

27 de Abril de 2018

## Los costos de la descoordinación

Posiblemente la peor semana para el Gobierno desde que asumió. En los últimos días experimentamos una corrida en el mercado de cambios, producto íntegramente de la torpeza en la gestión económica (Hacienda, Finanzas, Energía y BCRA). No perdimos tiempo con boberías al intentar explicar la reversión en el mercado de cambios con la tasa Norteamérica. El S&P subió 2,3% en las últimas dos ruedas y el real brasilero se depreció sólo siete centavos en la semana (para ponerlo más gráfico R\$ 0.07). Mantendremos como siempre la frialdad en el análisis y toleraremos que un funcionario diga “lo que está pasando es normal en un contexto de flotación libre”.

El pesimismo sobre la dinámica y el rumbo económico se incrementó fuertemente. Las acciones locales son otro claro ejemplo, con un desempeño relativo muy magro frente a otros mercados. Los ajustes tarifarios, los desalentadores datos de inflación, el retraso en la ley de mercado de capitales y la aplicación del impuesto a la renta financiera de no residentes fueron un combo letal que generó un fuerte stress en el mercado de cambios.

Veremos cómo termina la rueda de hoy, pero en la semana el monto vendido por el BCRA hasta el momento ronda los U\$3.000 millones. El BCRA tiene los instrumentos para apaciguar la turbulencia en el mercado de cambios. Además de las ventas en el mercado de contado, debe subir más agresivamente la tasa de interés (más de los 150/200 puntos básicos de estas ruedas) y fundamentalmente, debe volver con mucha firmeza al mercado de futuros. Con ventas fuertes en la curva de futuros puede bajar las tasas implícitas y dar incentivos al sector privado a mantenerse en pesos contra coberturas baratas. Muy pocos saldrán de lebacks por encima del 30% pudiendo recomprar en el mercado de futuros al 15% o 20%. Esto le permitirá contrarrestar la demanda de dólares minimizando la pérdida de reservas, que si bien tiene muchas, en este contexto es bueno no verlas caer a ritmo acelerado. Los ruidos políticos por operar en el mercado de futuros, en mi

humilde opinión, no son excusas para no hacer lo que hay que hacer.

En el corto plazo, sólo debe enfocarse en mostrar poder de fuego para enfrentar la situación actual y despejar todo tipo de incertidumbre. El Banco Central tiene las armas y actuando con decisión seguramente esta mini corrida al dólar será apaciguada. Pero, para adelante, deberán minimizarse los errores en el manejo de la política económica.

## Pensando en el mediano plazo

Creo que el Gobierno venía explicando medianamente bien su norte de mediano plazo. El camino elegido se podía resumir en el famoso gradualismo que todos conocemos. Aprovechar el bajo stock de deuda inicial para ir atacando paulatinamente las inconsistencias y desajustes de la macroeconomía (déficits gemelos, inflación/tarifas, estancamiento económico, etc.) y microeconomía (política comercial, cepos, infraestructura, logística, reforma impositiva, previsional y laboral, etc.).

Si bien, como solemos mencionar, creo que el norte es el correcto, en la implementación estamos viendo cada vez más tropiezos, sobre todo desde la macro. Los avances son más claros en la micro. En mi opinión, los problemas en la ejecución de la política macroeconómica tienen su causa madre en la descoordinación. Veamos dos marcados errores y sus costosas consecuencias.

## Tarifas y metas de inflación.

Para formular su meta de inflación del 2018 el Banco Central tomó un incremento de los precios regulados del 21,8%, luego de una suba del 38,7% durante el 2017 ([ver en este informe de política monetaria](#)). En el primer trimestre del año, los precios regulados saltaron un 9,2%. Prácticamente el mismo crecimiento que durante el primer trimestre de 2017 que fue del 10%. Esto deja abierta tres opciones.

Una opción podría ser que el Gobierno se haya adelantado a ajustar rápidamente y mueva las tarifas muy poco en lo que resta del año. En esta opción, la inflación debería ceder marcadamente, mientras el tipo de cambio no presente grandes

sobresaltos. El error del BCRA en este caso sería no haber comunicado con claridad que la inflación anualizada del primer trimestre iba a estar muy fuera de la meta anual. La segunda opción sería que el aumento de precios regulados sea mayor al 21,8% que utilizó el BCRA para definir la meta, lo que sería bastante preocupante en términos de coordinación con el ejecutivo. La tercera opción sería que los modelos utilizados por el BCRA para medir el impacto de la política tarifaria en la inflación son malos, lo que sería aún más preocupante.

## **Política de financiamiento y política cambiaria**

El punto más importante. El déficit de la cuenta corriente del balance cambiario fue de U\$ 17.052 en el 2017<sup>1</sup>, que es el exceso de gasto sobre el ahorro de nuestra economía. A esto además hay que sumarle unos U\$22.000 millones de atesoramiento del sector privado. En 2017, estos casi \$40.000 fueron cubiertos con toma de deuda pública nacional, provincial, emisiones corporativas y algo de inversión extranjera directa. Como estas entradas de divisas superaron las necesidades internas, el BCRA pudo acumular una buena cantidad de reservas (casi U\$15.000 millones).

Supongamos que para este año las necesidades de divisas que requiere toda la economía (sector público más privado) son similares. El Ministerio de Finanzas efectuó una exitosa colocación en enero por \$9.000 millones antes que comience el incremento de tasas. Luego subió la tasa internacional y también el riesgo país, con lo cual el costo de fondeo en el exterior subió (cayeron los bonos). Allí el Ministro de Finanzas anunció que las emisiones en lo que resta del año serían en el mercado local. Uno intuye que esta declaración tiene como objetivo influenciar una suba de paridades y una caída en las tasas de nuestros bonos, dado que se está limitando la nueva oferta en el mercado internacional.

Ahora bien, de ser así, lo que no se tuvo en cuenta es que si no se traen dólares de afuera, el mercado comienza a competir por los dólares

domésticos. En este escenario las opciones parecen ser dos. Sube el tipo de cambio o el Banco Central pierde reservas o una combinación de ambas. Como se puede ver, el cambio en la política de financiamiento le complicó la vida a la autoridad monetaria. El mercado anticipó que los nuevos dólares para la economía no serán tan abundantes como en 2017. Esto está a tiempo de modificarse, Finanzas debería anunciar que cerrará parte de la caja nuevamente con emisiones en dólares en el extranjero.

Estos claros ejemplos de descoordinación terminaron repercutieron fuertemente esta semana. Más allá de considerar el camino gradualista correcto y viable, los desbalances de nuestra economía no dan lugar a estos notorios errores de coordinación.

A esta altura está de más decir que un Ministro de Economía es necesario como cabeza de todo el heterogéneo equipo económico. En términos de estrategia política de Cambiemos, también es necesario para que los errores de coordinación no caigan sobre la espalda del Presidente.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*

---

<sup>1</sup> El balance cambiario lo mide el BCRA contabilizando las operaciones cursadas efectivamente en el mercado de cambios, bajo el concepto de percibido y no devengado como el balance de pagos del INDEC.

