

## La suma de todos los miedos

Equipo LCG

La distancia que quedó entre las PASO y las elecciones dejaron un vacío en términos políticos que trae incertidumbre en materia económica. Las recurrentes crisis bancarias y de deuda y cómo se han correlacionado unas con otras en nuestra historia provocan que el riesgo de un evento de impago de deuda se sume al riesgo de una crisis bancaria y, como si no fuera suficiente, el riesgo de ir a un régimen de alta inflación. La suma de todos los miedos convierte esta situación en una película de suspenso y drama.

Sobre el primero, el riesgo de incumplimiento de pago de la deuda, el FMI viene advirtiendo sobre su sostenibilidad. La depreciación actual del peso llevó al ratio de deuda a PBI a ubicarse cerca del 100% simplemente por el efecto de la devaluación y la composición de la deuda en dólares que tiene nuestro país (74% del total).

Acerca del riesgo de una crisis bancaria, es el que menos miedo debería traer. Los bancos están líquidos, no hay descalce de monedas ni de plazos. Lógicamente existen riesgos de profecías autocumplidas, pero así y todo debería ser de una magnitud impresionante para tener riesgos de incumplimiento del banco con sus depositantes.

No obstante, ese riesgo está concatenado con otro igual de importante: el de ir a un régimen de inflación más elevada. Considerando la escasa demanda de circulante que existe en la economía y la incertidumbre que genera la administración económica de la próxima gestión, **si se reduce la renovación de los plazos fijos y se acota el rollover de los vencimientos de las letes y lecaps, lo más probable es que se quiera dolarizar parte de esa liquidez, por lo que podría redundar en un tipo de cambio más alto y menos reservas en el BCRA.**

En base a esto último es que decidimos hacer un ejercicio de *stress testing* de la capacidad del BCRA para hacer frente a una demanda potencial de dólares en lo que queda del año. Por un lado, consideramos la demanda potencial de dólares proveniente de la no renovación de los vencimientos del Tesoro en manos del sector privado y por otro, la generada a partir de una salida pronunciada de los depósitos privados en los bancos.

- **Riesgo de no renovación de vencimientos pendientes**

- a. US\$ 7,8 MM referidos a letes y US\$ 0,9 MM por lelinks.
- b. \$ 324 MM por lecaps y \$ 23 por lecer (US\$7,6 MM entre ambos medidos a AR\$/US\$ 60).
- c. US\$ 4,0 M por intereses y amortizaciones por títulos más largos (pesos y dólares).

Asumiendo que el % de renovación de estos vencimientos se mantiene en línea con los de la última licitación de letes (realizada después de las PASO) – 20%- **la demanda potencial de dólares por este motivo sumaría US 14,8 MM.**

- **Dolarización y retiro de los depósitos privados**

Hoy los depósitos privados en bancos que pueden correr contra las reservas del BCRA suman:

- a. US\$ 31,7 MM de depósitos en dólares

- b. \$ 1.240 MM de depósitos a plazo en pesos. En este caso no consideramos los depósitos a la vista por entender que en un contexto de alta inflación y elevada tasa de interés, el stock efectivo responde principalmente a motivos transaccionales.

Asumiendo que se mantienen en el sistema el 65% de las colocaciones (es decir, 'corren' el 35% de los depósitos privados, **la demanda potencial de dólares totalizaría US\$ 18,3 MM adicionales (medida a AR\$/US\$ 60).**

Entre la parte de los depósitos que saldrían del sistema y los vencimientos que no se renovarían **existe un potencial de US\$ 33,2 MM que podrían transformarse en demanda de dólar billete.**

Para seguir apoyando el programa presupuestario, el FMI desembolsaría US\$ 6,4 MM en lo que resta del año. **Por lo que la demanda neta sería de US\$ 26,8 MM. El BCRA tiene reservas suficientes para afrontar esta demanda.**

El ejercicio está hecho a un tipo de cambio de \$60. Es decir, a ese tipo de cambio, **el BCRA le podría dar salida a esos US\$ 26,8 MM y aún así quedarse con un remanente de US\$ 5,6 MM de Reservas Netas.**

	Stock (en moneda de origen)		% renovación	Demanda potencial de US\$
Vencimientos Letes	US\$ M ago-dic	7.825	20%	6.260
Vencimientos Lelink	US\$ M ago-dic	941	20%	753
Otros vencimientos (capital + intereses)	US\$ M ago-dic	2.477	20%	1.982
Vencimientos Lecaps	ARS M ago-dic	324.249	20%	4.323
Vencimientos Lecer	ARS M ago-dic	23.407	20%	312
Otros vencimientos (capital + intereses)	ARS M ago-dic	94.084	20%	1.254
<b>A. DEMANDA POR NO RENOVACION DE VENCIMIENTOS</b>				<b>14.884</b>
PF privados US\$	US\$ M últ. Dato	31.769	65%	11.119
PF privados AR\$	AR\$ M últ. Dato	1.242.000	65%	7.245
<b>B. DEMANDA POR CAIDA DE DEPOSITOS</b>				<b>18.364</b>
<b>C. TOTAL DEMANDA POTENCIAL US\$</b>	<b>US\$ M (A+B)</b>			<b>33.248</b>
<b>D. DESEMBOLSO FMI (Sep+Dic) ¿?</b>	<b>US\$ M ago-dic</b>			<b>6.440</b>
<b>E. TOTAL DEMANDA POTENCIAL NETA US\$</b>	<b>US\$ M (C-D)</b>			<b>26.808</b>
<b>Reservas Brutas</b>	<b>US\$ M</b>			<b>58.408</b>
Swap China	US\$ M			18.500
FMI	US\$ M			7.500
Encajes depósitos en US\$	US\$ M			14.618
<b>F. Reservas internacionales netas (de SWAP/ FMI)</b>	<b>US\$ M</b>			<b>32.408</b>
<b>Reservas internacionales remanentes</b>	<b>US\$ M (F-E)</b>			<b>5.600</b>

Algunos aspectos adicionales a considerar:

- La semana inmediata posterior a las PASO los depósitos en dólares cayeron US\$ 1.567 M (15-agosto último dato disponible). Reflejan una caída promedio de 1,2% diaria; 21% mensualizada.

- Se trata de una magnitud relevante incluso cuando se lo compara con otros eventos de salida de depósitos como lo fue la crisis del Tequila o el establecimiento del Cepo Cambiario en 2011. En ambos casos, pasados 3 meses desde iniciada la corrida (60 días hábiles) la salida de depósitos se moderó. En todo el período promediaron caída diaria de 0,3%; 6% mensualizada.
- De repetirse la dinámica de los eventos pasados, en los 4 meses que restan para cerrar el año correrían contra las reservas `solo´ el 18% de los depósitos. Un % menor al supuesto en el ejercicio base.
- Pero de mantenerse el ritmo de caída de la primera semana, que sería equivalente a una corrida del 60% de los depósitos (stock de US\$ 12,1 MM en diciembre), la capacidad del BCRA para responder se verá sensiblemente limitada. En este caso, lo que ajustará será el valor del dólar.

