

30 de Agosto de 2019

Sin final claro

La crisis sigue escalando y el final dista de ser claro. Luego del shock post PASO el mercado cambiario había encontrado algo de calma con muy poco. Bastó una señal institucional, breve diálogo político entre ambas partes, para calmar la tormenta. Nuestro país tiene un problema institucional y de falta absoluta de confianza, mucho más grave que el rojo fiscal, el stock de deuda o el nivel del tipo de cambio. El comunicado de Alberto Fernandez luego de la reunión del FMI y otra ronda de pases de facturas (de ambos lados) destruyeron la transitoria calma y encendieron nuevamente el pánico. Como si fuera poco, el miércoles el Ministerio de Economía anunció una refinanciación compulsiva a tenedores de deuda de corto plazo totalmente arbitraria, tanto en pesos como en dólares. Esta medida rompió completamente el mercado de deuda de corto plazo, metió al país en un default inexplicable incrementando el pánico y la incertidumbre. Destruyó el mercado de fondos, alimentando el retiro de cuotapartes, lo que a su vez retroalimenta el retiro de depósitos.

¿Cuál fue el motivo para incumplir los compromisos? El presupuesto nacional incluye un porcentaje de refinanciación de deuda de corto plazo, no más deuda, sino simplemente roleo que lo va venciendo. Los supuestos del Ministerio de Economía eran bastantes conservadores considerando una elección a definirse en octubre. Pero el categórico resultado de la elección cambió todo. Las posibilidades de rolear deuda de corto plazo se cortaron de lleno.

Con esta medida, Hacienda trasladaría vencimientos en torno a USD 8.000 millones (entre pesos y dólares) por 3 y 6 meses. El costo de esta medida fue entrar en default y romper completamente el mercado de crédito. Con este traspaso de vencimientos, más la liquidez que tiene el Tesoro (según mis cálculos lleno de supuestos unos USD 5.000 millones) sumado el financiamiento intrasector público, Hacienda tendría cerrado el 2019. Ahora bien ¿hacía falta esta medida para cerrar el programa financiero? No, podría haber optado por monetizar parte del agujero de pesos contra absorción de

instrumentos del BCRA y utilizar reservas para letes.

¿La medida ayuda a contener el flujo de pesos dolarizable? No me queda para nada claro. Por un lado, al obligar a rolear lecaps (Lelink/Lecer) puede provocar un menor flujo de pesos a dólar, si quiero vender esas lecaps o los fondos de lecaps el castigo es inmenso. Pero, por otro lado, alimentó la incertidumbre con la consecuente decisión de muchos inversores de no mirar el costo de dolarizase. Por último, el mayor efecto no deseado es la desbancarización. Hasta el lunes de esta semana (inclusive), los depósitos en dólares cayeron un 10% mientras que los depósitos en pesos un 5%. Esta semana seguramente habrá sido peor. Los depósitos en dólares (a la vista y plazos fijos) rondarán los USD 26.000/28.000 millones, de los cuales casi la mitad están encajados y la otra mitad prestados a exportadores. Los depósitos caen muy rápido, con lo cual veremos los encajes en el BCRA bajar y los préstamos a exportadores no renovarse. Las grandes empresas no se pueden llevarse los dólares a la caja de seguridad, podrían girarlos al exterior, pero a mayor incertidumbre este costo subirá (cable contra mep).

Por el lado de los depósitos en pesos, el Gobierno decidió perder reservas contra la salida de estos depósitos. Ahora bien, la pregunta es cuantas reservas tiene y cuál es el poder de fuego. Veamos algunos datos. Antes de las PASO las reservas netas (restando los encajes en USD, prestamos del BIS, Repos bancos y Swap China) eran de USD 26.000 millones, si además le restamos el préstamo del FMI para "fortalecer..." las reservas liquidas alcanzaban los USD 18.860 millones. En la actualidad, las reservas liquidas cayeron a USD 23.220 millones considerando el préstamo del FMI y a USD 16.000 millones sin considerarlo. Las reservas netas cayeron en USD 3.000 millones por total, producto de la cancelación de letes por USD 541 millones y por ventas de reservas (BCRA más Hacienda) por casi USD 2.200 millones.

	AGO 2019 PRE PASO	ACTUAL est
Reservas Brutas	66.400	56.833
Swap China	18.440	18.160
Préstamo BIS	2.500	2.500
Ctas Corr USD	15.950	12.950
Repo Bancos	3.450	
Reservas Netas	26.060	23.223
Préstamo FMI para fortalecer reservas	7.200	7.200
Reservas Netas medición restrictiva	18.860	16.023

Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

Este gobierno deberá afrontar vencimientos de intereses y letes en dólares por cerca (no sabemos el monto exacto de las letes reestructuradas) de USD 6.600 millones. Con lo cual, el poder de fuego del BCRA son cerca de USD 9.000 millones, acá no estamos considerando potenciales nuevos desembolsos del FMI ni tampoco los USD 7.200 millones ya prestados por el mismo Fondo hoy en reservas.

	Reservas Netas
PRE PASO	18.860
Ventas BCRA+Tesoro	2.192
Cancelacion Letes	541
Otros	104
ACTUAL est	16.023
Vto letes USD sector privado	- 4.732
Vto intereses USD sector privado	- 1.900
Poder de Fuego BCRA (1)	9.391

Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA y Mecon. Cuadro al 30/08

Las ventas del BCRA y del Tesoro promediaron los USD 160 millones diarios desde las PASO, el problema es que las últimas ruedas se fueron intensificando. Las reservas de libre disponibilidad, luego del pago de los vencimientos en dólares, alcanzarían para ventas de USD 100 millones diarios hasta fines de año, esto implicaría una destrucción de pesos de \$610.415 millones a un tipo de cambio promedio de venta de \$65. Este stock de pesos implicaría la absorción de aproximadamente el 40% del total de los plazos fijos privados y letras en pesos no refinanciadas. De llegar el desembolso del fondo de USD 5.400 millones de septiembre o de conseguir la autorización para utilizar los USD 7.000 millones hoy líquidos en el BCRA, alcanzaría para ventas del orden de los USD 170 millones diarios, esto implicaría una destrucción de pesos de \$960.000 millones (tipo de cambio \$63). Estos pesos implicarían la absorción del 65% del stock de pesos antes descripto. Una demencial caída en la demanda de pesos estamos atravesando.

El párrafo anterior pone de manifiesto la locura que estamos viviendo. La falta de reglas de juego y torpezas del Gobierno actual y el miedo al Gobierno que viene, provoca una elevadísima dolarización y desbancarización, en términos aritméticos difíciles de entender, pero el pánico es más fuerte. Esperamos alguna señal para que apacigüe la situación actual, espero (quiero creer) que la medida esta semana haya sido negociada con el FMI para garantizar los desembolsos. De no anunciar rápido el desembolso del Fondo, el Gobierno deberá anunciar restricciones a la compra de dólares. Alguna señal política conjunta también podría ayudar, pero las declaraciones de hoy a la tarde de Fernandez volvieron a traer incertidumbre, el contado con liquidación se negoció bien arriba del dólar mayorista luego de las 15hs del viernes.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia

juan@cucchiara.sba.com.ar