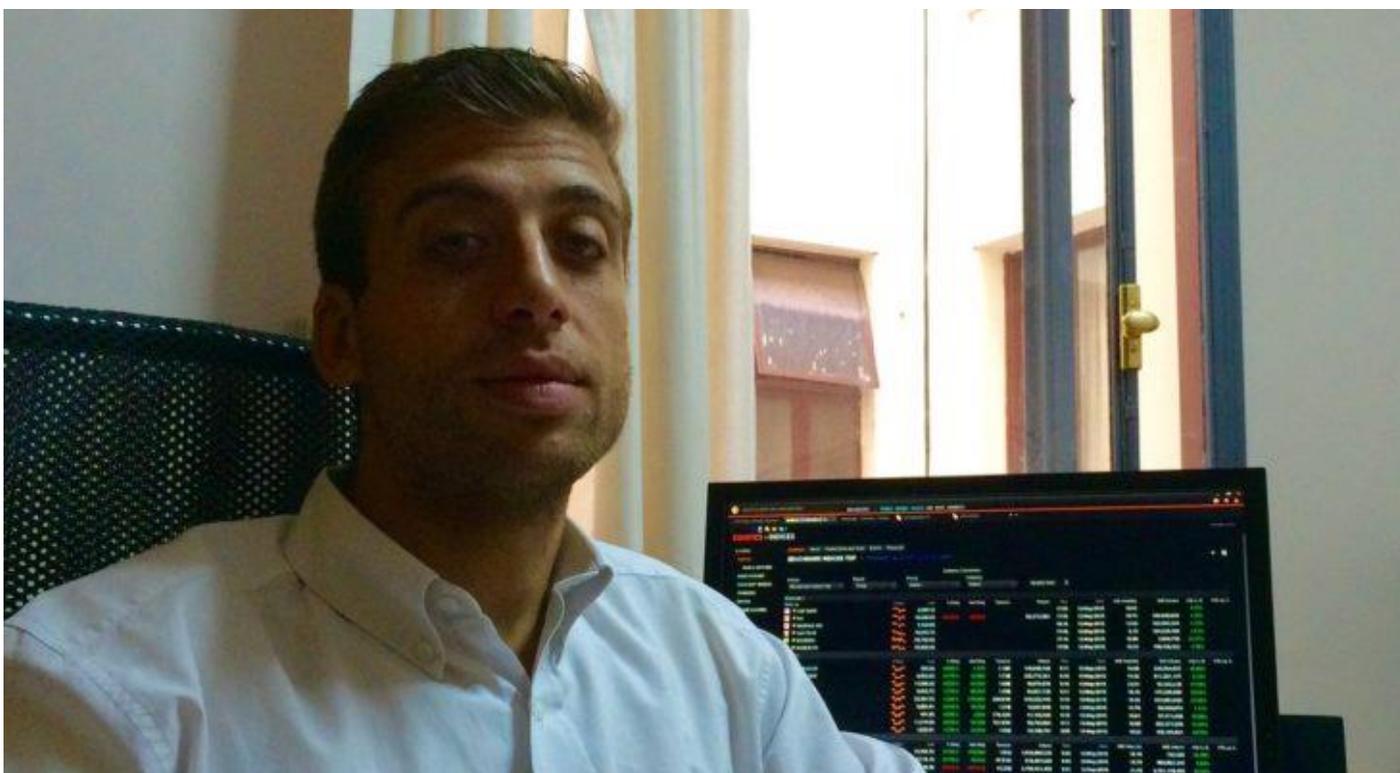


[Inicio](#) » [Economía](#) » **Battaglia: “El BCRA tiene herramientas para moderar la volatilidad”**

Battaglia: “El BCRA tiene herramientas para moderar la volatilidad”

2 De Agosto, 2019



Entrevista a Juan José Battaglia Economista Jefe de Cucchiara & Cía.

Por **Alejandro Radonjic.**

El Economista dialogó con **Juan José Battaglia** (Cucchiara & Cía) sobre qué esperar en los próximos días camino a las PASO, el día después, el debate por las Leliq y los escenarios que se abren más allá de 2019.

Con la de hoy, quedan seis ruedas hasta las PASO. Si bien ha vuelto la volatilidad, el BCRA está más activo (Rofex y Leliq) a la hora de mantener la pax cambiaria y el principal candidato opositor se puso más heterodoxo con sus propuestas, no hubo una disparada del billete, como algunos temían. ¿Cree que hay herramientas para que siga así hasta las PASO?

Como bien sabemos, los movimientos del tipo de cambio tienen un componente local y otro global. La tranquilidad en el mercado a partir de mayo tiene varios componentes domésticos: repunte del oficialismo en las encuestas, inercia inflacionaria con un lento descenso, sector agroindustrial muy activo, ventas del Tesoro y demás. Pero también jugaron a favor los mercados globales de cambios porque las monedas emergentes en general se apreciaron contra el dólar. De hecho, el BCRA pudo bajar la tasa de interés, compró dólares al Tesoro para que éste no tenga que salir a venderlos en el mercado y estuvo muy activo comprando futuros. Sin el accionar del BCRA, el tipo de cambio mayorista durante el mes pasado posiblemente hubiera perforado \$40. En las últimas semanas vimos lo contrario. Algo del nerviosismo natural frente a un proceso electoral, sumado a una apreciación del dólar a nivel global. Ahora, el BCRA viene actuando en sentido contrario, avalando una leve suba de tasas y vendiendo algo en futuros, aunque sigue firmemente comprador en su posición. Creo que es correcto el accionar para amortiguar la volatilidad. Si no hay sorpresas en el escenario global, creo que no tendremos grandes novedades locales antes de las PASO. Las cartas están jugadas. En las últimas ruedas, los emergentes, luego del discurso de Jerome Powell, depreciaron sus monedas y el peso simplemente acompañó dicha dinámica. Antes de las PASO, el BCRA tiene herramientas de sobra para moderar la volatilidad. El tema es luego.

Hablemos de eso, entonces. Después de las PASO se abre otro escenario. Para bien o para mal. Se acaban las especulaciones, las encuestas y se empiezan a contar votos reales. En números, ¿cuál sería un resultado “constructivo” y cuál sería uno negativo para los activos locales?

Déjeme hacer, primero, una salvedad. En la previa de los procesos electorales los políticos suelen hacer y decir cualquier cosa para ganar votos. Los economistas que asesoran a esos políticos, que ofician de voceros, también. El economista profesional no pierde de vista la restricción presupuestaria, mejor dicho, no debiera perder de vista la restricción presupuestaria. Nada mejor que el ilusorio debate actual sobre los intereses de las Leliq. Si no habría restricción presupuestaria podríamos escribir todos una carta navideña para pedir un regalo con los intereses de las Leliq. Es más, si nos juntamos algunos hinchas de Racing hasta podríamos traer a Cristiano Ronaldo a jugar un año. La gran incertidumbre cambiaría y del riesgo país que trae aparejada la oposición tiene mucho que ver con que los nombres no coinciden con las propuestas. El candidato de la oposición habla de tipo de cambio competitivo, mercado único de cambios y disciplina fiscal como durante el primer mandato de Néstor Kirchner. Pero los nombres que los rodean tienen más que ver que los gobiernos de la expresidenta. Donde vimos uno de los peores atrasos cambiarios, con inútil cepo incluido y distorsión de precios relativos (tarifas) de nuestra historia. La expresidenta asumió en 2007 con un superávit primario de 4% del PIB y se fue en 2015 con un déficit mayor a 5%. Muy pocas veces encontramos experiencias de un desmadre fiscal similar, sin mencionar que posiblemente haya tenido uno de los mejores términos de intercambio de la Historia. Mire como Chile, Perú, Paraguay, Colombia o Uruguay, ni hablar de otros emergentes como Polonia, aprovecharon la extremada bonanza internacional para aniquilar la inflación y generar crecimiento moderado pero constante, rompiendo con la carrera entre tipo de cambio e inflación. Realmente es increíble la oportunidad perdida. Volviendo al mercado, el mismo

reacciona de diferente forma a las encuestas, y probablemente reaccione de forma distinta a lo que nosotros pensamos una vez conocidos los resultados de las PASO. Pero cualquier diferencia a favor de Fernández en las PASO mayor a 5 puntos claramente traerá nerviosismo hasta octubre. Dólar y riesgo país en alza, a pesar de los amortiguadores que podrá tener el BCRA para contrarrestar esto.

En el escenario “constructivo”, ¿qué puede esperarse para los activos locales y, particularmente, para el rendimiento de los bonos en dólares? En otras palabras, ¿cuánto pueden comprimir los spreads soberanos?

Creo que la gran incertidumbre está en las renovaciones de capital e intereses en 2020. Supongamos que en 2019 se renuevan el 30% de Letes en dólares (US\$ 2.200 millones) y del 75% de Lecap (US\$ 5.500 millones). Aclaración, si el rollover es más alto, mayores son los compromisos para 2020, pero también mayor saldo inicial de caja. Por otro lado, en 2020 vencen bonos en pesos por el equivalente a US\$ 9.000 millones (más stock de Lecap a 2020) y bonos en dólares por US\$ 4.000 millones, siempre hablando contra el sector privado. A esto debemos sumarle un monto cercano US\$ 14.000 millones de intereses contra privados en ambas monedas. En contraposición, desde el lado positivo, tenemos al BCRA mejor capitalizado y con las mayores reservas en mucho tiempo. Con estos supuestos, el próximo Gobierno tendrá, en 2020, desembolsos deuda en pesos por el equivalente a US\$ 17.500 millones y por deuda en dólares unos US\$ 7.000 millones, más la carga de intereses, y del FMI sólo resta recibir un total de US\$ 7.500 millones. Claro está que nuestro país necesita salir el mercado voluntario de deuda nuevamente y esto pone muy nervioso al mercado. En el caso de ganar el oficialismo, creo que no hay demasiado para analizar. Hoy está renovando los vencimientos en pesos sin problemas, y dadas las bajas tasas internacionales, mi opinión es que siquiera tendrá que solicitar nuevos fondos al FMI y también podrá rollear los

vencimientos en dólares en el mercado. En el mercado todo es valor relativo. Hoy, en términos relativos, las tasas argentinas son exorbitantes. Converger a una curva de tasas de Ecuador o Ucrania abriría automáticamente el mercado de deuda vía una fuerte suba de paridades desde los niveles actuales. Podríamos pensar tranquilamente en volver a ver el CDS a 5 años en 400 o 500 puntos básicos: la mitad que hoy.

Si la oposición, en cambio, queda mejor posicionada para octubre, ¿qué riesgos observa?

La oposición podría decir que el riesgo país lo dejó alto este Gobierno y que ellos siempre cumplieron con los pagos de deuda en los mercados voluntarios. Creo que el escenario de default en un eventual triunfo de la oposición no es el más probable. Los mayores vencimientos en 2020 contra el sector privado son en moneda local y más fáciles es licuarlos que no pagarlos. Los vencimientos en dólares de corto plazo son demasiado bajos para incumplirlos. Creo que este es el gran incentivo a evitar un incumplimiento y por eso intuyo una rápida negociación con el FMI en el escenario de un eventual triunfo de la oposición. Puestos en otros términos, no veo sentido alguno en reestructurar la deuda. La carga de intereses seguiría corriendo y lo único que lograría es un escenario de parálisis económica por vencimientos en moneda dura por el equivalente al 2% del PIB. Sería realmente sorprendente ver esto. De darse otro incumplimiento en los contratos, directamente salimos del mapa hipotecando cualquier posibilidad de crecimiento futuro de mediano plazo. Dicho esto, de ganar la oposición creo que no mostrará muchas cartas hasta octubre, dado que la incertidumbre le juega a favor en el propio proceso electoral. Seguramente experimentaremos otra escalada del dólar, incrementando los ratios de deuda contra el PIB, más caída en el nivel de actividad, con la consiguiente suba del riesgo país y paridades varios escalones más abajo. Pasadas las elecciones la cosa puede ser distinta. En este escenario, podría

haber una oposición más pragmática, respetando la restricción presupuestaria. Pero para esto Fernandez debe mostrar otras señales, propuestas en serio y otros nombres en materia económica, sino tendrá un comienzo complicado. En el otro escenario, PASO favorable al oficialismo, seguramente veamos una gran caída en el estrés financiero, menos presión cambiaria, menos tasa de interés, inflación en lento descenso, todo esto alimentando una baja del riesgo país. En este escenario, pasado el optimismo inicial, el oficialismo también tendrá que demostrar que esta vez no cometerá tantos errores. En materia política, deberá rápidamente consensuar con una amplia base de gobernadores para mantenerse fuerte en términos de gobernabilidad y capacidad de reformas.