

17 de agosto de 2018

## El intento de normalizar

Ante la fuerte corrida contra los activos argentinos, el BCRA anunció una serie de medidas para desarmar el stock de LEBAC. Luego de mucho tiempo de correr por detrás (sobre todo en la gestión anterior), creo que la autoridad monetaria se adelantó a los acontecimientos de mercado.

El lunes el riesgo país tocó su máximo durante la gestión de Macri, alcanzando los 750 puntos básicos, lo que implicó una suba de 165 puntos en tan sólo una semana. Para tener una dimensión de este salto, el precio en dólares del AY24 (2024) cayó un 9,6%, el A2E7 (2027) un 14% y el DICA (2033) un 17%. Las paridades cayeron a niveles de mediados de 2015. La volatilidad de los mercados a partir de la devaluación turca provocó una ola de ventas de activos emergentes. La peor parte se la llevaron las economías más vulnerables (mayores déficits externos y fiscales), la propia Turquía, Sudáfrica y Argentina.

Se dieron dos efectos. El primero claramente es la desconfianza que genera nuestro país, tanto en inversores locales como internacionales. El segundo efecto es propio de mercado. Nuestro mercado de capitales es muy reducido, lo que genera una especie de puerta doce cuando los institucionales quieren desarmar posición. El gradualismo de Cambiemos implicó que nuestro país haya sido la economía emergente con mayor emisión de bonos en el mercado internacional durante los últimos dos años. Cuando se produce una ola vendedora tan fuerte, el mercado no tiene capacidad de absorción. No hay compradores, no hay volumen suficiente y los precios se desploman.

Ante esto el Gobierno, luego de una larga siesta, reaccionó. Los bonos recuperaron la mitad de la caída y el mercado de cambios se pudo estabilizar con el correr de la semana (esto es un día a día). El Gobierno debe convencer al mercado que una recesión no es una crisis. Reconocer que la devaluación provocará una fuerte recesión, pero borrar los fantasmas de default. Nada tiene que ver la situación actual con la Argentina del 2001 o con la Turquía de hoy. El sector privado

(empresas, bancos y familias) prácticamente no tiene deuda en dólares y el sector público tiene una deuda neta en moneda extranjera del orden del 25% del PBI.

La devaluación y recesión actual crearon una fuerte crisis de confianza económica, política y financiera. Esta última se centra en dos cuestiones. En primer lugar, en la capacidad de afrontar los vencimientos de deuda en los próximos trimestres con los mercados cerrados. En este punto el Gobierno tiene mucho que trabajar. Debe moverse más rápido y dar señales de que el programa financiero del 2019 puede cerrarse sin sobresaltos. El residual a financiar luego de la ayuda del fondo es menor a los U\$10.000 millones. Un monto manejable para el tamaño de nuestra economía pero que en este contexto despierta mucha incertidumbre. Esperemos que haya novedades en este sentido, será fundamental para bajar el riesgo país.

El segundo foco de desconfianza financiera es el maldito combo dólar, tasa y LEBAC. En este punto creo que el BCRA está siendo mucho más efectivo (la pasividad y torpeza de la gestión anterior era llamativa). Esta semana implementó varias medidas, a mi juicio todas correctas en este contexto.

- Comenzó a reducir el stock de LEBAC en manos no bancarias de forma muy agresiva. Este stock cayó en \$120.000 millones sólo en esta semana.
- Implementó subastas de dólares para darle salida a aquellos que quieran dolarizarse con los pesos resultantes de la no renovación.
- Coordinó con el Tesoro la emisión de letras en pesos.
- Los bancos ya no podrán renovar LEBAC. El BCRA sólo ofrecerá NOBAC (1 año) y LELIQ. Los bancos fueron a LELIQ sólo con un porcentaje de los pesos generados por la liquidación de LEBAC pero no quisieron NOBAC. Ante esto, el BCRA le subió los encajes.
- Antes de la crisis el stock de letras en manos no bancarias superaba los U\$40.000 millones. Con la menor renovación (y la licuación obviamente) ya se ubica en U\$15.000 millones.

La buena noticia de esta semana es que el BCRA destruyó \$120.000 millones de letras sacrificando U\$1.000 millones de reservas. La reducción del stock le permitirá al BCRA un mejor manejo de la tasa de interés como herramienta monetaria. Recordar además que las nuevas autoridades ponen foco también en los agregados monetarios y no sólo en la tasa de referencia (brutal error de la gestión anterior). Creo que la reducción de LEBAC tiene un fuerte componente psicológico para traer tranquilidad en el mercado financiero y el dólar.

De más está decir que son paliativos y no soluciones de fondo a nuestros problemas estructurales, pero en este turbulento escenario la estabilidad cambiaria, financiera y la reducción del riesgo país son fundamentales. El mundo estornudó y a nosotros nos dio una pulmonía. Para amortiguar estos coletazos en el futuro, la única salida es reducir nuestros desequilibrios (fiscal y externo).

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*