

13 de Febrero de 2015

Los Dólares del 2014, los Dólares del 2015

A contramano de la mayoría de los pronósticos, el Banco Central no perdió reservas durante el 2014. Antes de subirse al tren del optimismo, veremos que las reservas se mantuvieron principalmente por dos motivos: la brutal caída de las importaciones y, en menor medida, las líneas de financiamiento no convencionales (swap con China). Lejos de resolverse, los problemas estructurales de la economía -falta de competitividad, atraso cambiario y descalabro tarifario- continúan más vigentes que nunca.

La firmeza en las cotizaciones de los bonos mostraría que el mercado premia la estabilidad de las reservas y la menor probabilidad de default durante el 2015. En lo personal, creo que más importante aún en la determinación de las cotizaciones es la cercanía de las elecciones. El mercado se adelanta a un potencial cambio de gobierno y, fundamentalmente, a un cambio de políticas. Como buen optimista, creo que si bien las nuevas autoridades tendrán un 2016 lleno de desafíos domésticos, el panorama es todavía alentador. Los pagos de deuda son extremadamente bajos en el 2016. En la misma dirección, a pesar de la pérdida del superávit de cuenta corriente en los últimos años, la posición externa es todavía favorable, aún con los menores precios de nuestras commodities. Veamos un poco los números (aclaro de antemano que son bastantes).

Los dólares comerciales¹

Luego de un 2013 donde la cuenta corriente se llevó U\$13.280 millones, durante el 2014 el déficit se achicó drásticamente a U\$2.350, lo que implica sólo un 0,5% del producto (para tener una referencia Latinoamérica tiene un déficit cercano al 3% del PBI). El alivio provino fundamentalmente del balance comercial, que

¹ Para el análisis utilizamos el Balance Cambiario donde se detallan las operaciones de compraventa de moneda extranjera que tienen lugar en el MULC. En resumen, solamente se computan las operaciones efectivamente cursadas por el mercado de cambios.

cerró el año con un superávit de U\$8.935 millones frente a los U\$1.745 millones de 2013. Sin embargo, no nos volvimos más competitivos. Tampoco mejoraron los términos de intercambio ni subieron las exportaciones. El salto en el superávit de bienes se explicó pura y exclusivamente por el derrumbe de las importaciones, y este a su vez por la caída en el nivel de actividad y las restricciones a las compras al exterior.

Estimación del Balance Cambiario

En millones de dólares

Conceptos	2010	2011	2012	2013	2014	2014-2013
Cuenta Corriente	10.965	4.401	3.823	-13.280	-2.350	
Balance Mercancías	17.837	15.041	14.673	1.745	8.935	7.189
-Exportaciones de bienes	67.445	79.167	80.772	75.250	69.569	-5.681
-Importaciones de bienes	49.608	64.126	66.099	73.505	60.635	-12.870
Servicios	127	-1.115	-3.825	-9.403	-5.812	3.591
-Turismo	1.474	334	-2.985	-6.660	-4.567	2.094
Rentas	-7.878	-10.397	-7.637	-5.890	-5.713	177
-Intereses	-3.737	-6.001	-7.412	-4.527	-4.397	130
-Utilidades y Dividendos	-4.141	-4.397	-225	-1.363	-1.316	47
Cuenta capital y financiera	-6.807	-10.510	-7.128	1.455	3.547	2.092
Inversión directa de no resid	2.030	3.502	3.744	2.413	1.672	-741
Inversión de portaf no resid	-81	-122	-112	-37	-31	6
Préstamos financieros	2.787	4.520	-3.096	-3.326	-746	2.580
Operaciones con el FMI	0	49	0	0	0	0
Préstamos de otros Org. Int.	-2.253	6.129	-1.757	-1.882	2.712	4.594
Formación de activos ext	-11.410	-21.504	-3.404	70	-260	-329
Var. de Reservas	4.158	-6.109	-3.305	-11.825	1.197	13.022

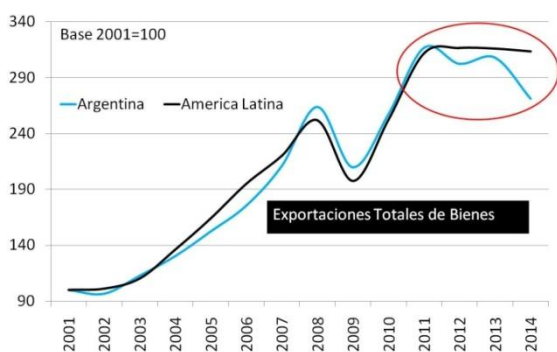
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Los pagos por importaciones se comprimieron un 18%, apenas superando los U\$60.000 millones. Casi todos los sectores de importancia experimentaron una caída, lo que pone en evidencia la extensión de la recesión. Sin embargo, por su magnitud se destaca el retroceso del principal consumidor de divisas de nuestra economía, la industria automotriz. El 60% de la caída en los pagos al exterior se explica por el derrumbe de la producción del sector. Con lo cual, la recesión -ayudada por el cepo importador- fue el principal mecanismo de generación de divisas en 2014. Por otro lado, si bien los pagos de energía año contra año aumentaron en U\$1.000 millones, la caída en los precios internacionales en el último trimestre aliviaron bastante la salida de divisas.

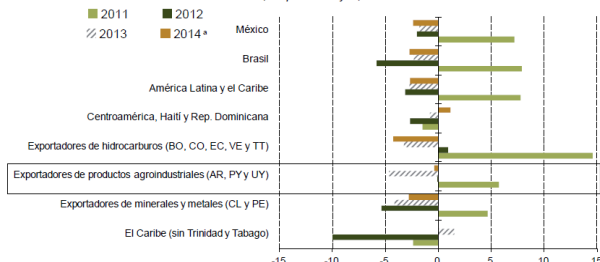
Dinámica similar siguieron las exportaciones. Los cobros por las ventas al exterior se ubicaron en U\$69.569 millones, un 8% por debajo del 2013. Dado que las exportaciones cayeron en menor magnitud que las importaciones, el balance neto fue muy positivo. Vale remarcar que la reducción en los cobros del exterior no se explicó por el complejo agroexportador. De hecho, fue el único

sector que trajo más dólares que en 2013. Si bien las cotizaciones internacionales FOB de soja, maíz y trigo mostraron descensos del 8%, 18% y 3% en 2014 (promedio anual), respectivamente, los dólares liquidados por el sector se mantuvieron levemente por encima del año previo gracias a la mejor cosecha.

El problema es mucho más amplio que el cambio de ciclo de precios internacionales. Es verdad que el comercio mundial, los precios de las materias primas y la demanda global ya no empujan como en el periodo 2003-2008. Sin embargo, el mundo no se nos cayó más encima a nosotros que al resto de América Latina, simplemente nos pegó más el coletazo (como se ve en los gráficos a continuación). Los problemas de competitividad vuelven a estar a la orden del día.



América Latina y el Caribe: variación de los términos de intercambio, 2011-2014 (En porcentajes)



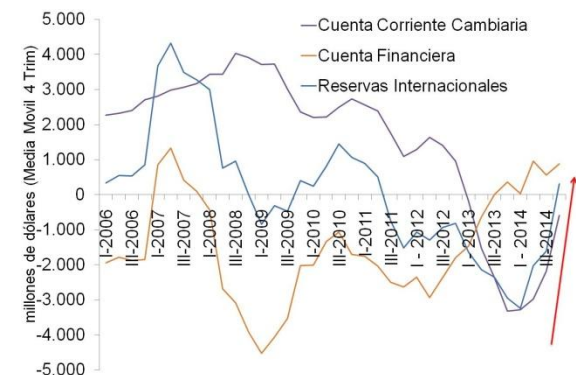
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

El otro factor que jugó a favor de la mejoría en la cuenta corriente fue el menor rojo de servicios. El déficit externo finalizó el 2014 en U\$5.812, muy por debajo de la salida de U\$9.403 de 2013. Esto se explica por los menores egresos (netos) registrados en turismo por unos U\$ 3.300 millones. La suba del dólar oficial, el aumento en la alícuota del impuesto y la leve apertura del cepo –compras dólar ahorro- favorecieron la menor demanda de dólares con fines de turismo.

Dado el recargo para compras con tarjeta del 35%, para dejar de perder divisas por esta vía el dólar tarjeta (\$11,7) debería ubicarse por debajo del paralelo (\$13,1), así los privados tendrán menos incentivos a financiar sus gastos con tarjeta en el exterior, y por ende, con reservas.

Los dólares financieros

Aunque en menor medida que el desplome de las importaciones, el ingreso de dólares financieros también ayudó, sobre todo en la última parte del año. El superávit de la cuenta financiera fue de U\$3.547 millones, U\$2.000 más que en 2013. El grueso de las divisas llegó por la activación de los tres primeros tramos del acuerdo de swap de monedas con el Banco Central de China. Vale remarcar que los cambios normativos en la PGN, la emisión de deuda por parte de las petroleras, los dólares del 4G y algunos desembolsos de organismos internacionales también colaboraron. Por el lado de los egresos, como en los últimos años el sector público no roleo deuda y pagó unos U\$5.300 millones. En realidad U\$740 quedaron en el propio BCRA (cuentas fiduciarias) para futuros pagos de los Discount, Par y Global en moneda y legislación extranjera. Por último, la venta de dólar ahorro se llevó otros U\$2.794 millones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Lo que viene, lo que viene...

Como mencionamos, a contramano de la mayoría de los pronósticos, durante el 2014 no se perdieron reservas. Lejos de ser una buena noticia, el objetivo oficial se logró a costa de una profunda caída de las importaciones y

contracción del nivel de actividad. Por otro lado, fueron más que bienvenidos los dólares financieros, fundamentalmente los U\$3.100 correspondientes al swap con China. Por último, las exportaciones siguen cayendo a ritmo preocupante y la explicación de que el mundo se nos cayó encima se queda bastante corta para explicar el desempeño exportador.

Para el 2015 los márgenes son todavía más acotados. En primer lugar, el agro brindará una oferta de dólares bastante menor (entre U\$5.000 y U\$7.000 de convalidarse las cotizaciones de los futuros actuales), aunque una parte menor será compensada por importaciones de energía más baratas. Por otro lado, los vencimientos de deuda externa del Gobierno Nacional se ubican en torno a los U\$9.500 millones, del los cuales U\$6.250 corresponden al Boden 2015.

Claro está que las reservas escasean por donde se las observe. Sin embargo, haciendo uso del remanente del swap (U\$8.000), emitiendo deuda con legislación local para pagar aunque sea parte del Boden 2015, más otro poco de recesión, el Gobierno podría evitar las correcciones en 2015. Dicho de otro modo, las reservas alcanzan únicamente por las perspectivas de un cambio de políticas a partir del 2016 y las todavía buenas oportunidades del país a mediano plazo.