

08 de Agosto de 2014

Los dólares durante el primer semestre.

A la espera de novedades con respecto al litigio con los holdouts, en el *Resumen Económico* de esta semana aprovechamos para detallar la oferta y demanda de divisas en lo que va del año. Como veremos, los márgenes son acotados y la restricción externa delimita el rumbo de los próximos meses. Adelantándonos a las conclusiones, mientras más se retrase la búsqueda de fondos en el exterior, más tendrá que ajustarse el nivel de actividad para descomprimir el faltante de divisas. Por otra parte, mientras no resolvamos el incumplimiento actual, el costo de fondeo en el exterior resultará demasiado alto.

A continuación, resumimos los principales datos del Balance Cambiario publicado por el Banco Central, donde se detalla la oferta y demanda de divisas cursadas por el mercado de cambios.

Los flujos de dólares

Después de un primer trimestre muy convulsionado, con pérdida de reservas por U\$3.590 millones y devaluación de por medio, durante el segundo cuarto del año el mercado de cambios tuvo una relativa mejora. Esto no sólo se debe a cuestiones estacionales -mayor liquidación de cosecha gruesa- sino también al crecimiento del superávit de cuenta corriente en términos interanuales. Luego de 7 trimestres consecutivos de déficits externos, el balance volvió a mostrar superávit, permitiendo recuperar más de U\$2.180 millones de reservas. Antes de subirse al tren del optimismo, veamos los motivos, no todos alentadores.

El resultado trimestral fue positivo en U\$1.170 millones frente al déficit de U\$40 millones en el mismo trimestre de 2013. Contabilizando el primer semestre del año, la cuenta corriente muestra un déficit de U\$940 millones, bastante por debajo del rojo de U\$2.300 millones correspondientes al mismo periodo del año anterior.

Conceptos	2010	2011	2012	2013				2014	
				I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim	II Trim
Cuenta Corriente	10.965	4.401	3.866	-2.261	-40	-3.665	-7.315	-2.110	1.170
Balance por mercancías	17.837	15.041	14.673	937	4.048	-314	-2.925	563	4.207
Cobros por exportaciones de bs	67.445	79.167	80.772	16.639	22.296	19.999	16.316	15.133	20.909
Pagos por importaciones de bs	49.608	64.126	66.099	15.703	18.248	20.313	19.241	14.570	16.703
Servicios	127	-1.115	-3.825	-2.186	-2.347	-2.252	-2.618	-1.690	-857
Rentas	-7.878	-10.397	-7.594	-1.094	-1.791	-1.179	-1.827	-1.033	-2.239
Cuenta capital y financiera	-6.807	-10.510	-7.171	-323	-2.671	1.080	3.369	-1.622	1.013
Inversión directa de no residentes	2.030	3.502	3.744	651	635	732	394	207	836
Inversión de portafolio no residentes	-81	-122	-112	3	-10	-8	-23	-5	-10
Préstamos financieros	2.787	4.520	-3.096	-980	-818	-924	-604	-99	628
Formación de activos externos	-11.410	-21.504	-3.404	110	152	95	40	-1.002	-663
Variación de Reservas	4.158	-6.109	-3.305	-2.583	-2.711	-2.585	-3.946	-3.732	2.184

Fuente: En millones de dólares. Elaboración propia en base a datos del BCRA.

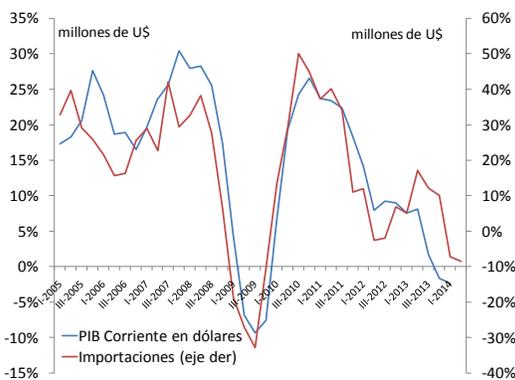
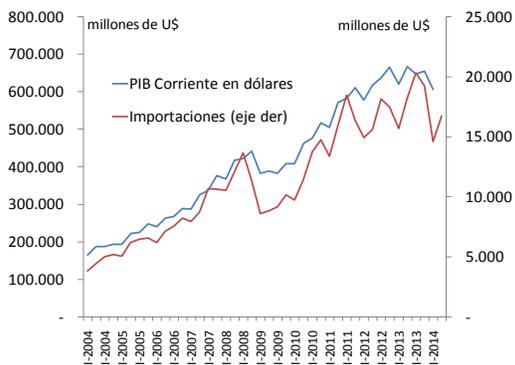
El menor rojo se explica por varios motivos. En primer lugar, por la caída en el pago de importaciones de bienes. La recesión trajo una retracción en el consumo que afecta obviamente la demanda de bienes importados, tanto de bienes intermedios, piezas y accesorios, bienes de consumo y sobre todo las compras externas del sector automotriz. Los pagos por importaciones alcanzaron en el primer semestre los U\$31.272 millones, mostrando una caída interanual del 8%. Observando por sectores, la inmensa mayoría, con excepción de las importaciones de energía, sufrió una merma en sus compras producto de una caída en la producción.

La industria automotriz, principal demandante de divisas de nuestro país en el último tiempo, explicó la mayor parte de la caída. Sólo para tener una dimensión de la importancia del sector para el mercado de cambios, durante el 2013 las importaciones netas (de exportaciones) superaron los U\$8.100 millones. La brutal caída en la producción, explicada por la reducción en las ventas internas y al mercado brasilero, provocó una contracción en las importaciones del 30% interanual, fundamentalmente de autopartes.

Los otros sectores de importancia que experimentaron una merma en sus importaciones fueron la industria química, metales básicos y el comercio, ahorrando en total unos U\$1.470 millones con respecto al primer semestre del 2013. Por otro lado, a pesar del repunte en la producción de YPF y el párate en el nivel de actividad, las importaciones de energía no detienen su marcha y a nivel agregado la producción de hidrocarburos se mantiene estancada. En el primer semestre las compras netas al exterior se llevaron U\$2.802 millones de

dólares, un 82% por encima del mismo periodo de 2013.

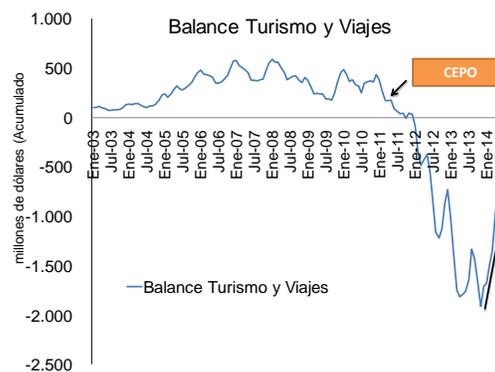
Para analizar cómo la recesión “libera” divisas o afloja la restricción externa, los economistas suelen mirar la elasticidad ingreso de las importaciones. Esto no es otra cosa que la relación entre el incremento (reducción) de la demanda de productos importados por cada punto de aumento (caída) del producto bruto. Diferentes estimaciones ubican esta sensibilidad entre 2 y 3,5¹. Con lo cual, para disminuir las cantidades importadas entre un 2% y 3,5%, la actividad económica debería contraerse un 1%. Si bien las estimaciones en una economía muy volátil suelen ser bastante erráticas, lo que quiero mostrar es que aflojar la restricción externa únicamente con contracción de actividad es bastante doloroso.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC.

El segundo factor que jugó a favor de una cuenta corriente positiva fue el menor déficit de servicios, fundamentalmente del turismo. Los dólares netos comprados para turismo durante el primer semestre alcanzaron los U\$2.199 millones (-37% interanual). La suba del dólar oficial, el

aumento en la alícuota del impuesto, el adelantamiento en las compras de paquetes de fines de 2013, las peores perspectivas macro y la leve apertura del cepo –compras de libre disponibilidad- favorecieron la menor demanda de dólares con fines de turismo. Dado el recargo para compras con tarjeta del 35%, es vital que el Gobierno achique la brecha cambiaria. Mientras el dólar tarjeta (\$11) se ubique por debajo del paralelo (\$12,8), los privados tendrán incentivos a financiar sus gastos con tarjeta en el exterior, y por ende, con reservas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC.

La decepción sin lugar a dudas vino por el lado de las exportaciones. El comercio internacional ya no tiene el dinamismo de antes. El mundo actual nada tiene que ver con el auge experimentado durante periodo 2003-2008, cuando el comercio al 15% anual. Para peor, el presente y las perspectivas de nuestro principal socio no son alentadoras. Como si esto fuera poco, la apreciación de nuestra moneda y la caída en el precio de la soja complican más el panorama. La ventas al exterior alcanzaron los U\$36.042 millones, un 7,5% por debajo del primer semestre de 2013. Una buena parte se explica por el sector automotriz que sufrió en gran medida la menor demanda carioca. Sus ventas al exterior cayeron un 22% interanual, algo así como U\$1.200 millones. En menor magnitud, las exportaciones también cayeron en la gran mayoría de los sectores.

El “yuyo”, como de costumbre, fue la excepción. El complejo agroindustrial lleva liquidados en lo va del año más de U\$16 mil millones (+5% interanual). Sin embargo, las perspectivas no son buenas. Si bien el ritmo de comercialización de la última campaña mostró un retraso por cuestiones

¹ Ver [acá](#) y [acá](#) para más detalles.

climáticas, lo que dejaría todavía un buen volumen por liquidar, las perspectivas de precios son desfavorables. La excelente cosecha del hemisferio norte retrajo las cotizaciones de los futuros en Chicago, con lo cual las intensiones de siembra para la próxima campaña local pueden verse dañadas.

Por terminar, por el lado de la cuenta capital se fueron U\$609 millones, sólo una quinta parte del déficit del primer semestre de 2013. Esto se explica fundamentalmente por los U\$1.000 correspondientes a la emisión de deuda de YPF en el exterior.

Perspectivas

Durante el segundo trimestre se vivió cierta calma en el mercado de cambios. La recesión apaciguó transitoriamente la restricción externa. La menor cantidad de dólares absorbida por el turismo también colaboró. Sin embargo, los márgenes para los próximos meses son acotados. Las malas perspectivas para los precios de nuestros commodities, el irreversible rojo energético en el corto plazo y los mayores vencimientos de deuda para el próximo año complican el balance externo. Todo esto en un escenario de “administración del comercio” (DJAI) y cepo cambiario. De acá la importancia del financiamiento externo para atravesar el faltante de divisas en el corto plazo y no profundizar la contracción económica.

ANEXO: El Balance Cambiario

Este informe detalla las operaciones de compraventa de moneda extranjera que tienen lugar en el Mercado Único y Libre de Cambios. En cuanto a las exportaciones e importaciones, mientras que en el balance de pagos se registra el movimiento de bienes (embarque o despacho) en el balance cambiario se registran las transacciones en divisas una vez liquidadas. De la misma forma, se registran únicamente los intereses, utilidades y dividendos que son efectivamente girados por el mercado. En resumen, solamente se computan las operaciones efectivamente cursadas por el mercado de cambios. Vale recordar que los datos del sector externo publicados por el INDEC presentan varias inconsistencias, otro motivo por el cual nos concentramos en los datos publicados por el BCRA.