

SECTOR EXTERNO

1. Se profundiza el deterioro de la cuenta corriente

El frente externo presenta marcados desequilibrios. La cuenta corriente cambiaria, que se concibe como un indicador adelantado y aproximado de los resultados de la Balanza de Pagos (BP)¹, durante el cuarto trimestre exhibió un profundo deterioro, con signos de empeoramiento con relación al trimestre anterior como también respecto el mismo período del año pasado. En línea con lo observado a lo largo del año arrojó un saldo negativo de U\$S 6.736 millones, proyectando un resultado igualmente deplorable para la cuenta corriente de la BP, incluso de mayor profundidad, por los aplazamientos de pagos de importaciones registrados particularmente en el cuarto trimestre. Hacia fines de marzo, cuando se den conocer los datos de la BP se estima que la cuenta corriente de 2017 presentará un déficit record en términos absolutos, y cercano al 5% del PIB.

Último dato

En enero no se observan cambios en general respecto a lo señalado en este informe. La cuenta corriente cambiaria registró nuevamente déficit (-U\$S 2 mil millones), mayor que un año atrás, y se financió con mayor pasivo de las cuenta financiera (+U\$S 7,8 mil millones), particularmente por las operaciones del sector público (+9 mil millones). Las reservas internacionales aumentaron U\$S 7 mil millones.

Cuadro 14. Principales conceptos de la Cuenta corriente cambiaria. Trimestres de 2016 y 2017 (en millones de dólares)

Concepto	2016					2017					Cuarto trimestre 2017	
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	Absoluta	%
Cuenta Corriente cambiaria	-31	-8.595	-2.798	-4.150	-15.574	-2.397	-3.798	-4.122	-6.736	-17.052	-2.586	62%
Balance transferencias por mercancías	3.310	2.464	871	1.448	8.093	1.948	1.967	500	-388	4.028	-1.836	-127%
Cobros por exportaciones de bienes	13.811	16.178	14.439	13.653	58.081	13.789	16.087	15.162	13.562	58.600	-92	-1%
Pagos por importaciones de bienes	10.501	13.714	13.567	12.206	49.988	11.840	14.120	14.662	13.950	54.572	1.744	14%
Servicios	-2.198	-2.551	-2.322	-1.934	-9.004	-2.892	-2.203	-2.927	-2.825	-10.847	-891	46%
Turismo, viajes y pasajes	-2.211	-2.034	-2.104	-2.189	-8.538	-3.066	-2.541	-2.600	-2.455	-10.662	-266	12%
Otros servicios	13	-517	-218	255	-466	174	339	-327	-370	-184	-625	-245%
Rentas	-1.194	-8.604	-1.444	-3.853	-15.095	-1.564	-3.662	-1.779	-3.601	-10.605	252	-7%
Intereses	-852	-7.496	-716	-2.926	-11.989	-1.239	-3.002	-1.185	-3.013	-8.440	-87	3%
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-342	-1.108	-728	-927	-3.106	-325	-659	-593	-588	-2.166	339	-37%
Otras transferencias corrientes	51	96	96	190	433	111	100	84	78	372	-112	-59%

Fuente: elaboración GERES en base a MULC-BCRA.

El **pago de rentas** –estructuralmente deficitario- presentó el resultado negativo más alto de los componentes de la cuenta corriente, aunque ligeramente más bajo que lo observado en el mismo período del año pasado. La mayor parte del déficit se debió al pago de intereses especialmente de la deuda en dólares del sector público y en menor medida al giro de utilidades y dividendos. En 2017, se contabilizaron U\$S 10 mil millones bajo este concepto, un monto equivalente a la sangría de dólares por turismo (Cuadro 14).

En cuanto al **pago (neto) de intereses**, si bien registró una cifra similar a la observada en igual trimestre de 2016 (U\$S 3 mil millones), y los desembolsos de 2017 fueron más bajos que un año atrás, su tendencia va en

¹ Aunque se aprecian diferencias sustanciales entre ambos registros. El Balance Cambiario (BC) es un informe del BCRA que registra las transacciones cursadas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y actúa como Proxy de la Balanza de Pagos. El BC constituye un importante instrumento que permite analizar la coyuntura en materia de transacciones de divisas.

ascenso si consideramos que excluye un pago extraordinario de unos U\$S 4.900 millones realizado en el segundo trimestre de 2016 en el marco de los arreglos asumidos con los “fondos buitres” por la deuda en default. La cuenta es muy volátil debido a que está asociada a los puntuales vencimientos de los cupones de la deuda en dólares, pero su tendencia es creciente *pari passu* el mayor volumen de deuda (en enero 2018 se abonaron intereses por U\$S 1,4 mil millones, prácticamente el doble que un año atrás).

Con relación al **giro de utilidades y dividendos**, el desembolso neto se situó por debajo de lo registrado en igual período de 2016, continuando con el descenso apreciado a lo largo del año. En base a esta dinámica, en 2017 registró un déficit de U\$S 2.166 millones, marcando una reducción de U\$S 940 millones respecto a 2016². Sin embargo, antes que una baja de beneficios de las empresas involucradas, dicha reducción se explicaría por una mayor *reinversión de utilidades* (dicho sea de paso es el principal motivo de la IED)³ conforme la evolución observada en la Balanza de Pagos. En efecto, al tercer trimestre, último dato disponible, la *inversión directa* pasó de U\$S 2,1 mil millones a U\$S 7,4 mil millones, manifestando un crecimiento de U\$S 5,1 mil millones, de los cuales U\$S 1,5 mil millones corresponden a la *reinversión de utilidades*. No obstante, su base de comparación es baja –en el recesivo 2016 habían caído a prácticamente la mitad de 2015–, por lo que desde una perspectiva más amplia, se trataría de una recuperación de lo perdido en 2016.

Por su parte, la **cuenta servicios** continuó ocupando un rol importante entre los componentes que manifiestan la mayor parte del déficit de la cuenta corriente cambiaria. Pero detrás su comportamiento, se encuentra el pésimo desempeño del rubro turismo, debido al *peso* que tiene dentro del sector y al abultado y creciente resultado negativo que experimenta desde 2011.

El **rubro turismo** es uno de los principales agujeros por donde escapan gran parte de las divisas que ingresan al país, y el gobierno no ha sido concreto en cuanto a su política para revertir o morigerar la sangría de divisas. Sin duda las causas por las cuales se sostiene el saldo negativo asumen múltiples facetas o dimensiones; pero desde un punto de vista de *fronteras adentro*, en la actual coyuntura económica, se destaca la apreciación cambiaria por el impacto que tiene preferentemente sobre el turismo emisor, y en menor medida factores más bien estructurales como pautas culturales, el desarrollo local de productos turísticos y la política pública sobre el sector.

En el cuarto trimestre, se registró un déficit de U\$S 2.455 millones (+12% anual, y el 87% de la cuenta servicios), arribando a U\$S 10.662 millones (+25%) en 2017. El saldo negativo es una constante desde 2011, año a partir del cual se afianza una tendencia de apreciación cambiaria (Gráfico 9)⁴. Desde entonces la cuenta es negativa, incluso con las restricciones que se establecieron para la compra de moneda extranjera (control de cambios o “cepo cambiario”). **Si consideramos el período 2011-2017, el turismo acumuló un rojo de U\$S 47,5 mil millones.**

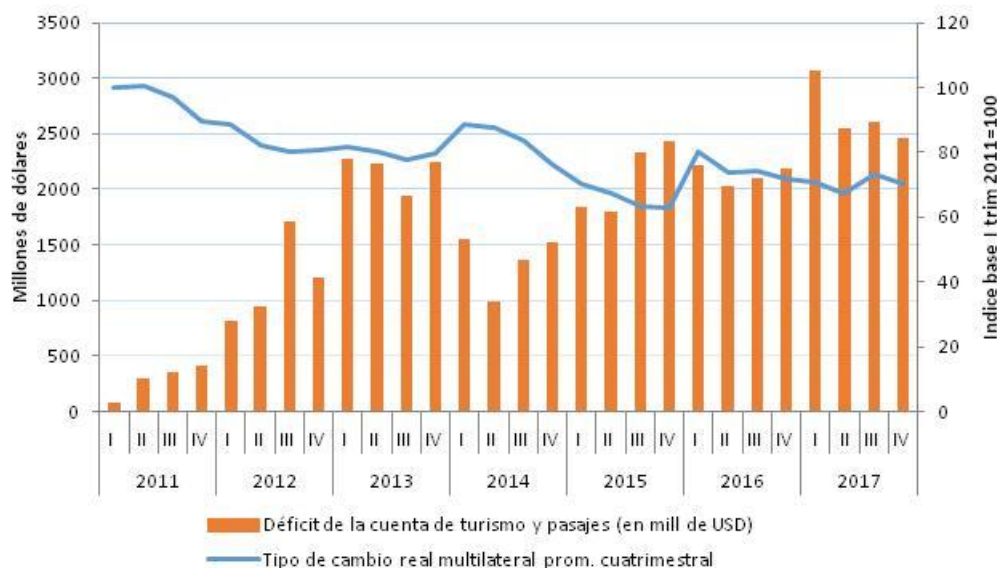
² Si bien desde la salida del “cepo cambiario” evidencia un mayor dinamismo, sin llegar a los niveles de 2011 cuando el MULC (Mercado Único y Libre de Cambios) contabilizó un récord anual de remisión de utilidades por U\$S 4.397 millones, los resultados de 2017 marcan una clara desaceleración respecto a las cifras de 2016.

³ Para el acumulado al tercer trimestre de 2017 la reinversión de utilidades representó el 60% de la inversión directa.

⁴ Si bien el TCR tiende a descender desde antes, a partir de entonces se afianza.



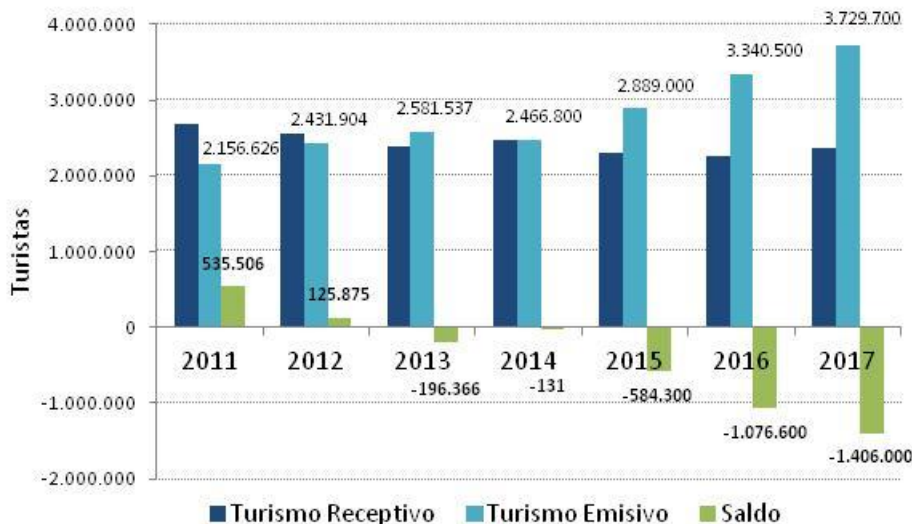
Grafico 9. Deficitario de la cuenta turismo y pasajes y tipo de cambio real multilateral (Base I trim 2011=100). Período 2011-2017



Fuente: elaboración GERES en base a MULC-BCRA.

Por su parte, según el INDEC, el *turismo emisoro* contabilizado en 2017 en los aeropuertos Internacional de Ezeiza y Aeroparque Jorge Newbery fue de 3,7 millones, lo cual indica un incremento de 12% respecto a los 3,3 millones de 2016; a su vez, el *turismo receptoro* fue de 2,4 millones, evidenciando una mejora del 4% interanual (Gráfico 10).

Grafico 10. Turismo emisoro, receptoro y saldo de turistas por los pasos aeropuertos Internacional de Ezeiza y Aeroparque Jorge Newbery. Período 2011-2017



Fuente: elaboración GERES en base a INDEC.

El **balance por transferencia de mercancías** que hasta el año 2013 supo compensar los saldos negativos por servicios y rentas presenta un panorama preocupante, por el déficit que experimentó en el cuarto trimestre, la reducción del saldo favorable en 2017 y las perspectivas de mediano plazo desalentadoras para las exportaciones.



En el cuarto trimestre, el balance del rubro mercancías experimentó un saldo negativo de U\$S 388 millones como resultado de un estancamiento de los cobros de exportaciones y un aumento importante por el lado de los pagos de importaciones. El *coeficiente de cobro exportaciones*⁵ (94%) se situó en torno al promedio de los últimos dos años, para el mismo período, en tanto que el *coeficiente de pago de importaciones*⁶ (79%) acusó un descenso de 8 p.p., restando una importante presión sobre el mercado cambiario (de unos U\$S 1,5 mil millones)⁷.

En lo esencial, estos resultados se replicaron a lo largo de 2017, en donde la caída del saldo favorable a la mitad de lo registrado un año atrás, se explica por un estancamiento en el cobro de exportaciones (+1%) y un sensible aumento de los pagos de importaciones (+9%). El *coeficiente de cobro de exportaciones* se sostuvo dentro del promedio de los últimos dos años, a pesar de que desde fines de 2016 se fueron extendiendo los plazos, hasta finalmente eliminarse en noviembre de 2017, de la obligación para liquidar en el mercado de cambios las divisas producto de las exportaciones de bienes y servicios⁸. Por su parte, el *coeficiente de pago de importaciones* se ubicó en un 82% (bajando incluso al 79% en el cuarto trimestre), casi 8 p.p. por debajo de lo registrado en 2016 y 2015. Como correlato, la demanda de divisas en el mercado cambiario se vio frenada significativamente. En efecto: **si el pago de importaciones con relación a las importaciones se hubiera situado en el promedio de los últimos dos años, este habría sido de U\$S 60 mil millones, en lugar de los U\$S 55 mil millones, y el balance por transferencia de mercancía deficitario por U\$S 5 mil millones.** De esa manera, a lo largo de 2017, y particularmente hacia el cuarto trimestre, tanto el cobro exportaciones como el pago de importaciones reflejaron un comportamiento por un lado tendiente a sostener la oferta de divisas y por otro a limitar su demanda (la mayor reinversión de utilidades también operó en el mismo sentido).

2. El sector público sigue endeudándose para financiar los desequilibrios y acumular reservas

El déficit de cuenta corriente de algún modo se tuvo que financiar. En el cuarto trimestre y a lo largo de 2017, en línea con lo que viene observándose en la actual gestión, el financiamiento provino esencialmente del endeudamiento del Sector público y el BCRA (SP+BCRA), y en menor medida por ingresos netos de capital cuyo concepto no han sido informados por el cliente⁹. El endeudamiento del SP+BCRA, descontado los pagos en moneda extranjera, asumió tal magnitud que además de financiar los desequilibrios de la cuenta corriente, permitió cubrir la demanda neta de divisas del Sector privado no financiero (SPNF) y la acumulación de Reservas internacionales (Cuadro 15).

⁵ Cobro de exportaciones sobre exportaciones.

⁶ Pago de importaciones sobre importaciones.

⁷ Comparado con el supuesto de que el coeficiente de pagos de importaciones se hubiese situado en el promedio de igual período de los últimos dos años.

⁸ <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Eliminan-la-obligacion-de-liquidar-las-divisas-por-exportaciones-20171102-0079.html>

⁹ Una nueva clasificación que incorpora el Balance Cambiario del BCRA.



Cuadro 15. Saldo sectorial de la Cuenta capital y financiera. Año 2016 y 2017 (en millones de dólares)

Concepto	2016					2017					Cuarto trimestre 2017	
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	Diferencia interanual	
											Absoluta	%
Cuenta capital y financiera	3.507	9.668	2.228	14.411	29.814	13.335	994	4.420	9.256	28.005	-5.155	-36%
Sector privado no financiero (SPNF)	-3.549	1.045	-74	-24	-2.602	-3.477	-837	-2.901	-2.431	-9.646	-2.407	10029%
Sector financiero (SF)	465	-142	246	-2.969	-2.400	1.745	-2.108	-987	365	-985	3.334	-112%
Sector público (SP) y Banco Central (BCRA)	5.841	14.370	1.645	7.700	29.556	11.072	3.613	6.884	8.899	30.468	1.199	16%
Otros movimientos netos	750	-5.603	412	9.704	5.263	3.994	324	1.425	2.423	8.166	-7.281	-75%
Concepto no informado por el cliente (neto)								1.587	2.016			
Variación neta de Reservas Internacionales	3.545	1.073	-570	10.261	14.309	10.938	-2.804	1.885	4.537	14.556	-5.724	-56%
Variación contable de Reservas Internacionales	4.008	936	-606	9.407	13.745	11.214	-2.528	2.242	4.818	15.747	-4.589	-49%
Ajuste por tipo de pase y valuación	463	-138	-36	-855	-566	276	277	357	281	1.191	1.137	-133%

Fuente: elaboración GERES en base a MULC-BCRA.

El **SP+BCRA** fue la principal fuente de ingreso de divisas de la Cuenta financiera, y se instrumentó mediante la emisión de nuevos pasivos externos. Se emitieron títulos y letras del Gobierno Nacional por aproximadamente U\$S 10 mil millones (se amplió la emisión del título BONAR 2024 por U\$S 2.150 millones y el Bonar 2020 por U\$S 3.198 millones) y deuda con organismos internacionales y deuda financiera por U\$S 1.625 millones. Parte de esos flujos fueron canalizados al pago de deuda, destacándose la amortización de LETES por U\$S 5.088 millones. Como resultado, se registró ingreso neto de fondos por U\$S 8.899 millones, culminando el año con un saldo favorable de U\$S 30,5 mil millones.

El endeudamiento público ocupó nuevamente un rol central en la política económica y financiera de la actual gestión de gobierno, debido que a través de este instrumento se financiaron los profundos desequilibrios que en materia de divisas atraviesa la economía.

Uno de esos desequilibrios lo marca el **SPNF**¹⁰ que asume un rol de demandante neto de divisas. En el trimestre bajo análisis acusó un déficit de U\$S 2,4 mil millones, como resultado de la Formación de Neta de Activos Externos (FAE)¹¹ por U\$S 6,6 mil millones, en parte compensado principalmente por el ingreso de capitales de Inversión de Cartera (IC)¹² por U\$S 2,5 mil millones, prestamos financieros a privados por U\$S 2,1 mil millones y de Inversión Extranjera Directa (IED) por U\$S 565 millones.

El grueso de la **FAE** se compone de la compra neta de billetes de libre disponibilidad, un concepto fuertemente asociado a la fuga de capitales, particularmente cuando se acumula por fuera del sistema financiero. En el trimestre bajo análisis la compra neta de billetes llegó a U\$S 5,1 mil millones, manifestando un incremento de U\$S 1,3 mil millones en la comparación interanual, impulsado por la creciente demanda de divisas¹³. En lo que respecta al año 2017, la FAE y la compra neta de billetes treparon a U\$S 22.140 millones

¹⁰ El balance cambiario la desagrega en Formación de activos externos (FAE), inversión Directa y endeudamiento en moneda extranjera.

¹¹ De libre disponibilidad.

¹² En la medida que el stock de este tipo de inversión continué aumentando (la inversión neta llegó a U\$S 1.539 millones en 2016), la frágil estabilidad financiera y cambiaria se expone de un modo creciente a la elevada volatilidad que caracteriza a la inversión de cartera. Un ejemplo de la sensibilidad que tiene este tipo de inversión particularmente en la economía argentina, se presentó en el mes de diciembre, cuando en el marco de un incremento de la tasa de interés de referencia de los EEUU se verificó una abrupta salida de capitales de no residentes (volviendo negativo los flujos netos).

¹³ En el cuarto trimestre la compra bruta de billetes llegó a U\$S 9.207 millones (un aumento interanual de U\$S 2.270 millones). Por su parte la oferta bruta de billetes trepó a U\$S 4.086 millones (incremento interanual de U\$S 923 millones). Si bien la oferta de billetes aumentó desde la apertura del mercado cambiario, se muestra insuficiente frente al dinamismo de la demanda.



(+U\$S 12.197 millones) y U\$S 17.758 millones (+U\$S 5.432 millones), indicando la marcada intensidad con la cual están aumentando la dolarización de carteras y la fuga de capitales.

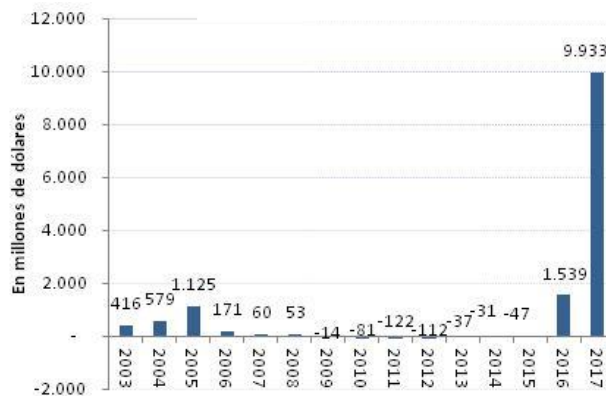
En la campaña presidencial de 2015 se instaló la idea de que con el triunfo de Macri asistiríamos a una *lluvia de dólares* en base a la inversión extranjera; incluso en la página web del Ministerio de Hacienda había un contador de anuncios de inversiones. Sin embargo, a la fecha, la IED se encuentra muy lejos de constituir el motor del crecimiento económico, resultando más bien un relato que una realidad. Según el balance cambiario, la IED acumulada en 2017 arribó a U\$S 2.362 millones, un monto cercano pero ligeramente más bajo que el observado un año atrás. El aporte que hace dicho monto a la macroeconomía del país se presenta a toda luz insuficiente, y no ha cambiado gran cosa respecto al gobierno de Cristina Fernández. El promedio de IED del período 2016-2017 es muy parecido al promedio de 2011-2015, incluso más bajo (Gráfico 11). La dinámica observada, parece confirmar lo señalado en un informe anterior, de que este tipo de inversión tiende a aumentar una vez iniciado un proceso de crecimiento, y no antes (procíclico).

Gráfico 11. Inversión extranjera directa. Período 2003-2017



Fuente: elaboración GERES, en base a MULC.

Gráfico 12. Inversión de cartera. Período 2003-2017



Fuente: elaboración GERES, en base a MULC.

En cambio la inversión de cartera (especulativa) sí manifiesta un importante crecimiento. En el período 2003-2015 la entrada de capital especulativo fue relativamente reducida, incluso con saldo neto negativo durante gran parte de ese período (2009-2015). Sin embargo, la supresión de las barreras a la entrada y salida de capitales y la suba de la tasa de interés local instrumentadas en la gestión de Cambiemos, en un contexto de reformas pro mercado, y tipo de cambio relativamente estable y variando por momentos por debajo de la inflación, derivó en un importante flujo de capital especulativo. En 2016 la entrada neta de este tipo de capital arribó a U\$S 1.539 millones y, un año después, saltó a U\$S 9.933 millones (Gráfico 12). Es la llamada revalorización financiera o *bicicleta financiera*: traer dólares, comprar pesos, especular con la tasa de interés que paga el BCRA y, con la ganancia, volver a compra dólares y sacarlos afuera o reiniciar el ciclo.

En la medida que el stock de este tipo de inversión continúe aumentando, la frágil estabilidad financiera y cambiaria se expone de un modo creciente a la elevada volatilidad que caracteriza a la inversión de cartera. Un ejemplo de la sensibilidad que tiene este tipo de inversión particularmente en la economía argentina, se presentó en el mes de 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 de no residentes (volviendo negativo los flujos netos).

Los flujos del sector privado por un lado implican una continua acumulación de pasivos, que producen obligaciones periódicas por servicios del capital, y que en algún momento se deberán liquidar (especialmente la inversión de cartera y la deuda financiera), y por otro una creciente reducción de activos externos. El balance de esta corriente es negativo, y se cubre con pasivos externos del sector público, aumentando consecuentemente la posición deudora del país.

Las operaciones del **Sector financiero** resultaron en ingresos netos por U\$S 365 millones, explicado en gran medida por los ingresos netos de préstamos financieros y títulos de deuda por U\$S 875 millones, y la caída de los activos externos líquidos de las entidades que conforman la Posición General de Cambios (PGC) por U\$S 138 millones, compensado en parte el uso de fondos para la suscripción primaria de títulos valores por U\$S 647 millones.

Como resultado del endeudamiento público, superior a la necesidad de financiamiento de la Cuenta corriente cambiaria y demanda neta del sector privado, las **Reservas internacionales brutas** aumentaron U\$S 4.818 millones, situando su stock hacia fines de diciembre en U\$S 55.055 millones. Durante el año 2017, las reservas internacionales aumentaron US\$ 15.747 millones.

3. Fuga de capitales: el dólar colchón no para de crecer

La fuga de capitales del SPNF, cuyo seguimiento mensual lleva a cabo GERES mediante una metodología propuesta en trabajos recientes, y que refleja una medida que denominamos *dólar colchón*¹⁴, llegó a U\$S 8.165 millones en el cuarto trimestre de 2017 (un monto casi equivalente al endeudamiento neto en moneda extranjera del SP+BCRA). A dicha cifra se llegó fundamentalmente por la FAE (básicamente por la compra neta de billetes), y en menor medida por una salida neta de depósitos bancarios en moneda extranjera. Finalizado el programa de blanqueo de capitales, establecido entre julio de 2016 y fines de marzo de 2017, la fuga de capitales reapareció con renovado dinamismo. Entre el 10 de diciembre de 2015 y el 31 de diciembre de 2017 (753 días de gobierno de la gestión de Cambiemos), se acumuló capitales bajo el colchón por U\$S 30.657 millones, a razón de U\$S 41 millones por día (Gráfico 13).

¹⁴ Su estimación resulta del aprovechamiento de la información del balance cambiario del BCRA, y su metodología de cálculo tiene la siguiente expresión:

Fuga de capitales del SPNF según BC = compra de billetes + Inversiones directas de residentes en el exterior + Otras inversiones de residentes en el exterior + Compras netas de activos externos que deben ser aplicados a fines normativamente preestablecidos – Aumento de Depósitos de entidades financieras en moneda extranjera en el BCRA



Gráfico 13. Fuga de capitales, según un enfoque cambiario. Enero 2016- diciembre 2017 (en millones de dólares)



Fuente: elaboración GERES en base a MULC-BCRA.

4. Estancamiento de exportaciones, aumento de importaciones y déficit comercial

Durante el cuarto trimestre las exportaciones registraron una variación positiva de 1,4% respecto al mismo período de 2016, mientras que las importaciones aumentaron 25,6% (unos U\$S 3,6 mil millones más que lo observado en el cuarto trimestre de 2016), traduciéndose en un saldo negativo de U\$S 3.311 millones¹⁵. Durante todo el año la balanza comercial arrojó cifras negativas, culminando en un récord absoluto de U\$S 8.472 millones, aunque como porcentaje del PIB no llega a superar otros extremos. El déficit comercial representa una reversión de más de U\$S 10 mil millones respecto al superávit de U\$S 1,7 mil millones del mismo período del año anterior (Cuadro 16). Por consiguiente, la fuerte y acelerada reducción del saldo comercial enciende nuevas luces de preocupación en el frente externo, debido a que, si bien insuficiente, era la única fuente genuina de divisas del país.

¹⁵ El año pasado, en un contexto económico recesivo, habían descendido 7% interanual. En el mes de noviembre se inició un proceso de recuperación tras detenerse las variaciones interanuales negativas, y dar paso a sensibles incrementos mensuales (interanual).



Cuadro 16. Exportaciones, importaciones, saldo comercial y términos del intercambio (ITI). Años 2016 y 2017

Período	Total exportación	Total importación	Saldo comercial	Variación interanual del ITI
en millones de U\$S				%
2016	57.879	55.911	1.968	6%
2017	58.427	66.899	-8.472	-3%
IV'16	14.205	14.101	104	5%
IV'17	14.398	17.709	-3.311	-1%

Fuente: elaboración GERES en base a INDEC.

El suave movimiento positivo de las exportaciones se explica por un leve incremento de los precios de exportaciones (+1,3%), frente a un estancamiento de las cantidades respecto al cuarto trimestre de 2017. En cambio, el vigoroso ascenso de las importaciones se basa principalmente en un sustancial aumento de las cantidades (+23%), y en menor medida en los precios (+2%). Por consiguiente, como consecuencia del movimiento desigual de los precios, los Términos de Intercambio (ITI)¹⁶ se redujeron -0,8% interanual, formando también parte – además de las cantidades- de la explicación del abultado saldo comercial negativo. Se trata de un comportamiento que en línea general se ha extendido durante 2017, en donde se observan cantidades de exportación estancadas (-0,4%), cantidades importadas sensiblemente en aumento (+14%), un leve incremento de los precios de exportación (+1,5%), y un mayor aumento de los precios de importación (+5), con una consecuente reducción de los términos del intercambio (-3%).

Último dato

En enero las exportaciones aumentaron 11% anual impulsado por precios (+6) y cantidades (+5), mientras que las importaciones saltaron un 32%, básicamente por cantidades (+32%), y algo menos por precios (+5%). Como resultado, la balanza comercial registró un saldo negativo de U\$S 986 millones, mucho peor que un año atrás.

Desde un punto de vista sectorial, algunos de los rubros favorecidos por la actual gestión son los que explican el pobre desempeño de las exportaciones. Las **Manufacturas de origen agropecuario (MOA)** exhiben en el cuarto trimestre un descenso del 10% anual, básicamente por cantidades, dinámica que en lo esencial se repite durante 2017. Entre los subrubros con mayor descenso en 2017 se encuentran los *Residuos y desperdicios de la industria alimenticia* (-944M, -9%) y *Grasas y aceites* (-111M, -2%). Los **Productos primarios (PP)** si bien registraron un aumento importante (+4%) en el cuarto trimestre, impulsado por las cantidades (+11%), cerraron el año con una baja interanual de -6% como resultado de un menor volumen de ventas (-5%). En este caso, las mayores bajas se situaron en las *Semillas y frutos oleaginosos* (-689M, -18%) y *Mineral de cobre y sus concentrados* (-274M, -27%), en tanto que los *Cereales* acusaron un ligero incremento interanual (+7M, +0%). Las inundaciones registradas en el año, y la acumulación de stock, particularmente en el complejo oleaginoso, especialmente por la baja escalonada de las retenciones a la soja prevista para enero de 2018, afectaron las exportaciones.

¹⁶ El ITI mide la relación de precios entre los bienes exportados y los bienes importados.



Por el contrario, las **Manufacturas de origen industrial (MOI)** y los **Combustibles** exhibieron un notable dinamismo en el cuarto trimestre, prologándose el buen desempeño registrado a lo largo del año. No obstante, la base de comparación es baja, por lo que se trata de una recuperación de lo perdido en 2016 y 2015, situándose todavía muy por debajo de la cima registra en 2011. Tres de los cuatros grupos de bienes más importantes de las MOI (representan casi el 80%) exhibieron resultados positivos cuando comparamos sus exportaciones con el cuarto trimestre de 2016, y son los que están impulsando las manufacturas industriales. Los *Materiales de transporte terrestre* crecieron 16%, destacándose las picks-up con destino a Brasil; los *Metales comunes y sus manufacturas* y *Piedras y metales preciosos* lucieron alzas del 35% y 13%, respectivamente. En cambio, los *Productos químicos y conexos*, segundo en importancia dentro del rubro (23%), después de los materiales de transporte, presentaron una disminución interanual de las exportaciones industriales (-2%).

En cuanto a las **importaciones** aumentaron todos los tipos de bienes de clasificación (usos). La mayor proporción de las importaciones se compone de insumos y bienes de capital (discutible en el caso de algunos bienes), incluido los combustibles, y son los que explican la expansión de las importaciones. En el caso de los bienes de consumo, que participan con el 13%, también expresan un notable dinamismo en línea con el resto de las importaciones (mantuvo la participación de 2016, que está 2 p.p. por arriba del promedio 2003-2015).

La expansión de las importaciones estuvo liderada por rubros de la industria automotriz, maquinaria, electrónica y combustibles¹⁷. Están fuertemente asociados al aparato productivo y en alguna medida se refleja en el aumento de la inversión particularmente del componente importado (más allá de que una parte pueda ir al sector de la intermediación y al consumo, –ej reposición de autopartes-, y cierta especulación sobre el futuro del tipo de cambio). La apertura comercial y el ingreso casi irrestricto de importaciones está dando lugar una nueva reconfiguración del aparato productivo, a semejanza de los '90, y con ello a los traumas asociados en materia de empleo.

¹⁷ Las compras de Vehículos automóviles, tractores, ciclos y demás vehículos terrestres, sus partes y accesorios (ncm 87), registrando un crecimiento del 34% en el cuarto trimestre y del 37% en el año. El 13% de los U\$S 13 mil millones de compras realizadas en 2017 bajo este concepto se refieren a Vehículos automotores para pasajeros, mientras que el resto se trataría de autopartes (que pueden ir al mercado de reposición o producción), tractores y otros vehículos terrestres. El sector automotriz, incluido concesionario y autopartistas, es fuertemente deficitario, y durante 2017 llegó a U\$S 7,4 mil millones.

Las Maquinarias, aparatos y artefactos mecánicos y sus partes (ncm 84) también explican gran parte del aumento de las importaciones. Se trata de bienes estrechamente asociados a la producción de la industria manufacturera, y en la medida que se traten de bienes de capital (algunos son insumos), darían cuenta de un mayor potencial productivo. En concepto de estos bienes, en 2017 se importaron U\$S 10 mil millones, registrándose un incremento de 19% anual. El saldo por la compra y venta del reglón de la nomenclatura es fuertemente deficitario, y en 2017 arribó a U\$S 9 mil millones.

Las Máquinas, aparatos y materiales electrónicos (electrónica) (ncm 85) conforman otro de grupo de bienes que impulsaron las importaciones. En 2017 se importaron U\$S 8,6 mil millones, el 13% del total, representando un aumento del 22% interanual. El reglón de la nomenclatura también es deficitario, y en 2017 registró un saldo negativo de U\$S 8,4 mil millones.

Los Combustibles, aceites y otros similares (ncm 27), fueron el cuarto rubro de mayor crecimiento de las importaciones. En 2017 se importaron U\$S 5,5 mil millones, dando cuenta de un incremento del 16% anual. El sector experimentó un déficit de U\$S 3,8 mil millones, unos U\$S 580 millones más elevado que un año atrás, pero sensiblemente más bajo que lo registrado en el período 2013 – 2015.



5. Perspectivas

Las perspectivas de mediano plazo para la Cuenta corriente continúan siendo desalentadoras, debido a la vigencia de las condiciones económicas propicias para un mayor drenaje de divisas por importaciones, turismo, intereses y utilidades y dividendos, mientras que para las exportaciones el panorama es de moderado crecimiento.

El turismo en el exterior continúa en aumento, impulsado en parte por la revalorización cambiaria y la suba de ingresos en dólares (aunque últimamente retraídos por la suba del dólar), y no se aprecian elementos que infieran un cambio de tendencia. El giro de utilidades y dividendos, si bien terminó el año con una baja interanual en el balance cambiario, probablemente recoja parte de la recuperación que exhibe en la balanza de pagos y asuma un peso cada vez mayor en los flujos negativos de la Cuenta corriente cambiaria. Por su parte, las importaciones mostraron en el trimestre bajo análisis un importante incremento, conforme a lo observado a lo largo de 2017, y para el resto de 2018 –en enero aumentaron 32% interanual- se espera que continúe en esta tesitura particularmente si continúa la recuperación económica. En lo que respecta las exportaciones, la variación positiva pero modesta del cuarto trimestre con relación al mismo período del año anterior, y el relativo estancamiento que mostró a lo largo del año, reflejan las dificultades y el incierto panorama de crecimiento que enfrentan. A esto se suman, las sucesivas estimaciones a la baja de la cosecha de granos de la campaña 2016/2017 por la sequía que atraviesa parte del país. Sin embargo, podrían operar algunas compensaciones, como una menor retención de stock de granos –por la sequía algunos productores posiblemente se desprendan de granos para hacer frente a los gastos-, una mayor demanda de Brasil –especialmente MOI- y una mejora de los precios de las materias primas a través de una probable suba de la tasa de referencia de la FED. No obstante, globalmente considerado el panorama de las exportaciones luce poco auspicioso.

El fuerte incremento del déficit comercial y las actuales previsiones que no parecen indicar un cambio de tendencia, enciende nuevas luces de preocupación en el frente externo, debido a que aleja una vez más la única fuente genuina de divisas del país. En ese sentido, el saldo negativo de enero, que implica un retroceso respecto al déficit de un año atrás, nos lleva a considerar la posibilidad de un nuevo récord en 2018.

Al deterioro de la Cuenta corriente, por el lado de la Cuenta financiera, se añade una creciente salida de capitales por medio de la Formación de Activos Externos (FAE) del SPNF, un concepto estrechamente asociado a la fuga de capitales. Atento a que la formación de activos superó los U\$S 22 mil millones en 2017, y que en el mes de enero registró más de U\$S 3 mil millones, se proyecta una continuidad de la misma.

La inversión especulativa “extranjera”, altamente sensible al “humor económico”, se sitúa como la principal fuente privada de ingreso de capitales. Por el contrario, la Inversión Extranjera Directa (IED), que a la fecha sigue siendo más un relato que una realidad, apenas llega a un cuarto de la inversión especulativa según el balance cambiario. Estos ingresos de capitales, más el endeudamiento financiero del sector, se presentan insuficientes para cubrir su propia formación de activos, posicionándose como un demandante neto de divisas.

En este marco, el endeudamiento público ocupa un rol central, debido que a través de este instrumento se financian los profundos desequilibrios que en materia de divisas atraviesa el país. Sin embargo, el continuo



aumento neto de pasivos del sector público para financiar las cuentas externas (y el déficit fiscal) no parece una política sustentable y sostenible en el tiempo, a pesar de que la deuda con relación al PIB se encuentra en niveles relativamente bajos.

Por otra parte, en la medida que prospere la recuperación económica, la demanda de divisas por importaciones irá en aumento acrecentando las necesidades de divisas. En esa línea, se mueven los restantes componentes de la cuenta corriente, con la excepción de las exportaciones, que presentan un panorama poco auspicio particularmente por el lado de las cantidades. La pretendida salida exportadora basada en una mayor competitividad en costos (menor costo impositivo, laborales, etc.), despierta dudas de que pueda lograr en un tiempo perentorio la sustentabilidad y credibilidad del actual esquema económico, por su orientación de mediano a largo plazo y el antecedente de que tras la enorme competitividad precio logrado con la devaluación real de 2001 las cantidades exportadas apenas aumentaron.

Los inconvenientes económicos vinculados con la restricción externa siguen presentes, a pesar de que el ingreso de capitales por medio de la cuenta financiera permite sortear situaciones acuciantes en materia de divisas. No obstante, el continuo endeudamiento público, y la entrada especulativa de capitales, exponen la economía a una creciente vulnerabilidad externa.

Como señaláramos en informes anteriores, déficit de cuenta corriente, fuga de capitales y endeudamiento externo, son indicadores que nuestro país en particular no puede sostener prolongadamente.

