

INFOGRAFÍA

CRISIS FINANCIERA

Desde 2016, se fugaron casi U\$S 40.000 por minuto del circuito formal de la economía.



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

- 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 fue la estocada final a un modelo económico que hacía agua por todos lados.
- Transcurridas tres semanas después de las PASO, el gobierno nacional aplicó medidas que no se corresponden con las formas ideológicas que abraza como son las restricciones a la remisión de utilidades y dividendos, el límite para liquidación de dólares de exportaciones y las restricciones a las compras de dólares para atesoramiento tanto para empresas como para personas. En este último caso hasta USD 10 mil por mes.
- También aplazó unilateralmente vencimientos de deuda de corto plazo en manos de inversores institucionales, lo que implica un incumplimiento (*default* como ya lo marcaron algunas de las calificadoras de riesgo) e inició un proceso en el mismo sentido para el resto de la deuda tanto con privados (se tratará en el Senado) como con el FMI.
- Sin embargo no pudieron evitar el inicio de una corrida contra los depósitos en dólares en el sistema financiero y que la corrida contra el tipo de cambio se profundizara.
- Se han retirado depósitos bancarios en dólares por un total de USD 4.746 millones en apenas 13 días hábiles (después de las PASO). Con lo cual se han retirado a razón de 365 millones de dólares por día en las últimas dos semanas. La caída es realmente pronunciada y representa el 14,6% de los depósitos en dólares de los privados.
- Además el BCRA ha abandonado su política de subastas diarias y utiliza ventas directas para utilizar poder discrecional sobre las presiones cambiarias. Adicionalmente ha subido la tasa hasta el 85%, lo que implica la tasa más alta de la actual gestión y se hace prohibitiva para la actividad productiva y comercial.
- Por otro lado, los compradores de divisas ya superan el millón quinientos mil y es el número más alto desde el 2016.
- La crisis actual no puede explicarse sin la naturaleza de los flujos financieros desde diciembre del 2015.
- Por el lado de la demanda de dólares, la fuga de capitales ya supera los USD 73 mil millones durante la actual gestión de gobierno. De la misma forma, la remisión de utilidades y dividendos alcanza los USD 7.270 millones.
- Por el lado de la oferta, el financiamiento vía capitales especulativos de corto plazo de no residentes se cortó a partir de abril del 2018. Desde entonces salieron del país un neto de USD 10.785 millones. A su vez, la promesa de “lluvia de inversiones” no se materializó. Ingresaron un promedio de USD 221 millones por mes de inversión extranjera directa en el periodo 2016/2019. Teniendo en cuenta que durante el anterior periodo (2012-2015) los ingresos de IED fueron a razón de USD 201 millones por mes, se entiende que los incentivos del tipo de cambio alto y de la liberalización cambiaria no contribuyeron en este sentido.
- Por otro lado, año a año los agroexportadores liquidaron menos divisas que el aumento de las exportaciones aprovechando las libertades cambiarias. Por caso, durante los primeros 8 meses del 2019 las exportaciones totales de Argentina crecieron en un 3,3% en relación a igual periodo del año anterior. La liquidación de divisas del sector agroexportador cayó en cambio en un 4%.
- Además el promedio de liquidaciones es mayor con la anterior gestión que con la actual.

INTRODUCCIÓN

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. Transcurridas tres semanas después de las PASO, el gobierno nacional aplicó medidas que no se corresponden con las formas que habían promovido y sostenido desde incluso antes del 10 de diciembre del 2015. 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.

Ante una oferta de divisas que menguaba y una demanda creciente producto del retiro de depósitos comentado, la compra de dólares para atesoramiento y los vencimientos de capital e intereses de la deuda pública, el gobierno nacional tomó medidas que jamás se pensó que tomaría. 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 Lecer, 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 un incumplimiento 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 mismo con la deuda pública con privados y 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 permitan hacer frente a la corrida cambiaria, el último domingo se avanzó en una medida con la cual se evitaba justamente enfrentar esta situación. En un intento por llevar tranquilidad, se extendió el horario bancario hasta las 5 de la tarde durante un mes con el objetivo de facilitar el retiro de depósitos a los ahorristas.

El BCRA avanzó por primera vez desde la actual gestión en restricciones para la compra de dólares. El viernes 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”, entre otros.

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

Las reservas del Central desde el resultado de las PASO no han parado de caer y la pregunta es por cuanto tiempo el BCRA puede sostener esta situación.

En la siguiente infografía analizamos el desmadre cambiario

actual promovido por el resultado de las primarias y por un modelo económico de valorización financiera que fue socavó las bases productivas y sociales desde diciembre del 2015.

SANGRÍA DE DÓLARES E INCERTIDUMBRE

La pregunta que subyace en estas horas y que permanecerá al menos durante el resto del año es hasta cuando persistirá la presión contra el tipo de cambio. Las medidas en relación al control de cambios pueden llegar a tener cierta lógica en un contexto de incertidumbre y como precaución contextos de estabilidad. Pero llegan tarde en un momento donde más que apaciguar terminan desatando una mayor voracidad para con la moneda norteamericana.

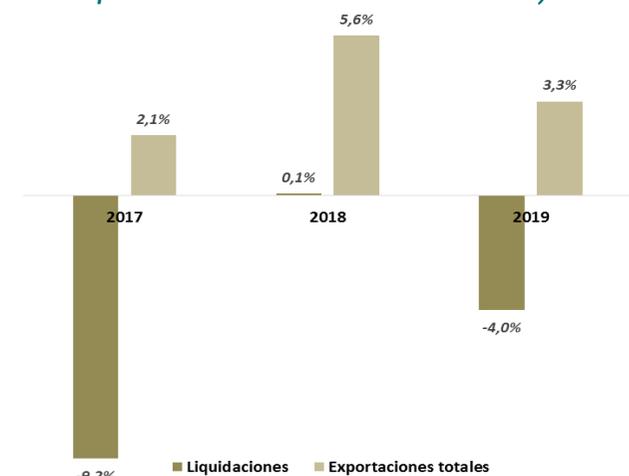
Por un lado se han tomado medidas en relación al tipo en el cual están obligados a liquidar las divisas del comercio exterior de la operatoria de las exportadoras del complejo cerealero-oleaginoso. Es sabido que los sectores agroexportadores especulan hasta último momento, cuando tienen la posibilidad de hacerlo, con el tipo de cambio nominal. Si el BCRA está en la necesidad de acceder a dichos dólares, los agroexportadores podrían evitar liquidar los ingresos por exportaciones para presionar sobre el tipo de cambio en busca de mayores tasas de ganancia. Más aún en un modelo económico en el cual el tipo de cambio tiende más temprano que tarde a subir producto del desmadre del sector

externo (balance de pagos), los agro exportadores tienen grandes incentivos para esperar a que el dólar suba antes de vender y mucho más de liquidar las divisas en el mercado cambiario.

Es así que en los últimos años las exportaciones totales se han movido en sentido inverso al de las liquidaciones de dólares. Por ejemplo en el año 2017 (acumulado a los primeros ocho años), las exportaciones totales crecieron un 2,1%. En cambio las liquidaciones bajaron en un 9,2% (en el mismo periodo). Algo similar ocurrió en el 2018 cuando las liquidaciones crecieron en apenas un 0,1% mientras que las exportaciones lo hicieron en un 5,6%.

LIQUIDACIONES DE AGROEXPORTADORES Y EXPORTACIONES TOTALES

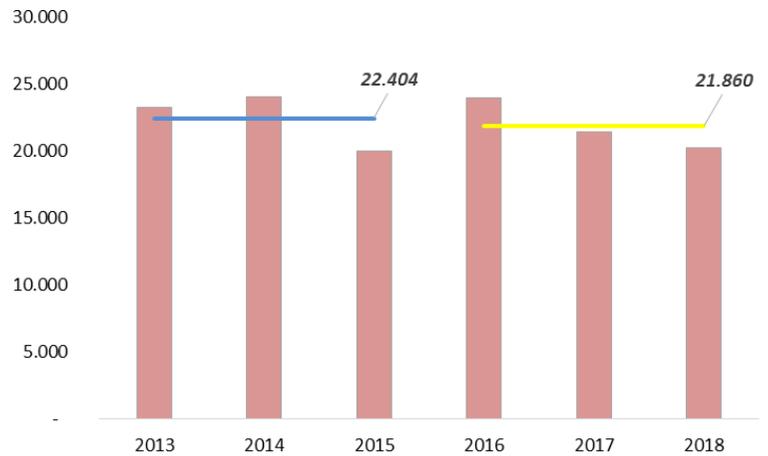
(en % de variación interanual – primeros 8 meses de cada año)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CIARA-CEC.

Al igual que en los dos años anteriores, en los primeros 8 meses del 2019 las exportaciones crecieron un 3,3%; aprovechando especialmente el tipo de cambio nominal alto, en especial para los grupos que se encargan del sector agropecuario. Las liquidaciones en dicho periodo cayó un 4%. Con lo cual, se encuentra un profundo desfase entre lo liquidado por el complejo agroexportador y las exportaciones totales.

LIQUIDACIONES DE AGROEXPORTADORES (en millones de dólares)



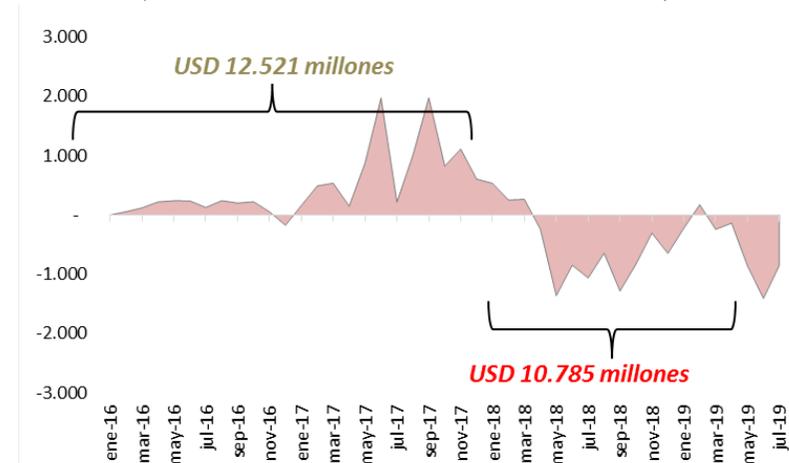
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CIARA-CEC.

Por otro lado, se observa que con un tipo de cambio más alto y con mayores libertades cambiarias los agroexportadores no han incrementado la liquidación de divisas en estos tres años de gestión. Incluso el promedio anual de este periodo es levemente menor a los tres años anteriores. Durante 2016-2018 se liquidaron anualmente en promedio unos USD 21.860 millones. En cambio, durante 2013-2015 se liquidaron un monto superior, unos USD 22.404 millones.

Otro de los puntos frágiles del actual modelo económico fue el ingreso de divisas por inversiones en cartera. Claramente el gobierno nacional incentivó el ingreso de capitales especulativos de corto plazo para la puesta en valorización a

una tasa de interés local particularmente alta. Tal sistema permitió el ingreso de divisas que acumuló unos USD 12.521 millones hasta marzo del 2018. En el posterior, tras el estallido de la crisis cambiaria, la tendencia se revirtió completamente. La economía argentina empezó a recibir menos fondos de los que emitía. Por lo tanto, las presiones iniciales sobre el tipo de cambio se profundizaron.

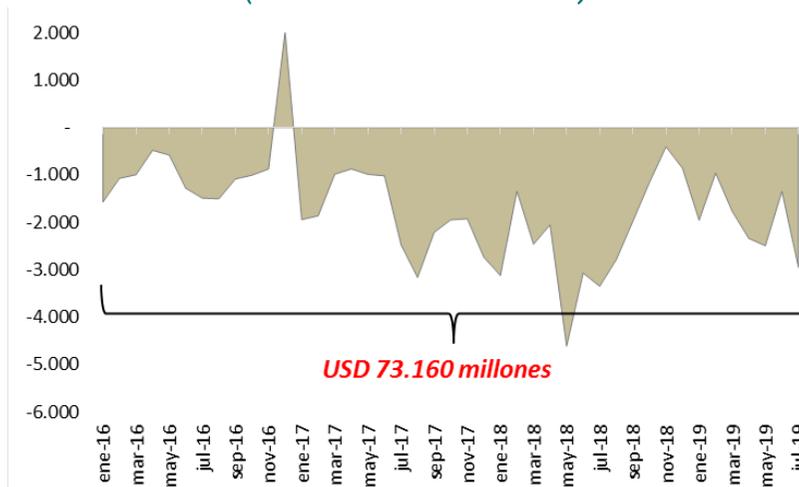
INVERSIONES EN CARTERA DE NO RESIDENTES (en millones de dólares – saldo total)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Fueron USD 10.785 millones los dólares que se fueron por la crisis de confianza iniciada en abril del 2018.

FUGA DE CAPITALES (FAE DEL SPNF) (en millones de dólares)



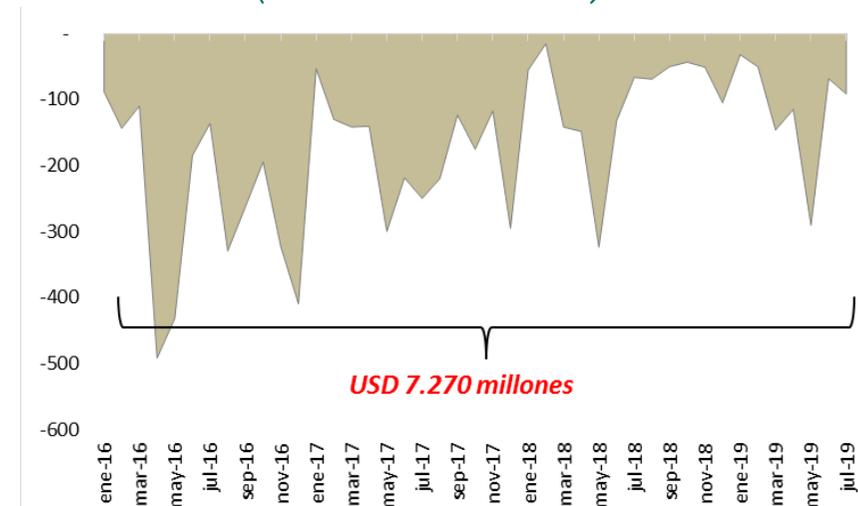
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por otro lado, las compras de divisas en el mercado de cambios por parte del sector privado no financiero, generalmente para atesoramiento, fueron unos de los principales motivos por los cuales salieron dólares del mercado cambiario. La desregulación completa de este sistema llevó a que se fugaran unos USD 73.160 millones en poco más de 3 años y medio.

Otros de los canales por los cuales los dólares se fugan y no son re-invertidos en la economía doméstica tienen que ver con la justamente remisión de utilidades y dividendos de las

compañías generalmente multinacionales. La merma por este concepto alcanzó los USD 7.270 millones desde el 10 de diciembre.

REMISIÓN DE UTILIDADES Y DIVIDENDOS (en millones de dólares)



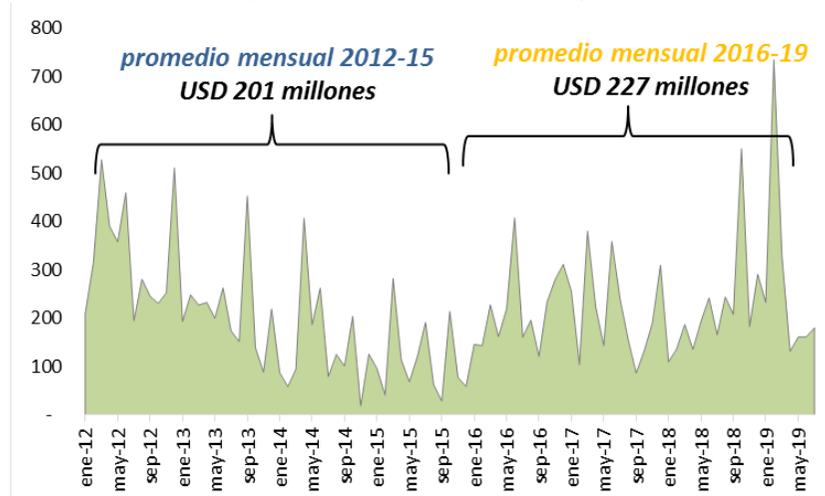
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Al mismo tiempo, una potencial fuente de ingreso de dólares no terminó funcionando como al principio se prometió que iba a funcionar: el ingreso de dólares mediante la inversión extranjera directa. El ingreso de dólares por esta vía tiene un doble efecto positivo. Por un lado, contribuyen a ofertar los dólares necesarios para acumular reservas o bien estabilizar

el tipo de cambio para el comercio exterior y evitar una espiralización de los precios internos. Pero por el otro, incrementan las capacidades productivas del país y generan empleo.

Sin embargo, la IED no fue lo que se esperaba. Incluso el promedio mensual de ingresos de IED entre 2016 y 2019 se encuentra apenas por arriba del promedio de los años 2012-2015. Con lo cual, la “lluvia de inversiones” lejos de ser una lluvia terminó siendo una garúa.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (en millones de dólares)

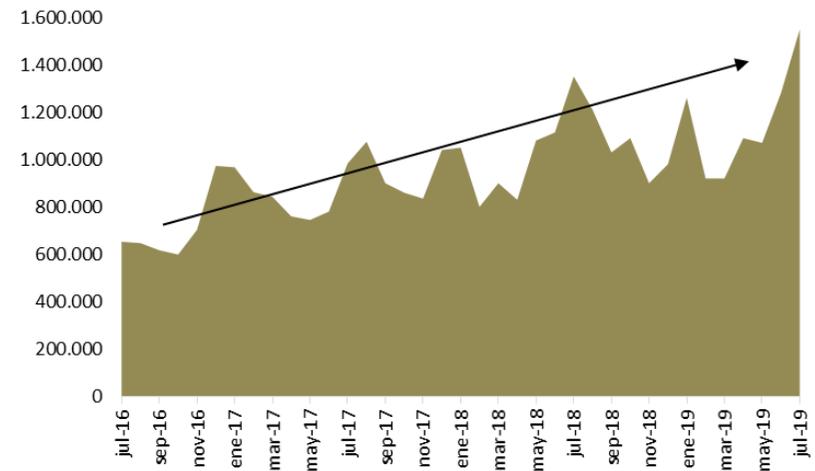


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por el lado de la cantidad de cliente compradores en el

mercado de cambios se encuentra que estos fueron creciendo a medida que avanzaba el modelo de valorización financiera. En julio del 2019, se alcanza entonces un tráfico en la cantidad de compradores de más de un millón quinientos mil clientes y es ya el más alto de la serie.

CANTIDAD DE COMPRADORES DE DÓLARES



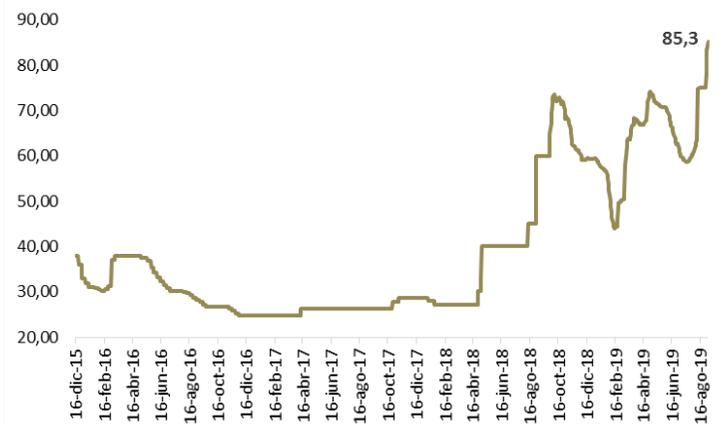
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Dada semejante presión sobre las divisas el BCRA ha elevado la tasa de interés a niveles cada vez más alto y parece no tener techo. Desde abril del 2018 cuando la elevó desde el 27,25% hasta el 40%, la tasa de interés no ha parado de subir aunque con oscilaciones. Actualmente el BCRA la ha llevado al 85,3% lo cual hace imposible el crédito a tasas razonables para la

actividad productiva y comercial e implica emisión monetaria futura que presionará contra el precio del dólar.

devaluación y por lo tanto la estabilidad de la divisa sea un problema a resolver cada vez más difícil.

TASA DE INTERÉS DE LAS LELIQS (en % de TNA)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Esto no fue suficiente para que el tipo de cambio se depreciara progresivamente, en especial desde el comienzo de la crisis en abril del 2018. El tipo de cambio tuvo sucesivas etapas de depreciación brusca para luego mostrar un breve periodo de apreciación antes de volver a ingresar en una senda alcista. Pasados poco más de un año de aquel episodio, el tipo de cambio se ha más que triplicado, aumentando un 205% y pasando de \$ 17 a casi \$ 60.

El violento salto en el valor del dólar implica que las expectativas estén constantemente atentas a la próxima

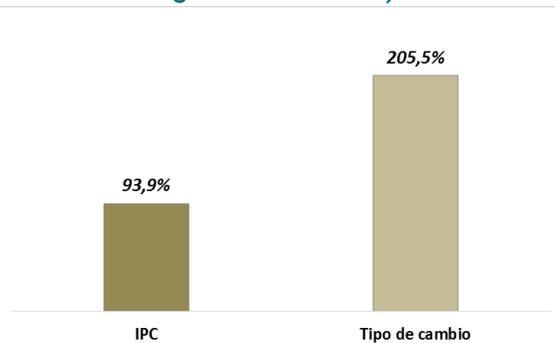
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (en \$ por dólar)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Si se toma el periodo que va desde diciembre del 2017 hasta agosto de este año. Y calculando una inflación mensual para agosto del 2019 del 5%. Se encuentra que la variación del IPC acumula un 93,9% en apenas 20 meses. En cambio, el tipo de cambio se elevó en un 205,5%. Es decir, que mientras el IPC se duplicó en este periodo el tipo de cambio se ha más que triplicado. Con lo cual esto implica un traslado a precios de casi el 50%. Lo que puede implicar que la última devaluación del 30% implique una inflación adicional del 15%.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL E IPC (en % de variación desde diciembre del 2017 hasta agosto del 2019)

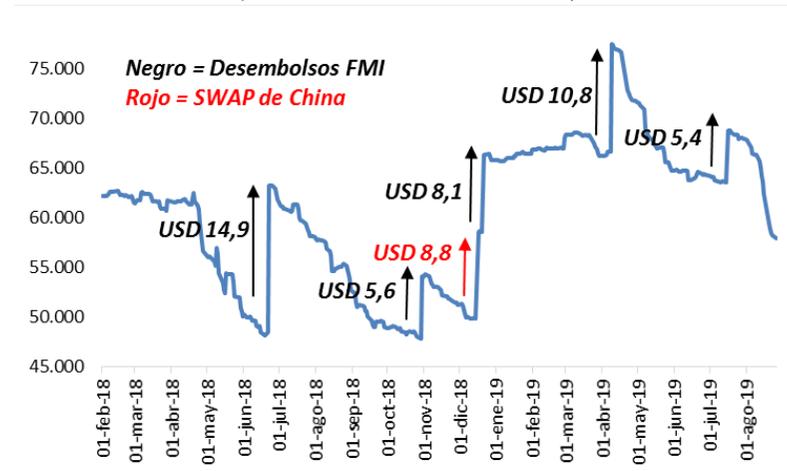


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

Sin embargo, a pesar de las bruscas devaluaciones y de haber obtenido en los últimos meses cierta holgura tanto en la balanza comercial como en la cuenta corriente del balance de pagos, las reservas internacionales no se han estabilizado con la ayuda de los desembolsos del Fondo Monetario. A medida que los fondos del organismo multilateral iban engrosando las reservas de la entidad monetaria, rápidamente se evaporaban debido a la necesidad del BCRA de intervenir en el mercado cambiario a la búsqueda de evitar que el tipo de cambio continúe depreciándose, sin éxito. Entre los desembolsos del FMI y el SWAP de monedas con China, ya son USD 54 mil millones los fondos que ingresaron entre abril del 2018 y agosto del 2019. Sin embargo, las reservas brutas son

más bajas hoy que en aquel momento. Desde las PASO las reservas han caído (en apenas 13 días hábiles) unos USD10.265 millones.

RESERVAS BRUTAS INTERNACIONALES (en millones de dólares)

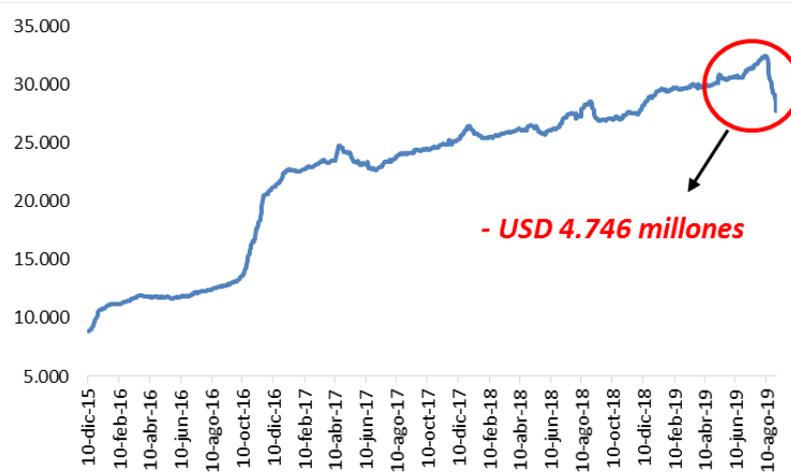


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Al mismo tiempo, no solamente se tiene una presión sobre las reservas brutas del Banco Central producto de la mayor demanda de dólares para atesoramiento. Sino que también luego de las PASO se desató una corrida contra los depósitos en dólares que por el momento parece no detenerse. Es así que se han retirado de los depósitos bancarios en moneda extranjera un total de USD 4.746 millones en apenas 13 días hábiles (desde el lunes 12 hasta el jueves 29 de agosto, último

dato disponible). Con lo cual se han retirado a razón de 365 millones de dólares por día en las últimas dos semanas. La caída es realmente pronunciada. En especial si se la mira con respecto a los últimos meses. Si se la observa con respecto al inicio de la actual gestión de gobierno se observa que representa todavía una caída del 14,6%. Con lo cual, en pocas semanas, el volumen de depósitos en dólares en el sistema financiero podría volver a niveles previos a 2016 de seguir el mismo trayecto.

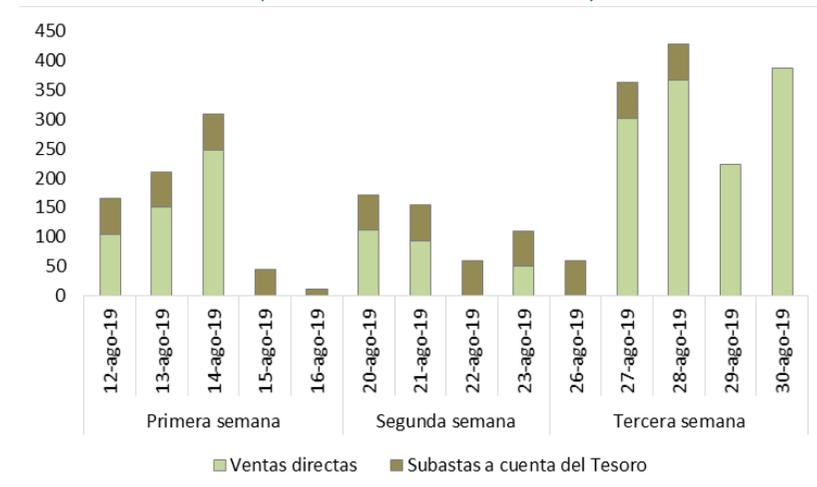
DEPOSITOS EN DÓLARES DEL SECTOR PRIVADO (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por otro lado, el BCRA ha venido interviniendo fuerte luego de haber dejado subir el tipo de cambio el lunes post elecciones primarias. En total, en 3 semanas ha intervenido con USD 2.694 millones para contener el precio del dólar en el orden de los \$ 60. De estos ha vendido unos USD 2.038 millones por cuenta propia (mayoritariamente en forma directa) y USD 656 por cuenta del Tesoro a través de subastas. A partir del último viernes solamente utilizará la primera metodología. De seguir necesitando montos crecientes de dólares para intervenir en el mercado es probable que la merma de reservas se acelere.

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



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.