

SECTOR EXTERNO

LA CUENTA CORRIENTE CAMBIARIA EN ROJO CARMESÍ

Las cuentas externas de la economía continúan exhibiendo un profundo desequilibrio.

La Cuenta corriente del Balance cambiario¹ registró un déficit de U\$S 4.000 millones en el segundo trimestre, por lo que se ubicó levemente por encima del mismo período del año anterior (+6% i.a.); sin embargo, con relación al trimestre previo, manifestó una notable desaceleración si consideramos el crecimiento que había registrado en el segundo trimestre de 2017 con relación al primero y la tendencia que había iniciado en los primeros meses del año. Así y todo, en la comparación interanual, el segundo semestre pasó de rojo a rojo carmesí por un mayor deterioro (+39% i.a.).

Cuadro 1. Principales conceptos del balance cambiario

Concepto	2017			2018		
	I trim	II trim	Acum	I trim	II trim	Acum
Cuenta Corriente cambiaria	-2.397	-3.798	-6.195	-4.601	-4.040	-8.641
Balance transferencias por mercancías	1.948	1.967	3.915	535	2.255	2.790
Cobros por exportaciones de bienes	13.789	16.087	29.876	12.751	14.035	26.786
Pagos por importaciones de bienes	11.840	14.120	25.961	12.216	11.780	23.996
Servicios	-2.892	-2.203	-5.095	-3.729	-2.695	-6.424
Turismo, viajes y pasajes	-3.066	-2.541	-5.607	-3.229	-2.315	-5.544
Otros servicios	174	339	512	-500	-380	-880
Rentas	-1.564	-3.662	-5.226	-1.459	-3.701	-5.160
Intereses	-1.239	-3.002	-4.241	-1.246	-3.097	-4.343
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-325	-659	-984	-213	-605	-818
Otras transferencias corrientes	111	100	210	52	101	153
Cuenta capital y financiera	13.335	994	14.329	9.076	3.198	12.274
Sector privado no financiero (SPNF)	-3.468	-808	-4.276	-3.705	-15.235	-18.940
Sector financiero (SF)	1.712	-2.326	-614	73	-1.173	-1.100
Sector público (SP) y Banco Central (BCRA)	12.892	3.601	16.493	11.761	21.497	33.258
Otros movimientos netos	2.198	527	2.725	947	-1.891	-944
Concepto no informado por el cliente (neto)	0	0	0	1.679	1.583	3.262
Variación neta de Reservas Internacionales	10.938	-2.804	8.134	6.153	741	6.894
Variación contable de Reservas Internacionales	11.214	-2.528	8.686	6.671	155	6.826
Ajuste por tipo de pase y valuación	276	277	552	518	-586	-68

Fuente: elaboración GERES en base BCRA.

El turismo, los pagos de intereses, el giro de utilidades y dividendos y las transacciones de mercancías, explican el desempeño de la Cuenta corriente cambiaria. Salvo la cuenta de mercancías, todas las otras son deficitarias.

El turismo acusó el impacto de la mega-devaluación del Peso. En los meses de mayo, junio y julio, el déficit de la cuenta turismo se redujo -3%, -33% y -27% i.a., respectivamente. También disminuyó la

cantidad de turista que viajaron al exterior por los aeropuertos Internacional de Ezeiza y Aeroparque Jorge Newbery en los meses de junio (-6% i.a.) y julio (-9% i.a.), según informó el INDEC.

La cuenta de intereses, volátil por su asociación a los puntuales vencimientos de cupones de la deuda en dólares, aumentó +3% i.a en el segundo trimestre. Responde principalmente a los desembolsos del sector público, y exhibe una tendencia creciente *paripassu* el mayor volumen de la deuda.

El giro de utilidades y dividendos descendió -8% i.a., y de esa forma prolongó –sorprendentemente- la tendencia de bajas interanuales verificada durante 2017.

El balance de la liquidación de exportaciones versus el pago de importaciones registró un superávit de U\$S 2,3 mil millones (+15% i.a.); no obstante, se asienta sobre bases endebladas, debido a que se llegó a ese resultado mediante un derrumbe en los pagos de importaciones (-17% i.a.) y en los cobros de exportaciones (-13% i.a.), y la Balanza comercial desde enero 2017 acumula sucesivos saldos negativos.

No es la primera vez que el Balance cambiario (caja) y la balanza comercial (devengado) presentan diferencias; sin embargo, se aprecia una creciente disociación entre ambos registros. En efecto, la relación cobro de exportaciones / exportaciones se ubicó 15 p.p. por abajo del promedio de los últimos tres años; por su parte, el coeficiente pagos de importaciones / importaciones se situó 25 p.p. también por debajo del promedio de ese período. En función de estos movimientos, la baja relativa en los pagos de importaciones compensó la retención de liquidación de exportaciones y restó una importante presión sobre el MULC.

Recordemos que en noviembre de 2017 el Gobierno eliminó la obligación de liquidar las divisas por exportaciones de bienes y servicios en el mercado cambiario local con el argumento de “...mejorar la competitividad de las exportaciones, flexibilizar las condiciones de financiamiento y mejorar la previsibilidad financiera”. Se eliminó una medida que estuvo vigente desde 1964 y que se había implementado justamente para evitar las conductas especulativas de los exportadores.

¹ Indicador (base caja) aproximado de la Cuenta corriente de la Balanza de pagos (BP) (base devengado).

EL SECTOR PÚBLICO QUIÉN “PONE” LOS DÓLARES

El endeudamiento neto del Sector público y el BCRA siguió siendo la principal fuente de divisas que financió los desequilibrios de la Cuenta corriente, la fuga de capitales y el resto de la demanda de divisas del sector privado (SPNF).

El ingreso de capitales por parte del Sector público y el BCRA se instrumentó mediante la emisión de nuevos pasivos externos. Se emitieron títulos y letras del Gobierno Nacional (+U\$S 6,8 mil millones), operaciones de pases (+U\$S 1,1 mil millones), se liquidaron préstamos financieros y títulos de deuda (+U\$S 4,3 mil millones), préstamos de organismos internacionales y otros bilaterales (+U\$S 2,6 mil millones), y se desembolsó el primer tramo del acuerdo Stand-By con el FMI por US\$ 15 mil millones. Parte de esos flujos fueron canalizados al pago de deuda, destacándose la amortización de LETES, la cancelación de deuda con Organismos Internacionales y el pago de remanentes por los bonos enmarcados dentro de la reestructuración de deuda soberana. Como resultado se registró ingreso neto de fondos por U\$S 21,5 mil millones.

Por su parte, el SPNF siguió en su rol de demandante neto de divisas. En el trimestre bajo análisis acusó un déficit de U\$S 15,2 mil millones, como resultado de la Formación de Neta de Activos Externos (FAE) por U\$S 9,7 mil millones –record trimestral- y la salida de capitales de Inversión de Cartera (IC) por U\$S 2,5 mil millones, compensado en parte por prestamos financieros a privados por U\$S 491 millones y de Inversión Extranjera Directa (IED) por U\$S 506 millones.

La FAE se compone principalmente por billetes de libre disponibilidad, un concepto fuertemente asociado a la dolarización de carteras y la fuga de capitales. En el trimestre bajo análisis la compra neta de billetes llegó a U\$S 7,1 mil millones, por lo que manifestó un incremento interanual (+204% i.a.) y trimestral (+60% t/t). El impulso provino –nuevamente- de una creciente demanda de billetes en un marco de oferta sin cambios.

La IED continuó lejos de constituirse en el motor del crecimiento económico; descendió en el segundo trimestre (-20% i.a.), al igual que en el semestre (-36% i.a.), sobre un 2017 que también había

mostrado una performance negativa (-6% i.a.). Por su parte, la inversión de cartera (especulativa), después de crecer aproximadamente U\$S 10 millones en 2017, experimentó un descenso de U\$S 1 mil millones en el primer trimestre y U\$S 2,5 mil millones en segundo, sangría que se extendió a otros U\$S 1 mil millones en el mes de julio. El ingreso de este tipo de capital, tal como fuera señalado en informes anteriores, expone la frágil estabilidad financiera y cambiaría a la volatilidad que caracteriza este tipo de inversión. Al igual que en diciembre de 2016, cuando en el marco de un incremento de la tasa de interés de referencia de los EEUU se verificó una abrupta salida de capitales (volviéndose negativo los flujos netos), la corrida cambiaria de abril-septiembre desestabilizó la economía al punto que se recurrió nuevamente al FMI.

A pesar de los desequilibrios, la magnitud del endeudamiento posibilitó acumular reservas por U\$S 741 millones, situando su stock hacia fines de junio en U\$S 61.881 millones. Sin embargo, a raíz del embate sufrido por el Peso, las reservas se desplomaron estrepitosamente antes y después del aporte del FMI: pre FMI US\$ 48,4 (15/6); pos FMI U\$S 49,2 mil millones (20/9).

FUGA DE CAPITALES: EL DÓLAR COLCHÓN NO PARA DE CRECER

En el segundo trimestre, se fugaron del sistema financiero U\$S 8,6 mil millones². Ello ha sido resultado de la FAE, en parte compensado por un aumento neto de depósitos bancarios en moneda extranjera. Sin embargo, para el mes de julio se observa una mayor fuga de capitales (+U\$S 3,4 mil millones), impulsado por la compra de billetes y la salida de depósitos. Desde que finalizó el programa de blanqueo de capitales (marzo 2017), la fuga de capitales reapareció con renovado dinamismo. Entre el 10 de diciembre de 2015 y el 31 de julio del corriente año (965 días de gobierno de la gestión Cambiemos) se acumuló capitales bajo el colchón por U\$S 49,7 mil millones, a razón de U\$S 52 millones por día.

² Seguimiento mensual de GERES: FK = FAE – Variación de depósitos en moneda extranjera.