

INFOGRAFÍA

CRISIS DE RESERVAS

En lo que va del año, las reservas internacionales cayeron a razón de más de U\$S 50.000 por minuto.



Autoridades
UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA

RECTOR
Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA DE INVESTIGACIÓN
Y VINCULACIÓN TECNOLÓGICA E
INSTITUCIONAL.

A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas

Dra. Patricia Domench

COORDINADOR
Módulo Política Económica
Mg. Santiago Fraschina

RESUMEN GENERAL

- Tras la elección general del domingo 27 de octubre, finalmente la experiencia económica y política de la Alianza Cambiemos concluye tras ser derrotada por un Frente que terminó agrupando a diversos sectores de la oposición.
- La transición de gobierno hasta el 10 de diciembre será compleja por la presión que habrá sobre la cantidad de dólares que quedarán en el BCRA para ser utilizados por la próxima administración.
- Para detener la demanda de reservas el oficialismo ha avanzado en el endurecimiento de las restricciones a la compra de dólares, en este caso, reduciendo el tope a las compras mensuales de dólares de personas físicas para atesoramiento desde los USD 10.000 hasta los USD 200.
- Con este nuevo endurecimiento, se disparan los precios de los dólares que han aparecido tras la primera regulación, como el dólar “contado con liquidación”, el dólar “mep”, o el dólar “blue”.
- La ampliación de la brecha que esto supone entre el dólar oficial y el resto de los dólares será tema de constante discusión. No obstante, a pesar de la fuerte restricción no se ha avanzado en otras medidas necesarias que deberían cumplimentar esta como aplicar un impuesto superior a las compras con tarjetas de crédito en el exterior (ya que estos gastos en dólares no tienen un límite y rigen al dólar oficial).
- Por otro lado, entre las elecciones primarias y las generales se dilapidó un fenomenal caudal de recursos para sostener las variables macroeconómicas en determinados niveles a pesar de los fuertes desequilibrios sostenidos por las cuentas externas.
- Sin embargo, la relativa estabilidad de la principal variable macro de la economía, el tipo de cambio, no alcanzó para el triunfo electoral debido a la debacle en la que entró la economía del país a partir de abril del 2018. Los costos de las políticas sostenidas previo a la elección del 27 de octubre son considerables.
- En la siguiente infografía se realiza un repaso de la política económica, con especial énfasis en la política cambiaria, desde el 11 de agosto cuando se realizaron las elecciones primarias hasta el pasado domingo cuando se conocieron los resultados provisorios que daban ganador al candidato del Frente de Todos y lo consagraban el próximo presidente de los argentinos.
- Después de las PASO la caída de reservas se acelera. Desde el 11 de agosto se perdieron USD 20.163 millones en reservas internacionales, lo que representa una merma del 30,4%. Las reservas pasaron de USD 66 mil millones el viernes anterior a las PASO a USD 46 mil millones en la semana anterior a las elecciones generales.
- Además, los depósitos en dólares cayeron unos USD 12.014 millones en poco más de dos meses, lo que representa una merma del 37%. Es decir, más de la tercera parte de los depósitos en dólares se retiraron del sistema financiero después de las PASO.
- La salida de depósitos en dólares de los bancos implicó en el periodo una salida de reservas por retiro del encaje de estos en el BCRA por USD 6.040 millones.
- Si se le suma a esto las ventas que venía realizando el BCRA desde marzo a cuenta del Tesoro por USD 60 millones diarios en dos rondas se concluye que las intervenciones totales del BCRA en el mercado de cambios alcanzaron los USD 7.000 millones entre las PASO y las elecciones generales.

- Además en agosto se fugaron en términos netos unos USD 5.909 millones. En septiembre en cambio la fuga de desaceleró aunque continuó en niveles elevados, en unos USD 3.013 millones. La salida de fondos por formación de activos externos acumuló unos USD 9.000 millones en los meses de agosto y septiembre. Esto implica que la “fuga” promedio mensual aumentó en 125% en estos meses en relación al periodo enero-julio 2019.
- Desde 2016 la cantidad de compradores fue *in crescendo* pero se dispara en los meses de la fuerte devaluación del 2018 y posteriormente a medida que iban creciendo las tensiones cambiarias durante 2019. Finalmente en septiembre se alcanza el record de la serie cuando la cantidad de compradores casi roza el millón setecientos mil compradores.
- El precio del dólar contado con liquidación ya supera los \$ 80 por dólar y teniendo en cuenta que el dólar mayorista continúa rondando los \$ 60, implica que la brecha ya ronda el 40%.
- En lo que va del año, las reservas internacionales cayeron a razón de U\$S 50.000 por minuto.

INTRODUCCIÓN

Tras la elección general del domingo 27 de octubre, finalmente la experiencia económica y política de la Alianza Cambiemos concluye tras ser derrotada por un Frente que terminó agrupando a diversos sectores de la oposición. La transición de gobierno hasta el 10 de diciembre será compleja. La presión sobre la cantidad de dólares que quedarán en el BCRA para ser utilizados por la próxima administración están en el centro del asunto. Para detener la demanda de reservas el oficialismo ha avanzado en el endurecimiento de las restricciones cambiarias, en este caso, reduciendo el tope a las compras mensuales de dólares de personas físicas para atesoramiento desde los USD 10.000 hasta los USD 200. Con este nuevo endurecimiento, se disparan los precios de los dólares que han aparecido tras la primera regulación, como el dólar “contado con liquidación”, el dólar “mep”, o el dólar “blue”. Con lo cual, se avanza en el corte de uno de los factores de presión sobre la demanda de dólares a costa de hacer crecer el desdoblamiento en los tipos de cambio. La brecha presionará sobre los formadores de precios de la economía producto de la especulación. No obstante, a pesar de la fuerte restricción no se ha avanzado en otras medidas necesarias que deberían complementar esta medida como aplicar un impuesto superior a las compras con tarjetas de crédito en el exterior. Por otro lado, teniendo en cuenta el fenomenal caudal

de recursos que el oficialismo rifó entre las primarias y las elecciones generales para sostener las variables macroeconómicas en determinados niveles a pesar de los fuertes desequilibrios sostenidos por las cuentas externas. Sin embargo, la relativa estabilidad de la principal variable macro de la economía, el tipo de cambio, no alcanzó para el triunfo electoral debido a la debacle en la que entró la economía del país a partir de abril del 2018. Es por esto que los costos de las políticas sostenidas previo a la elección del 27 de octubre son altos y no serán pagados por el actual gobierno sino por el siguiente. En la siguiente infografía se realiza un repaso de la política económica, con especial énfasis en la política cambiaria, desde el 11 de agosto cuando se realizaron las elecciones primarias hasta el pasado domingo cuando se conocieron los resultados provisorios que daban ganador al candidato del Frente de Todos y lo consagraban el próximo presidente de los argentinos.

LA CAMPAÑA MÁS CARA DE LA HISTORIA

La eclosión política de la Alianza Cambiemos tras el resultado de las PASO profundizó la crisis económica. La victoria aplastante del candidato del Frente de Todos sobre el candidato del oficialismo terminó por darle la estocada final al modelo económico de especulación financiera. La profundización de la crisis económica y la desconfianza del mercado ante el estrangulamiento de los dólares produjeron que la corrida cambiaria se profundizara. Las compras de divisas para atesoramiento no sólo se aceleraron. Sino que tuvo inicio una corrida contra los depósitos en dólares de los bancos. De estos, una parte son encajados en el BCRA, con lo cual se transformó en el segundo motivo por el cual las reservas brutas internacionales empezaron a caer.

En la tercera semana después de las PASO, y ante una oferta de divisas que menguaba y una demanda creciente producto del retiro de depósitos, la compra de dólares para atesoramiento y los vencimientos de capital e intereses de la deuda pública, el gobierno nacional tomaba medidas que iban en contra de sus propias directrices ideológicas. La primera fue un aplazamiento de los vencimientos de deuda pública de corto plazo que estén en manos de personas jurídicas. Particularmente de Letes, Lecaps, Lelinks y Lecker, los cuales sumaban vencimientos por USD 16 mil millones hasta fin de año. Recibirán 15% del pago al vencimiento, 25% a 3 meses y el 60% restante a 6 meses. Este “reperfilamiento” de los vencimientos, como lo llamó el propio Ministro de Hacienda,

implicaba una decisión unilateral y por lo tanto una cesación en el pago. Tal es así que a las pocas horas Standard and Poors bajó la calificación de la deuda pública argentina a la categoría de “default selectivo”. Posteriormente daría marcha atrás pero el ruido ya estaba generado y todos los medios del mundo se hacían eco de la noticia. A su vez, la medida llamaba la atención por haber incumplido vencimientos nominados en moneda nacional, la cual por cierto puede ser producida sin ningún tipo de problema por el Estado Nacional, lo que muestra que las decisiones de política económica pueden llegar a tomarse contemplando profundos sesgos ideológicos. Además, anunció que re-negociarían los plazos de vencimientos de la deuda con el FMI, que mandarían al Congreso un proyecto para hacer lo propio con la deuda pública con privados y que convocarían a los bancos e inversores para también negociar la extensión de plazos o bien para presentar una propuesta de canje de bonos.

Las medidas económicas desnudaron nuevamente, luego de la vuelta al FMI, la profunda crisis en materia de deuda pública en la cual ha sido inserta la Argentina desde diciembre del 2015.

Si se creía que tal decisión de política económica se estaba llevando adelante para liberar dólares que permitieran hacer frente a la corrida cambiaria, el último domingo se avanzó en una medida con la cual se evitaba justamente enfrentar esta situación.

El BCRA avanzó por primera vez desde la actual gestión en restricciones para la compra de dólares. El viernes 30 de agosto ya el Banco Central había restringido a los bancos el giro de utilidades a sus casas matrices. Como mínimo debían

antes pedirle autorización a la autoridad monetaria. Pero el domingo redoblo la apuesta y avanzó en restricciones a la compra de dólares. Prohibió la compra de dólares para atesoramiento a las empresas, restringió a un máximo de USD 10.000 la cantidad de dólares que pueden comprar las personas en un mes y acortó los plazos para liquidar exportaciones. Entre otras cosas, las restricciones en el mercado de cambios dan lugar a la aparición nuevamente del dólar “paralelo” o dólar “blue”, del contado con liquidación, del dólar bolsa, entre otros. Sin embargo, el límite terminó siendo una restricción demasiado *light* habida cuenta de que el 70% de los argentinos gana menos de \$ 24.000 y que para comprar el monto máximo a un tipo de cambio de \$ 60 por dólar se necesitaba de \$ 600.000.

El aplazamiento de los vencimientos de la deuda y las restricciones a la compra de dólares generaron un aumento de la ola de incertidumbre que profundizó la corrida por los depósitos y contra el tipo de cambio.

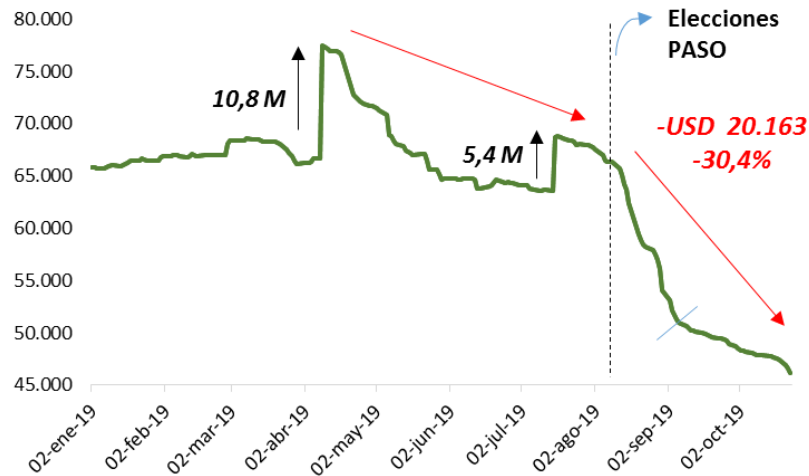
Además, las ventas diarias del BCRA se intensificaron en las últimas semanas antes de la elección general del 27 de octubre para no endurecer aún más el “cepo” cambiario y llegar a la elección sin una devaluación mayor. Luego de la derrota frente al candidato opositor que le terminó costando al oficialismo la posibilidad de reelegir, el BCRA anunció que endurecería el límite de compras mensuales hasta los USD 200. La medida finalmente termina llegando luego de una enorme sangría en las reservas del Banco Central y recortan los grados de libertad que tendrá la política económica del próximo gobierno.

DERRAPE DE RESERVAS

Desde iniciada la crisis en abril del 2018, el saldo en materia de reservas por parte de la alianza gobernante fue notablemente negativo. La corrida contra el tipo de cambio llevó al BCRA a perder sistemáticamente reservas internacionales sin conseguir evitar la devaluación progresiva y acelerada del tipo de cambio. El único sostén en este tramo de casi dos años fueron los desembolsos del FMI tras el acuerdo y un swap con China. Solamente tras el segundo acuerdo con el FMI en octubre del 2018 se logró cierta estabilidad en el stock de reservas que se mantuvo apenas unos meses entre enero y marzo del 2019. A partir de abril volvió la presión sobre el stock de reservas que solamente fue compensado por el ingreso de los dólares del Fondo por USD 10,8 mil millones en abril y USD 5,4 mil millones en julio.

Sin embargo, después de las PASO la caída de reservas se acelera a ritmo acelerado por motivos que se verán a continuación. Desde el 11 de agosto se perdieron USD 20.163 millones en reservas internacionales, lo que representa una merma del 30,4%.

RESERVAS INTERNACIONALES (en millones de dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

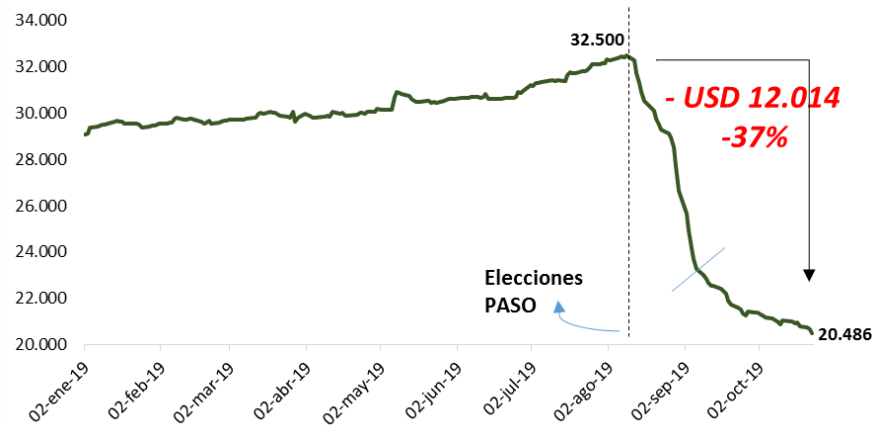
Es decir, casi un tercio en apenas 2 meses y medio. No obstante, se observa que a pesar de la fuerte caída se produjo una desaceleración de la misma a partir de la cuarta semana después de las elecciones primarias (principios de septiembre). Como se verá esto está relacionado con la desaceleración en la caída de uno de los factores principales explicativos de la merma de reservas a partir de las elecciones primarias. En la última semana, la pérdida se intensifica nuevamente y también se explicará el factor que la impulsa en este caso. Las reservas pasaron de USD 66 mil millones el viernes anterior a las PASO a USD 46 mil millones en la

semana anterior a las elecciones generales.

Uno de los factores centrales de la caída acelerada de las reservas internacionales post PASO es la crisis de confianza contra los depósitos en dólares en el sistema financiero. Los depositantes interpretaron que la derrota del oficialismo en las primarias significaba un duro golpe a las políticas de desregulación financiera y especulación y que eso podría traer un riesgo para la sostenibilidad del sistema financiero. Sin embargo, luego de la crisis del 2001 se adoptaron una serie de medidas que minimizaron el riesgo de un nuevo corralito. Hoy en día, un importante porcentaje de los depósitos en dólares están encajados en el BCRA y no existe un descalce cambiario importante como el que existía en los años 90 principalmente porque los préstamos en dólares están dirigidos principalmente al sector exportador.

Los depósitos en dólares en el sistema financiero habían alcanzado los USD 32.500 millones el viernes anterior a las PASO. El lunes 12 empezó el retiro de depósitos y en las primeras dos semanas se fueron del sistema financiero unos USD 3.200 millones. Sin embargo, la salida se aceleró con el anuncio del “reperfilamiento”. La memoria sobre lo ocurrido en el 2001 y el temor de que se avancen sobre los depositantes para hacer frente a la demanda creciente de dólares jugó un papel para que esto ocurriese.

DEPÓSITOS EN DÓLARES DEL SECTOR PRIVADO (en millones de dólares)



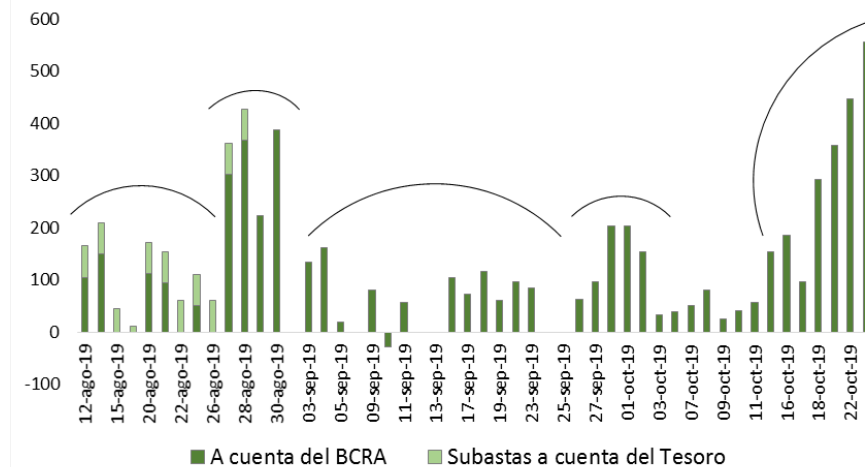
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

De la misma forma, a partir de la cuarta semana la caída en los depósitos se desacelera, explicando así parte de la desaceleración de la merma de las reservas. Finalmente, en poco más de dos meses la caída en los depósitos en dólares alcanzó los USD 12.014 millones, lo que representa una caída del 37% de los mismos. Es decir, más de la tercera parte de los depósitos en dólares se retiraron del sistema financiero después de las PASO.

Però la fuga de los depositantes en moneda estadounidense es apenas uno de los factores que explican el desplome acelerado de las reservas. El segundo es el esfuerzo que realizó

el BCRA para contener el tipo de cambio en el nuevo nivel que asumió después de las PASO, cuando pasó de \$ 45 a \$ 60 en apenas una jornada tras la desidia que mostró la autoridad monetaria el día posterior a la elección primaria violando así la banda superior que se había autoimpuesto de \$ 51 por dólar. A pesar del nuevo nivel del tipo de cambio, la escasez de dólares se intensificó y el BCRA en varias rondas salió a sostener fuerte el tipo de cambio para mantenerlo en dicho valor.

INTERVENCIONES DIARIAS DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO DE CAMBIOS (en millones de dólares)



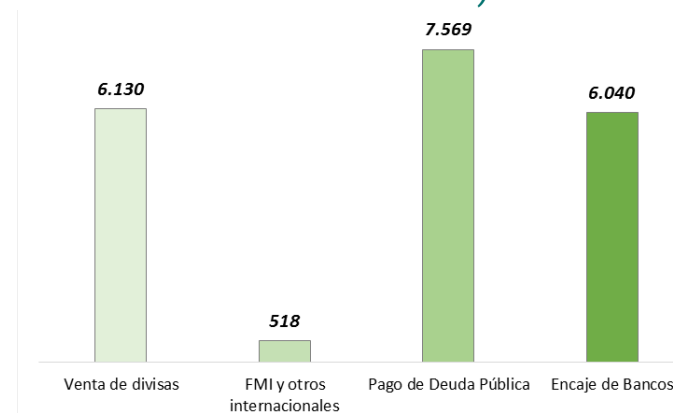
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Desde septiembre del año pasado que el BCRA no había necesitado tener una posición vendedora gracias a la nueva supertasa, incluso hasta se había dado el lujo de comprar en los meses de enero y febrero. Sin embargo, después de las PASO y tras la devaluación empezó a intervenir fuerte en el mercado de cambios por cuenta propia. Si se le suma a esto las ventas que venía realizando el BCRA desde marzo a cuenta del Tesoro por USD 60 millones diarios en dos rondas se concluye que las intervenciones totales del BCRA en el mercado de cambios alcanzaron los USD 7.000 millones entre las PASO y las elecciones generales. No obstante, se encuentran distintas etapas a lo largo del periodo en cuestión. En las primeras dos semanas se vendieron un promedio de USD 137 millones por día. No obstante en la semana del “reperfilamiento”, es decir, la tercera después de las primarias, este promedio saltó a USD 292. En las siguientes seis semanas las intervenciones se desaceleraron fuerte hasta los USD 67 millones promedio diarios. Sin embargo las últimas dos semanas antes de las generales las tensiones volvieron a recrudecer y las ventas se dispararon a unos USD 298 millones promedio diarios pero *in crescendo*.

Estas fuertes intervenciones del Central después de las PASO y particularmente en las últimas dos semanas antes de las generales fueron un costo que eligió pagar la fuerza gobernante a a costa de sostener el tipo de cambio y que recaerá sin embargo sobre el próximo presidente.

FACTORES EXPLICATIVOS DE LA CAÍDA EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES

(en millones de dólares – entre el 12 de agosto y el 25 de octubre del 2019)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por último, el tercer factor que termina repercutiendo sobre la merma de las reservas son los pagos de la deuda pública del Tesoro con las reservas del BCRA. El cierre del financiamiento voluntario de crédito, primero en abril del 2018 y con mayor intensidad después de las PASO significa que los vencimientos de la deuda pública no se pueden refinanciar. Con lo cual solamente con reservas es que se pueden cancelar los vencimientos. Es así que a pesar del “reperfilamiento” se han utilizado USD 7.500 millones para el pago de vencimientos de deuda entre las primarias y las elecciones generales. Se observa, que la salida de depósitos en dólares de los

bancos implicó en el periodo una salida de reservas por retiro del encaje de estos en el BCRA por USD 6.040 millones. Esto muestra que la mitad de los depósitos en dólares en el sistema financiero están encajados en el Banco Central. A medida que los depositantes iban sacando sus dólares de los bancos, estos a su vez exigían los respectivos encajes al Central implicando un drenaje de divisas. En menor medida, el pago al FMI y a otros organismos internacionales representó una merma en las reservas por USD 518 millones.

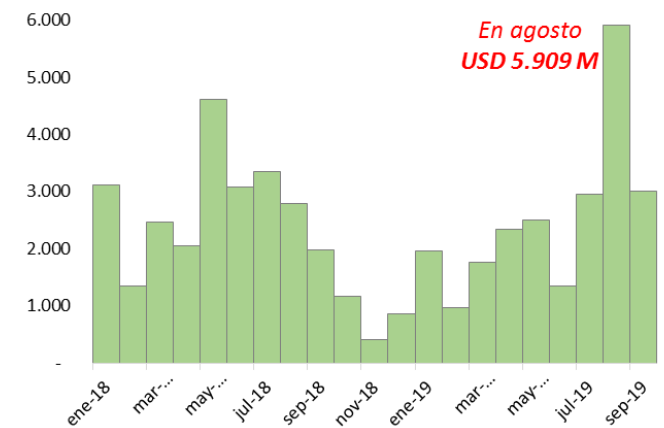
OTROS ELEMENTOS DE INCERTIDUMBRE

Si bien es un actor central, la oferta y la demanda de dólares excede la participación del Banco Central. El sector privado compra dólares por distintas finalidades como importaciones, turismo, atesoramiento, entre otras, y vende para hacerse de pesos y así realizar distintos gastos o cancelación de obligaciones en esa moneda. No obstante, tras la crisis cambiaria del 2018 y tras el resultado de las PASO, las compras de dólares para atesoramiento se dispararon. Es por esto que el BCRA a partir de octubre del 2018 volvió a fomentar el *carry trade* ofreciendo una supertasa para contener el pase de pesos a dólar.

Agosto, el mes de las PASO, fue el peor de la serie cuando se *fugaron* en términos netos unos USD 5.909 millones en apenas un mes. En septiembre en cambio la fuga de desaceleró aunque continuó en niveles elevados, en unos USD 3.013 millones.

FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS NETA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

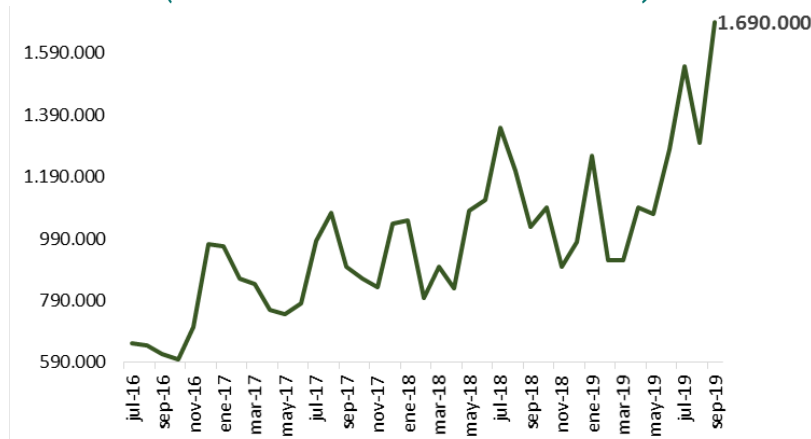
(en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Adicionalmente a esto, la cantidad de compradores de dólares ha venido creciendo a pasos acelerados, en especial en aquellos momentos donde se produce una fuerte expectativa de devaluación que después se termina convalidando. Como se observa en la gráfica, desde 2016 la cantidad de compradores fue *in crescendo* pero se dispara en los meses de la fuerte devaluación del 2018 y posteriormente a medida que iban creciendo las tensiones cambiarias durante 2019. Finalmente en el mes de septiembre se alcanza el record de la serie cuando la cantidad de compradores casi roza el millón setecientos mil compradores.

CANTIDAD DE COMPRADORES DE DÓLARES (en cantidad de números de CUIT)



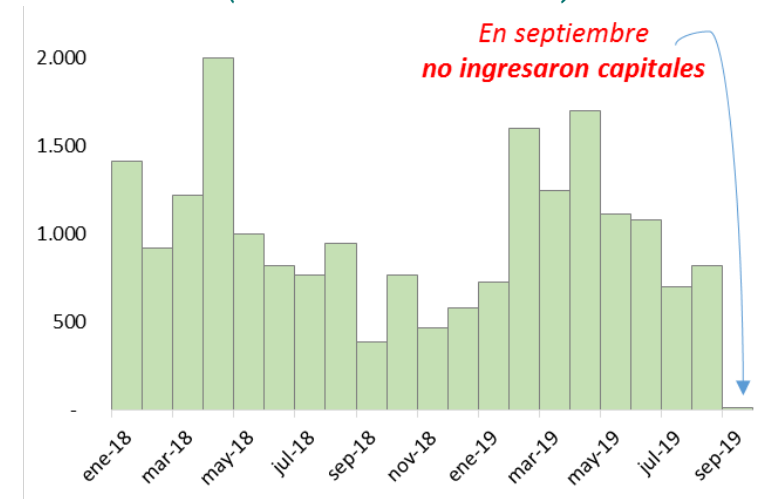
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

No obstante, lo que verdaderamente se derrumbó en septiembre no fue tanto la salida de dólares sino la entrada. El ingreso de divisas al mercado de cambios formal por desatesoramiento bajó a sus menores niveles desde 2016 cuando la supertasa todavía no estaba activada plenamente. Con lo cual, la salida de fondos por formación de activos externos acumuló unos USD 9.000 millones en los meses de agosto y septiembre. Esto implica que la “fuga” promedio mensual aumentó en 125% en estos meses en relación al periodo enero-julio 2019.

Otro factor de oferta de dólares que utilizó este modelo

económico había sido el ingreso de capitales de corto plazo de no residentes, lo que se conoce como inversiones en cartera. Estos capitales ingresan principalmente para valorizarse con la alta tasa de interés en pesos para luego fugarse, convirtiendo sus fondos en dólares, ante la menor expectativa de devaluación. Con las nuevas medidas adoptadas tras las PASO la oferta de dólares por esta vía se evaporó al punto que en mes de septiembre adoptó un valor casi nulo.

INGRESO DE DÓLARES POR INVERSIONES EN CARTERA (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

EL CEPO Y SUS DÓLARES

Tras la implementación de las medidas de restricción a la compra de dólares tuvo lugar la re-aparición de una serie de diferentes precios para el dólar en función del mercado que se trate y de los sectores que puedan abastecerlo y los que participen del lado de la demanda.

En primer lugar, con la prohibición por parte de las empresas para comprar dólares para atesoramiento y las restricciones para enviar utilidades y dividendos al exterior y el límite para las personas físicas de USD 10.000 inicial por mes apareció en la práctica un desdoblamiento cambiario. Por un lado, las empresas demandaban dólares para atesoramiento pero no podían hacerlo. Por otro, los particulares podían comprar hasta USD 10.000 mensuales. Con lo cual, los segundos tenían incentivos para venderle a los segundos, y mediante el arbitraje aparecen los tipos de cambio que se operan en bolsa, como el contado con liquidación y el dólar MEP.

Este desdoblamiento presiona sobre las expectativas especialmente mediáticas y de grandes formadores de precios. Con lo cual, el seguimiento de su evolución cobra importancia para dinámica financiera y cambiaria.

Los primeros días de la restricción de los diez mil la brecha entre el dólar oficial mayorista y el contado con liquidación superaba el 5%. Sin embargo, a medida que pasaron los días la brecha fue creciendo y, si bien tuvo altibajos, en las semanas previas a las elecciones generales se fue acelerando y alcanzó el viernes anterior a la elección al 33%.

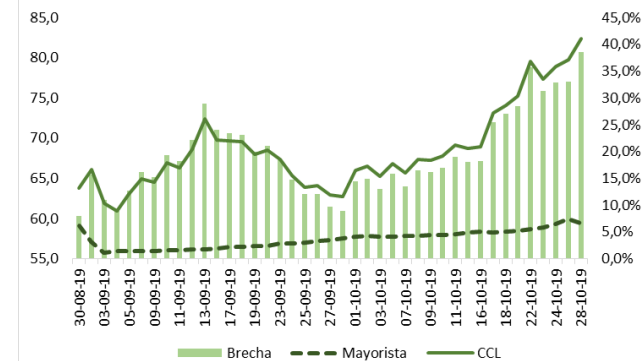
La agudización de la restricción a la compra de dólares tras la

derrota del oficialismo en las elecciones generales que lo eyecta del poder ejecutivo el 10 de diciembre significa una ampliación de la brecha entre los diferentes tipos de dólares y el dólar oficial.

La nueva restricción que cambia el límite mensual para la compra de dólares desde los USD 10.000 hasta los USD 200 implica una caída significativa de la oferta de dólares en el mercado del contado con liquidación. Con lo cual, ante una demanda que crece y una oferta que se restringe, el contado con liquidación no tiene más opción que subir. El precio del dólar contado con liquidación ya supera los \$ 80 por dólar y teniendo en cuenta que el dólar mayorista continúa rondando los \$ 60, implica que la brecha ya ronda el 40%.

BRECHA ENTRE EL DÓLAR MAYORISTA Y EL CONTADO CON LIQUIDACIÓN

(en pesos por dólar y en diferencia porcentual)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y otras fuentes privadas