

19 de mayo de 2017

Oferta y demanda de billetes

En los últimos informes veníamos remarcando el excesivo optimismo en los mercados financieros globales. Tasas de interés por el piso, bonos con paridades muy firmes, bolsas en sus máximos y monedas de economías emergentes otra vez fortalecidas. Con lo cual, una eventual rotación en las carteras globales hacia activos más seguros, bajo cualquier excusa, podría implicar una toma de ganancias y una depreciación de los tipos de cambio.

A nivel global poco cambio. Pero esta semana aparecieron algunas turbulencias de naturaleza puramente local o, mejor dicho, vecinal. La situación política de Brasil ya es insólita y trae aparejada una gran incertidumbre. Ayer el Bovespa se hundió un 9% y el real saltó casi 40 centavos. Como era de esperar, el peso a nivel local cerró cerca de los 16, poniendo en evidencia que la “infalible” bicicleta financiera puede fallar. La rueda de hoy trajo algo de calma.

Como resaltamos en el informe de la semana anterior, ir a buscar con todo el 25% en pesos considerando únicamente cuestiones domésticas parecía, por lo menos, descuidado. La cotización del dólar depende tanto de cuestiones locales como globales (y vecinales). Dicho esto, el *Resumen Económico* de hoy lo dedicaremos a las circunstancias criollas, específicamente a la oferta y demanda de divisas.

Los números del mercado de cambios

Para seguir la oferta y demanda de divisas se suele analizar el Balance de Pagos, que resume las transacciones económicas entre residentes y no residentes. Nosotros utilizaremos el Balance Cambiario publicado por el Banco Central, donde se computan las operaciones efectivamente cursadas por el mercado de cambios. Simplemente describiremos la dinámica utilizando los datos acumulados de los últimos 12 meses (may-16 a abr-17), para entender lo que está pasando con el dólar.

Comencemos por la Cuenta Corriente. El balance de bienes continúa siendo positivo para nuestro país. Los cobros de exportaciones de bienes en los últimos doce meses alcanzaron los U\$57.614

millones, superando en U\$6.721 millones el pago de importaciones. Dos cuestiones explican esencialmente este desempeño. En primer lugar la buena cosecha, que compensa parte del efecto del atraso cambiario y la crisis en Brasil sobre el desempeño de las otras ramas exportadoras. En segundo, lugar la alicaída actividad económica contiene el crecimiento de las importaciones. Por otro lado tenemos los servicios, donde nuestro país tiene un buen desempeño exportador en servicios profesionales (entre los que se destaca la industria del software y el diseño) pero tiene un egreso constante de dólares por turismo. El déficit externo de los servicios en los últimos doce fue de U\$9.272 millones, explicado en casi un 85% por nuestras escapadas turísticas. Por último dentro de la Cuenta Corriente, al igual que la mayoría del mundo emergente, nuestro país tiene egresos netos por los intereses de la deuda y los dividendos girados al exterior. En el último año alcanza los U\$10.890 millones. En total, el rojo de la Cuenta Corriente es de U\$13.057 millones, lo que representa un 2,4% del PBI.

Estos niveles de déficit externos pueden ser financiados, pero la cuestión es de qué forma, para lo cual debemos ver la Cuenta Financiera. Esta acumuló en los últimos doce meses un superávit de U\$27.698 millones, lo que equivale a un 5% del PBI y más el doble del rojo comercial. Claro está que estamos atravesando por un exceso de oferta en el mercado de cambios, o dicho de otra forma, sobran dólares.

Ahora bien, la inversión extranjera directa sólo aportó U\$2.745 millones, con lo cual la “lluvia de inversiones” proclamada por el oficialismo se encuentra bastante lejos de aportar los dólares. Vale remarcar que durante la última década el resto de la región logró buenos avances en esta materia, absorbiendo buenos flujos de inversión extranjera directa para cubrir sus déficits externos. Estamos lejos. Ahora bien, la crítica fácil de “la patria financiera” de la oposición tampoco tiene mucho reflejo en los datos del mercado de cambios. Las inversiones de cartera netas sólo aportan U\$2.479 millones. Es más, “la bicicleta financiera” tampoco queda tan clara. Si bien gran parte del sobrante de pesos aprovecha las buenas tasas (apenas positivas en términos reales), la compra de dólares para atesoramiento todavía supera los U\$13.200 millones en los últimos doce meses.

	may-16 a abr-17	Porcentaje del PBI
CUENTA CORRIENTE CAMBIARIA	-13.057	-2,4%
Bienes	6.675	1,2%
Servicios	-9.333	-1,7%
Rentas	-10.896	-2,0%
Intereses	-8.158	-1,5%
Utilidades y dividendos y otras rentas	-2.738	-0,5%
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	27.698	5,0%
Inversión directa de no residentes	2.745	0,5%
Inversión de portafolio de no residentes	2.479	0,5%
Préstamos y títulos de deuda	15.753	2,9%
Org. Int. y otros bilaterales	-5.616	-1,0%
Formación activos externos sector priv	-13.248	-2,4%
Compra-venta de títulos valores	-2.772	-0,5%
Otras operaciones del sector público	21.364	3,9%
Otros movimientos netos	17.974	3,3%
Variación de Reservas	13.837	2,5%

Fuente: BCRA BALANCE CAMBIARIO, millones de dólares y % PBI

Con lo cual ¿qué factor explica el superávit de la Cuenta Financiera? Simplemente las emisiones de deuda. Los préstamos y emisiones en dólares en los últimos doce meses superan los U\$37.000 millones de dólares. Este comportamiento se explica mayoritariamente por el sector público, Nación y Provincias. Si bien las emisiones privadas en el exterior crecieron, la deuda comercial de las empresas cayó luego de la liberación del cepo. De hecho, en el 2016 la deuda externa total (comercial más financiera) del sector privado se redujo¹. Producto del endeudamiento del sector público (ni por la patria financiera ni por la lluvia de inversiones), los ingresos de la cuenta financiera superaron holgadamente el rojo de la cuenta corriente. Esto provocó una leve apreciación del tipo de cambio, que podría haber sido mayor de no ser por las intervenciones del BCRA, que compró reservas por más del 2,5% del PBI.

No hay mucha ciencia. El tamaño del agujero fiscal obliga a financiar parte importante en el mercado internacional. Cubrir el déficit en el mercado local es imposible, dejaría al sector privado sin financiamiento. Estas emisiones de deuda más que compensan el rojo de la cuenta corriente y las compras de dólares por atesoramiento, lo que obliga al BCRA a acumular reservas para evitar una mayor caída del tipo de cambio. Esto genera dos problemas. En primer lugar, la apreciación del tipo de cambio. En segundo lugar, acumular reservas no

colabora con las metas de inflación. Claramente hay una inconsistencia en el manejo de la política económica. Pero con ella seguiremos conviviendo hasta que se achique el bache fiscal. Ahora bien, los críticos perezosos del endeudamiento (o intencionados políticamente), estaría bien que nos expliquen la forma de evitar esto, dado que la única receta que conozco sería mediante un brutal ajuste fiscal.

Yendo a nuestro tópico de interés, las cuestiones domésticas favorecen la apreciación del tipo de cambio. Pero como repetimos en innumerables oportunidades, estamos en un mundo globalizado donde la dinámica del tipo de cambio depende no sólo de cuestiones locales. La sorpresa de Brasil de esta semana fue un buen ejemplo. Diversificar y tomar recaudos.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe

¹ No tenemos datos de este año todavía.