

05 de junio de 2015

**La vuelta de los dólares financieros**

Luego de cuatro años de ininterrumpida pérdida de reservas, en el último semestre el BCRA volvió a ensanchar sus arcas. Las reservas tocaron fondo en octubre pasado pero en la actualidad rozan nuevamente los U\$34.000 millones, mostrando un salto nada despreciable del 25%. Este incremento además vino acompañado de una marcada reducción de la brecha del dólar, pudiendo transformar un turbulento 2014 en un sereno 2015 en materia cambiaria. Antes de subirse al tren del optimismo, discutamos las causas de este fenómeno.

A grandes rasgos, se pueden acumular reservas de tres formas, dos bastantes saludables y otra que puede resultar muy inestable. La primera es cuando el ingreso de dólares por exportaciones supera los desembolsos al exterior por importaciones de bienes y servicios, netos del pago de dividendos e intereses. En este caso, la cuenta corriente es positiva y el país ahorra frente al resto del mundo. La segunda vía, también saludable para cualquier economía en desarrollo, es el ingreso de divisas por inversión extranjera directa. La tercera forma de acumular divisas, bastante común en economías emergentes, es mediante el ingreso dólares financieros o inversiones de cartera. A su vez, estos dólares se pueden utilizar por parte del sector público o privado para financiar inversiones o gastos corrientes.

El financiamiento para pagar gastos corrientes es el menos saludable y más volátil de todos, y por medio del cual nuestro país pudo recuperar reservas en los últimos meses. El resto del trabajo lo hizo la alicaída actividad económica, que ya tiene larga data y se traduce en una sistemática caída de importaciones, apoyada también en las restricciones a las compras del exterior, que permite ahorrar una buena cantidad de divisas. Por estas dos razones los números del Balance Cambiario para el primer trimestre del año muestran una recuperación de reservas.

**Estimación del Balance Cambiario**

En millones de dólares

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

Conceptos	1er Trim 2014	1er Trim 2015	Variación Trimestral
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-2.110</b>	<b>-1.830</b>	<b>280</b>
Balance Mercancías	563	1.694	1.131
-Exportaciones de bienes	15.133	12.885	-2.248
-Importaciones de bienes	14.570	11.191	-3.379
Servicios	-1.690	-2.022	-332
-Turismo	-1.355	-1.603	-248
Rentas	-1.033	-1.545	-511
-Intereses	-727	-1.493	-766
-Utilidades y Dividendos	-306	-51	255
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-1.622</b>	<b>2.169</b>	<b>3.791</b>
Inversión directa de no resid	207	412	205
Inversión de portaf no resid	-5	-10	-5
Préstamos financieros	-99	-98	1
Préstamos de otros Org. Int.	-1.283	2.033	3.316
Formación de activos ext	-1.002	-1.927	-925
<b>Var. de Reservas</b>	<b>-3.732</b>	<b>339</b>	<b>4.071</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

**Los dólares comerciales**

Si bien los cobros por exportaciones cayeron casi un 15% en términos interanuales, los desembolsos por importaciones se desplomaron un 23% permitiendo que el superávit de mercancías prácticamente se triplique en relación al primer trimestre del 2014 (U\$1.694 vs U\$563 millones). Los pagos por importaciones cayeron prácticamente en todos los sectores en respuesta al estancamiento económico y los cupos del Gobierno, pero se destacan por su magnitud la merma en petróleo (-49%) y en la industria automotriz (-20%). Por el lado de las exportaciones, la caída también es generalizada, con excepción de la minería. La cosecha record fue más que compensada por el lento ritmo en la comercialización y los menores precios internacionales, que terminaron provocando una pérdida de exportaciones agropecuarias del 20% en relación al año pasado (U\$3.800 vs U\$4.800 millones). Si bien es cierto que el comercio

internacional no empuja como antes y las exportaciones de todas las economías emergentes se ven dañadas, la Argentina lidera la caída entre las economías de la región. El atraso cambiario, tarde o temprano, se termina pagando.

Otra cuestión a remarcar es que los viajes al exterior todavía pesan en el Balance Cambiario. En el primer trimestre los servicios totalizaron egresos netos por U\$2.022 millones, unos U\$330 millones más respecto al mismo trimestre del año anterior. De este déficit, el 90% se lo lleva el turismo. El déficit de este sector sigue en altísimos niveles a pesar de la mayor venta de dólar ahorro.

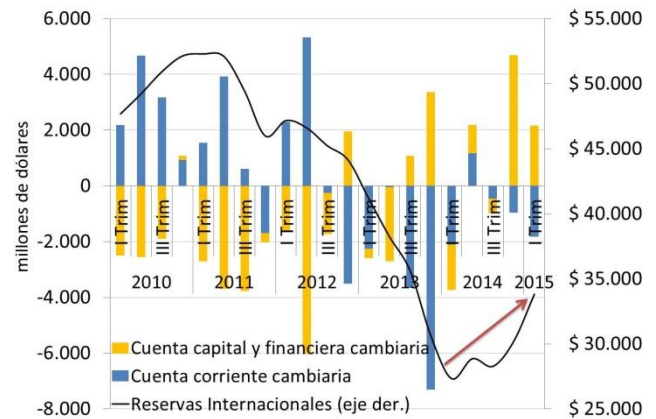
## Los dólares financieros

En los últimos meses el gran alivio provino de la cuenta financiera. El superávit alcanzó los U\$2.169 millones contra un déficit de U\$1.622 millones del primer trimestre de 2014, gracias a los ingresos netos del sector público y el BCRA por unos U\$2.400 millones. El sector privado continúa consumiendo divisas, sacando alguna entrada del sector petrolero por las emisiones de YPF en el exterior.

En el último tiempo, el fuerte ingreso de dólares del sector público tiene varios motivos. En primer lugar, el swap con China permitió contabilizar la entrada de U\$5.500 millones, quedando todavía disponible la mitad de la línea de crédito. En segundo lugar, la imposibilidad de pagar la deuda del canje con legislación extranjera provoca una menor salida de divisas, ya que las mismas quedan en un fideicomiso en el BCRA que se computa como reservas por casi U\$1.500 millones. En relación a las vías convencionales, en los últimos meses se destacan las emisiones del Gobierno de Bonar 2024 por cerca de U\$2.000, la emisión de YPF por U\$1.500 y la reciente salida al mercado de la Provincia y la Ciudad de Buenos Aires por un total de U\$1.000 millones.

En total, unos nada despreciables U\$11.500 en menos de un año, la flameante bandera del desendeudamiento es cosa del pasado. El endeudamiento no es malo per se, pero financiarnos (con la excepción de YPF) para pagar el exceso de gasto corriente y no la necesaria inversión en infraestructura de largo plazo

claramente no es bueno. Nada nuevo, viejas y frustradas recetas del pasado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe