M&S CONSULTORES, 25 de mayo 555 piso 10° - Buenos Aires (C1002ABK). (54-11) 4312-1908- Fax (54-11) 4313-3834-E-mail: estudio@mysconsultores.com

OVERVIEW

Edición Nº 1202 18 de mayo de 2015

TEMARIO

- **Continuidad versus cambio**
- **Mercado cambiario: números definitivos del primer trimestre**

M&S Consultores

Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

RESUMIENDO

A medida que se acerca la elección presidencial, **se plantea con mayor intensidad la disyuntiva entre la continuidad del modelo actual o el cambio hacia otro régimen**. La bandera de la continuidad requiere como condición transitar sin turbulencias (cambiaria, financiera o social) hasta el 10 de diciembre. **Económicamente, el planteo de la continuidad versus el cambio remite a si se va a perseverar con el actual statu – quo de política macroeconómica y organizacional (con algún que otro retoque) o, por el contrario, se va a modificar el rumbo, la organización y los instrumentos utilizados en estos años.**

Que la bandera electoral de la continuidad económica "siga viva", va por un carril independiente a que la actual política macro sea sostenible y consistente en el tiempo (o no). En la Argentina, mientras no se dispare una crisis financiera palpable (cambiaria, inflacionaria o bancaria) ni desbarranque mal el nivel de actividad, el salario y el empleo, los riesgos sobre el futuro inmediato se relativizan porque las varas con que la gente mide la situación siguen siendo los extremos de la hiperinflación de 1989-90 o la híper - depresión de 2001 - 2002.

Hubo tres transiciones electorales en la historia reciente donde la disyuntiva entre continuidad o cambio no fue un "issue concreto" porque se dieron en medio de crisis políticas y económicas terminales, que anularon cualquier atisbo de defender la continuidad: **i) Raúl Alfonsín en 1983**, con la premisa de cambiar el régimen político y reinstaurar la democracia; **ii) Carlos Menem en 1989**, con la consigna de cambiar el régimen económico y estabilizar la económica; **iii) Néstor Kirchner en 2003,** con el objetivo de recrear la gobernabilidad y salir de la depresión. Por el contrario, **hubo otras tres transiciones en que el consenso social y el peso de la realidad "impusieron" la continuidad del modelo imperante a secas**. La gente, acertada o no "con el diario del lunes" votó por la continuidad política y económica. Los tres ejemplos fueron **Menem en 1995 y Cristina Fernández en 2007 y 2011**.

La única transición en que el dilema entre la continuidad del modelo o el cambio de régimen económico fue política y electoralmente relevante fue en 1999. Había argumentos para apuntalar ambos frentes. Políticamente, el gobierno de Menem estaba desgastado aunque mantenía las riendas de la gobernabilidad. Económicamente, la convertibilidad mantenía cierta "reputación social". Las debilidades y rigideces del "1 a 1" empezaban a vislumbrarse y el contexto internacional jugaba en contra. Sin embargo, la estabilidad macro se sostenía, el nivel de actividad estaba mal pero no desplomado y no se percibía el riesgo inminente de una crisis terminal. **Paradójicamente**, en aquella transición electoral de 1999 la **oposición** (la Alianza) enarboló la bandera de la **continuidad** (la convertibilidad) y fue el **oficialismo** (el PJ con Duhalde) quien proponía confusa y ambiguamente **cambiar** (salir de la convertibilidad). La gente "se aferró" al 1 a 1, valorando la estabilidad. **La apuesta no salió bien**. Apenas dos años después, la mezcla de la rigidez de la convertibilidad, el contexto internacional negativo y las debilidades políticas y de política económica de la Alianza, condujeron a la debacle económica de 2001 y 2002 y al final intempestivo del gobierno.

La transición 2015 tiene dos grandes semejanzas con respecto a 1999 – 2000. Una es que a priori vuelve a recrearse el planteo entre continuidad o cambio. La otra es que **el régimen económico** de cada momento (en 1999 la convertibilidad y hoy "el modelo nacional y popular") **acumularon desbalances e inconsistencias (de índole totalmente diferente) que dificultaron en aquel entonces y dificultarán ahora su sostenibilidad en el tiempo.**

En 1999, detrás de la estabilidad subyacían: el **atraso cambiario**, el **excesivo endeudamiento** en dólares (del sector público y el sector privado), un sistema bancario con un **elevado porcentaje de depósitos en dólares**, un alto porcentaje de **morosidad crediticia**, el **estancamiento de la actividad y la exportación**, **deflación**, problemas de **rentabilidad empresaria** y un **desempleo** de dos dígitos. **En 2015, detrás de la tranquilidad cambiaria – inflacionaria subyacen**: un **atraso cambiario** similar al de 1999, un **déficit fiscal primario** de casi 6 puntos del PBI financiado con la **"maquinita"** del BCRA (en 1999 había equilibrio primario en pesos y el problema eran los intereses en dólares de la deuda), una **elevada tasa de inflación**, un **cepo cambiario** que retrae a la fuerza la demanda privada de dólares, un **bajísimo nivel de importaciones**, **bajas reservas del BCRA y maquilladas** con yuanes del Banco de China, una **brecha cambiaria** contenida con pérdida de reservas, **escaso y oneroso financiamiento externo**, una parte de la deuda pública en **cesación de pagos**, un **sistema bancario local** que no da abasto para financiar simultáneamente al sector privado y al gobierno, un **estancamiento largo**, un **derrumbe estructural de la exportación**, un porcentaje elevado de personas en condiciones de **pobreza** a pesar del asistencialismo.

Para OVERVIEW, la opción de la continuidad por otro período presidencial será inviable porque resultaría imposible seguir administrando o reprimiendo los desbordes macroeconómicos. Un primer gran escollo es la profundización del **atraso cambiario** en que se está incurriendo. Con el tipo de cambio nominal a "8, 90 y pico", las paridades contra el dólar, el euro y el real lucen "ridículas". Encima, la demanda privada de divisas está maniatada, hay deudas acumuladas con los importadores, un stock de utilidades de empresas no remitidas al exterior y un nivel de reservas insuficiente. **El otro atraso que genera dudas es el tarifario**. Se requieren fuertes alzas tarifarias que producirían pequeños recortes nominales en los montos de subsidios. También **hace agua el financiamiento del déficit fiscal primario:** macroeconómicamente, es imposible financiarlo sin dejar sin crédito al sector privado. Finalmente, **están las dudas sobre la desaceleración de la tasa de inflación y el futuro**.

Por otra parte, un posible cambio de régimen de la política económica abre dudas sobre su sostenibilidad social, sobre si debiera ser gradual o de shock y sobre sus impactos concretos (más o menos desordenados). Hay que diferenciar entre un cambio gradual que sea pura cosmética de otro más ambicioso que sea un punto de quiebre. Al mismo tiempo, no es lo mismo un shock "tipo bombazo" el día uno que una sucesión integral y ordenada de shocks correctores. **No hacer nada (la continuidad pura) sería insostenible y podría conllevar riesgos del tipo 2000 - 2001**. En el otro extremo, revolucionar todo desde el minuto cero (el shock puro sin anestesia) sería políticamente difícil de practicar. Primero la gente votando y después el próximo gobierno optando, tendrán la última palabra.

LO MÁS IMPORTANTE

Continuidad o cambio

A medida que se acerca la elección presidencial de octubre, **se plantea con mayor asiduidad e intensidad la disyuntiva entre la continuidad del modelo actual o el cambio hacia otro régimen**. Desde ya, la bandera de la continuidad requiere como condición transitar sin turbulencias (cambiaria, financiera o social) los siete meses políticos y económicos que quedan hasta el 10 de diciembre. Porque de darse esto último, esta bandera electoral caería por peso propio.

El dilema entre continuar con el modelo o cambiarlo se da en el sentido más amplio. **Políticamente**, se refiere a la manera más o menos arbitraria y/o transparente de ejercer el poder y de respetar la división de poderes. **Internacionalmente**, pasa por cómo pararse frente al mundo: si aislados y con socios "particulares" (ejemplos, China, Rusia, Venezuela, Irán) o más insertados en el contexto general de naciones. **Ideológicamente**, el planteo se centra en el papel de las instituciones, las reglas y el rol de los mercados. **Socialmente**, la disyuntiva es cómo manejar las desigualdades y la inclusión: con cuánto de asistencialismo político y cuánto de redistribución del ingreso e igualdad de oportunidades.

Económicamente, el planteo de la continuidad del modelo versus el cambio de régimen remite a si se va a perseverar con el actual statu – quo de política macroeconómica y organizacional (con algún que otro retoque) o, por el contrario, se va a modificar el rumbo, la organización y los instrumentos utilizados en estos años.

Que la bandera electoral de la continuidad económica "siga viva", va por un carril independiente a que la actual política macro sea sostenible en el tiempo y consistente. En la Argentina, mientras no se dispare una crisis financiera palpable (cambiaria, inflacionaria o bancaria) ni desbarranque mal el nivel de actividad, el salario y el empleo, los riesgos sobre el futuro inmediato se relativizan porque las varas con que la gente mide la situación económica - social siguen siendo los extremos de la hiperinflación de 1989-90 o la híper - depresión de 2001 - 2002.

Por más que la tranquilidad cambiaria e inflacionaria de los últimos meses tenga mucho que ver con la **represión** de los desbordes macro y la **cosmética**

contable de sumar yuanes a las reservas del BCRA, y aunque el nivel de actividad esté estancado desde hace cuatro años, miopemente es un combo que "sirve para la política" y regula la "sensación térmica de la calle". **No deja de ser un mérito evitar que los desbordes macroeconómicos se desmadren del todo en el año electoral del cambio de gobierno**. Pero al mismo tiempo, **no deja de ser sobre la base de represión, cosmética y estancamiento, un mix que apunta al muy corto plazo y genera muchas dudas**. No es el mejor escenario para que la gente vote al oficialismo pero tampoco es el peor.

Continuidad versus cambio: la historia reciente

Hubo tres transiciones electorales en la historia reciente donde la disyuntiva entre continuidad o cambio no fue "un issue concreto" porque se dieron en medio de crisis políticas y económicas terminales, que anularon cualquier atisbo de defender la continuidad del modelo vigente. **La demanda social era sí o si de cambio de régimen y la realidad lo imponía.**

Uno de estos momentos fue el arranque del mandato de **Raúl Alfonsín en 1983**. La demanda social era contundente: el cambio del régimen político a la democracia y la "civilidad" en el sentido más amplio.

Otro fue el comienzo del mandato de **Carlos Menem en 1989**. La demanda social era la estabilidad económica en medio de la hiperinflación. La realidad marcó el ritmo político. La bandera de la continuidad no tenía espacio ni siquiera dentro del propio oficialismo de ese entonces: el "lápiz rojo" de Angeloz e incluso el pedido de renuncia del Ministro de Economía Sourrouille.

La tercera transición electoral que no dio margen para ejercer una defensa de la continuidad política y económica fue con **Néstor Kirchner en 2003**. En medio de una crisis política de gobernabilidad y un derrumbe financiero y económico, la demanda de la sociedad y la realidad impusieron un cambio de régimen.

Por el contrario, **hubo otras tres transiciones en que el consenso social y el peso de la realidad "impusieron" la continuidad del modelo imperante y se descartó por completo cualquier tipo de propuesta de cambio de régimen**. La gente, por razones más o menos válidas para ese momento y acertadas o no "con el diario del lunes", votó contundentemente por la continuidad política y económica. Un ejemplo fue la reelección de **Menem en 1995**. Los otros dos casos fueron la elección y posterior reelección de **Cristina Fernández en 2007 y 2011**. Ni siquiera la oposición "se animó" a ir de lleno en contra del modelo económico de turno. No le quedó otra que, infructuosamente, buscar resquicios para atacar al oficialismo de cada momento por el lado de la política.

La única transición en que el dilema entre la continuidad o el cambio de régimen económico fue política y electoralmente relevante fue en 1999. No había una visión unánime, había argumentos para apuntar ambos frentes.

Políticamente, el gobierno de Menem estaba desgastado aunque mantenía las riendas de la gobernabilidad. Económicamente, la convertibilidad mantenía todavía cierta "reputación social". Las dificultades, debilidades y rigideces del régimen económico empezaban a vislumbrarse (desempleo, recesión, atraso cambiario, estancamiento exportador, complicaciones para financiar el déficit fiscal) y el contexto internacional jugaba claramente en contra (bajos precios internacionales, súper – dólar en el mundo, devaluación de Brasil, alza del costo del financiamiento). Sin embargo, la estabilidad macro - financiera se sostenía, el nivel de actividad estaba mal pero no desplomado y no se percibía el riesgo inminente de una crisis terminal (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1

CONTINUIDAD O CAMBIO EN LAS ÚLTIMAS 8 TRANSICIONES ELECTORALES

CONTINUIDAD A SECAS	CAMBIO A SECAS	¿CONTINUIDAD O CAMBIO?
Menem 1995: estabilidad macro	Alfonsín 1983: democracia	De la Rúa 1999: terminó primando la continuidad económica (el 1 a 1)
Cristina Fernández 2007: crecimiento con empleo	Menem 1989: estabilidad	2015: ¿continuidad o cambio?
Cristina Fernández 2011: el modelo "nacional y popular"	Kirchner 2003: gobernabilidad y reactivación	

Fuente: **M&S Consultores**

Paradójicamente, en aquella transición electoral de 1999 la **oposición** (la Alianza) enarboló la bandera de la **continuidad** del régimen económico vigente (la convertibilidad) y fue el **oficialismo** (el PJ con Duhalde) quien proponía confusa y ambiguamente **cambiar** (salir de la convertibilidad). A la hora de votar, la gente "se aferró conservadoramente" al 1 a 1, valorando la estabilidad y todavía con la memoria fresca de la hiperinflación de 1989. También pesó la fatiga social por el desgaste político del oficialismo. **La apuesta por continuar con aquel régimen económico no salió bien**. Apenas dos años después, la mezcla de la rigidez de la convertibilidad, el contexto internacional negativo y las debilidades políticas y de política económica de la Alianza, condujeron a la debacle económica de 2001 y 2002 y al final intempestivo del gobierno.

La transición electoral 2015 tiene dos grandes semejanzas con respecto a 1999 – 2000. Una es que a priori vuelve a recrearse el planteo entre

continuidad o cambio. No parece haber una definición unánime o contundente de la sociedad. A los ojos de la política y la gente, ambos planteos "tienen vida".

La otra semejanza es que **el régimen económico vigente** en cada momento (en 1999 la convertibilidad y hoy "el modelo nacional y popular") **acumularon desbalances e inconsistencias (de índole totalmente diferente) que dificultaron en aquel entonces y dificultarán en el futuro inmediato su sostenibilidad en el tiempo.**

En 1999, detrás de la estabilidad subyacían: el **atraso cambiario** producto del "régimen" de tipo de cambio nominal fijo y la fortaleza internacional del dólar, el **excesivo endeudamiento** en dólares (del sector público y el sector privado), un sistema bancario con un **elevado porcentaje de depósitos en dólares**, un alto porcentaje de **morosidad crediticia** de empresas y personas, el **estancamiento de la actividad y la exportación**, **deflación**, problemas de **rentabilidad empresaria** y un **desempleo** de dos dígitos.

En 2015, detrás de la tranquilidad cambiaria – inflacionaria subyacen: un **atraso cambiario** similar al de 1999, un **déficit fiscal primario** de casi 6 puntos porcentuales del PBI financiado excluyentemente con la **"maquinita"** del BCRA (en 1999 había equilibrio primario en pesos y el problema eran los intereses en dólares de la deuda), una **elevada tasa de inflación** en parte reprimida por controles, un **cepo cambiario** que retrae a la fuerza la demanda privada de dólares, un **bajísimo nivel de importaciones**, bajas **reservas del BCRA y maquilladas** con yuanes del Banco de China, una **brecha cambiaria** contenida con pérdida de reservas, **escaso y oneroso financiamiento externo**, una parte de la deuda pública en **cesación de pagos**, un **sistema bancario local de dimensión reducida** que no puede financiar simultáneamente al sector privado y al gobierno, un **estancamiento largo** de la actividad a pesar de que el gobierno aumenta sin parar el gasto público, un **derrumbe estructural de la exportación** aun con buenas cosechas, un porcentaje elevado de personas en condiciones de **pobreza** a pesar del asistencialismo y los subsidios.

Tras la elección presidencial de 1999, la convertibilidad aguantó a los ponchazos un año más (2000), sucumbió en 2001 y colapsó con una salida desordenada en 2002. El gatillo fue una corrida bancaria. La pregunta es cuál será el recorrido del modelo actual de continuar en 2016 el statu – quo y cuál otro frente a un cambio de régimen de política económica.

Para OVERVIEW, la opción de la continuidad por otro período presidencial será inviable: resultaría imposible seguir administrando o reprimiendo los desbordes macroeconómicos. Un primer gran escollo es la profundización del **atraso cambiario** en que se está incurriendo. Con el tipo de cambio nominal a "8, 90 y pico", las paridades contra el dólar, el euro y el real lucen "ridículas", inconducentes. Encima, la demanda privada de divisas está maniatada de prepo, hay deudas acumuladas con los importadores, un stock de

utilidades de empresas no remitidas al exterior y el nivel de reservas es insuficiente. **El otro atraso que genera dudas es el tarifario** de la mano de subsidios crecientes. Se requieren fuertes alzas de tarifas que generarían pequeños recortes nominales en los montos de subsidios.

También **hace agua el financiamiento del déficit fiscal primario**. Macroeconómicamente, es imposible financiarlo genuinamente sin dejar sin crédito al sector privado. Finalmente, **están las dudas sobre la desaceleración de la tasa de inflación y el futuro**. Por supuesto, están vinculadas a las dudas sobre el atraso cambiario y tarifario y del formato del financiamiento del déficit fiscal. Pero además, hay un grupo importante de precios que muestra subas interanuales claramente por debajo de la inflación promedio actual de 30% y que generan interrogantes acerca de si en el futuro cercano recuperarán el atraso.

Por otra parte, un posible cambio de régimen de la política económica abre dudas sobre su sostenibilidad social, sobre si debiera ser gradual o de shock y sobre sus impactos concretos (más o menos desordenados). La confusión arranca desde los mismos conceptos. Hay que diferenciar entre un cambio gradual que sea pura cosmética y retoques para que nada cambie de otro más ambicioso que sea un punto de quiebre. Al mismo tiempo, no es lo mismo un shock “tipo bombazo” el día uno que una sucesión integral y ordenada de shocks correctores. **No hacer nada (la continuidad pura) sería insostenible y podría conllevar riesgos del tipo 2000 - 2001**. En el otro extremo, revolucionar todo desde el minuto cero (el shock puro sin anestesia) sería políticamente difícil de practicar. Primero la gente votando y después el próximo gobierno optando, tendrán la última palabra.

La semana que viene, OVERVIEW continuará comparando cuantitativa y cualitativamente la situación económica financiera de 1998, 1999 y 2000 con la actual de 2014, 2015 y el posible 2016. El objetivo es encontrar semejanzas y diferencias entre estas dos transiciones que tienen puntos en común.

El mercado cambiario del primer trimestre

El BCRA publicó el informe de "**Evolución del mercado único y libre de cambios y balance cambiario"** correspondiente al primer trimestre de 2015. Las cifras oficiales no hacen más que reiterar que desde que se instauró el control de cambios no se logró revertir el faltante de dólares. Las restricciones a los pagos de importaciones y a la remisión de utilidades y dividendos tapan y acumulan los problemas: una olla a presión que en algún momento deberá encontrar una salida. Simultáneamente el Banco Central sigue recurriendo a artilugios para mostrar un balance de reservas estable, otra engaña pichanga más ya que el deterioro patrimonial del Banco Central es cada vez más preocupante.

i) Evolución de las reservas del BCRA

A lo largo del trimestre el Banco Central vendió divisas por US$ 1.376 M[1] para cubrir el déficit en el mercado único y libre de cambios (MULC). A su vez los pagos de deuda pública en moneda extranjera ascendieron a US$ 1.484 M, de los cuales se efectivizaron US$ 734 M, en tanto que US$ 750 M fueron depositados en la cuenta del fiduciario Nación Fideicomisos para ser aplicados al pago de los servicios de intereses correspondientes a los bonos con legislación extranjera Discount y Par en moneda extranjera, y todavía se siguen contabilizando dentro de las reservas del BCRA[2].

Por ambos efectos (ventas de divisas y pagos de deuda), las reservas hubieran caído en alrededor de US$ 2.100 M en el trimestre. A pesar de ello el Banco Central logró terminar el trimestre con US$ 31.490 M de reservas, el mismo nivel que en diciembre de 2014 (US$ 47 M de aumento). Esto lo logró haciendo uso del acuerdo de swaps de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China[3] (según datos estimados que no surgen del informe de "**Evolución del mercado único y libre de cambios y balance cambiario",** los swaps con el Banco de China habrían aportador alrededor de US$ 2.700 M y en contrapartida el BCRA habría cancelado US$ 400 M de operaciones de swaps con el Banco de Francia) (ver cuadro 2).

[1] El BCRA efectuó ventas netas en el mercado de cambios por US$ 1.062 M, que junto con los pagos compensatorios por las operaciones de comercio exterior canalizadas por ALADI y Sistema de Pagos en Moneda Local (SML) por que ascendieron a US$ 238 M en el trimestre. No incluye las compras debidas a las ventas de las entidades de tenencias en moneda extranjera en el BCRA, sin efecto neto en el total de reservas internacionales, por unos US$ 500 M, provenientes de la adecuación a las normas en materia de Posición Global Neta en moneda extranjera.

[2] En total los pagos de deuda bloqueados por el juez Griesa y contabilizados dentro de las reservas del BCRA ascienden a US$ 1.380 M.

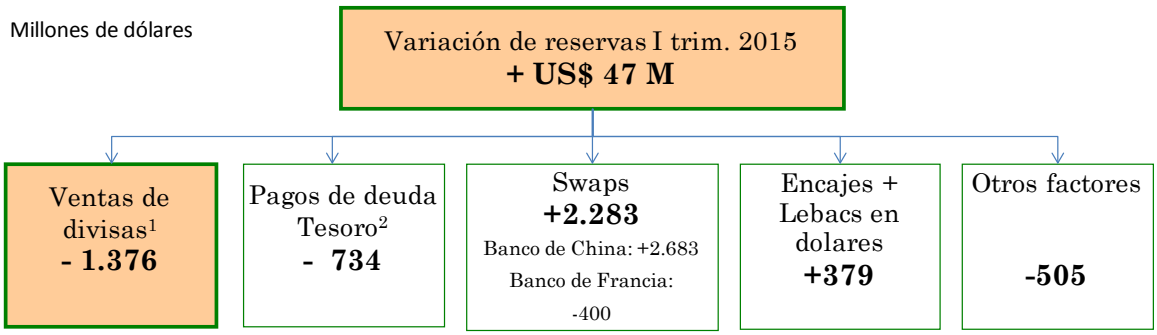
[3] En el marco de este acuerdo el BCRA puede solicitar intercambios por hasta US$ 11.000 M en total. El stock a marzo de 2015 ascendía a US$ 5.637 M.

También contribuyó al aumento de las reservas la colocación de Lebac en dólares a las entidades financieras, en especial a partir de febrero, momento en que el BCRA las relanzó ajustando el margen máximo a ser percibido por las entidades financieras e incrementando la tasa mínima que recibe el depositante.

Cuadro N° 2

RESERVAS DEL BCRA: I TRIMESTRE 2015

Millones de dólares



(1): Ventas en el mercado de cambios más pago de la compensación de ALADI y Sistema de Monedas Latinoamericano (SML) que ascendió a US$ 324 M.

(2): No incluye US$ 750 M correspondientes a los fondos que fueron depositados en cuentas del fiduciario Nación fideicomisos, a ser aplicados al pago de los servicios de intereses correspondientes a los bonos con legislación extranjera Discount y Par en moneda extranjera, que permanecen contabilizados como parte de las reservas del BCRA.

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

En 2014 las reservas habían subido US$ 843 M y en el primer trimestre de 2015 se mantuvieron estables. El Banco Central en 2014 compró divisas por US$ 1.991 M, menos que los US$ 4.573 M usados para pagos de deuda y en el primer trimestre de 2015 vendió US$ 1.386 M a los que se sumaron pagos de deuda por US$ 734 M (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

US$ M	Nivel a fin de peíodo	Variación			
		Total	Intervención del BCRA[1]	Uso de reservas para pago de deuda	Otros factores de compensación[2]
2011	**46.376**	**-5.814**	3.335	-9.500	351
2012	**43.290**	**-3.086**	8.170	-9.300	-1.956
2013	**30.599**	**-12.691**	-6.564	-6.000	-127
2014	**31.443**	**843**	1.991	-4.573	3.425
I trim. 2015	**31.490**	**47**	-1.386	-734	2.167
Acumulado		**-20.701**	5.546	-30.107	3.860

(1): Se descuentan los pagos de ALADI y SML. En 2014 no se incluyen las compras de dólares MEP a los bancos por US$ 2.500 M.

(2): Depósitos de los bancos en el BCRA, operaciones de swaps, diferencias de cotización del oro y monedas, etc.

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

ii) Mercado cambiario

En el primer trimestre de 2015 el Banco Central vendió divisas por un total de US$ 1.376 M. Esto fue el resultado de una oferta total de divisas que ascendió a US$ 13.951 M y de una demanda de US$ 15.327 M (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

MERCADO CAMBIARIO I TRIMESTRE 2015

US$ M

OFERTA DE DIVISAS	**13.951**
Liquidación de exportaciones	**12.885**
Préstamos financieros netos	**289**
Inversión extranjera directa	**412**
Fondos del sistema bancario local	**365**
DEMANDA DE DIVISAS	**-15.327**
Pagos de importaciones[1]	**-11.500**
Atesoramiento	**-1.288**
Turismo neto	**-1.850**
Otros servicios neto	**-689**
→ Intereses de deuda privada	-473
→ Utilidades y dividendos	-51
→ Servicios profesionales neto	-165
VENTAS DE DIVISAS DEL BCRA[1]	**-1.376**

(1): Incluyen el pago de las compensaciones de ALADI y SML (US$ 324 M)

(2): Se Incluyen como ventas de divisas los pagos de la compensación de ALADI y SML

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

Por el lado de la oferta de divisas se destaca:

i) **La liquidación de exportaciones[4] por US$ 12.885 M, que aportó el 92% de la oferta total de divisas,** unos US$ 510 M menos que el valor

[4] Los cobros de exportaciones difieren de los embarques de Aduana publicados por el INDEC por distintos factores, tales como la financiación neta de exportaciones y anticipos y diferimientos en el momento entre que se efectúa el embarque y en que se cobra.

de embarque de Aduana. Las liquidaciones totales cayeron más de US$ 2.200 M comparado con las del primer trimestre de 2014 (-15%)**.** El sector de oleaginosas y cereales registró ingresos por US$ 3.993 M. Estas liquidaciones fueron inferiores a los valores de embarque registrados por el INDEC en US$ 750 M. La contracción se registra, según la modalidad de ingreso de los fondos, en los ingresos de anticipos y prefinanciaciones del exterior, en línea con la caída que mostraron las declaraciones de ventas al exterior con plazo de embarque más lejano (que implican el pago por anticipado, al embarque de la mercadería, de los derechos de exportación correspondientes). Esto compensa las liquidaciones anticipadas que realizara el sector de oleaginosas y cereales durante el cuarto trimestre de 2014. El resto de los sectores exportadores registró ingresos de divisas de US$ 8.892 M, algo superiores a los valores embarcados durante el primer trimestre de 2015 (ver cuadro 5).

Cuadro N° 5

EXPORTACIONES DEL I TRIMESTRE

US$ M	I trim. 2014	I trim. 2015		
	Total	Total	Oleaginosas y cereales	Resto de sectores
Valor exportado (embarques)	15.877	13.395	4.741	8.654
Liquidación de exportaciones	15.133	12.885	3.993	8.892
Diferencia	**-744**	**-510**	**-748**	**238**

Fuente: **M&S Consultores** en base a Indec y BCRA

ii) **Préstamos financieros netos por US$ 289 M.** Los sectores petróleo, comunicaciones, construcción y minería fueron los únicos que registraron ingresos netos positivos de préstamos por unos US$ 480 M, US$ 40 M, US$ 9 M y US$ 7 M respectivamente. Entre los sectores con mayores cancelaciones netas se destacaron los de la industria química, caucho y plástico, transporte y la industria automotriz.

iii) **Inversión extranjera directa** por US$ 412 M. Durante el trimestre se destacaron los desembolsos destinados a los sectores comercio (US$ 245 M) y petróleo (US$ 96 M). Los ingresos en concepto de inversión extranjera directa se redujeron casi a la mitad de los que se registraban en los comienzos del control de cambios (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

US$ M	Promedios trimestrales
2011	876
2012	936
2013	603
2014	418
I trim-15	412

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

iv) **Fondos del sistema bancario local** por US$ 365 M[5]. Estos ingresos están explicados básicamente por la disminución neta de la Posición General de Cambios por US$ 238 M y por el ingreso neto de préstamos y líneas de crédito del exterior por US$ 135 M.

Entre los demandantes de divisas se encuentran:

i) **El sector importador demandó US$ 11.500 M** (incluyendo los pagos compensatorios del Sistema de Monedas Local (SML) y ALADI), esto es, el 74% de la demanda total de divisas. Mientas los valores importados de Aduana (valor de embarques reportado por INDEC) se redujeron en US$ 2.500 M en el primer trimestre de 2014 respecto de igual período de 2013 (de US$ 15.756 M a US$ 13.226 M), los pagos de importaciones se redujeron en casi US$ 3.400 M, es decir US$ 900 M más que los embarques (ver cuadro 7). **Es el quinto trimestre consecutivo en que el BCRA limita los pagos de importaciones** a través de mecanismos informales y cada vez lo hace por montos mayores. Este mecanismo tiene un agravante que es que las pisadas de importaciones del trimestre se van agregando a las importaciones pendientes de pago de los trimestres anteriores acumulando, un grave problema de stocks que hoy supera los US$ 5.000 M. De no haber sido por estas restricciones el balance cambiario del BCRA hubiera sido aún más negativo. Este mecanismo tiene graves consecuencias sobre la actividad económica y, junto a restricciones como las impuestas al giro de utilidades y dividendos, desalienta el ingreso de capitales productivos.

[5] Utilización de fondos pendientes de concertación. Los usos de aplicación normativamente previstos son: la atención del mercado local de cambios, pases pasivos en moneda extranjera con el BCRA y depósitos en moneda extranjera en el BCRA.

Cuadro N° 7

PAGOS DE IMPORTACIONES PISADOS

US$ M	I 14	II 14	III 14	IV 14	Acumulado 2014	I trim. 2015
1. Valor importado (embarques)	15.756	17.338	17.232	14.923	65.249	13.226
2. Pagos de importaciones	14.560	16.699	15.563	13.772	60.594	11.176
3. Pagos compensatorios ALADI y SML	308	372	238	143	1.061	324
Diferencia (1 - 2 - 3)	**888**	**267**	**1.431**	**1.008**	**3.594**	**1.726**

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

ii) **Las compras para atesoramiento autorizadas por la AFIP** ascendieron a US$ 1.288 M en el primer trimestre de 2015. El peso de este concepto en la demanda total de divisas se fue acrecentando desde que en enero de 2014 el Banco Central levantara parcialmente las restricciones para que las personas físicas pudieran acceder a comprar divisas para ahorrar. En el primer trimestre de 2015 cuadruplicó los niveles del primer trimestre de 2014 (ver cuadro 8). Los datos correspondientes a abril y mayo que publica diariamente la AFIP muestran que el nuevo piso de atesoramiento (y techo debido a las restricciones que ésta impone) está en torno a los US$ 500 M.

Cuadro N° 8

EVOLUCIÓN DEL ATESORAMIENTO

US$ M

2014				2015
I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
324	332	766	1.187	**1.288**

Total 2014: 2.609

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

iii) **La demanda neta de divisas para turismo** (pasajes, viajes, uso de tarjetas de crédito, etc.) ascendió a US$ 1.850 M. La "tranquilidad" que se había logrado en esta cuenta hacia el segundo trimestre de 2014 como consecuencia de las distintas medidas tomadas por el BCRA (incremento del costo de los consumos a partir de las suba de la alícuota de las compras con tarjetas en el exterior, devaluación del peso argentino) se fue diluyendo a partir del tercer trimestre del año pasado. El gasto de turistas

argentinos en el exterior ascendió en el primer trimestre del año a US$ 2.170 M, todavía por debajo del máximo de US$ 2.827 M del primer trimestre de 2013 pero un 63% por encima del valor alcanzado en el segundo trimestre de 2014 (ver cuadro 9). A esto debe añadirse que los gastos de turistas no residentes en el país continúan en niveles mínimos históricos.

Cuadro N° 9

Saldo de la cuenta turismo y pasajes

US$ M	Neto	Ingresos	Egresos
I trim 12	-812	883	-1.695
II	-941	666	-1.607
III	-1.707	528	-2.235
IV	-1.207	568	-1.774
I trim 13	-2.281	547	-2.827
II	-2.236	359	-2.595
III	-1.948	366	-2.314
IV	-2.243	354	-2.597
I trim 14	-1.549	372	-1.921
II	-991	341	-1.332
III	-1.366	290	-1.657
IV	-1.517	282	-1.799
I trim 15	**-1.850**	**320**	**-2.170**

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

v) El **saldo neto de la cuenta de servicios privados** fue negativo en US$ 689 M, casi US$ 200 M menos deficitario que en igual trimestre de 2014. Esta “mejora” se debe a que el gobierno volvió a restringir prácticamente a cero el giro de utilidades y dividendos al exterior. De hecho los egresos netos por servicios profesionales prestados al exterior son un 30% inferiores en la comparación interanual (ver cuadro 10)

Cuadro N° 10

Saldo de la cuenta servicios

US$ M	I -14	II-14	III-14	IV-14	I-15
Saldo neto	**-874**	**-970**	**-913**	**-771**	**-689**
Servicios profesionales	605	603	603	527	438
Intereses	-381	-515	-366	-560	-473
Utilidades y dividendos	-306	-533	-435	-42	-51
Otros neto	-793	-524	-715	-695	-603

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

Registro de la Propiedad Intelectual Nº 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente

25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com