

14 de Noviembre de 2014

## La recesión como oferente de divisas

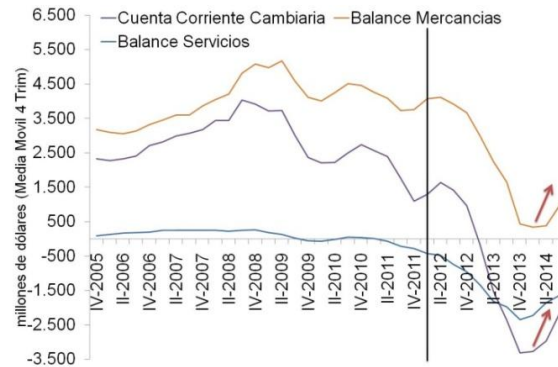
Estamos en plena temporada de balances en la Bolsa Porteña. Lamentablemente, en la coyuntura actual el riesgo sistémico resulta más preponderante para las valuaciones que el propio desempeño de las compañías<sup>1</sup>. Dado el peso de la escasez de dólares en el riesgo país, en el *Resumen* de hoy analizaremos la oferta y demanda de divisas siguiendo el Balance Cambiario recientemente publicado por el BCRA. Adelantándonos a las conclusiones, la estrategia oficial de defender las reservas hasta el momento está dando resultado, pero a costa de una brutal caída del intercambio comercial y contracción en el nivel de actividad. Los errores en el manejo de la política económica, torpeza del cepo incluida, están provocando un marcado retroceso en el dinamismo exportador logrado en los años de la post convertibilidad.

### 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, el Gobierno logró estabilizar las reservas internacionales. Durante el segundo trimestre del año, se logró apaciguar el mercado de cambios mediante la devaluación y el incremento en la tasa de interés, apoyados en la liquidación estacional de la cosecha gruesa. Sin embargo, en los últimos meses la oferta volvió a esconderse. Con lo cual, el principal mecanismo de contención pasó a ser la caída de las importaciones de bienes y servicios.

Luego de la mencionada licuación de reservas del primer trimestre, el BCRA recuperó U\$1.201 millones durante el segundo y tercer cuarto de año gracias al mejor desempeño (menor deterioro) de la cuenta corriente. En el acumulado del año, la cuenta corriente muestra un déficit de U\$1.394 millones, muy por debajo del rojo de U\$5.965 millones del mismo periodo del año anterior. Esto se explica fundamentalmente por dos factores. En primer lugar, la caída de las importaciones superó la merma de las exportaciones, liberalizando

divisas. En segundo lugar, la venta de divisas para turismo se redujo considerablemente.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Por el lado de las exportaciones, el retraso en la comercialización y los menores precios del complejo sojero se están haciendo sentir. Hasta la primera semana de noviembre, se llevaban liquidados U\$21.200 millones, en un contexto donde la comercialización interna de soja es la más baja de las últimas cinco campañas. Para los próximos meses, trascendió que la cerealeras y el Gobierno estimarían liquidaciones en torno a U\$5.000 millones de dólares para la última parte del año.

Como finalmente quien decide que hace con el grano es el productor, el ritmo de la liquidación dependerá de las variables que marcan la rentabilidad del sector. La leve recuperación del precio internacional ayuda pero un tipo de cambio planchado con expectativas de depreciación y gran brecha cambiaria no colaboran demasiado. Por otra parte, el Gobierno podría subir la tasa de interés para incentivar la comercialización y la liquidación. Esto operaría por dos canales. En primer lugar subiría el costo de financiar la próxima siembra favoreciendo la autofinanciación y por ende la venta de granos. Por otro lado, en el último tiempo la brecha cambiaria mostró una alta sensibilidad en relación a la tasa de interés. Una mayor tasa podría reducir la brecha y esto automáticamente mejoraría la ecuación de rentabilidad para el sector. Por último, las perspectivas de precios no son muy alentadoras debido a los altos inventarios que quedarán para el próximo ciclo comercial.

El otro gran responsable de la merma de las exportaciones es el sector automotriz. Los cobros por ventas al exterior del sector cayeron nada

<sup>1</sup> En las próximas semanas continuaremos con el análisis de balances.

menos que un 22% a U\$6.653 millones. La menor demanda de Brasil y el cepo para la compra de insumos importados están dañando seriamente al sector. Si bien la caída en las ventas externas se concentra entre estos dos rubros, las exportaciones del resto de los sectores también están perdiendo dinamismo. Los factores son varios, desde el atraso cambiario y el incentivo a la subfacturación hasta la menor energía de la economía global. En el acumulado del año las divisas ingresadas fueron U\$53.596 millones, unos U\$5.340 por debajo del año anterior.

Como mencionamos, el desempeño de las importaciones fue aún peor. Los pagos al exterior cayeron U\$7.427 millones a un nivel de U\$46.837 millones. La merma se extiende a la gran mayoría sectores producto del estancamiento en el nivel de actividad y el cerrojo importador. Sin embargo, resalta la caída en U\$5.317 millones correspondientes al sector automotriz. Con lo cual, dado que el sector en términos netos es un fuerte importador, la merma en la producción liberó muchas divisas. Mientras la recesión se profundice, la cuenta corriente liberará divisas, dado que por cada punto que se contrae el producto se liberan entre U\$2.000 y U\$3.500 de importaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y OJF.

La reducción del déficit del turismo también colaboró. De un rojo de casi U\$5.000 millones en los tres primeros trimestres del 2013 pasamos a uno de U\$3.338 en el 2014. Si bien la brecha cambiaria todavía juega en contra e incentiva los gastos con tarjeta en el exterior, la devaluación del dólar oficial por encima del ajuste salarial encarece los viajes al exterior. Por otro lado, la apertura del dólar ahorro está canalizando parte de la demanda de dólares para viajar y gastar en el exterior. Esta modalidad de ahorro ya no es menor, en los primeros nueve meses del año se

perdieron U\$1.562 millones, lo que se ve plasmado en el déficit de la cuenta financiera. En octubre y noviembre el BCRA continuó aflojando el cerrojo, lo que ayudó a desinflar el paralelo.

## Estimación del Balance Cambiario

Conceptos	2013				2014				Var. Trim
	I Trim	II Trim	III Trim	Acum 3 trim	I Trim	II Trim	III Trim	Acum 3 trim	
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-2.261</b>	<b>-40</b>	<b>-3.665</b>	<b>-5.965</b>	<b>-2.110</b>	<b>1.170</b>	<b>-455</b>	<b>-1.394</b>	<b>4.571</b>
Balance mercancías	937	4.048	-314	4.670	563	4.207	1.989	6.759	2.088
Exportaciones	16.639	22.296	19.999	58.934	15.133	20.909	17.554	53.596	-5.339
Importaciones	15.703	18.248	20.313	54.264	14.570	16.703	15.564	46.837	-7.427
Servicios	-2.186	-2.347	-2.252	-6.785	-1.690	-857	-1.408	-3.955	2.829
Ingresos	2.313	2.050	2.105	6.468	1.966	2.263	1.927	6.157	-311
Egresos	4.499	4.397	4.357	13.253	3.656	3.121	3.336	10.112	-3.141
Rentas	-1.094	-1.791	-1.179	-4.063	-1.033	-2.239	-1.114	-4.386	-323
Intereses	-938	-1.420	-783	-3.141	-727	-1.706	-679	-3.112	29
Utilidades y Dividendos	-155	-371	-396	-922	-306	-533	-435	-1.274	-353
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-323</b>	<b>-2.671</b>	<b>1.080</b>	<b>-1.914</b>	<b>-1.622</b>	<b>1.013</b>	<b>-527</b>	<b>-1.136</b>	<b>778</b>
Inversión directa de no res.	651	635	732	2.019	207	836	285	1.329	-690
Préstamos de otros Org. Int.	-548	-2.813	824	-2.537	-1.283	-124	-214	-1.622	915
Formación de activos ext	110	152	95	356	-1.002	-663	-742	-2.408	-2.765
PGC	616	-218	-140	258	487	-238	43	292	34
<b>Reservas Internacionales</b>	<b>-2.583</b>	<b>-2.711</b>	<b>-2.585</b>	<b>-7.879</b>	<b>-3.732</b>	<b>2.184</b>	<b>-983</b>	<b>-2.530</b>	<b>5.349</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

## Perspectivas

Durante el año próximo los pagos de capital e intereses de los títulos en dólares superan los U\$9.000 millones. A esto hay que sumarle los vencimientos del sector privado, monto incierto dado que habrá que ver cuánto está dispuesto a vender el BCRA y cuanto tendrán que refinanciar las propias empresas. Por el lado de la cuenta corriente, los dólares del complejo sojero dependerán del clima y los precios internacionales, pero tomando las actuales cotizaciones (Futuros CME) las exportaciones del sector tendrían una merma cercana a los U\$4.000 millones. Los potenciales dólares del 4G, el swap con China, el Banco de Francia y los organismos internacionales ayudarán pero no serán suficientes.

De no acceder al financiamiento externo -con o sin arreglo con los holdouts- el bache externo requerirá otro año de muy fuerte contracción en el nivel de actividad para comprimir importaciones y seguramente tendremos mucha tensión en el mercado de cambios. De conseguir dólares financieros, el cepo importador podría aliviarse, la economía podría mostrar un leve rebote y el BCRA administraría de forma más cómoda la política cambiaria. La falta de competitividad, el bache fiscal y la agenda de desarrollo serán tarea del próximo gobierno.

Juan Battaglia