

FINANCIAMIENTO GLOBAL DE LA ECONOMÍA

Un modelo para el análisis

Un modelo de análisis económico con aceptación generalizada es el que representa el funcionamiento de la economía como dos circuitos interrelacionados: real y financiero. A partir de sus relaciones se construyen las cuentas nacionales y se elaboran los instrumentos de medición.

La preeminencia del circuito financiero en un entorno de globalización llevó a los analistas a dar prioridad en el diagnóstico y en las políticas, a dicho circuito. Los instrumentos contables que permiten cuantificarlo adquirieron una importancia relevante: el balance externo, el balance monetario y el balance fiscal.

Debido al habitual abuso en el manejo de los términos económicos, debemos realizar algunas aclaraciones conceptuales respecto a la interpretación de los tres balances básicos de la economía. Justamente por tratarse de "balances", su presentación siempre tiene resultados neutros o en equilibrio. La confusión se hace presente al aludir a este equilibrio como el "summum" de los objetivos de política económica, cuando dicho "equilibrio" (o resultado neutral) es el mero resultado de las exigencias de presentación del instrumento contable.

El aspecto más importante de estos balances es el nivel y la composición de la demanda de financiamiento (déficit, neutro, o superávit) y la forma en que está cubriendo sus falencias. P.ej., en el balance externo, es importante conocer cual es el mecanismo de compensación del saldo de divisas de la cuenta corriente (saldo comercial, de servicios y financiero). No es lo mismo compensar un déficit de divisas con un flujo de inversiones reales que hacerlo con préstamos externos.

En el balance fiscal interesa no sólo conocer el resultado. Debemos conocer el nivel, composición y eficiencia del gasto y de los recursos. En particular la composición de los recursos, es decir la combinatoria de recursos genuinos (y tipo de impuesto), crédito interno, crédito externo y la emisión monetaria.

Por su parte, en el balance monetario, interesa la forma en que se compensa la emisión monetaria: flujo de oro, divisas y/o adelantos al sistema financiero y gobierno.

En el caso de Argentina, adoptar el modelo de caja de conversión (convertibilidad) implica bloquear las políticas alrededor de los balances externo y monetario y dejar expedita sólo la vía de la política fiscal para las correcciones del funcionamiento de la economía. De allí la importancia que adquirió en la década del '90 todo lo relativo a la cuestión presupuestaria. Las políticas se orientaron sólo hacia el balance fiscal, cuyo mecanismo de compensación, se orientó hacia el crédito externo.

Las condiciones de convertibilidad (desregulación, privatización y apertura) estaban provocando profundos cambios en el resto de los balances. Su compensación estaba operando en la misma dirección que el balance fiscal: un flujo en gran escala de capitales del exterior bajo la forma de radicación de capitales, préstamos financieros, privatizaciones y operaciones financieras especulativas que directa o indirectamente generaban deuda externa pública y privada.

Esta situación ha eclosionado bajo la forma de una deuda externa que los mercados financieros consideran insostenible. Su expresión más clara es el cierre de los mercados financieros internacionales voluntarios para Argentina, desde hace ya un año.

Porque el Balance Externo

Aunque son tres los balances que permiten visualizar el flujo global de financiamiento, nos centraremos en el balance externo o balance de pagos. Es que el punto central de la crisis ha sido el financiamiento externo, y es en el balance externo donde se visualiza dicho aspecto. Por otra parte, dicho balance recepta el impacto que en este tipo de financiamiento provocan las distorsiones de los balances monetario y fiscal.

No sólo necesitan de alimentación financiera en divisas las operaciones de comercio exterior (balance comercial, de servicios y financiero). También utilizan divisas:

- la compensación de los elevados déficit (implícitos y explícitos) del balance fiscal financiados por crédito externo
- las variaciones monetarias, por el funcionamiento de la caja de conversión, sólo están vinculadas a los movimientos de divisas.

El esquema básico del balance de pagos está conformado por la cuenta corriente, la variación de reservas internacionales y el flujo de financiamiento. El caso de Argentina en los ´90 se caracteriza por la utilización intensiva de divisas dado el resultado de la cuenta corriente y la variación de reservas.

En el caso de la Cuenta Corriente, todos sus rubros arrojaron un saldo a financiar con divisas: Mercancías, Servicios y Rentas. Sólo el caso de las Transferencias Corrientes (transferencias unilaterales, sin contraprestación) arroja un pequeño monto de saldo de divisas hacia Argentina. Se suma a esta demanda el saldo por el flujo de divisas que a través de los mecanismos monetarios se transformó en Reservas Internacionales

Estos usos de las divisas deben estar compensados con el ingreso de un nivel equivalente de financiamiento. El resultado de este funcionamiento, ha sido el siguiente:

Balance de Pagos - Usos y fuentes de divisas

(en millones de U\$S)

Concepto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Cuenta Corriente	5.654	8.162	11.157	5.211	6.879	12.342	14.632	12.038	8.973	9.450
Variac. Reservas	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.273	3.438	1.201	-439	2.162
Total usos	8.928	12.412	11.839	5.109	10.761	15.615	18.070	13.239	8.534	11.612
Cta. Cap. y Fin. *	8.928	12.412	11.839	5.109	10.761	15.615	18.070	13.239	8.534	11.612
Total fuentes	8.928	12.412	11.839	5.109	10.761	15.615	18.070	13.239	8.534	11.612

*: Cuenta Capital y Financiera neto de Errores y Omisiones

La fuente de toda la información utilizada en materia de Balance de Pagos está tomada de la página web de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía). La información está actualizada hasta el cierre del primer semestre del año 2001, y se conoce a partir del mes de Septiembre de 2001.

También, una digresión metodológica. Planteado como un cuadro de usos y fuentes, el signo de las cifras representa una sumatoria algebraica y no lleva el signo propio que le pertenece en el Balance de Pagos. P.ej. en el cuadro anterior aparece la cuenta corriente como un valor positivo producto del total de demanda de divisas de las operaciones de comercio exterior. Luego, en el cuadro de cada cuenta aparecerá el signo positivo o negativo según el saldo de entradas y salidas de cada cuenta.

La información del cuadro anterior, no sólo muestra un alto nivel de necesidades de fuentes externas sino que ratifica que tras las cifras existe un mecanismo que para funcionar necesita de un intenso y permanente flujo de divisas que termina convirtiéndose directa o indirectamente en deuda externa pública y privada.

No es casualidad que los mercados internacionales hayan suspendido el financiamiento voluntario por considerar la deuda externa como insostenible. No sólo por su nivel actual, sino también por su tendencia futura. No aparecen perspectivas, dentro de los lineamientos de política económica, de modificación de los flujos básicos que generan la deuda.

Se han tomado medidas específicas en torno al déficit fiscal ("déficit cero") que incidirá sólo parcialmente en las necesidades de divisas. No se toma medida alguna para aminorar los efectos sobre la demanda de divisas derivadas de los balances externo y monetario.

Los componentes del balance externo

1.- La cuenta corriente

La cuenta corriente representa el flujo total de operaciones reales, de servicios y de operaciones financieras con el exterior. Son saldos constituidos por débitos y créditos en cada cuenta. Así como en Argentina, todas ellas (excepto transferencias unilaterales) arrojan un resultado desfavorable, sería posible que el resultado fuese neutro si por ejemplo se compensaran las necesidades de divisas, entre las diferentes cuentas e intra cuentas. E incluso que el resultado fuese favorable.

En caso de resultado neutro no haría falta compensación alguna con financiamiento externo. En el caso favorable estaría compensado con una salida de capitales: radicación de capitales en el exterior, préstamos otorgados y/o amortización de préstamos.

La relación entre el nivel de la cuenta corriente (demanda de divisas) y el PBI se considera un indicador de primer orden. A partir de la crisis financiera en el Sudeste Asiático en 1997, los funcionarios del FMI, lo evalúan como el único indicador capaz de ofrecer una alerta temprana para impedir que los riesgos desborden al país afectado.

Para el indicador "Cuenta Corriente / P.B.I.", se considera el entorno 3,5-4 % como una señal de peligro. En Argentina, el indicador promedio en 1992 / 2000 ha sido del 3,50 % y llegó en 1998 al 4,89 % para descender en el 2.000, a un nivel del 3,15 %.

Esto expresa por sí mismo una fuerte deformación de la economía argentina. Los indicadores sólo mejoran a partir de una profunda recesión que disminuye las necesidades de financiamiento. Sobre todo por menores importaciones.

Veamos como se compone la demanda de divisas originada en la cuenta corriente.

Composición de la Cuenta Corriente

(en millones de U\$S)

Concepto	199	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92
----------	-----	------	------	------	------	------	------	------	------	---------

	2									/00
Mercancías	- 1396	-2364	-4139	+235 7	+1760	-2123	-3097	-795	+255 8	-804
Servicios	- 2554	-3323	-3786	-3548	-3582	-4449	-4516	-4152	-4337	-3.795
Rentas	- 2472	-2995	-3694	-4662	-5502	-6223	-7417	-7472	-7483	-5.325
Transf. Unilater.	+ 769	+ 520	+ 462	+ 552	+ 445	+453	+398	+381	+289	+ 474
Total	- 565 4	- 8162	- 1115 7	- 5.211	- 6879	- 1234 2	- 1463 2	- 1203 8	- 8973	-9.450

Vemos como, los rubros básicos, en lugar de estar compensados entre las cuentas o entre los débitos y créditos de cada cuenta, aportan todos en gran escala a la demanda de divisas. Excepto el rubro de transferencias que representa un ingreso neto de divisas.

a) El Balance Comercial

La cuenta Mercancías aparece con una baja participación promedio, (US\$ 804 millones) que conlleva un impacto del 8,51% en las necesidades de divisas. Esto aparece contradictorio con análisis que señalan una apertura indiscriminada en importaciones.

La diferencia radica en que en la balanza de pagos las importaciones se toman "f.o.b.", es decir sin el costo de seguros y fletes Y esto es correcto, pues esos ítem se incluyen en la cuenta específica de "Servicios Reales". En cambio, los análisis del comercio exterior de bienes ubican el resultado del balance comercial, como la diferencia entre exportaciones a valor "f.o.b." e importaciones a valor "c.i.f.", es decir con la inclusión de seguros y fletes a fin de reflejar el costo total de las importaciones. Veamos el impacto comparado de ambas estimaciones:

Composición alternativa de la Cuenta Corriente

(en millones de US\$ y en % - s/ indicación)

Concepto	Promedio 92-00	Partic. Porcent.	Promedio 92-00	Partic. Porcentual
	<i>(con Import. fob)</i>	<i>(con Import. fob)</i>	<i>(con Import. cif)</i>	<i>(con Import. cif)</i>
Mercancías	-804	8,51	-2.298	24,32
Servicios	-3.795	40,16	-2.301	24,35
Rentas	-5.325	56,35	-5.325	56,35
Transf.. Unilat.	+ 474	-5,02	+ 474	-5,02
Total	-9.450	100,00	-9.450	100,00

Los servicios de fletes y seguros, forman parte del costo de las importaciones, por lo que un análisis específico de la cuenta Mercancías, es decir, del balance comercial, requiere de esta transferencia de cuentas que triplica el nivel de participación del balance comercial en la demanda de divisas del total de la cuenta corriente.

Para bucear el origen de esta alta demanda de divisas, debemos tener en cuenta que entre 1990 y 1998, el punto mas alto de las importaciones (luego decaen por la recesión), éstas aumentaron 647,7 % mientras que las exportaciones lo hicieron en 111,7 %. Este notable

diferencial hace necesario un análisis particularizado sobre como influyó la composición de las importaciones en el periodo 1990/98

Importaciones (c.i.f.) - Variaciones 1990/98

Rubros	Import ac.	Import ac.	Variación	Diferencia	Particip ac.	Estruct. Porcentual		Variación
	1990	1998	(N°Veces)	ValorAbs.	Diferencia	1990 (%)	1998 (%)	Estructura (en %)
	(mill. \$)	(mill. \$)		(mill. \$)	(en %)			
1. Bienes Consumo	342,0	6.461,5	18,89	6.119,5	22,51	8,15	20,59	252,69
1.1 Consumo Gral.	330,3	4.833,6	14,63	4.503,3	16,57	7,87	15,40	195,72
1.2 Automotores	11,7	1.627,9	139,14	1.616,2	5,95	0,28	5,19	1.860,90
2. Bienes Intermed.	3.183,2	16.392,1	5,15	13.208,9	48,60	75,85	52,24	68,87
2.1. Mat. Prima y Ot	2.069,1	10.017,7	4,84	7.948,6	29,24	49,30	31,93	64,75
2.2 Piezas y Acces.	691,0	5.521,4	7,99	4.830,4	17,77	16,47	17,60	106,87
2.3 Comb. y Lubric.	423,1	853,0	2,02	429,9	1,58	10,08	2,72	26,96
83. Bs. de Capital	635,6	8.499,9	13,37	7.864,3	28,93	15,15	27,09	178,86
4. Otros (s/ clasific.)	35,8	23,9	0,67	-11,9	-0,04	0,85	0,08	8,93
Totales	4.196,6	31.377,4	7,48	27.180,8	100,00	100,00	100,00	100,00

De un exhaustivo análisis de la composición de las importaciones, surge el papel relevante de los Bienes de Consumo en el vertiginoso aumento. Se trata de un rubro en el que históricamente Argentina tuvo capacidad de autoabastecimiento y que en el periodo bajo análisis se elevó en casi 19 veces contra un promedio de 7,5 veces para el total de importaciones.

El rubro que le sigue en el nivel de impacto de las importaciones son los Bienes de Capital. A lo largo de los '90 los portavoces oficiales repitieron una y mil veces que el impacto en las importaciones lo provocaba sólo este rubro. La estrategia residía en la acumulación de activos para en una segunda etapa incrementar las exportaciones, y con ello lograr la compensación del balance comercial.

En primer lugar, hemos visto que el efecto fundamental provino del aumento de importaciones de bienes de consumo. En cuanto a los bienes de capital, el incremento de sus adquisiciones tuvo un impacto limitado en posteriores exportaciones ya que el destino de estos bienes se orientó hacia los servicios. Estos sectores no producen operaciones transables o de comercio exterior. Y a esos rubros, estuvo destinado, en el periodo 1992/90, el 63,2 % de esas importaciones. Los sectores productores de bienes (agropecuario, industrial y minero), que elaboran bienes transables, sólo fueron destinatarios del porcentaje complementario: 36,8 %.

Las tendencias en las importaciones de ambos rubros (bienes de consumo y de capital), que explica mas del 50 % del incremento de las importaciones, pone en evidencia una política de apertura unilateral e indiscriminada, provocada por varios motivos concurrentes: reducción

arancelaria, retraso en el tipo de cambio y un sistema de precios relativos (salarios / bienes de capital) que favorece netamente al segundo de ellos.

Tal es la importancia de las importaciones en la demanda de divisas que la situación mejora notablemente en periodos recesivos, contradiciendo así las tendencias que se verifican en todos los países del mundo: los indicadores claves mejoran en consonancia con el nivel de actividad.

b) El Balance de servicios reales

Para el análisis de los servicios reales, volvemos a la versión donde las importaciones son "f.o.b." y los costos de fletes y seguros se incorporan a este rubro. Veamos una presentación resumida de este balance parcial

Balance de Servicios (en millones de \$)

Concepto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Transportes	-511	-931	-1.243	-1.165	-1.386	-1.791	-1.784	-1.469	-1.419	-1.300
Fletes	-528	-681	-930	-901	-1.077	-1.361	-1.343	-1.020	-1.010	-983
Pasajes	-85	-345	-431	-413	-518	-642	-730	-756	-752	-519
Otros	102	96	118	149	209	211	288	307	342	202
Viajes	-	-	-1.465	-1.056	-963	-1.185	-1.205	-1.297	-1.521	-1.270
	1.222	1.518								
Otros rubros (*)	-821	-874	-1.078	-1.237	-1.232	-1.473	-1.526	-1.387	-1.396	-1.225
Totales	-	-	-3.786	-3.458	-3.582	-4.449	-4.516	-4.152	-4.337	-3.795
	2.554	3.323								

*):Serv.de comunic.; construcc., seguros, financieros, información, regalías, profesionales, personales, culturales, etc.

El rubro "Fletes y Seguros" representa una porción importante, pero va asociado al fenómeno del incremento descontrolado en la importación de bienes. Aunque esto acusa una deformación estructural (ausencia de una flota naviera de capital privado o estatal argentino), su corrección demandaría años de esfuerzo combinado público y privado.

Lo remarcable es el volumen de los rubros "Pasajes" y "Viajes" que en el promedio representa el 47,1% del total y en el 2.000 se ubicó en el 52,4 % del total. En razón de ello, bucearemos en su composición:

Balance de Servicios - Pasajes + Viajes (en millones de \$)

Concepto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Ingresos	1.974	2.012	2.245	2.550	2.975	3.153	3.353	3.175	3.194	2.737
Egresos	3.280	3.875	4.141	4.019	4.456	4.980	5.288	5.227	5.467	4.526
Saldo	-	-	-1.896	-1.469	-1.481	-1.827	-1.935	-2.052	-2.273	-1.789
	1.307	1.863								

Los resultados son contundentes. Los egresos (viajes de argentinos al exterior) viene aumentando de manera sistemática (crecen 66,7 % entre 1992 y 2000) y ha llegado en el 2000 a casi U\$S 5.500 millones. Consumir divisas por viajes al exterior en un equivalente superior a 1/5 del monto de nuestras exportaciones es un total despropósito. Allí se hace visible el efecto del tipo de cambio haciendo más atractivos los viajes al exterior para el residente en comparación al costo del turismo interno en Argentina.

c) Balance de Servicios Financieros ("Rentas")

Balance de Servicios Financieros (en millones de dólares)

Renta de la Inversión	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Intereses	-1.492	-1.522	-1.789	-2.526	-3.391	-4.220	-5.115	-5.895	-5.972	-3.547
Utilidades y Div.	-991	-1.484	-1.916	-2.146	-2.119	-1.999	-2.295	-1.578	-1.509	-1.782
Total	-2.483	-3.006	-3.705	-4.672	-5.510	-6.218	-7.410	-7.473	-7.481	-5.329

Estamos ante el rubro que demandó, en promedio en el periodo, el 56,35 % de las divisas del total de la cuenta corriente del balance de pagos y que en el año 2000 llegó a representar, el 83,4 % del total. A su vez, en ese año, del total de los servicios financieros, los intereses de la deuda externa (privada y pública), es el grueso del total (79,8 %). Esos intereses son actualmente el eje del debate alrededor de la fragilidad de la economía argentina.

Toda la temática alrededor de la reestructuración de la deuda externa hace referencia a la necesidad de atenuar los efectos de los intereses, tanto en el ámbito fiscal (necesidad de recursos genuinos) como a nivel del sector externo (su transformación en divisas) a fin de hacer viable el funcionamiento de nuestra economía. Para su análisis detallado recurrimos a la conformación de los saldos de cada una de sus cuentas

Balance de Servicios Financieros– Intereses (en millones de dólares)

Rubros	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
<i>Por saldo cuentas</i>										
Sector Financiero	27	-102	-116	-296	-113	207	348	388	717	118
B.C.R.A	230	217	422	452	482	775	972	1.116	1.449	679
Otros Ent.Fin.	-203	-319	-538	-748	-595	-568	-624	-728	-732	-562
Sec. públ no fin.	-2.593	-2.100	-2.599	-3.167	-3.798	-4.521	-5.133	-5.817	-6.297	-4.003
Sec. priv. no fin.	1.074	680	926	937	520	95	-331	-466	-392	338
Total Intereses	-1.492	-1.522	-1.789	-2.526	-3.391	-4.220	-5.115	-5.895	-5.972	-3.547
<i>Por flujo global</i>										
Int. Ganados	2.002	2.087	2.986	3.848	3.966	4.614	5.236	5.433	6.367	4.060
Int. Pagados	3.494	3.609	4.775	6.374	7.357	8.833	10.352	11.328	12.338	7.607
Total Intereses	-1.492	-1.522	-1.789	-2.526	-3.391	-4.220	-5.115	-5.895	-5.972	-3.547

Como vemos, los intereses pagados (sectores público y privado) se incrementaron 3,5 veces entre 1992 y 2000, convirtiéndose en el punto más crítico de la economía argentina. Sin

embargo en la presentación del balance de pagos aparecen intereses ingresados por mas de la mitad del monto pagado, lo que atenuaría en alto grado la problemática de la deuda externa. La información es dudosa por lo que repasamos los rubros que conforman los intereses ganados para el año 2000 y su metodología.

Balance de Servicios Financieros– Intereses Ganados

(en millones de dólares)

Rubros	Año 2000
Sector Financiero	2.543
B.C.R.A.	1.637
Resto Sist. Financiero	906
Sector Público No Financ.	383
Sector Privado No Financ.	3.441
Total	6.367

Los intereses recibidos desde el exterior por el BCRA y el sector privado no financiero conforman el 79,8 % del total. En el caso del BCRA, el origen es muy claro. Se trata de los intereses recibidos por los depósitos de las reservas prendadas a favor del circulante y otros rubros que conforman el pasivo del BCRA de acuerdo a la ley de convertibilidad. El rubro que trae grandes dudas es el "sector privado no financiero". Si recurrimos a la metodología empleada por las autoridades leemos:

"Sector Privado no Financiero

Depósitos Bancarios: la renta se estima aplicando la tasa libor a tres meses al promedio simple de los depósitos.

Financiamiento Comercial: la renta se estima aplicando la tasa libor a seis meses sobre el 50% del financiamiento. La aplicación de esta tasa obedece a que, en general, las operaciones de crédito a 30 y 60 días no devengan interés.

Inversión de cartera y otros activos con devengamiento de renta: se construyó una tasa de rentabilidad promedio ponderada a valor de mercado, conformada por un indicador de la rentabilidad de diferentes clases de activos financieros en bonos y acciones. Este indicador se construyó considerando cuatro activos diferentes: acciones de EE.UU., acciones de Argentina, bonos públicos de EE.UU. y bonos públicos argentinos. Las ponderaciones utilizadas han sido construidas a partir de datos de portafolios internacionales obtenidos de una encuesta a los principales operadores internacionales del país y del exterior. La renta se calcula aplicando la tasa de rentabilidad estimada a los activos promedios" ("Metodología de Estimación del Balance de Pagos" – A Set. 2001. Direcc. Nac. de Cuentas Internacionales- Ministerio de Economía. Págs. 16/17).

Como vemos, en este caso, no se trata de información recogida en fuente primaria. Se aplican tasas convencionales promedio a **estimaciones** de activos externos, que son propiedad de residentes. En resumen, dentro de los capitales ingresados, cuyas verdaderas características se desconocen, se realiza una imputación a este rubro

Nada puede asegurar que esa imputación se corresponde con la realidad. Sobre todo porque el comportamiento de esos capitales ingresados no es el mismo cuando están originados en la repatriación de la renta de capitales de residentes que cuando se trata de capitales

internacionales (residentes o no) de corte puramente especulativo. Y son nada menos que casi U\$S 3.500 millones que de acuerdo a la cuenta en la que se ubique puede modificar de raíz el perfil del balance de pagos.

En una presentación alternativa podrían aparecer como un incremento neto del saldo negativo en cuenta corriente, compensado con una mayor corriente de capitales de corto plazo. Pero esto provocaría señales negativas. En el punto de mayor nivel de requerimientos de divisas, la cuenta corriente hubiese trepado de un 4,89 % del PBI, al 5,82 %, mostrando altos niveles de riesgo.

El rubro restante en el Balance de Servicios corresponde a Utilidades y Dividendos:

Balance de Servicios Financieros– Utilidades y Dividendos

(en millones de dólares)

Utilidades y Div.	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Sector Financiero	-40	-258	135	-257	-164	-23	-383	-130	-84	-134
Crédito	47	41	26	47	80	125	90	156	142	84
Débito (1)	87	299	-109	304	244	148	473	286	226	218
Sec. Priv. no Fin.	-951	-	-2.051	-1.889	-1.955	-1.976	-1.912	-1.448	-1.426	-1.648
Crédito	289	450	436	481	382	734	778	478	870	544
Débito (1)	1.240	1.676	2.487	2.370	2.337	2.710	2.690	1.926	2.296	2.192
Total	-991	-	-1.916	-2.146	-2.119	-1.999	-2.295	-1.578	-1.509	-1.782
		1.484								

1): Inversión en Cartera + Inversión Extranjera Directa

No existen sorpresas en este rubro. Se compensa el giro de utilidades y dividendos del sector privado (financiero y no financiero), propiedad de residentes extranjeros y el ingreso del mismo rubro por igual rubro de instituciones financieras y empresas de Argentina. Sin embargo, hacemos notar que el aumento del giro hacia el exterior por parte de empresas extranjeras ("sector privado no financiero – débito") no expresa de manera franca el agudo proceso de desnacionalización de empresas públicas y privadas. Entre 1992 y 2000 sólo se incrementó en aproximadamente U\$S 1.000 millones.

Se trata de un bajo incremento del rubro, con relación al fenómeno descrito. Nos inclinamos para su interpretación, por una hipótesis basada en que el fenómeno de privatización de empresas públicas y venta de empresas privadas es relativamente reciente. En estos primeros años, las utilidades de dichas empresas que fueron recibidas en estado de colapso, se orientaron a su reestructuración y capitalización. Un caso paradigmático es el de las empresas telefónicas cuyas inversiones fueron mucho más allá de las exigencias de la regulación por razones de competitividad en esa área de actividad.

Sin embargo, de ser cierta esta hipótesis, nos estaría diciendo que para los próximos años, al alcanzar esas unidades de producción un nivel de normalización adecuado se incrementará de manera notable el giro al exterior de las utilidades y dividendos, afectando aún más el perfil del balance de pagos, ya debilitado por el resto de ítem.

2) Variación de Reservas Internacionales

Estamos en presencia del impacto del Balance Monetario sobre el Balance de Pagos, que adquiere una particular importancia dado el funcionamiento de la caja de conversión (convertibilidad). Los mecanismos monetarios de absorción y expansión sólo son posibles por el egreso o ingreso neto respectivo, de capitales externos.

En condiciones de moneda autónoma, que rigió entre los años 1935 y 1991, también las variaciones de reservas afectan el balance monetario, pero la existencia de canales autónomos de emisión (adelantos al gobierno y al sistema financiero) minimizan el impacto de la variación de reservas en la base monetaria.

En el sistema de caja de conversión se trata de la única fuente, por lo que el seguimiento de este rubro es fundamental para el análisis económico global. Veamos que nos dice su evolución.

Variación de las Reservas Internacionales

(en millones de U\$S)

Rubros	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Prom.92 /00
Reserv. Internac. B.C.R.A.	3.105	4.480	561	-69	3.782	3.062	3.442	1.093	-424	2.115
Ajuste por pases	-169	230	-121	33	-100	-211	4	-108	15	-47
Total Variación	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.273	3.438	1.201	-439	2.162

Las reservas internacionales absorbieron entre los años 1992 y 2000 casi 19.500 millones de los flujos netos del exterior, equivalente al aumento neto de reservas que acusa el BCRA en las estadísticas monetarias.

Ahora bien, estas reservas alimentan la base monetaria (Circulante + depósitos sistema financiero en BCRA + Operaciones de Pase). Aunque la expansión monetaria es una "pasiva", (el BCRA no expande a su voluntad sino contra el ingreso de oro y divisas), de alguna manera, el sistema monetario ha necesitado de esta inyección de liquidez para que la relación entre los circuitos financiero y real funcionara adecuadamente.

En ese caso, cabría un ejercicio teórico y preguntarnos que hubiese sucedido si el ingreso de capitales hubiese sido inferior y por ende sin margen para la acumulación de reservas. En oportunidad de analizar de manera comparativa la tendencia de la década de los '90 con las proyecciones para el año 2001, tendremos oportunidad de obtener una respuesta empírica a nuestro interrogante.

De cualquier forma, en la serie expuesta tenemos algunos indicios. Sólo debemos interrogarnos acerca de porqué, en dos años claves: 1995 y 2000 (crisis del "tequila" e inicio de la fuerte crisis hoy presente), la variación, aunque pequeña, resulta negativa.

Pero en el resto de años los valores son positivos y de alto nivel. Es que la política relativa al flujo de capitales fue procíclica. Junto a una tendencia en la economía internacional de orientación del flujo de capitales hacia las "economías emergentes", las políticas internas presionaron en el mismo sentido con apresuradas privatizaciones y desregulaciones en la cuenta capital.

Una actitud mesurada, aún dentro de la misma línea de política económica, pero basada en un criterio de política anticíclica, hubiese reservado las privatizaciones y desregulaciones del flujo

de capital para compensar periodos futuros, donde dichas tendencias internacionales podrían revertirse.

Una posible hipótesis sobre el crecimiento en los '90, es a partir de una liquidez sobrealimentada del sistema. La alta liquidez pudo haber estado operando de una manera keynesiana: "cebando la bomba".

Incluso existirían evidencias de los efectos concretos de ese exceso de liquidez. Aunque la convertibilidad garantiza que se evitará la emisión espuria, también tiene su propia trampa monetaria. Contra el ingreso de capitales no es posible elegir entre emitir o no emitir. Debe hacerlo a pesar de que pueda significar una fuerte descompensación entre la corriente monetaria y la corriente real de la economía.

Y este puede haber sido el origen del deslizamiento de precios en los primeros años de la convertibilidad. En particular en los precios al consumidor (alrededor del 60 %), lo que provocó un fuerte retraso en el tipo de cambio. Tendremos oportunidad de volver sobre esto.

3) El Flujo de Capitales

El monto utilizado de divisas en los rubros de la cuenta corriente y por variación de las reservas internacionales, debe estar compensado por la "Cuenta Capital y Financiera". Por alguna vía ingresaron las divisas insumidas: radicación de capitales, préstamos al sector privado y público, capitales especulativos de corto plazo, etc. Muchos de estos movimientos son de tipo estimativos. Por ello "cierran" de manera forzada con la cuenta de "Errores y Omisiones". Veamos una presentación resumida de dichas cuentas.

Cuenta Capital y Financiera

(en millones de Dls.)

Rubros	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total 92-00
Activ. Financ (1)	16	16	18	14	51	51	73	86	87	46
Bancos (2)	1.304	-1.694	1.993	4.617	-173	-1.074	3.506	1.329	67	1.097
Sect. Públ. no fin.	940	7.074	4.058	5.840	9.032	8.172	9.362	10.845	8.123	7.050
Sect. Priv. no fin.	6.959	8.169	6.666	-3.322	3.552	9.458	5.452	1.699	701	4.370
Errores y Omis.	-292	-1.154	-896	-2.040	-1.701	-993	-322	-720	-445	-951
Totales	8.927	12.411	11.839	5.109	10.761	15.614	18.071	13.239	8.533	11.612

1) Limitado a operaciones de pases deportivos

2): Sector bancario: BCRA y Otras entidades financieras

Como vemos, el grueso de las operaciones en el periodo analizado han sido realizadas por vía de las cuentas: "Sector Público No Financiero" y "Sector Privado No Financiero".

El caso del "Sector Público No Financiero" es el mas definido ya que es tomado del registro de las operaciones de crédito público realizado en todos los niveles jurisdiccionales y entes descentralizados. Expresa el saldo entre las operaciones desembolsadas (préstamos de

organismos financieros internacionales públicos y privados y colocaciones financieras de todo tipo) y las respectivas amortizaciones del periodo. En síntesis, es el saldo neto de endeudamiento adicional.

En el caso del "Sector Privado No Financiero", indagar, desde la información disponible, el perfil del comportamiento del sector en sus relaciones financieras con el exterior es mucho más difícil dado el carácter de cifras agregadas y el cúmulo de operaciones posibles realizadas.

Sin embargo resaltamos un hecho: tomando el promedio del periodo, el saldo neto por operaciones de "Inversión Directa" resulta un pasivo (inversión neta del exterior en el país). Hasta ahí todo resulta lógico pues se trató de un periodo con fuerte recepción de capitales del exterior (nuevas radicaciones, compras de activos públicos y privados, etc.). Lo curioso es que su monto es superior al saldo pasivo total. Esto significa que en el conjunto del resto de operaciones financieras del sector privado, tomando el periodo en promedio, los activos (colocaciones en el exterior) son superiores a los pasivos (colocaciones del exterior en Argentina). En buen romance, las cifras nos están hablando de un proceso de "fuga de capitales", que ha sido permanente a lo largo de la década.

Los efectos de la crisis sobre el balance externo

Ya tenemos una visión global del comportamiento del flujo financiero con el exterior a lo largo de la década de los '90, caracterizada por un flujo de capitales en gran escala que alimentó una cuenta corriente deficitaria en todos sus rubros y un incremento de las reservas.

El problema surge cuando nos interrogamos acerca de los resultados posibles que podría arrojar el balance externo cuando ese flujo se interrumpe. Para ello utilizaremos los resultados oficiales del primer semestre del 2001, los que serán comparados con igual periodo del promedio de los años 1997/99 como testigos del funcionamiento del balance externo en la década de los '90 y con el primer semestre del año 2.000, un periodo de transición hacia el 2001, ya en el cual la crisis se expresó en toda su dimensión:

Balance de Pagos (en millones de U\$S)

Rubro	Resultados del Primer Semestre		
	1997 / 99	2000	2001
Usos			
Cuenta Corriente	5.921	4.689	4.050
Variación Reservas Int.	299	647	-5.325
Total Usos	6.220	5.336	-1.275
Fuentes			
Cuenta Capital y Financ.			
Cuenta Capital	17	31	92
Sector Bancario	-1.985	-3.104	2.834
Sector Público No Financ.	4.757	6.649	-3.187
Sector Privado No Financ.	3.176	491	1.443
Errores y Omisiones Netos	255	1.269	-2.458
Total Fuentes	6.220	5.336	-1.276

El giro que toman los resultados es dramático. En el 2001, el soporte del financiamiento ya no es el flujo del exterior sino la reducción de las reservas. Los indicios de pequeños valores

negativos en las crisis de los años 1995 y 2.000 se han transformado en la principal fuente de financiamiento del sector externo.

Por su parte, en los flujos de capitales, el alto valor neto del rubro "Sector Bancario" es producto del ingreso de los créditos de la operación de blindaje financiero al BCRA. A su vez, el alto nivel negativo del "Sector Público No Financiero" es producto de amortizaciones mayores que desembolsos.

Sin embargo, el conjunto de la Cuenta Capital y Financiera genera valores de ingreso neto que no resultan lógicos frente a la suma algebraica de necesidades de la cuenta corriente y una variación de reservas negativa. Es por eso que debe recurrirse a la cuenta de "Errores y Omisiones Netos" por un valor de cerca de U\$S 2.500 millones, muy superior al utilizado en toda la década anterior, para que el resultado indique una salida neta de capitales. Es que el alto valor de "Errores y Omisiones" debe ser interpretada como una salida de capitales de corto plazo no registrada

Uno de los aspectos que resaltan en el cuadro anterior es un nivel cada vez menor de insumo de divisas por parte de la cuenta corriente. Como ha sido el insumo fundamental de divisas en el pasado, veamos la evolución actual de su composición a fin de evaluar el impacto de cada cuenta en esa disminución.

Cuenta Corriente (en millones de U\$S)

Rubro	Resultados del Primer Semestre		
	1997 / 99	2000	2001
Mercancías	-361	1.531	2.637
Exportaciones fob	12.682	13.041	13.455
Importaciones fob	13.043	11.509	10.818
Servicios	-2.236	-2.406	-2.540
Exportaciones de servicios	2.320	2.351	2.251
Importaciones de servicios	4.647	4.757	4.791
Rentas	-3.428	-3.963	-4.260
Rentas de la Inversión	-3.427	-3.962	-4.258
Intereses	-2.471	-3.017	-3.286
Ganados	2.437	3.029	2.877
Pagados	4.908	6.045	6.163
Utilidades y Dividendos	-956	-945	-971
Ganados	359	489	358
Pagados	1.315	1.434	1.330
Otras Rentas	-2	-1	-2
Transferencias corrientes	195	148	113
Total de la Cuenta Corriente	-5.921	-4.689	-4.050

Los menores requerimientos de divisas por la cuenta corriente son producto de la reducción de importaciones de mercancías debido a la coyuntura recesiva. Por el contrario, el resto de rubros muestra una fuerte inflexibilidad.

Recordemos el caso específico que habíamos remarcado de "pasajes + viajes". Sigue aumentando de manera sistemática mostrando un comportamiento independiente respecto a los niveles de actividad. Se trata de gastos realizados por sectores de alto nivel de ingresos que

usufructúan de una mayor capacidad de compra en el exterior por las deformaciones del tipo de cambio. Un verdadero subsidio del conjunto de la economía al turismo internacional. También el caso de los intereses pagados muestra un fuerte aumento.

Estos resultados parciales del semestre nos ponen en alerta respecto al resultado total del año 2.001. La única referencia de proyecciones realizadas para todo el año 2001 pertenece al estudio Broda y Asociados, en su publicación "Carta Económica" correspondiente al mes de Agosto de 2001.

Presentamos su proyección a partir de un esquema similar al utilizado para el análisis del primer semestre.

Balance de Pagos (en millones de U\$S)

Rubro	Periodos		
	1997 / 99	2000	2001 (*)
Usos			
Cuenta Corriente	13.004	8.973	3.884
Variación Reservas Internac.	2.637	-439	-13.804
Total Usos	15.641	8.534	-9.920
Fuentes			
Cuenta Capital y Financ.			
Cuenta Capital	70	87	
Sector Bancario	1.254	67	
Sector Público No Financ.	9.460	8.123	
Sector Privado No Financ.	5.536	701	
Errores y Omisiones Netos	-678	-445	
Total Fuentes	15.642	8.533	-9.920

*) : Estimación Carta Económica. También estima la conformación de la cuenta capital

pero en un esquema diferente de cuentas.

En la proyección de Broda y Asociados para todo el año 2001, se aprecia en toda su dimensión el giro que ha tomado el financiamiento global externo frente al cierre de los mercados voluntarios. Sobre todo frente al funcionamiento típico de los '90, representado por el promedio 1997 / 99. En ese marco, el año 2000 se muestra como una transición.

La información del año 2001, que sigue los lineamientos de la información del primer semestre, comparada con el promedio 1997 / 99, muestra que la base del financiamiento de la cuenta corriente y la amortización neta de capital se realiza por vía de la disminución neta de reservas internacionales. En un solo año se perderían reservas por un equivalente a casi las ¾ partes de las obtenidas durante 9 largos años (1992 a 2000).

Entre Marzo de 2001 y el 15/10/2001, ya se han perdido mas del 50 % de lo estimado por Broda como pérdida de reservas para todo el año. De manera concomitante la liquidez, medida como pasivos financieros del BCRA, también desciende en similares proporciones.

Este pasivo financiero es equivalente al M0 de la teoría monetaria. Llevado a las cuentas financieras en Argentina, está formado por el efectivo en poder del público, los depósitos del

sistema bancario en el banco central, la posición neta de pasivos y el stock de letras de liquidez bancaria.

Disminuir abruptamente casi 1/3 de la liquidez del sistema, sumado al retiro de depósitos del sistema bancario provoca un "apretón" de liquidez que ha exacerbado una tendencia recesiva de más de tres años. No es casualidad que surjan como "hongos" distintos tipos de bonos que implican una emisión monetaria (de menor calidad y por lo tanto devaluada) al margen del sistema de la convertibilidad.

Los préstamos del gobierno de los Estados Unidos orientados a garantizar la relación de convertibilidad, no producirán efecto alguno sobre un aumento de liquidez ya que su objetivo es el factor confianza y no existe mecanismo posible para monetizar dicho préstamo. Su destino es sólo servir de garantía adicional para un eventual requerimiento de divisas por parte de los operadores financieros.

Algunas conclusiones

En las actuales condiciones adquieren otra dimensión las advertencias de algunos organismos internacionales como CEPAL, UNCTAD, etc. Fueron realizadas a lo largo de la década de los '90, respecto a los modelos de funcionamiento de la economía basados en los flujos de capital externo. Cuando por cualquier causa dicho flujo se interrumpe, el resultado va mucho más allá de la mera interrupción. El flujo no sólo pasa de "ingreso neto" a "neutro". Lo hace a "egreso neto".

La lógica del mercado de capitales y la experiencia internacional de varias décadas de un mercado financiero globalizado indica que los flujos no sólo se interrumpen sino que se revierten muy fuertemente. La crisis financieras internacionales nunca son suaves. Siempre se expresan bajo formas violentas por la reversión de flujos que producen, dejando inerte al país que depende de ese flujo: paralizado, sin financiamiento y con una fuerte deuda externa acumulada.

Y los efectos también son muy violentos. Sobre todo cuando el sistema monetario de caja de conversión realiza sus operaciones de expansión y absorción sólo a partir de este flujo. Así como es inevitable expandir la base monetaria frente a una entrada indiscriminada de capitales, también es inevitable la absorción monetaria frente a la disminución de las reservas, creando así muy fuertes procesos de iliquidez.

Y si a la restricción monetaria la ubicamos sobre el telón de fondo de una recesión que lleva ya más de tres años, el resultado es inevitable: una paralización cada vez más notable de la economía que se pone en evidencia a través de las cifras de recaudación tributaria.

Desgraciadamente aquellas advertencias no fueron escuchadas. Los medios masivos de comunicación difundieron sólo la versión "oficial" donde el ingreso de capitales sólo podía ser interpretado como un signo de la fortaleza de la economía argentina y de la confianza que generaba en el mercado financiero internacional

A las condiciones de la economía argentina que hicieron posible el cierre del mercado financiero internacional voluntario ya hace un año, se suman los acontecimientos de la economía mundial que llevaron a una recesión generalizada desde inicios de año. A ello debe agregarse las condiciones de alta incertidumbre en los mercados a partir del ataque terrorista a Nueva York del 11 de setiembre. La experiencia internacional indica que la incertidumbre reorienta los flujos de capital desde los mercados emergentes hacia activos financieros más seguros.

Se va delineando un escenario donde el cierre del mercado financiero internacional voluntario para Argentina puede persistir durante varios años. Frente a ello, resulta necesario modificar de raíz el esquema de financiamiento global del circuito económico (interno y externo) a través de

la modificación de los tres balances básicos de la economía. De persistir en el mismo esquema sólo se logrará profundizar el camino que va desde la recesión hacia la parálisis total de la economía.

El objetivo no es sólo el "déficit cero" para el balance fiscal. Debemos plantearnos objetivos equivalentes para el balance monetario y el balance externo. Pero no como un mero resultado aritmético. Se requiere de cambios de tipo cualitativo, sobre todo, para modificar aspectos institucionales que hagan posible la existencia de canales autónomos de expansión y absorción monetaria y valores diferenciales del tipo de cambio.

Los tres balances básicos deben ser exhaustivamente revisados para intentar modificar su volumen y composición. Y la tarea es muy urgente.