

CONTROLES CAMBIARIOS:

LA NECESIDAD TIENE CARA HETERODOXA



- Resumen de coyuntura
- Actividad
- Precios e Ingresos
- Finanzas públicas
- Balance cambiario
- Sector externo
- Finanzas y bancos
- Anexo estadístico





CESO | Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

Informe económico mensual

www.ceso.com.ar

La economía argentina – resumen de coyuntura

septiembre 2019

CONTROLES CAMBIARIOS: LA NECESIDAD TIENE CARA HETERODOXA

“Cambia lo superficial
Cambia también lo profundo
Cambia el modo de pensar
Cambia todo en este mundo”

Julio Numhauser Navarro

El modelo económico de endeudamiento y especulación que estableció Mauricio Macri agoniza y en su caída se lleva puestos todos los principios económicos liberales que le dieron origen. La necesidad tiene cara de hereje, y ante la amenaza de una corrida cambiaria que se expandía hacia los depósitos bancarios, los ortodoxos funcionarios de Cambiemos no dudaron en quemar sus manuales liberales. Fuertes intervenciones directas para estabilizar el dólar, obligación a exportadores de liquidar divisas en un breve plazo, estiramiento forzoso de los pagos para deudas de corto plazo y hasta el tantas veces maldecido “cepo” a la compra de divisas, fueron parte del combo heterodoxo con que el oficialismo busca lograr llegar a diciembre.

La implementación de controles cambiarios fue anticipada en nuestro informe de agosto titulado “el castigo de los mercados”, donde decíamos:

*“Este contexto tan delicado trae consigo una serie de interrogantes respecto a la situación en la que asumirá el próximo gobierno. El actual dilema correspondería a vender reservas para frenar el tipo de cambio o devaluar en pos de cuidar las reservas para el próximo gobierno. La gravedad de la crisis podría incluso poner en duda esta estrategia. Si la salida de reservas fuese muy abrupta e incluyese retiro de depósitos, no alcanzaría con vender reservas para estabilizar el tipo de cambio. Junto con ello, la gravedad de la crisis y la caída del acuerdo con el FMI podría impedir la activación del SWAP de monedas con China y el BIS. **El dilema entonces incluiría un trilema, que es la opción de regular la cuenta capital como condición de estabilización (¿restablecerá Macri el cepo?).**”*

El que juega con fuego, se quema

Luego de las PASO, comenzó la cuarta etapa de la corrida cambiaria que se inició en marzo de 2018. Una vez más, el gobierno volvió a gestionar mal las presiones cambiarias con una tardía y tímida intervención inicial, que permitió que se masifique el pánico cambiario, culminando en la implementación de controles cambiarios.

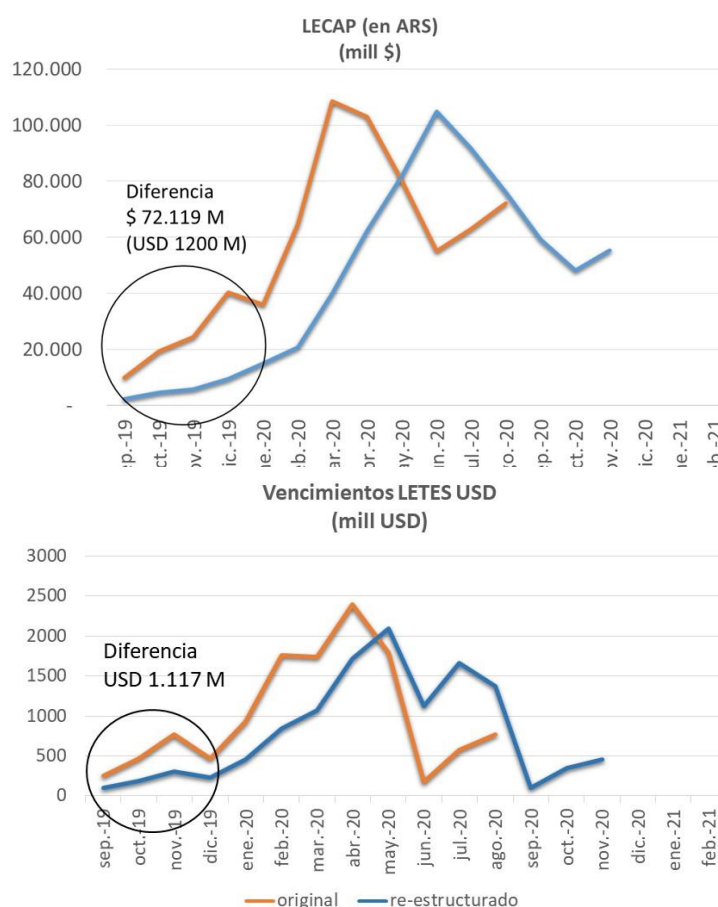
El lunes post PASO las operaciones del MAE totalizaron USD 548 M, y durante toda la semana se operaron un promedio de USD 690M, un volumen muy menor de los USD 755 M por día que se operaron en promedio en todo el 2019. En este contexto, el BCRA sólo intervino tardíamente convalidando un dólar a más de \$58 mediante subastas y licitaciones, un mecanismo de intervención que ya se había mostrado como ineficaz en el pasado. La devaluación post PASO era parte de una estrategia oficial por demonizar a Alberto Fernández ante los mercados, en un intento de condicionar el programa económico de la oposición y amenazar a la población por haber votado al *populismo*. Pero la estrategia oficial se transformó en un *boomerang*, que agravó la corrida cambiaria, incitó la salida de

depósitos, estimuló el remate de los bonos argentinos en los mercados financieros y terminó congelando el desembolso de USD5.400 M de la cuota de septiembre por el acuerdo con el FMI.

El *stress* cambiario terminó costándole el cargo a Djouvne. La llegada de Lacunza tuvo dos etapas. La primera caracterizada por el último intento de preservar el acuerdo con el FMI. En un contexto en donde se habían declarado desiertas las licitaciones de LETES y LECAP del 28-ago-19, mientras la salida de depósitos no paraba, se decidió *defaultear* los títulos de la tesorería en pesos y dólares de corto plazo. El objetivo era preservar las reservas, tanto por reducir los pagos de deuda en dólares, como por evitar la potencial demanda de divisas de quienes debían cobrar títulos en pesos.

Este reperfilamiento de vencimientos alcanzó a la totalidad de las personas jurídicas tenedoras de letras de corto plazo: LECAP, Letes, Lecer y Lelinks. Si bien el 90% de los tenedores de bonos eran personas humanas, al considerar los montos, las personas humanas suponen menos del 15% del total del valor. De modo que puede aproximarse que el 90% del capital de las letras de la tesorería en pesos y el 70% de

las letras en dólares corresponde a personas jurídicas que fueron reperfilados. La



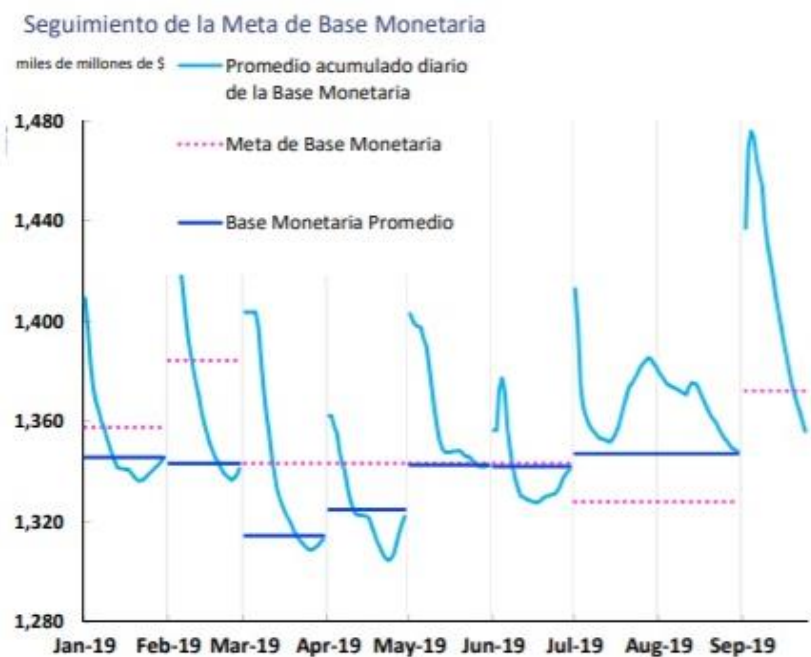
estructura de reperfilamiento supone que se pagara el 15% a la fecha de vencimiento, un 25% a los tres meses y el 60% a 6 meses. Aquellos bonos que venzan a partir de 2020, se pagará 15% a la fecha de vencimiento y 85% en 3 meses. **En base a estas proyecciones, la medida le permitió al patear hacia adelante vencimientos relativamente menores. Hasta 2020 se garantizó no desembolsar \$ 72.119 M de pesos (equivalente a USD 1.201 M) de LECAP y USD 1.117 M de LETES en dólares.**

El costo de esta medida fue variado. En primer lugar, el *default* parcial derrumbó el precio de los bonos y desvalorizó los fondos comunes de inversión que invertían en ellos. Muchos de estos fondos son un instrumento habitual a partir del cual las empresas administran la liquidez de corto plazo para gastos operativos (fondos t+0, t+1), desatando el enojo de parte del círculo rojo hacia el oficialismo. En segundo lugar,

el gobierno nacional terminó de cerrar su posibilidad y la de las provincias, de tomar financiamiento en el mercado doméstico. Los precios de bonos de corto plazo en pesos tienen una TIR de hasta 2500% y en USD de hasta 1500%.



Cerrados el acceso al crédito externo e interno, el oficialismo se vio obligado a abandonar su ultra monetarista y ultra inefectivo programa de cero emisión, para evitar un mayor ajuste del gasto interno en plena crisis y plena campaña. El titular del banco central ya anunció un incremento de la base monetaria del 2,5% para septiembre y octubre.



Fuente: BCRA

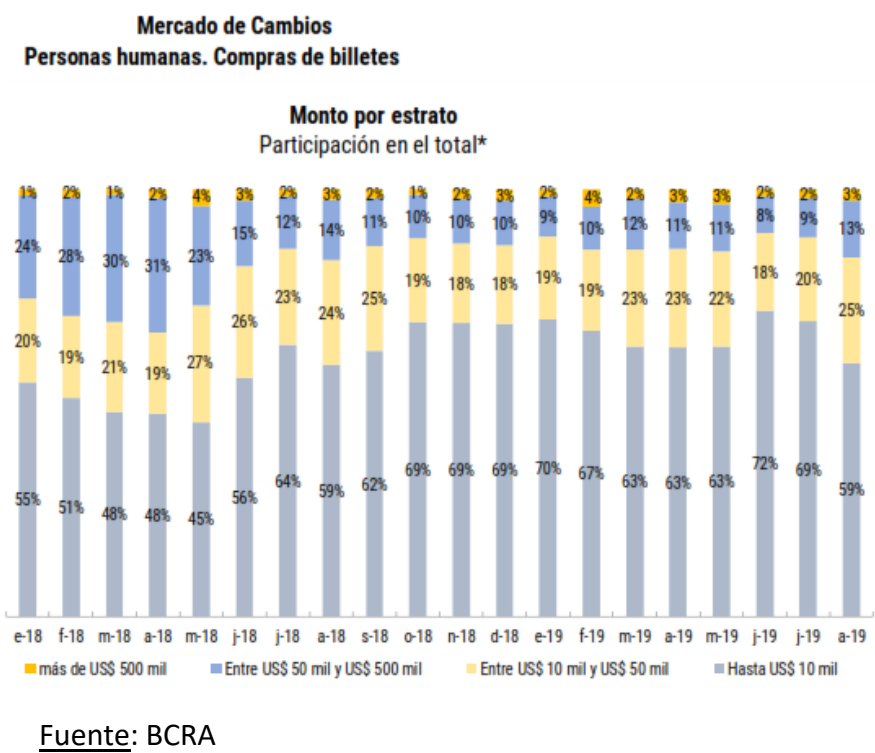
Pero el default parcial de las letras se mostró insuficiente para contener el drenaje de divisas, en el marco de una masiva compra de dólares y salida de depósitos de las cajas de ahorro. Ante ello, Mauricio Macri debió renegar de todos sus principios económicos ortodoxos e implementar el “cepo” cambiario. Quien había hecho campaña demonizando las restricciones a la compra de dólares y eliminó el cepo como primer medida de gobierno, cierra su presidencia reimplantándolo. Un karma de la política cambiaria que deberá tratar con sus asesores espirituales budistas.

BCRA comunicación nro A 6770 y regulacion de la CNV

Medidas	Compra dólar billetes (en el pais)	Extraccion en el pais	Envio al exterior	Compras tarjeta/importaciones	Títulos/Bonos
Personas físicas	Hasta USD 10.000. Excepción 1ra vivienda.	sin limites	Hasta USD 10.000	sin limites	menos USD 10.000, tenencia minima por 5 días
Personas jurídicas	prohibido	sin limites	Hasta USD 10.000. Alternativa: contado con liqui.	autorizacion BCRA	menos USD 10.000, tenencia minima por 5 días

El control de cambios estableció un límite para la compra de dólares billete (comprar dólares y dejarlos en el país o retirarlos por ventanilla del banco) de hasta USD 10.000 por persona humana y se prohibió para personas jurídicas. Se puso un límite para el envío de divisas al exterior (incluso si están en cajas de ahorro en dólares) tanto para personas físicas como jurídicas. Por el momento, no existe límite a la extracción de dólares de cajas de ahorro en el país y tampoco existe límite para el consumo de tarjetas de crédito en el exterior. En los últimos días, se habilitó la compra de dólares para primera vivienda, y la CNV impuso una regulación complementaria a la compra venta de títulos de deuda “clase D” (que cotizan en dólares) para evitar el arbitraje entre cotizaciones del oficial al dólar MEP o dólar bolsa para el pequeño ahorrista.

El límite de USD 10.000 para la compra fue elegido para que queden excluidas la mayor parte de las operaciones minoristas. Sin embargo, y considerando el volumen de operaciones



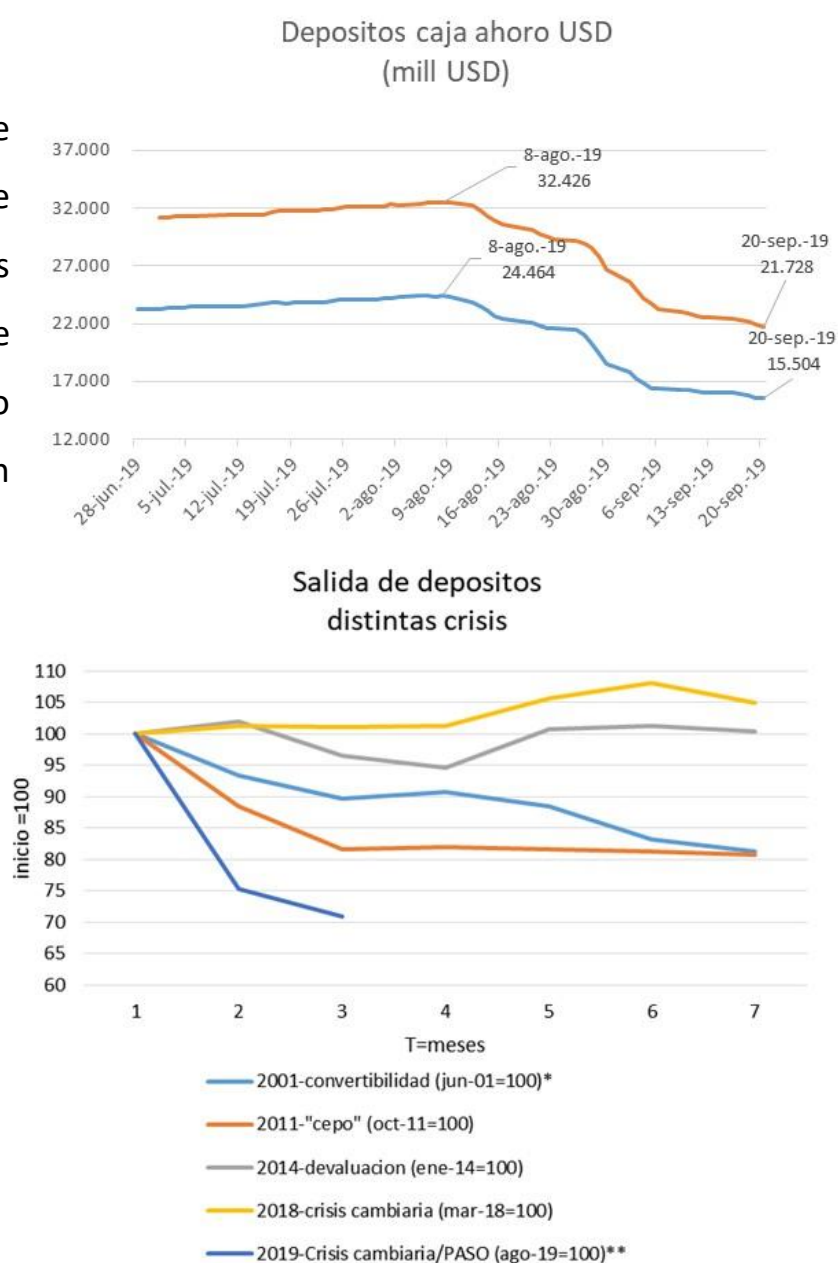
promedio de enero a julio de 2019 (excluyendo el efecto de las PASO), quedarían habilitadas compras de, por lo menos, USD3.200 M mensuales. El 60% del volumen de compras billete (compra de moneda extranjera para depósito en el país) correspondía al estrato de hasta USD 10.000, el 25% restante del

volumen corresponde a operaciones de entre USD 10.000 y USD 50.000, el 13% entre USD 50.000 y USD 500.000 mil, y un 3% a más de USD 500.000, según información del balance cambiario del BCRA hasta el mes de agosto de 2019. De modo que caerían bajo los controles más del 30% de las operaciones billetes y al 100% de las operaciones divisas (transferencias al exterior). Pero las restricciones a la compra de divisas no afectan otro elemento central de la crisis en curso: el retiro de los bancos de los depósitos en caja de ahorro en dólares.

El fantasma del corralito

Los controles cambiarios se tomaron con el objetivo de moderar el impacto sobre las reservas de las compras de dólares. Sin embargo, el retiro de depósitos en dólares es un canal directo mediante el cual las reservas se ven impactadas sin pasar por el mercado de cambios y, por lo tanto, escapando de las restricciones a la compra de divisas.

Entre el 8 de agosto (pre paso) y el 20 de septiembre de 2019, se registró una caída de los depósitos en



*incluye depósitos en ARS y USD

**T=3 corresponde saldo al 20-sept-19

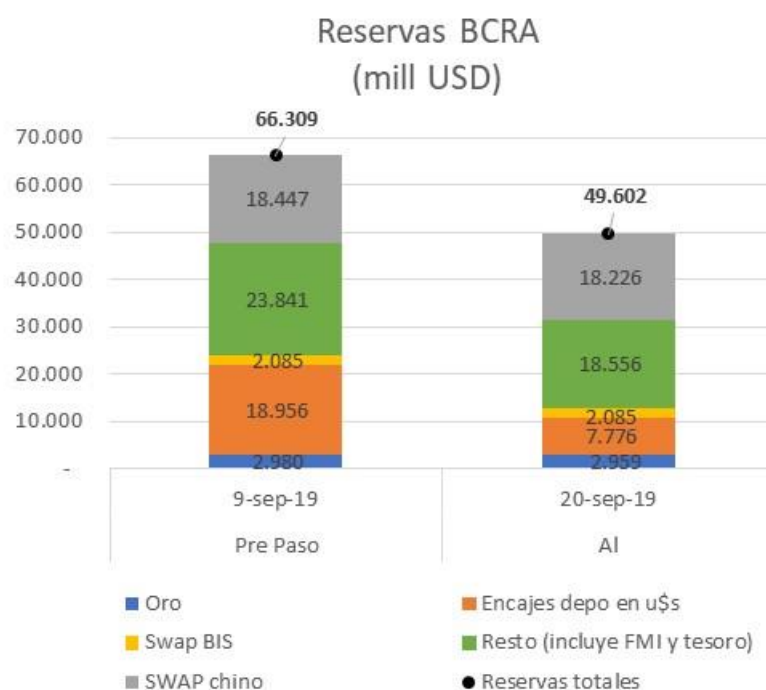
dólares del sistema financiero por más de USD 10.698 millones. Mientras que los depósitos de más de un millón de dólares cayeron en USD 1.738 millones, los depósitos de menos de un millón de dólares cayeron en USD 8.960 millones, mostrando que el retiro estuvo comandado por los pequeños ahorristas.

En la comparación con otras crisis argentinas recientes, se observa que la salida de depósitos fue la más veloz de la historia reciente, superando incluso la crisis de la convertibilidad en 2001. En menos de 2 meses se perdió el equivalente a un total del 30% de los depósitos en dólares del sistema bancario doméstico. Sin embargo, el stock de depósitos en dólares a comienzos de la crisis actual era la mitad que el existente al iniciarse la corrida bancaria de 2001, explicando porque se logró, por el momento, evitar implementar restricciones a las salidas de depósitos

Momentáneamente, la precaria estabilidad cambiaria lograda por el paquete heterodoxo de regulaciones, parece haber contribuido a mermar la salida de depósitos hacia finales de septiembre. Las pérdidas de casi USD1.000 M por día post PASO, han dado lugar a cifras diarias de entre USD100 y USD200 M en las últimas semanas. Sin embargo, este es un canal de drenaje de reservas que sigue abierto y que debe monitorearse permanentemente.

Reservas sobre las “reservas”

La situación de reservas del BCRA en la mitad de la cuarta batalla de la crisis cambiaria es compleja. Entre el 9 de septiembre y el 20 de septiembre perdieron USD



16.707 millones de dólares de reservas, debido fundamentalmente a la compra de dólares de particulares y salida de depósitos en dólares de los bancos. Si bien las reservas continúan siendo elevadas, hay algunos de sus componentes que no tienen una liquidez en dólares inmediata. En ese sentido, se destaca el paso cada vez mayor que existe en las reservas del SWAP chino, que paso del 28% del total al 37% del total.

Acuerdos de intercambio de monedas (swaps) entre el Banco Central de la República Argentina y el Banco Popular de China, 2009-2018

Fecha	Concepto	Miles de millones		Dólares	Duración, años	Vencimiento
		Pesos argentinos	Yuanes	Millones		
15/04/2009	Acuerdo swap	38	70	10000	3	14/04/ 2012
18/07/2014	Acuerdo swap	***	70	11000	3	17/07/ 2017
30/10/2014	Activación swap			0,814		
nov-14	Activación swap			1.000		
dic-14	Activación swap			1.000		
ene-15	Activación swap			1.000		
feb-15	Activación swap			1.000		
mar-15	Activación swap			1.000		
abr-15	Activación swap			1.000		
may-15	Activación swap			1.000		
jun-15	Activación swap			1.000		
jul-15	Activación swap			1.000		
ago-15	Activación swap			1.000		
sep-15	Activación swap			1.000		
	Total swap activado			11.001		
16/12/2015	Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas		20			
22/12/2015	Acreditación en cuenta del BCRA y operación de recompra a futuro de yuanes convertidos a dólares			3.086		
Enero-mayo 2016	Reintegro de los dólares			-3.086		
18/07/2017	Acuerdo swap	175	70		3	17/07/2020
02/12/2018	Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas		60		Hasta fin swap 2017	17/07/2020
02/12/2018	Monto swap 2017 + acuerdo complementario 2018		130	19	Condicionado al acuerdo stand by Argentina-FMI	

Fuente: Brenta y Larralde (2019)¹

¹ Brenta y Larralde (2019) “La internacionalización del renminbi y los acuerdos de intercambio de monedas entre Argentina y China, 2009-2018” Revista Ciclos en la Economía y la Historia, Vol XXV, Nro. 51. Disponible en: <https://ojs.econ.uba.ar/index.php/revistaCICLOS/article/download/1355/2149/>

El SWAP de monedas con China es un procedimiento de intercambio de divisas en donde nosotros recibimos yuanes (de alta liquidez global) y los chinos pesos argentinos, luego de un período de tiempo las monedas se devuelven sin interés y cada banco central asume el riesgo cambiario. En la práctica, para argentina, es una fuente de financiamiento barata. El swap chino tuvo distintas etapas, el primer acuerdo de este tipo fue firmado en 2009 por yuanes 70 MM durante la presidencia de Martín Redrado en el BCRA pero nunca se activó. En 2014 Fábrega y Kicillof volvieron a firmar el acuerdo y, esta vez, si se usaron los fondos, por los cuales a septiembre de 2015 activaron un total de USD 11.001 millones. Luego del cambio de gobierno, Sturzenegger firmó un swap que fue rápidamente convertido a dólares. Esta operación fue cancelada en mayo de 2016. En 2017 se firmó una refinanciación del swap original por yuanes 70 MM el 18/7/17, y el 2/12/18 (tras la firma del acuerdo con el FMI) se amplió en yuanes 130 MM. Ni el original ni la ampliación se activaron. Ambos acuerdos alcanzan un monto de yuanes 130 MM (el equivalente a USD 18.200 MM) que se contabiliza como reservas.

Un punto clave es que, en la última ampliación se puso como condición el cumplimiento del acuerdo del FMI para que pueda activarse. Ello genera un conjunto de dudas sobre la posibilidad de utilizar las reservas en moneda china para hacer frente a la demanda de moneda norteamericana.

Deuda externa: ¿reperfilamiento, reconformación o reestructuración?

La inviabilidad del endeudamiento externo de nuestra economía generado por Mauricio Macri es aceptada por todos los actores económicos. Los propios bancos colocadores y fondos de inversión aceptan el carácter insustentable del perfil de vencimientos de deuda y promueven un canje voluntario al que llaman “reperfilamiento” o “reconformación”. Se trata de una forma de

reestructuración que consiste en un alargamiento de los plazos por un período corto, pero sin quitas en los intereses ni en el capital. La clave para evaluar la eficacia de un reperfilamiento para tornar sustentable la deuda es la tasa de interés que se paga por el estiramiento de los plazos, versus el nivel de aceptación de la propuesta.

La experiencia más reciente de Argentina al respecto fue el llamado “Megacanje” en el año 2001, el cual generó rendimientos superiores al 12% en dólares y no permitió mejorar la solvencia de la Argentina, al punto que se presentó el default de la deuda a los seis meses del mismo. La situación argentina actual, en

términos de costo del financiamiento, no difiere mayormente del 2001. Las tasas de mercado superan el 70% (TIR) en dólares, en el caso de los vencimientos a octubre de 2020. Los bonos en dólares a dos

Dolares: Tasa Fija							
Especie	Nombre	Precio	% Año	TIR	DM	Emisor	Ley
AO20	Bonar 2020	2.689,00	-27,8	169,3%	0,5	Rep. Arg.	Arg.
AA21	Bonar 2021 (v.n. 150.000)	3.489,00	-1,7	64,8%	1,1	Rep. Arg.	N.Y.
AY24	Bonar 2024	2.390,00	-32,6	67,2%	1,1	Rep. Arg.	Arg.
A2E2	Bonar 2022 (v.n. 1.000)	2.730,00	-17,8	56,7%	1,6	Rep. Arg.	N.Y.
AA25	Bonar 2025	2.448,50	-11,0	36,8%	2,8	Rep. Arg.	Arg.
DICA	Discount U\$S Ley Arg. 2033	3.635,00	-6,2	27,5%	3,9	Rep. Arg.	Arg.
A2E7	Bonar 2027 (v.n. 1.000)	2.700,00	-10,6	25,7%	4,2	Rep. Arg.	N.Y.
DICY	Discount U\$S Ley N.Y. 2033	4.560,00	7,3	22,3%	4,4	Rep. Arg.	N.Y.
AA37	Bonar 2037	2.510,00	-6,5	22,6%	4,7	Rep. Arg.	Arg.
AC17	Bonos Internac. 2117 (v.n. 1.000)	2.855,00	4,9	17,0%	5,9	Rep. Arg.	N.Y.
PARA	Par U\$S Ley Arg. 2038	2.280,00	15,2	15,2%	7,9	Rep. Arg.	Arg.
PARY	Par U\$S Ley N.Y. 2038	2.583,50	21,3	13,9%	8,3	Rep. Arg.	N.Y.

Fuente: Ravaonline.com

años rinden más del 64% (TIR) y los tramos largos de la curva alcanzan el 25% (discount) y el 14% (par, a plazos más largos). ¿Es posible modificar la estructura de vencimientos de la deuda a través de acuerdos bilaterales voluntarios con los tenedores de deuda? Es posible, pero sería equivalente a emitir deuda a mayor plazo y cancelar los compromisos de corto. Si el canje se hiciera a las actuales tasas de mercado, implicarían un incremento aproximado del 20% en dólares de la deuda por cada año que se aplaza su vencimiento.

Un indicio del tipo de reperfilamiento de deuda buscado por el oficialismo, es el proyecto enviado al congreso. El mismo anula el artículo 65 de la ley 24.156 que

obligaba que cualquier restructuración de la deuda pública “implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales”. Su eliminación da una idea de que la clase de restructuración que se tiene en mente no sería favorable para la economía argentina.

Si se buscaran tasas de reperfilamiento menores, la clave es el nivel de aceptación entre los acreedores. Recordemos que a cada tasa se corresponde un precio: si el Gobierno quiere entregar bonos largos a un precio que no represente tales tasas, en cuanto el tenedor tenga que valuarlo a precio de mercado, presentará pérdidas en el balance. La inversión de la curva de financiamiento argentino, donde las tasas de corto plazo superan las de largo plazo, permitiría canjear bonos de corto por bonos de largo con similar valor de mercado. La clave para ello sería eliminar los incentivos a quedar afuera del canje por los tenedores de corto plazo, que dependería del nivel de concentración de las tenencias y la voluntad de los acreedores concentrados en aceptar cambiar deuda de corto con alto rendimiento pero elevado riesgo de default, por bonos a largo plazo de menor rinde pero supuestamente menos riesgosos. ¿Puede los grandes inversores confiar en que un canje mejore las condiciones argentinas y por ende suban los precios, estando dispuestos así a sacrificar resultados en post de una posible recuperación? Es posible pero difícil, ya que para ello el acuerdo debe ser muy amplio, garantizando que todos participen y sumamente creíble para el mercado (lo cual nadie puede prever).

Aún si se lograra, vale hacerse otra pregunta: ¿un reacomodamiento de vencimientos de Argentina, soluciona el problema? En principio sólo abulta las cuentas a pagar en el futuro, por lo que dependerá de cómo evoluciones la capacidad exportadora argentina. Tal vez, quienes endeudaron insustentablemente la Argentina estos años, crean que con el desarrollo de Vaca Muerta podrán cobrar. Para la economía nacional implicaría que gran parte de

los ingresos que genere el desarrollo de los hidrocarburos no convencionales irían a parar a los acreedores en lugar de favorecer el desarrollo nacional.

Si, por el contrario, la capacidad exportadora de Argentina no mejora, el reperfilamiento o reconformación de la deuda sólo serviría para generar una falsa euforia financiera, que algunos tenedores aprovechen para deshacerse del riesgo argentino a mejor precio que los actuales. Siendo sólo cuestión de tiempo para que los nuevos bonos emitidos vuelvan a valores de default y la Argentina se encuentre nuevamente en una trampa de sobreendeudamiento.

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A INFOCESO@GMAIL.COM Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.



La suscripción el servicio de boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

Datos de la Cooperativa:

COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez 2172 Piso: PB Dpto.: C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Banco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. IX | SEPTIEMBRE 2019

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Cecilia Wilhelm

Gaspar Herrero

Nicolás Hernán Zeolla

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Cristian Nieto, Diego Caviglia, Eric Delgado, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gonzalo Brizuela, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Rodrigo López, Celina Calore, Cecilia Wilhelm, Nicolás Pertierra, Guillermo Hang, Anahí Rampinini, Lisandro Mondino, Cristián Berardi, Belen Basile, María Alejandra Martinez Fernandez, Augusto Prato, Fabio Agueci, Tomas Castagnino, Facundo Leguizamon, Ian Sweeny, Mateo Bork



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz



www.ceso.com.ar



[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)



[@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)