

Las cuentas externas de la posconvertibilidad

*Alfredo T. García**

El Balance de Pagos resulta un interesante instrumento para analizar las características del programa económico aplicado por la administración Duhalde, tanto en lo referido a las operaciones corrientes (se destaca la caída de las exportaciones a pesar de la significativa devaluación) y especialmente la Cuenta Financiera, que muestra una salida de capitales muy importante. En este informe, se presentan opciones para analizar los datos del Balance de Pagos del INdEC.

La intención es mostrar a través de la comprobación empírica las múltiples repercusiones sobre las cuentas externas de una medida tan significativa como la devaluación, y que si se quieren lograr determinados objetivos, la decisión debe estar inserta en un programa global, que tenga en cuenta todas las repercusiones, los costos y beneficios de la variación del tipo de cambio, y cómo equilibrarlos con medidas, controles y acciones concretas, para que se transformen en un saldo positivo para la economía argentina, propósito que necesariamente debe extenderse a la sociedad toda.

* Director del Cefim.

Se ha difundido el Balance de Pagos correspondiente al tercer trimestre de 2002, lo cual nos permite hacer un interesante paralelismo con idéntico período de 2001, en el cual la crisis productiva y financiera se encontraba avanzada, evitando considerar los datos del último trimestre de 2001 que responden al estallido de la crisis y que dificultan las comparaciones.

El cotejo de las cuentas externas entre los nueve primeros meses de 2001 e igual período de 2002 provee un rico material de análisis, puesto que se refiere a dos períodos con condiciones económicas totalmente distintas, especialmente en lo que hace al sector externo, dado el abandono de la convertibilidad y la flotación del tipo de cambio que llevó a un aumento del precio del dólar de más del 250% hacia finales del período (**cuadro Nº 1**).

La discusión teórica entre los economistas pasaba por el análisis de los beneficios comerciales de la depreciación del peso respecto de sus costos, tanto en términos del valor de los activos do-

mésticos como por el impacto sobre el nivel de vida de la población. Sin embargo, en dichos debates no se puso en discusión la mejora de la balanza comercial, fruto de la caída de las importaciones y la expansión significativa de las exportaciones que una devaluación de magnitud generaría, por el significativo aumento de la competitividad de la economía argentina.

En este aspecto, y como muestra de varias curiosidades que presenta la Balanza de Pagos, se produjo un superávit comercial significativo por la abrupta baja de las importaciones (cayeron un 61%) pero con una caída también en las exportaciones del 7%, lo que da por el suelo con las promesas de los partidarios de la devaluación de salir de la recesión exclusivamente a través de la modificación del tipo de cambio. Sin duda ha habido grandes ganadores con la devaluación, pero en el nivel de los agregados macroeconómicos, no ha servido para motorizar la producción ni generar divisas contantes y sonantes.

Cuadro Nº 1. Tipo de cambio. Pesos por dólar estadounidense. Promedio del período

I Trim 2002	1,7880
II Trim 2002	3,2965
III Trim 2002	3,6348

Fuente: Cefim, con datos del BCRA

Los grandes agregados

Resulta interesante analizar la Balanza de Pagos de los nueve primeros meses de 2002 respecto a igual período de 2001 comenzando por los grandes sectores: Cuenta Corriente, Cuenta Capital y Financiera y Reservas Internacionales, obviando el rubro Errores y Omisiones (EyO), que si bien muestra valores significativos resulta difícil conocer la motivación de dichos flujos y por lo tanto incorporarlos al análisis.

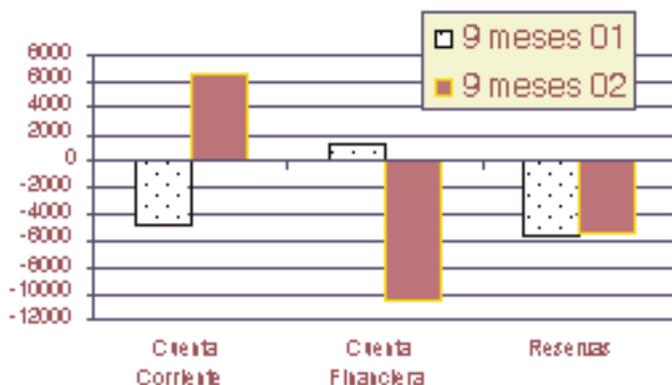
En el **gráfico N° 1** observamos, como primera curiosidad, que los cambios realizados en la economía (devaluación, moratoria de parte de la deuda pública externa, entre otros) no sirvieron para incrementar las reservas internacionales (RI), sino que, más aún, éstas descendieron significativamente unos 5.530 millones de dólares, reducción similar a la pro-

ducida en el período estudiado del año 2001.

Para comprender este comportamiento de las reservas internacionales debemos buscar en los otros dos agregados. Tal como lo señalamos, la Cuenta Corriente revirtió su saldo negativo, gracias a la fuerte caída de las importaciones de bienes y en menor medida de servicios. Es así que muestra un saldo positivo en el período 2002 de 6.657 millones de dólares, un saldo para nada despreciable, y que potencialmente debería generar un saldo positivo en las RI.

La explicación entonces de la caída de las RI la encontramos en la cuenta financiera, que en los nueve primeros meses de 2002 mostró un saldo negativo, equivalente a salida de capitales de nada menos que 10.527 millones de dólares; la razón de este saldo negativo será analizada detalladamente más adelante, aunque sin

Gráfico N° 1. Balanza de pagos



Fuente: Cefim, con datos de Indec / Bce. Pagos

dudas muestra una brutal salida de divisas de nuestro país, muy superior a la producida en momentos de aguda crisis de financiamiento como lo muestran las cifras de los 9 meses de 2001.

Paradójicamente, con limitaciones al envío de dólares al exterior y una supuesta escasez de divisas en el país, la fuga de capitales hacia el exterior fue mucho más fuerte que en los tres primeros trimestres de 2001, caracterizados por muchos como un período de fuga de capitales, aunque las cifras del Balance de Pagos no muestran esta orientación.

Una presentación distinta del Balance de Pagos

El Balance de Pagos ha sido definido históricamente como un registro de débitos y créditos que se compensan, por lo cual siempre está en equilibrio. Esta definición ha sido retomada por la última versión del Manual¹, que establece que el saldo de la Cuenta Corriente más la Cuenta Capital y Financiera es cero.

Sin embargo, siempre se ha tratado de definir una línea de corte que pueda mostrar si las cuentas externas reflejan un superávit o un déficit. En algunos casos, se ha establecido la llamada "versión analítica del Balance de Pagos" en la cual se separan los movimientos de capitales compensato-

rios (realizados con los organismos internacionales con motivos de pérdidas de RI) de los no compensatorios (que relevan las operaciones realizadas por el mercado para sustentar el ritmo normal de negocios del país)

El Ministerio de Economía realiza una presentación del Balance de Pagos que deja como saldo la Variación de las Reservas Internacionales. En dicha versión, cuyos datos se resumen en el **cuadro N° 2**, la Cuenta Corriente más la Cuenta Capital y Financiera más los EyO arrojan la magnitud de la variación de las RI, y en este esquema hemos estudiado hasta el momento el Balance de Pagos.

Sin embargo, se podrían realizar algunas correcciones para mostrar de mejor manera la evolución de las cuentas externas, despejándolas de operaciones extraordinarias.

Los registros estadísticos como el Balance de Pagos poseen una estructura racional que ha sido fruto de estudio de analistas a través del tiempo, de forma de reflejar lo más adecuadamente posible la realidad económica. Dichas estadísticas tienen además la riqueza de una importante discriminación de la información, de forma tal que el analista económico ordene los datos estadísticos de acuerdo con el objeto que está estudiando.

¹ Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional, Quinta Edición, 1993.

Cuadro Nº 2. Estimación del balance de pagos en millones de dólares

	9 meses 01	9 meses 02	9 meses 01 Corregido	9 meses 02 Corregido
CUENTA CORRIENTE	(4.810)	6.657	(4.810)	6.657
Mercancías	4.860	12.857		
Exportaciones fob	20.463	18.997		
Importaciones fob	15.602	6.140		
Servicios	(3.407)	(1.398)		
Viajes	(1.184)	(730)		
Transporte – Pasajes	(730)	(207)		
Transporte - Fletes y otros	(321)	(16)		
Otros Servicios	(1.172)	(446)		
Rentas	(6.425)	(5.041)		
Renta de la inversión	(6.425)	(5.032)		
Utilidades y Dividendos	(1.147)	272		
Transferencias corrientes	161	240		
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	1.345	(10.527)	(9.218)	(16.595)
Cuenta capital	99	39	99	39
Cuenta financiera	1.246	(10.565)	(9.317)	(16.633)
Sector Bancario	9.658	(2.107)	(905)	(2.443)
BCRA	10.570	(1.639)	7	(1.639)
Otras entidades financieras	(912)	(468)	(912)	(804)
Sector Público no Financiero	(2.820)	1.886	(2.820)	(835)
Sector Privado No Financiero	(5.592)	(10.344)	(5.592)	(13.355)
ERRORES Y OMISIONES NETOS	(2.121)	(1.660)	(2.121)	(1.660)
SALDO AJUSTADO			(16.150)	(11.598)
Financiaciones extraordinarias			(10.563)	(6.068)
VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES	(5.587)	(5.530)	(5.587)	(5.530)

Fuente: Alfredo García con datos del INDEC / Balance de Pagos

En función de ese objetivo, que en nuestro caso será analizar en mayor detalle los flujos de la Cuenta Financiera despojados de las operaciones de excepción, aplicaremos dos ajustes, uno de ellos para 2001 y el otro para 2002.

En el caso de 2001 no consideraremos el crédito excepcional del FMI a la Argentina por 10.570 millones de dólares otorgados durante los tres primeros trimestres del citado año. En el cuarto trimestre, dicho financiamiento ha sido cero.

En el caso del año 2002, se incluye un nuevo concepto en la Cuenta Financiera, que son los atrasos en el pago de deuda, tanto de capitales como de intereses; dichos atrasos funcionan como un crédito forzoso por parte de los acreedores, y no está mostrando la voluntad de las dos partes que generalmente integran una operación financiera: deudor y acreedor. Si bien dicha contabilización está correctamente realizada, escondería el verdadero saldo de las operaciones no asociadas al *default*, realizadas por el estado y los particulares.

En la corrección se ha denominado "saldo ajustado" al resultado corregido del BP, y se ha colocado "debajo de la línea" a las correcciones realizadas (con el nombre de "financiamientos extraordinarios"), conjuntamente con la variación de las Reservas Internacionales.

Los Saldos Ajustados, calculados como una aproximación a la fijación de un saldo de las operaciones no excepcionales con el exterior, arrojan déficits de 16.150 millones de dólares para los nueve primeros meses de 2001, y de US\$ 11.598 para igual período de 2002; si no hubiera existido el financiamiento del FMI en 2001 y los atrasos en 2002, las reservas habrían descendido potencialmente en esos valores, lo que indica la magnitud de los problemas que se enfrentan en el sector externo, tanto en el presente como hacia el futuro.

La lectura de los saldos corregidos de la Cuenta Financiera muestra una paradoja interesante, en la cual las salidas de capitales en el período 2002 son significativamente superiores a las realizadas en 2001, lo que permite caracterizar a este período (los nueve primeros meses de 2002) como de fuerte fuga de capitales, un dato que generalmente escapa a las informaciones en los medios de difusión.

Análisis detallado de la Cuenta Financiera

Resulta esencial analizar las razones de la abultada salida de capitales que se evidencia en la Cuenta Financiera durante los primeros nueve meses de 2002 y que demuestran cómo los eventuales superávits obtenidos por la vía comercial pueden quedar en el

exterior, impidiendo su contribución a la acumulación interna, evitando los efectos multiplicadores que podría tener el esfuerzo exportador y por lo tanto beneficiando exclusivamente a determinados grupos, en general los sectores exportadores más concentrados.

Uno de los flujos financieros importantes que inciden en el saldo de la cuenta financiera para cada sector, como lo es los atrasos de deuda e intereses, ya ha sido contemplado en la presentación realizada en el acápite anterior. A partir de ese ajuste, observamos que el sector público no financiero ha tenido una salida de capitales cercana a los 800 millones de pesos, que se explica por las amortizaciones de deuda, la falta total de financiamiento externo y los atrasos en los que se ha incurrido.

El gobierno ha pagado cerca de 4.500 millones de dólares a los acreedores externos en el período analizado, parte por amortización de capitales (que se encuentran en estos 800 millones) y parte por intereses, que forman parte de la cuenta corriente.

El Banco Central, que no ha incurrido en atrasos, ha mostrado una salida de capitales de 1.639 millones de dólares, generada esencialmente por cancelaciones al FMI y por operaciones con títulos públicos nacionales.

El déficit del resto del sistema financiero, excluyendo al BCRA,

denominado "Otras Entidades Financieras" (OEF) y que alcanza a los US\$ 804 millones, está generado por reducción de disponibilidades en dólares de 550 millones (con signo positivo en el Balance) y por la amortización de bonos propios por 1.500 millones (partida que se asienta con signo negativo). El nivel de atrasos en este sector es exigua.

Por último, el Sector Privado no Financiero es el que muestra el mayor nivel de salida de capitales, US\$ 13.355 millones sin considerar los atrasos incurridos. Este déficit está producido por un incremento de activos de 6.900 millones, originado esencialmente en la colocación de depósitos en el exterior y en el incremento de tenencias de divisas, discriminación que aún no ha realizado el Indec. A ello se suma una reducción de pasivos por 6.300 millones, especialmente generada por cancelación neta de bonos propios (1.400), cancelación neta de préstamos con bancos del exterior (3.100) y reducción de deudas con proveedores del exterior (1.300) tres ítems que explican la mayor parte de la disminución del endeudamiento.

Si resumimos el comportamiento del sector Privado no Financiero, podemos decir que éste utilizó el saldo positivo de Mercancías para pagar compromisos con el exterior, y una gran parte para incrementar sus activos en moneda dura, ya sea fuera del país como en

tenencias de dólares en sus cajas fuertes.

Es así que las divisas generadas por el saldo comercial y de servicios quedaron mayoritariamente en el exterior, en algunos casos por operatorias conocidas como la obligación de liquidar sólo el 30% de las exportaciones de petróleo y combustibles, por la flexibilidad que se ha mantenido para enviar divisas al exterior en varias operaciones, o por mecanismos de subfacturación de exportaciones, los que resultan difíciles de captar en las cifras del Balance de Pagos y por lo tanto no están incluidos en este informe².

En definitiva, proponerse una estrategia comercial vía tipo de cambio sin un aceitado control de los flujos de divisas, es tirar todos los esfuerzos por la borda. Cuando algunos economistas advertíamos que el no pago de la deuda no generaba automáticamente ingresos de divisas, se tenía en mente la probable existencia de mecanismos que permiten la fuga de capitales, como los que efectivamente han funcionado durante este año. Los altos costos que ha significado dejar de pagar la mayor parte de la deuda externa, no han servido para incrementar la riqueza del país. Esta se ha ido a las cuentas en el exterior del sector privado y a los bolsillos de los deudores afortunados que recibieron pagos.

Es obviamente un fuerte saldo negativo que no se puede dejar de incorporar a la gestión del gobierno del Dr. Duhalde.

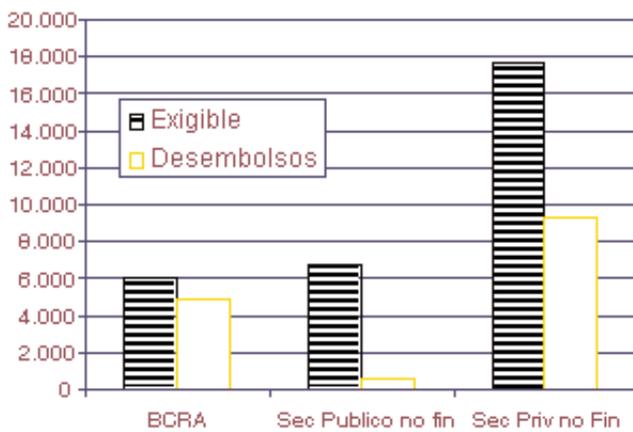
Manejo del endeudamiento

Dentro de la Cuenta Financiera se pueden analizar más detalladamente algunos comportamientos de variables determinadas, como lo es el endeudamiento de cada uno de los sectores y cómo lo han resuelto en un período de escaso o nulo financiamiento desde el exterior. Estos comportamientos los estudiaremos a partir de dos gráficos, que resumen las variables principales del endeudamiento. El **gráfico Nº 2** relaciona la totalidad de la deuda exigible (capital más intereses) respecto de los desembolsos realizados por los acreedores que permiten la renovación de los compromisos. El **gráfico Nº 3** parte de las cifras exigibles netas (la diferencia entre las dos variables del anterior gráfico) y analiza qué porción se pagó y cuál quedó en atrasos.

En el **gráfico Nº 2** se distingue el sector público no financiero que no ha obtenido prácticamente ningún financiamiento de la deuda por parte de los acreedores, una situación ampliamente conocida, que exime de mayores comentarios.

El Banco Central muestra un fi-

² Un cálculo estimado del valor de la subfacturación en granos puede encontrarse en *Datos & Opinión* de noviembre de 2002.

Gráfico N° 2. Deuda exigible y desembolsos (millones de US\$)

Datos para los nueve primeros meses del 2002. Cefim, con información del Indec (Bce. Pagos).

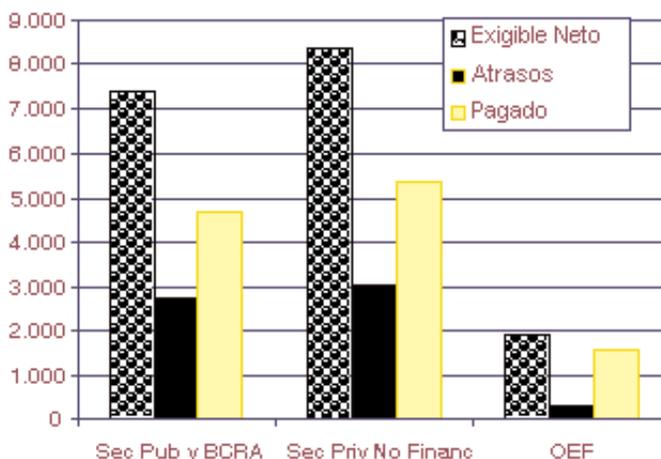
nanciamiento muy importante de sus vencimientos, lo que le ha permitido no incurrir en atrasos. Tanto la deuda exigible como los desembolsos corresponden al mismo acreedor, el Fondo Monetario Internacional, que ha refinanciado algunos vencimientos para mantener las negociaciones y evitar que el país caiga en *default*, siempre considerando que nuestro análisis llega hasta setiembre de 2002.

En el caso del sector privado no financiero (SPrivNF), podemos observar que éste pudo financiar una parte importante de su deuda, cerca del 50%, en la mayoría de los casos mediante el mecanismo de refinanciación de sus obligaciones. Al realizar este análisis por instrumento de financiación, en el caso de los bonos emitidos, las colocaciones han llegado al 63%

de las amortizaciones, mientras que los préstamos con los bancos fueron refinanciados por los acreedores por un monto que significa el 66% de las amortizaciones de las deudas del SPrivNF; en el caso de la deuda con proveedores, el ratio comentado llega al 41 por ciento .

Al estudiar qué porción ha sido pagada de la deuda exigible neta, es decir, la porción de deuda que no encontró financiación externa voluntaria, las entidades financieras (OEF) son las que han incurrido en menores atrasos, y por lo tanto, han pagado la mayor parte de la deuda referida.

En el caso del Sector Público, se presenta conjuntamente al Sector Público no Financiero y al Banco Central, de forma tal de analizar el monto de deuda pagado por el go-

Gráfico N° 3. Pagos de la deuda exigible neta (millones de US\$)

Datos para los nueve primeros meses de 2002. Cefim, con información del Indec (Bce. Pagos).

bierno, ya sea que surja del BCRA o del Ministerio de Economía. Como se observa en el gráfico, el nivel de pagos realizados asciende a US\$ 4.662 millones, una cifra muy cercana a la reconocida por el ministro Lavagna.

Esta cifra de pago es significativa, y se ha realizado a pesar de estar sufriendo todas las consecuencias del *default* de la deuda. De hecho, es un porcentaje de pago similar al del SPrivNF, aunque con una diferencia sustantiva, y es que en proporción de la deuda total exigible, como el gobierno obtuvo un menor financiamiento voluntario, el peso relativo es mayor al del SPrivNF, según lo detalla el **cuadro N° 3**.

En dicho cuadro se observa que al considerar solamente al Sector

Público No Financiero (SpubNF) también el coeficiente de pagos, tanto sobre la deuda exigible bruta como sobre la neta son importantes, dado que ambos superan el 50%, muy lejos de lo que puede caratularse como una situación crítica de *default*.

Por carácter recíproco, el porcentaje de deuda exigible neta que se ha mantenido en atrasos es similar para el sector público como para el sector privado no financiero.

Los servicios reales

Desde un punto de vista macroeconómico, es necesario resaltar que la cuenta Mercancías es la generadora de superávit potencial de divisas, dado que los otros ru-

Cuadro Nº 3.

	Pagos sobre Deuda Exigible	Pagos sobre Deuda Exigible Neta
Sec. Público	36.3%	63.1%
BCRA	19.6%	100.0%
SpubNF	51.2%	56.1%
SPrivNF	30.2%	64.0%
OEF	82.2%	82.2%

bros de la cuenta corriente continúan arrojando saldos negativos.

Para corroborar lo expresado, el saldo de Servicios continúa mostrando números negativos, con un déficit de 1.398 millones de dólares para los nueve primeros meses de 2002, aunque inferior a los 3.407 millones de igual período del año anterior.

Este saldo negativo está determinado por dos rubros, Transporte y Viajes, que en conjunto definen el 68% del saldo total del agregado. Resulta interesante analizar separadamente las exportaciones e importaciones de estos servicios, clasificando los rubros para analizar los vinculados con el turismo, y aquellos

relacionados con otras actividades productivas.

En el **cuadro Nº 4** se observa la evolución de los rubros de pasajes y viajes, relacionados con la actividad turística, aunque también incorpora los viajes y pasajes por motivos empresariales. Las exportaciones, en el caso de viajes, bajaron notablemente, lo que indica la disminución de los viajes empresariales hacia nuestro país, y la inexistencia del mentado auge turístico hacia la Argentina, al menos en el período analizado.

Por el lado de las importaciones, se nota una reducción significativa en pasajes, aunque bastante menor en viajes, lo que indica que continúa siendo un rubro por el

Cuadro Nº 4. Detalle de servicios reales

	9 meses 2001			9 meses 2002		
	Expo	Impo	Saldo	Expo	Impo	Saldo
Fletes y otros	580	901	-321	395	411	-16
Pasajes	85	815	-730	105	312	-207
Viajes	2052	3236	-1184	1118	1848	-729
Otros Servicios	628	1800	-1172	408	854	-446
TOTAL	3345	6752	-3407	2026	3425	-1398

Fuente: Cefim, con datos de Indec / Bce. Pagos

cual se escapa una parte significativa de divisas; se sigue viajando al exterior, y ello genera algo más del 50% del déficit total del rubro servicios reales.

Por la parte de los fletes y otros transportes, muestra una reducción, tanto en exportaciones como en importaciones, aunque este último rubro es el que más ha bajado; ello está en consonancia con los saldos de la cuenta mercan-cías.

Sin duda, el rubro servicios reales ha sido una fuente de déficits en la década de los noventa, los cuales no menguaron significativamente ni aun con las crisis del tequila y asiática. Debe ser un rubro para prestarle más atención, pues allí se encuentra una industria que ha incrementado significativamente su competitividad con la devaluación como lo es el turismo, aunque hasta el momento el saldo continúa siendo negativo.

A modo de conclusión

El análisis realizado nos permite contrastar los datos de la realidad con la teoría, una comparación que siempre resulta beneficiosa.

La intención es mostrar a través de la comprobación empírica las múltiples repercusiones sobre las cuentas externas de una medida tan significativa como la devaluación, y que si se quieren lograr determinados objetivos, la decisión debe estar inserta en un programa global, que tenga en cuenta todas las repercusiones, los costos y beneficios de la variación del tipo de cambio, y cómo equilibrarlos con medidas, controles y acciones concretas, para que se transformen en un saldo positivo para la economía argentina, propósito que necesariamente debe extenderse a la sociedad toda.

Enero 2003