

¿CUANTAS RESERVAS NETAS HAY? LA CLAVE ESTA EN CHINA

- El déficit estructural de dólares recrudesció cuando se cerró el financiamiento externo en 2018. Desde entonces los ejercicios contables de oferta y demanda de divisas volvieron a ganar protagonismo. **El endurecimiento de las restricciones cambiarias de las últimas semanas confirma un sendero complejo para el mercado de cambios en los próximos meses. ¿De qué magnitud es el problema?**
- Una forma de analizar la vulnerabilidad externa es a través de las reservas internacionales **netas** del Banco Central. Este indicador surge de restar de las reservas brutas aquellos pasivos con vencimiento menor a un año. La metodología es la utilizada en la carta de entendimiento con el FMI en 2018, donde se establecieron objetivos de acumulación de reservas. La tabla ilustra la foto actual.

-en millones de dólares-

Noviembre 2021	
Reservas Brutas (RB)	42.576
Pasivos	38.153
a) Encajes (sobre depósitos en usd)	11.880
b) Swap con China	20.297
c) BIS (línea de crédito)	3.151
d) DEGs (FMI)	2.825
Reservas netas según mercado (RB - Pasivos)	4.423
Reservas netas (RB - Pasivos +1/4 Swap)	9.497
Marzo 2022	
Vencimientos Org. Internacionales nov.-marzo	-3.579
Resultado MULC proyectado nov.-marzo	-2.984
Reservas netas según mercado	-2.140
Reservas netas c Swap a ejecutar mar. 22	2.934

Fuente: Analytica en base a BCRA y estimaciones propias.

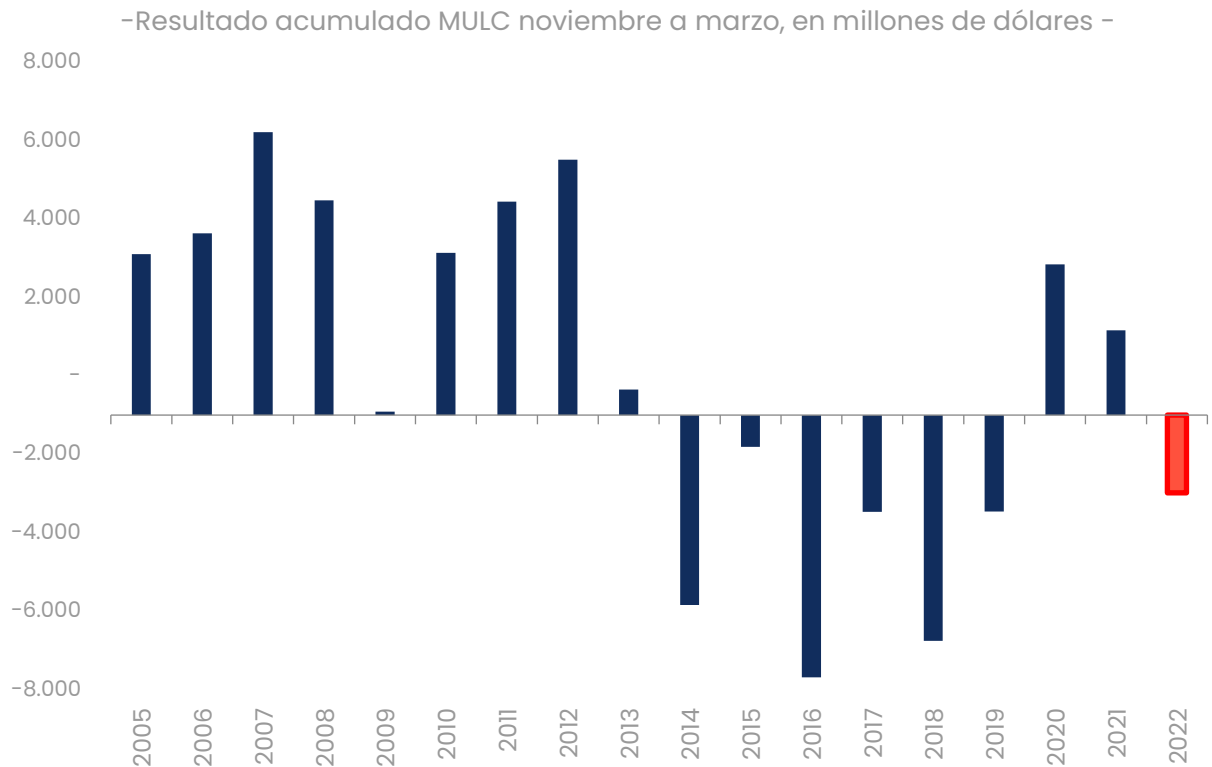
- En el cuadro se observa la descomposición de las reservas brutas hasta llegar a su valor neto. Los encajes en dólares se excluyen dado que son la contrapartida de los depósitos en los bancos comerciales. A su vez, la línea de crédito con el BIS no se considera porque tiene plazos de repago inferiores a un año. Respecto a los derechos especiales de giro del FMI, no son una moneda, y su conversión no es automática, lo que les quita liquidez.
- A su vez, **en la mayoría de los análisis disponibles, en particular en los mercados financieros, los Swaps con el Banco de la República Popular China no se computan como reservas netas.** Bajo ese criterio, **hoy las mismas alcanzarían los U\$S 4.423 millones.** Sin embargo, **consideramos que debe incluirse en ellas** aquella porción del Swap pendiente de ejecución. Si bien el Banco Central no proporciona dicha información, a partir del análisis de sus publicaciones inferimos que como máximo quedaría un saldo equivalente al 25% del total, unos usd 5.074 millones sobre usd 20.297 millones. Bajo este supuesto, **hoy las reservas netas serían de usd 9.497 millones.**
- ¿Por qué a nuestro juicio debe incluirse al Swap con China en las reservas netas como la forma correcta de medir la vulnerabilidad externa? Por las siguientes razones:
 1. Del balance del BCRA se desprende que las reservas brutas se componen principalmente de 2 ítems:
 - i) Divisas (depósitos en cuenta corriente en entidades financieras internacionales) y
 - ii) Colocaciones realizables en divisas (depósitos en caja de ahorro, plazos fijos y valores públicos del exterior).
 2. De allí surge también que los swaps no integran el activo del Banco Central, y que en 2020 tampoco fueron utilizados para generar liquidez en dólares que luego haya sido integrada como parte de las reservas internacionales. **Esto sí sucedió en 2014 cuando se utilizaron usd 11.000 millones.** En agosto del año pasado el Central firmó la renovación del swap con China. En tanto no se utilicen, no deberían excluirse dado que no son ni un pasivo con vencimiento

a un año ni un activo cuya realización esté sujeta a condicionalidades difíciles de alcanzar.

- De todas formas, la porción ya ejecutada del swap, en 2014 por caso, supone una obligación de devolver pesos, no dólares. Eventualmente, ajustando por tipo de cambio, se podría realizar una emisión en moneda doméstica para su cancelación. La pregunta es si con esos pesos, China reclamaría dólares “duros”. La respuesta no es contable ni económica sino geopolítica.
- La pregunta relevante para los próximos meses es cómo evolucionarán los componentes críticos de las reservas netas: **los pagos a organismos multilaterales de crédito y el resultado de las operaciones en el mercado de cambios (MULC)**. En el primer caso, descontamos que la Argentina alcanzará un acuerdo con el FMI que evite el pago de usd 2.873 millones de vencimientos de capital en marzo de 2022. Hasta entonces, los vencimientos los cancelará principalmente con los DEGs. En consecuencia, exclusivamente **por pagos a organismos las reservas netas caerán usd 3.579 millones hasta marzo**.
- Resulta más complejo proyectar el **resultado de la oferta y demanda de divisas que enfrentará el Central en el MULC** entre noviembre y marzo. En el gráfico de la página siguiente se observa lo sucedido entre 2005 y 2020. La barra en rojo es **la proyección del déficit para el periodo actual, estimado en usd 3.216 millones**, que surge de considerar el promedio 2011-2018¹. A su vez, el resultado cambiario incluye nuestra proyección de ingresos por exportaciones de usd 24.000 millones en los próximos cinco meses, con el agro aportando 42% del total dadas las favorables pronósticos de la cosecha fina y los precios que permanecen elevados.
- En conclusión, **con la metodología más difundida las reservas netas en marzo alcanzarán un valor negativo de usd 2.140 millones**. Difícilmente este escenario llegue a darse, ya que antes el gobierno restringirá aún más el acceso a los dólares comerciales y financieros, afectando consecuentemente la recuperación económica.

¹ No se consideró 2019 dada la liquidación record hacia fin de ese año por el inminente aumento de las retenciones en el cambio de gobierno. Tampoco 2020, dadas las distorsiones provocadas por la pandemia.

- Sin embargo, **al incluir la porción no ejecutada del Swap chino, el cuadro mejora. Se llegaría a marzo con reservas netas positivas por usd 2.934 millones.**



- **La contabilización del swap chino en las reservas netas es muy relevante sobre la formación de expectativas. Implicaría menos presiones sobre la disponibilidad de divisas para pagar importaciones, entre otras cosas, porque permite cancelar compras desde el país asiático. El mercado financiero, al eliminarlos por completo, castiga la posición líquida del BCRA y ante las dudas del tiempo poselectoral, suma incertidumbre a los dólares bursátiles. En un punto, es una reacción entendible ante la ausencia de comunicación del equipo económico y, especialmente, por la falta de un programa que resuelva los desequilibrios.**