de las importaciones. Acá es clave para el mercado de cambios la caída en la demanda neta del sector automotriz, consumidor insaciable de divisas. Las exportaciones no agropecuarias están mostrando una incipiente recuperación luego de mucho tiempo, pero esto es reciente y debemos esperar para ver su dinámica. No empezamos con los brotes verdes. Donde sí vemos una tendencia positiva más sólida es en el déficit externo de hidrocarburos, que se está revirtiendo aceleradamente gracias a la producción no convencional. Los otros sectores claves son la caída en el turismo y atesoramiento. La fuerte corrección del tipo de cambio real revirtió la cuenta corriente y por eso veíamos el mercado de cambios en equilibrio sin intervención oficial. Ahora bien, ¿es suficiente esto para garantizar la paz cambiaria? No, porque falta el factor pánico y cualquier eventual dolarización. Para eso es importante que el BCRA mantenga la prudencia que viene mostrando.

“El equipo del BCRA, y el programa en particular, es muchísimo más pragmático que el anterior. ¿Es infalible es nuevo esquema? Para nada, pero es mucho más consistente y coordinado de lo que hizo Cambiemos en sus primeros dos años y medio”.

### **¿Cómo está viendo el accionar del BCRA?**

Algunos dicen que se “tentó” con la baja de tasas en 2019... Casi cinco meses atrás el BCRA, con el FMI, tuvo que elegir entre dos males. El primer camino era ajustar profundamente la política monetaria para contener el perverso espiral de devaluación, dolarización e inflación, asumiendo un gran costo en términos de actividad. El segundo camino era avalar una mayor devaluación, licuar más pasivos monetarios y mantener tasas de interés más bajas para no ahogar al sector privado, asumiendo el riesgo que la corrida cambiaria se transforme en bancaria y la devaluación derive en una inflación muy superior. Eligió acertadamente el mal menor. Los costos en términos de actividad de la tasa en una economía con muy baja profundidad financiera son menores a los costos de una mayor devaluación y caída del salario

real. No debemos olvidar que durante la segunda ronda devaluatoria las mediciones semanales de inflación superaron 3%, niveles no vistos desde el colapso de la convertibilidad. Por eso, reitero, pienso que se eligió el mal menor. Debemos considerar otras dos cuestiones. En primer lugar, fue clave que la crisis cambiaria no haya derivado en una corrida bancaria, con daños incalculables. En segundo lugar, se intenta frenar la corrida en un nivel de tipo de cambio real alto, como explicamos previamente, mucho más adecuado para la sostenibilidad de la cuenta corriente. Dicho esto, el ritmo moderado pero consistente de la baja de tasas fue adecuado, más allá de alguna cuestión puramente operativa, y que el sobrecumplimiento de la base monetaria también es correcto. Cuando el esquema arrancó en octubre no escuche a muchos analistas pronosticar que cinco meses después íbamos a estar cerca del piso de la banda, con ciertas perforaciones que permitieron comprar US\$ 1.000 millones en el camino y bajar la tasa casi 30 puntos desde el techo. El crédito recién reactivará cuando haya recomposición en la demanda y esta, cuando los salarios empiecen a corregir. El equipo del BCRA, y el programa en particular, es muchísimo más pragmático que el anterior. ¿Es infalible es nuevo esquema? Para nada, y depende de una multiplicidad de factores, pero es mucho más consistente y coordinado, con el Tesoro también, de lo que hizo Cambiemos en sus primeros dos años y medio. A la fuerza y con mala praxis, los desequilibrios de la última década (déficit gemelos y precios relativos) se redujeron marcadamente.

### **Más allá del BCRA prudente y la ayuda de la Fed, hablaba del pánico y las elecciones en camino ¿Cómo sigue el dólar?**

Difícil saberlo. El BCRA puede intervenir en el mercado de contado recién en el techo, lo que implicaría otra devaluación y volver a dar tres pasos hacia atrás. Dentro de la banda puede vender cerca de U\$2.000 millones en el mercado de futuros. La semana pasada podría haber comprado futuros para luego tener algo más de poder de fuego, mayor recorrido en las ventas y tomar carrera para después vender más fuerte. El Tesoro tiene el excedente de dólares para vender en el mercado de cambios sin ningún tipo de rango que lo restrinja y ya anunció (Santiago) Bausili que será contra el mecanismo de subastas. El monto dependerá del roll-over de Letes. Si es 50%, le sobrarían US\$ 10.000 millones. Esta oferta no es menor para el mercado de cambios considerando la reducción del déficit de la cuenta corriente. La capacidad de absorción de pesos con reservas es casi el doble en relación al 2018. Claro que en un

escenario caótico como el de agosto pasado no es suficiente y también sabemos que la tasa no sirve demasiado. Si el contexto internacional ayuda y se cumplen los pronósticos de cosecha, la clave en el mercado de cambios pasará exclusivamente por las elecciones. Igualmente, creo que el ruido político debiera ser muy grande para que veamos otra devaluación. La recesión, el nuevo tipo de cambio real, la cosecha y el esquema monetario acotan la probabilidad de otro salto cambiario, pero la situación es delicada.

**El temor de un default parece haber bajado algunos cambios. Sin embargo, con el grueso del SBA del FMI en 2018-2019 y con mercados potencialmente aun cerrados, los vencimientos desde 2020 asustan...**

Imaginemos que en 2019 no hubiera elecciones. ¿Qué va a reestructurar? ¿Sobre qué deuda se debate la reestructuración? Dado que para 2019 tiene dólares de sobra, vayamos a 2020. Suponiendo una renovación de Letes en dólares de 50% en 2019, las obligaciones contra el sector privado alcanzarían un monto cercano a los US\$ 30.000 millones. Ahora bien, en lo que respecta estrictamente a vencimientos de capital en dólares contra el sector privado estamos hablando de unos US\$ 4.000 millones (AO20 y primera amortización del AY24) y el remanente de Letes en dólares, que en el supuesto de roll-over de 50% serían unos US\$4.500 millones. Para eso, cuenta con los últimos desembolsos del FMI por US\$ 5.900 millones.

“Si el contexto internacional ayuda y se cumplen los pronósticos de cosecha, la clave en el mercado de cambios pasará exclusivamente por las elecciones”.

### **¿Y luego del 2020?**

A partir del 2021 los desembolsos frente a privado van cayendo. Las amortizaciones frente a privados en dólares se van reduciendo producto del cambio de acreedor: sube la deuda frente al FMI y cae contra privados. La clave pasa por ese préstamo, y no por los vencimientos de deuda. Obviamente que es fundamental que el país equilibre sus cuentas fiscales. Tengo una simple intuición que dentro de poco el debate de la reestructuración pasa del 2020 a 2021. ¿En el 2021 hay que reestructurar? Me haría otra pregunta. ¿De qué me sirve reestructurar en 2021 si los vencimientos contra el mercado rondan los US\$ 8.000 millones? ¿No sería más racional

renegociar el préstamo con el FMI como hacen todos los países? Usamos la palabra reestructuración con una liviandad absoluta. Pagamos 3% de intereses sobre el PIB y empezamos a hablar de reestructuración. Brasil paga 7% y habla de corregir sus desequilibrios previsionales. Y después nos sorprendemos del riesgo país que tenemos y del gigantesco costo del capital. Déjeme hacer el último comentario con respecto al stock de deuda. El Ministerio de Hacienda aplica una forma de medición muy particular y bastante tosca. Para medir el PIB utiliza el promedio simple de los últimos 4 trimestres en términos corrientes y luego para pasarlo a dólares lo divide por el tipo de cambio del cierre de período. Es decir, subestima los ratios de deuda en periodos de atraso cambiario y sobrecastiga los ratios en periodos de tipo de cambio real más alto. Según esta metodología, el PIB para medir el ratio cayó de US\$ 562.000 millones a fines de 2017 a US\$ 322.490 en el tercer trimestre de 2018. Esto no sólo sobredimensiona el peso de la deuda sino que además le da una gran volatilidad a los ratios. Al tercer trimestre de 2018, el ratio de deuda neta alcanzó el 59% del PIB con un dólar de \$40,88 contra un PIB de \$13 billones. Cuando se publiquen los datos al cuarto trimestre, el tipo de cambio de referencia será \$37,80 y el PIB rondará los \$14 billones. Allí veremos que el ratio de deuda contra privados caerá a niveles cercanos al 50% del PIB, es decir, baja 10 puntos del PIB y debemos casi lo mismo. ¿Argentina puede entrar en default? Como poder, puede, más en un escenario populista donde no se quiera renegociar con el FMI y los mercados permanezcan cerrados. ¿Hace falta reestructurar la deuda? No, hacen falta reformas y discutir en serio.