

## Claves para analizar el Balance Cambiario del BCRA

Informe de Marty Byrde del 02/05/20

### Índice

|     |                                             |   |
|-----|---------------------------------------------|---|
| 1.  | Introducción .....                          | 1 |
| 2.  | Definiciones .....                          | 1 |
| 3.  | Principales Cuentas .....                   | 2 |
| 4.  | Cuenta Corriente Cambiaria .....            | 2 |
| 5.  | Cuenta de Capital .....                     | 3 |
| 6.  | Cuenta Financiera Cambiaria .....           | 3 |
| 7.  | Variación de reservas .....                 | 4 |
| 8.  | Comportamiento de las subcuentas .....      | 4 |
| 9.  | Comportamiento balance cambiario 2019 ..... | 5 |
| 9.1 | Cuenta Corriente Cambiaria .....            | 5 |
| 9.2 | Cuenta Capital y Financiera .....           | 6 |
| 10. | Balance cambiario 2016/19 .....             | 8 |

### 1. Introducción

El Balance Cambiario (BC)<sup>1</sup> constituye una **descripción básica de la evolución del sector externo de la economía** y registra el **resultado la variación de reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA)**.

Este documento hace un amplio análisis de su estructura y del significado de las cuentas y sub cuentas para comprender mejor su contenido. Entender su funcionamiento es esencial para conocer el impacto de las decisiones económicas en el sector externo de la economía, y también como determinados procesos económicos vinculados con el mercado interno afectan al sector externo.

### 2. Definiciones

A modo aclaratorio, a continuación describe **la principal diferencia entre Balance Cambiario y Balance de Pagos**:

1. El **Balance de Pagos BP** considera las transacciones con el exterior **poniendo énfasis en la residencia de las partes intervinientes**, y comprende un conjunto más amplio que el BC ya que incluye aquellas operaciones con no residentes que no se cursan por el mercado cambiario o a través del BCRA. Además, el Balance de Pagos *registra las operaciones utilizando base devengada*, o sea sin que necesariamente los dólares “se muevan”.

2. Mientras que por su parte, el **Balance Cambiario BC** considera la compra-venta de billetes y divisas en moneda extranjera registrada en el mercado de cambios y las transferencias en moneda extranjera de la autoridad monetaria **independiente de la residencia de las partes**. Debido a la importancia que tienen las Reservas Internacionales en una economía es que el análisis de este estado estadístico que publica el BCRA cobra real importancia. Otra de sus características es que *registra las operaciones utilizando la base caja*, es decir refleja la compraventa efectiva de los billetes.

El balance cambiario incluye las operaciones cursadas por el mercado único y libre de cambios (MULC-entidades autorizadas a operar en cambios) y el Banco Central (BCRA).

Por eso, es una información muy útil para entender la preocupación creciente por la situación del sector externo y muy importante para entender los movimientos del tipo de

<sup>1</sup> Las fuentes bibliográficas son el IPEC-Agosto 2017, <https://www.eleconomista.com.ar/2017-06-balance-cambiario-reflejo-la-realidad/>, <https://www.cenital.com/2020/01/28/es-cierto-que-la-deuda-se-utilizo-para-financiar-la-fuga-de-capitales-/64687>, <https://archivo.consejo.org.ar/publicaciones/iec/iec283/analisis.htm>, Documento de Diferencias BP y BC (BCRA).

cambio, que están afectados más por lo que sucede en el BC que por las operaciones de la BP. Otra ventaja del BC es que *contamos con todos los datos mucho antes que el INDEC publique la BP*.

La estructura de la BC está basada en **una cuenta corriente**, que comprende la balanza comercial, balanza de servicios, y balanza de ingresos primarios y secundarios, y además una **cuenta de capital**, y una **cuenta financiera** que incluye básicamente las inversiones directas extranjera, inversiones de cartera, operaciones de toma préstamos y formación de activos externos (fuga de capitales). *Los déficits en la Cuenta Corriente inevitablemente han de ser financiados con saldos superavitarios en la Cuenta Capital y Financiera, lo que se conoce como entradas netas de capital*.

La **variación de reservas** es la cuenta de compensación.

### 3. Principales Cuentas<sup>2</sup>

A continuación se describen los comportamientos de las principales cuentas del BC<sup>3</sup>.

Los comportamientos de las Cuentas Corriente y Capital y Financiera son prácticamente opuestos (ver cuadro 1).

Mientras la **Cuenta Corriente** ha sido superavitaria, (2005-2012 y 2019), o deficitaria (2013-2018), la **Cuenta Capital y Financiera** ha tenido el signo contrario, con la excepción del año 2007 en el que ambas registran superávit.

Es decir, ambos saldos se compensan. En este lapso, el pico máximo de déficit en Cuenta Corriente (2017 con US\$ -17.052 mill) se da el mismo año que el segundo mayor superávit de la Cuenta Capital y Financiera (US\$28.005 mill), mientras que en 2016 sucede lo mismo, pero al revés, ya que aquí confluye el segundo máximo déficit del período de la Cuenta Corriente con el

máximo superávit de la Cuenta Capital y Financiera.

Cuadro 1 – Balance Cambiario Mill US\$ corr

|      | Cuenta Corriente | Cuenta Capital y Financiera | Variación de Reservas |
|------|------------------|-----------------------------|-----------------------|
| 2005 | 9.284            | -437                        | 8.847                 |
| 2006 | 10.770           | -7.356                      | 3.414                 |
| 2007 | 12.565           | 520                         | 13.085                |
| 2008 | 15.530           | -15.519                     | 12                    |
| 2009 | 9.379            | -8.003                      | 1.375                 |
| 2010 | 10.885           | -6.727                      | 4.159                 |
| 2011 | 4.295            | -10.404                     | -6.109                |
| 2012 | 3.808            | -7.113                      | -3.305                |
| 2013 | -13.322          | 1.497                       | -11.825               |
| 2014 | -2.422           | 3.617                       | 1.196                 |
| 2015 | -11.730          | 6.824                       | -4.906                |
| 2016 | -15.574          | 29.885                      | 14.311                |
| 2017 | -17.052          | 28.005                      | 14.556                |
| 2018 | -11.329          | 15.886                      | 11.317                |
| 2019 | 6.277            | -32.384                     | -21.375               |

### 4. Cuenta Corriente Cambiaria

La balanza de cuenta corriente registra las transacciones reales de:

- “bienes” (balanza comercial) y “servicios” (balanza de servicios),
- “ingreso primario” de rentas de inversión directa (utilidades y dividendos) y de cartera (intereses), remuneración de empleados e ingresos netos que producen los activos de reservas, y
- “ingreso secundario” por pagos o cancelación de obligaciones a organismos internacionales, retenciones de impuestos a las ganancias a beneficiarios del exterior, y transferencias personales.

Se observa en el gráfico 1 que los saldos de la Cuenta Corriente Cambiaria, entre los años 2005-2012, y 2019, fueron superavitarios, alcanzando el pico máximo en 2008, con US\$15.530 millones. Esto responde en su primera etapa a un contexto internacional favorable, principalmente entre los años 2003 y 2008, sin embargo, desde 2013 hasta la

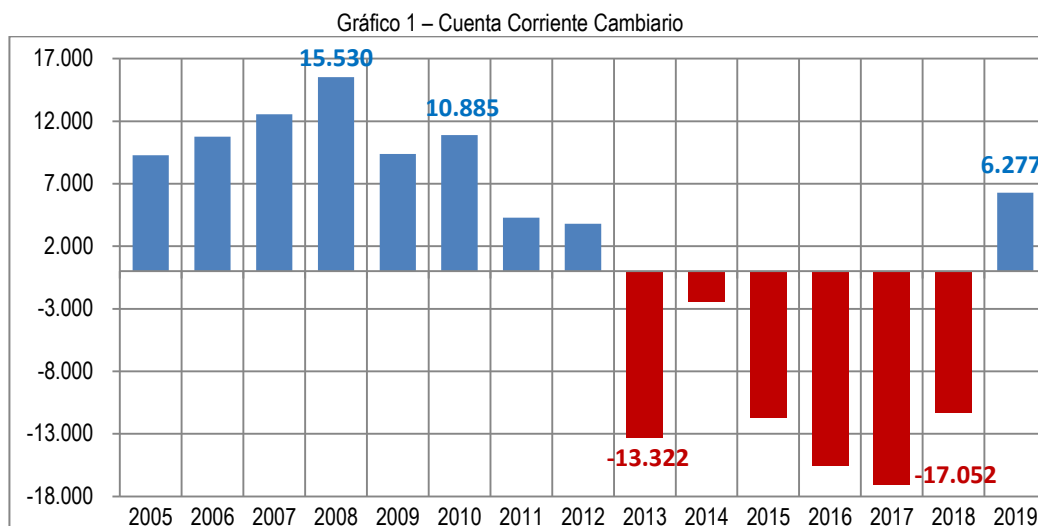
<sup>2</sup> Las fuentes de los datos para los cuadros que se adjuntan en el texto son de las publicaciones del BCRA:

[http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Mercado\\_de\\_cambios.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Mercado_de_cambios.asp)

<sup>3</sup> Los ingresos de fondos se informan con signo positivo mientras que las salidas de fondos se informan con signos negativos. En términos netos, todos los valores positivos implican un ingreso de moneda extranjera y todos los valores negativos implican una salida de moneda extranjera.

fecha la situación se revierte y registra saldos deficitarios, alcanzando el más bajo nivel en 2017, con un déficit de U\$S -17.052 millones.

El año 2019 arroja un saldo superavitario de US\$6.277 millones, lo que significa una reversión significativa del déficit que se inicia en el año 2017. Esto fue producto de las mega devaluaciones de principios del 2018 y 2019, y su consecuencia de aumento de exportaciones y reducción de importaciones, que triplico el superávit del balance de bienes y redujo casi a la mitad el déficit del balance de servicios (ver cuadro 2 y 3).



## 5. Cuenta de Capital

Se refiere a la disposición neta de activos financieros no producidos o las transferencias de capital fijo o dinero sin que medie contraprestación. O sea están vinculadas a la adquisición o enajenación de activos fijos, como recursos naturales, y otros activos inmateriales no producidos que pueden utilizarse en la producción de bienes y servicios.

Por ejemplo, las transacciones en las que tiene lugar el “traspaso de los derechos de propiedad económica de, entre otros, derechos de pesca, derechos minerales y espacio aéreo y electromagnético, los pases de deportistas, patentes, derechos de autor, concesiones, arrendamientos, marcas registradas, logotipos y dominios de Internet” se consideran de activos financieros no producidos. No se registran aquí los servicios que generan estos activos que se incluyen solamente en la balanza de servicios.

## 6. Cuenta Financiera Cambiaria

Es representativa de las necesidades de financiamiento externo neto y registra los ingresos y egresos de dólares sin contrapartida de bienes o servicios (acciones, obligaciones, propiedad de inmuebles, préstamos). Allí se registran los dólares que entran al país (principalmente inversiones o préstamos privados y públicos) y restan los que salen (uno de ellos la tristemente famosa “fuga de capitales”).

Al ser necesidades de financiamiento tiene generalmente un comportamiento opuesto a la cuenta corriente cambiaria. Comprende las siguientes partidas: inversiones directas, inversiones de cartera, compra venta de obligaciones, operaciones con OFI, formación de activos externos, y operaciones del sector público.

Se observa en el Cuadro 1 que en el 2005-2012 la cuenta registra saldos deficitarios, a excepción del año 2007 en el que se observa un leve superávit. El déficit más elevado se dio en 2008, cuando se registró U\$S -15.519 millones de pérdida.

A partir del año 2013, los saldos superavitarios crecen hasta alcanzar casi el nivel US\$58.000 millones el 2016/17 (sumado ambos años). La causa principal se encuentra en el endeudamiento asumido por el Gobierno en ese lapso para compensar los fuertes déficits de cuenta corriente que ya se estaban manifestando.

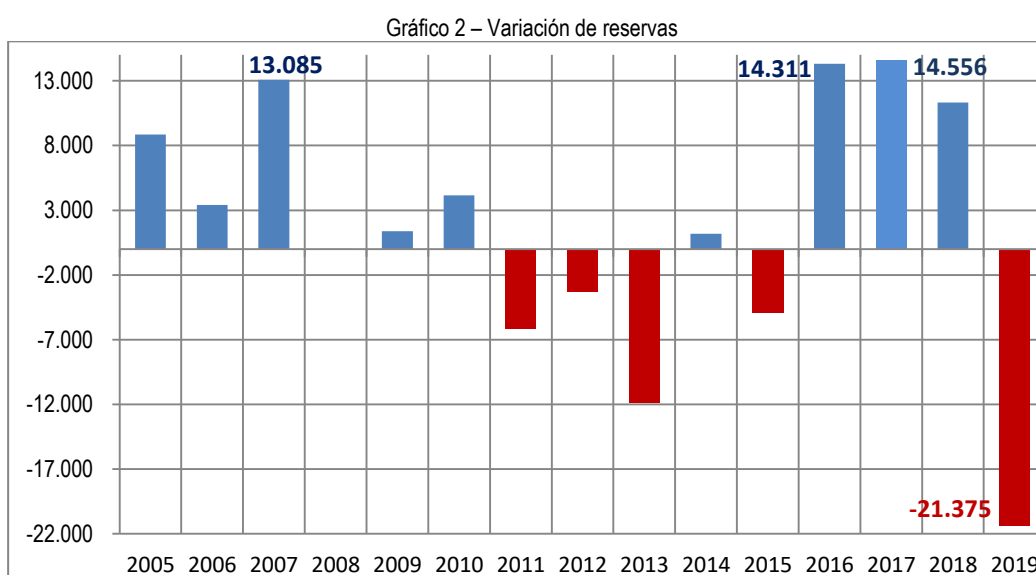
Así fue que en el 2019 registró el déficit más alto de todo el periodo con US\$ -32.384 como consecuencia de una fuga neta de capitales (y masiva) por casi US\$27.000 millones, además de amortización de préstamos, que no pudo ser compensada por las operaciones del FMI (se explica en ítem 9).

## 7. Variación de reservas

*Es una cuenta de compensación que se registra en base a la conjunción de las cuentas corriente y capital-financiera (ver gráfico 2).*

Se observa que hasta 2010 los superávits en la Cuenta Corriente han sido superiores a los déficits de la Cuenta Capital y Financiera (el país pudo mejorar su posición de reservas internacionales).

Luego se observaron oscilaciones entre superávits y déficits, hasta que en el 2016/18 se lograron los mayores aumentos de reservas del periodo (ingreso de fondos por endeudamiento). Por su parte, el 2019 arrojó una variación de reservas Internacionales negativa de US\$ -21.375<sup>4</sup>, la mayor del periodo estudiado, cuyas causas fueron expuestas en el capítulo anterior.



## 8. Comportamiento de las subcuentas

La variación negativa de las reservas Internacionales del 2019 (US\$ -21.375 mill), según el Balance cambiario (cuadro 2) se ve inducido por el comportamiento negativo de la Cuenta Capital y Financiera, que registró una variación de US\$ -32.384 millones, y del superávit de la Cuenta Corriente de US\$6.277 (ver pie de página 4).

Dentro de la Cuenta Corriente se destaca el comportamiento del “balance de Bienes” (o balanza comercial), que se compone de exportaciones menos importaciones (se informa en ítem 9.1), que registra en el 2019 un superávit de US\$23.444 millones (cuadro 2). En tanto que el “balance de Servicios” es deficitario en US\$ -5.482 millones, igual que la cuenta de Ingresos primarios, que se compone de “intereses, renta, utilidades y dividendos” por US\$ -11.862 millones (básicamente por pagos de intereses de bonos y títulos del gobierno nacional).

En lo referente a la Cuenta Capital y Financiera Cambiaria (cuadro 2), se observa un importante aumento del déficit en 2019 en la Cuenta financiera, al superar un -204% los valores de 2018, alcanzando los US\$ -32.384 millones.

<sup>4</sup> En los años 2016 al 19 se incluyó un nuevo concepto en el BC que se denominó “Concepto no informado por el cliente (neto)”, concepto que a partir del 2017 no fue obligatorio informar, y que hay que sumar a las Reservas para obtener su monto. Por eso en esos años puede parecer en el cuadro que las cifras de reserva no cuadran con la diferencia entre la cuenta corriente y la financiera.

Cuadro 2 – Balance Cambiario – Mill US\$ Corr

|                              | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Cta Cte Cambiaria</b>     | <b>-11.730</b> | <b>-15.574</b> | <b>-17.052</b> | <b>-11.329</b> | <b>6.277</b>   |
| Bienes                       | 3.547          | 8.093          | 4.028          | 8.323          | 23.444         |
| Servicios                    | -8.379         | -9.004         | -10.847        | -9.460         | -5.482         |
| Ingreso Primario             | -6.939         | -15.095        | -10.605        | -10.486        | -11.862        |
| Ingreso Secundario           | 41             | 433            | 372            | 293            | 177            |
| <b>Cta Capital y Financ</b>  | <b>6.824</b>   | <b>29.885</b>  | <b>28.005</b>  | <b>15.886</b>  | <b>-32.384</b> |
| Cuenta Capital               | 78             | 136            | 188            | -76            | 125            |
| Cuenta financiera            | 6.746          | 29.749         | 27.817         | 15.962         | -32.510        |
| <b>Variación de Reservas</b> | <b>-4.906</b>  | <b>14.311</b>  | <b>14.556</b>  | <b>11.317</b>  | <b>-21.375</b> |

## 9. Comportamiento balance cambiario 2019

### 9.1 Cuenta Corriente Cambiaria

Empecemos por la **balanza comercial** de bienes (cuadro 3), siempre medida en términos de billetes efectivamente comprados o vendidos.

La **1.balanza de “bienes”** (cobros de exportaciones menos pagos de importaciones), en su partida de “cobro de exportaciones” mantiene un promedio cercano a los US\$56.000 en el periodo 2015/19, excepto en el 2018 que caen un -12% de la línea de tendencia, posiblemente por la caída de las exportaciones de cereales a causa de la sequía de ese año.

En el 2019, esta balanza es positiva en US\$23.444 millones. Hemos cobrado más dólares de los que pagamos, por lo que el balance es positivo. Por ejemplo:

**1.1** los cobros por exportaciones totalizaron US\$57.747 millones, mostrando un alza de 13%, respecto el 2018, y

**1.2** los pagos por importaciones ascendieron a US\$ -34.303 millones, implicando una caída negativa menor que el año anterior del 20%. En este caso la recesión sumada a las devaluaciones, que encarecen las importaciones, explican ese comportamiento.

Cuadro 3 – Balance Cuenta Corriente Cambiario – Mill US\$ Corr

|                             | 2.015          | 2.016          | 2.017          | 2.018          | 2.019          |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Cta Cte Cambiaria</b>    | <b>-11.730</b> | <b>-15.574</b> | <b>-17.052</b> | <b>-11.329</b> | <b>6.277</b>   |
| <b>1 Bienes</b>             | <b>3.547</b>   | <b>8.093</b>   | <b>4.028</b>   | <b>8.323</b>   | <b>23.444</b>  |
| 1.1 Cobro de exportaciones  | 57.012         | 58.081         | 58.600         | 50.998         | 57.747         |
| 1. 2 Pagos de importaciones | -53.465        | -49.988        | -54.572        | -42.675        | -34.303        |
| <b>2 Servicios</b>          | <b>-8.379</b>  | <b>-9.004</b>  | <b>-10.847</b> | <b>-9.460</b>  | <b>-5.482</b>  |
| 2.1 Ingresos                | 7.250          | 9.411          | 9.575          | 7.716          | 8.333          |
| 2.2 Egresos                 | -15.628        | -18.415        | -20.422        | -17.177        | -13.815        |
| <b>3 Ingreso Primario</b>   | <b>-6.939</b>  | <b>-15.095</b> | <b>-10.605</b> | <b>-10.486</b> | <b>-11.862</b> |
| 3.1 Intereses               | -6.644         | -11.989        | -8.440         | -9.282         | -10.967        |
| 3.2 Utilidades y dividendos | -294           | -3.106         | -2.166         | -1.204         | -895           |
| <b>4 Ingreso Secundario</b> | <b>41</b>      | <b>433</b>     | <b>372</b>     | <b>293</b>     | <b>177</b>     |
| 4.1 Ingresos                | 614            | 974            | 782            | 814            | 731            |
| 4.2 Egresos                 | -573           | -542           | -410           | -521           | -554           |

En la **2.balanza de “servicios”** el déficit es permanente en todo el período 2015/19. Se destaca el año 2017 con una diferencia negativa de US\$ -10.847 millones producto de un “egreso” de fondos de US\$ -20.422 millones y de un “ingreso” de US\$9.575 millones.

Esta partida recoge las importaciones o exportaciones de servicios que se pueden prestar a no residentes como, por ejemplo, los relacionados con transportes o los servicios financieros. Seguramente el turismo ejerció una alta ponderación teniendo en cuenta el atraso que ya registraba ese año el tipo de cambio y que favorecía comparativamente los viajes al exterior.

En el año 2019 los servicios registran un déficit de US\$ -5.482 millones, consecuencia de las devaluaciones y su impacto en la caída del turismo y fletes. El ingreso neto fue de US\$8.333 millones, y el egreso de US\$ -13.815 millones. Ese resultado se explicó básicamente por:

**2.1** ingresos netos por servicios empresariales, profesionales y técnicos en alrededor de US\$ 3.027 millones, y por turismo y viajes en unos US\$1.926 millones (recuperación del turismo internacional), y

**2.2** egresos netos por turismo y viajes por US\$6.570 millones; fletes, seguros y otros servicios en unos US\$1.238 millones, y servicios empresariales US\$1.766 millones.

En síntesis, la suma de la **1+2 “balanza comercial de bienes y servicios”** es positiva en US\$17.962 millones (23.444 de bienes y -5.482 de servicios) - ver cuadro 3-.

Para llegar a la **cuenta corriente** 2019 (el *resultado externo*) falta considerar los siguientes movimientos de lo que se llama ingreso primario y secundario que suman en el año 2019 un déficit entre ambas de US\$ -11.685 (-11.862 de ingresos primarios y +177 de secundarios).

En la cuenta de **3.Ingreso primario** sus subcuentas son deficitarias.

Los **3.1** intereses con ingresos de US\$3.033 millones pero con egresos de US\$ -14.000 millones, lo que da un saldo de US\$ -10.967 millones. Sus principales egresos son:

- los pagos de intereses del sector público sumaron US\$ -11.332 millones, y
- los pagos a los OFI y el FMI por US\$ -2.668 millones.

Las **3.2** utilidades y dividendos y otras rentas, por su parte, tiene saldo negativo de US\$ -895 millones, y se destacan:

- los giros netos de utilidades y dividendos remitidos al exterior de las empresas privadas a través del mercado de cambios alcanzaron a US\$ -901 millones, con una reducción de 25% respecto 2018 (quizás por las mayores trabas oficiales para hacerlo), destacándose los pagos de empresas de comunicaciones, automotriz, alimentos, químicos, caucho y plástico, maquinaria y equipos, y metales.

Por lo tanto, en total el **superávit de cuenta corriente del BC** 2019 (suma de balanza comercial de bienes y servicios más ingreso primario y secundario) implicó un ingreso de billetes de US\$6.277 millones (ver cuadro 3).

La mejora de la cuenta corriente con el superávit señalado, después de 3 años con saldo negativo, reflejó en primer lugar, la baja abrupta de las importaciones (por devaluación y recesión) del 20%, y el incremento de exportaciones del 13% (por mejoras del tipo de cambio real), y además la caída del pago de servicios que fue de US\$ -3.400 millones, o sea, 20% menos que el año precedente.

## **9.2 Cuenta Capital y Financiera**

Los déficits en la Cuenta Corriente inevitablemente han de ser financiados con saldos superavitarios en la Cuenta Capital y Financiera, lo que se conoce como entradas netas de capital. Se puede observar en el cuadro 4 la estructura de la cuenta financiera que contempla todas aquellas partidas significativas del movimiento financiero.

Este ingreso de capitales normalmente tiene su origen en *inversión directa extranjera* o en la *toma de préstamos*, es decir, **deuda externa**. Como se describirá a continuación, el caso argentino del periodo 2015/19 da cuenta de que es la segunda opción la que se constituye como la principal fuente de financiamiento.

En el año 2016 se ejecutaron una serie de reformas que forjaron un nuevo régimen macroeconómico, basado en la apertura a los movimientos de capitales internacionales, tanto de residentes como de no residentes. Este mecanismo, que era posible llevar a la práctica debido a los bajos niveles de endeudamiento de la economía argentina, permitió financiar el déficit de cuenta corriente del balance cambiario.

Sobre fines del periodo el gran protagonista fue el FMI que produjo un financiamiento que significó un ingreso de dólares de US\$44.490 millones.

Cuadro 4 – Balance Cuenta Capital y Financiera – Mill US\$ Corr

|                                                | 2015         | 2016          | 2017          | 2018          | 2019           |
|------------------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Cta Capital y Financ</b>                    | <b>6.824</b> | <b>29.885</b> | <b>28.005</b> | <b>15.886</b> | <b>-32.384</b> |
| <b>Cuenta Capital</b>                          | <b>78</b>    | <b>136</b>    | <b>188</b>    | <b>-76</b>    | <b>125</b>     |
| <b>Cuenta financiera</b>                       | <b>6.746</b> | <b>29.749</b> | <b>27.817</b> | <b>15.962</b> | <b>-32.510</b> |
| 1 Inversión directa de no residentes           | 1.334        | 2.523         | 2.362         | 2.424         | 2.461          |
| 2 Inversión de portafolios de no residentes    | -47          | 1.539         | 9.933         | -6.184        | -4.514         |
| 3 Préstamos financ, tít deuda y líneas de créd | -1.120       | 12.176        | 10.207        | -456          | -7.221         |
| 4 Operaciones con el FMI                       | -            | -             | -             | 28.264        | 16.226         |
| 5 Préstamos de otros Org. Int. y bilat         | 7.526        | -1.592        | 643           | 10.459        | -394           |
| 6 Formación de activos externos del SPNF       | -8.520       | -9.951        | -22.148       | -27.230       | -26.870        |
| 7 Operaciones de canje por transf al exterior  | -18          | -8.200        | -13.371       | -141          | 5.565          |
| 8 Formación de activos externos del SF         | -417         | -2.764        | 1.557         | -2.802        | 728            |
| 9 Formación de activos externos sec público    | 307          | 1.450         | 4.667         | 6.086         | 2.196          |
| 10 Compra-venta de títulos valores             | 826          | -1.116        | 608           | -6.025        | -8.829         |
| 11 Otras operaciones del sector público (neto) | -3.983       | 25.267        | 26.676        | 8.887         | -11.692        |
| 12 Otros movimientos netos                     | 10.856       | 10.418        | 6.682         | 2.681         | -167           |

En el año 2019 el saldo de la cuenta financiera del BC fue de US\$ -32.510 millones. La fuga de capitales (formación de activos externos del SPNF) fue determinante con un saldo negativo de US\$ -26.870 millones y también las amortizaciones de deuda del gobierno nacional (US\$ -11.692 millones).

En suma, la cuenta corriente, comentada en 9.1, fue superavitaria en casi US\$6.300 millones, pero salieron dólares por US\$ -32.500 millones. Hay también ingresos por US\$4.700 millones, cuyo “concepto no fue informado por los clientes”, lo que da un resultado negativo de US\$ -21.375 millones. Simplificando, 32,5 que se nos fueron por distintas razones (80% fuga de capitales), y 6,3 netos que recibimos por actividades reales, produjeron una baja de caja de 21,4 que no lo tenemos más (hubieran sido 26,2 si no fuera por los 4,7 de esa cuenta especial), básicamente porque lo gastamos en turismo, intereses de la deuda y de paso fugamos capitales.

Sobre la base siempre del **año 2019**, en la Cuenta Financiera se destacan las siguientes sub cuentas:

1. *Inversión directa de no residentes*, conocida como IED (partida que debía registrar la lluvia de “inversiones”) no registra movimientos importantes, en 2019 fue de US\$2.461 mill, la mayoría seguramente reinversión de utilidades.
2. *Inversión de portafolios de no residentes* (básicamente carry trade<sup>5</sup>), que el año 2017 registraba un superávit de US\$9.933 millones, mientras que en los 2 años siguientes pasó a ubicarse en posición deficitaria (egresos de capitales muy superiores a los ingresos).
3. *Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito*, comprenden operaciones de endeudamiento y cancelación de capital registradas por las entidades autorizadas a operar en cambios<sup>6</sup>. Esta partida experimentó un considerable incremento en el 2016 y 2017, al revertir la tendencia decreciente de los años anteriores, pero ya en el 2018 y 2019 registra un retroceso significativo al posicionarse en una situación altamente negativa (US\$ -7.221 mill en 2019).
4. *Las operaciones con el FMI*<sup>7</sup> recién se hacen notar en el 2018 y 2019, a partir del acuerdo logrado, con un monto de US\$44.490 millones sumando ambos años.

<sup>5</sup> La bicicleta financiera argentina es vender dólares, pasarse a pesos y ganar con la tasa de inversión en pesos, o también tomar dinero prestado en moneda extranjera y colocarlo a moneda local a una tasa superior. La bicicleta en esos años funcionaba así: traer dólares, cambiarlos a pesos, invertir en Lebacs, ganar 2,2% en un mes, reconvertirlo en dólares a la misma tasa original y luego sacar el dinero.

<sup>6</sup> Los ingresos por colocación de deuda y sus pagos de capital correspondientes al Gobierno Nacional se incluyen en “Otras operaciones del sector público nacional”.

<sup>7</sup> No incluyen las liquidaciones a través del Mercado de Cambios de préstamos de Organismos Internacionales depositados cuyo ingreso fue registrado en “Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales” en el momento del desembolso ni operaciones del Tesoro Nacional que se hayan cursado de manera directa con su cuenta operativa en el BCRA.

5. Las *operaciones con organismos internacionales* también son importantes en el 2018 con casi US\$10.500 millones, posiblemente como parte de los acuerdos complementarios con el Fondo.

6. *Formación de activos externos del sector privado no financiero SPNF*, comúnmente conocido como “**fuga de capitales**”, que se compone fundamentalmente de la compra de billetes de particulares, en los últimos años ha experimentado incrementos considerables del déficit, con US\$ -94.700 millones en los 5 años del periodo (acentuados en los último 3 años). Tuvo alguna reducción en el último año producto del impacto de las devaluaciones y la recuperación del tipo de cambio real.

7. Las *Operaciones de canje por transferencias con el exterior* después de ser netamente deficitarias hasta 2017 pasaron a una posición superavitaria el año pasado (US\$ +5.565 mill).

8/9. *Formación de activos externos del sector financiero SF o del sector público*, son los activos colocados en el exterior por esos sectores bajo la forma de depósitos, inversiones o préstamos a no residentes. No se destacaron mucho los primeros y recién los últimos años los segundos.

10 *Compra venta de títulos valores* pasó a registrar déficit partir del 2018 profundizado el pasado año con US\$ -8.829 millones.

11. *Otras operaciones del sector público*, que incluye los ingresos netos por colocación de deuda y sus pagos de capital correspondientes al Gobierno Nacional, además de compra y venta de divisas al sector privado, que transformó el superávit de US\$26.676 millones del 2017 en un déficit de US\$ -11.692 millones el año pasado.

#### 10. Balance cambiario 2016/19

En base a este instrumental teórico, y el cuadro 5 (última columna), podemos realizar un análisis de lo sucedido en el periodo **2016/19** en materia de sector externo:

Cuadro 5 – Balance Cambiario – Mill US\$ Corr

|                                              | 2.015         | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2016/19        |
|----------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Cta Cte Cambiaria</b>                     | <b>-11730</b> | <b>-15.574</b> | <b>-17.052</b> | <b>-11.329</b> | <b>6.277</b>   | <b>-37.679</b> |
| <b>Bienes</b>                                | <b>3.547</b>  | <b>8.093</b>   | <b>4.028</b>   | <b>8.323</b>   | <b>23.444</b>  | <b>43.888</b>  |
| Cobro de exportaciones                       | 57.012        | 58.081         | 58.600         | 50.998         | 57.747         | 225.426        |
| Pagos de importaciones                       | 53.465        | 49.988         | 54.572         | 42.675         | 34.303         | 181.538        |
| <b>Servicios</b>                             | <b>-8.379</b> | <b>-9.004</b>  | <b>-10.847</b> | <b>-9.460</b>  | <b>-5.482</b>  | <b>-34.793</b> |
| Ingresos                                     | 7.250         | 9.411          | 9.575          | 7.716          | 8.333          | 35.035         |
| Egresos                                      | 15.628        | 18.415         | 20.422         | 17.177         | 13.815         | 69.829         |
| <b>Ingreso Primario</b>                      | <b>-6.939</b> | <b>-15.095</b> | <b>-10.605</b> | <b>-10.486</b> | <b>-11.862</b> | <b>-48.048</b> |
| Intereses                                    | -6.644        | -11.989        | -8.440         | -9.282         | -10.967        | -40.678        |
| Utilidades y dividendos                      | -294          | -3.106         | -2.166         | -1.204         | -895           | -7.370         |
| <b>Ingreso Secundario</b>                    | <b>41</b>     | <b>433</b>     | <b>372</b>     | <b>293</b>     | <b>177</b>     | <b>1.275</b>   |
| Ingresos                                     | 614           | 974            | 782            | 814            | 731            | 3.302          |
| Egresos                                      | 573           | 542            | 410            | 521            | 554            | 2.027          |
| <b>Cta Capital y Financiera</b>              | <b>6.824</b>  | <b>29.885</b>  | <b>28.005</b>  | <b>15.886</b>  | <b>-32.384</b> | <b>41.392</b>  |
| <b>Cuenta Capital</b>                        | <b>78</b>     | <b>136</b>     | <b>188</b>     | <b>-76</b>     | <b>125</b>     | <b>373</b>     |
| <b>Cuenta financiera</b>                     | <b>6.746</b>  | <b>29.749</b>  | <b>27.817</b>  | <b>15.962</b>  | <b>-32.510</b> | <b>41.018</b>  |
| Inversión directa de no residentes           | 1.334         | 2.523          | 2.362          | 2.424          | 2.461          | 9.770          |
| Inversión de portafolios de no residentes    | -47           | 1.539          | 9.933          | -6.184         | -4.514         | 774            |
| Préstamos financ, tít deuda y líneas de créd | -1.120        | 12.176         | 10.207         | -456           | -7.221         | 14.707         |
| Operaciones con el FMI                       | -             | -              | -              | 28.264         | 16.226         | 44.490         |
| Préstamos de otros Org. Int. y bilat         | 7.526         | -1.592         | 643            | 10.459         | -394           | 9.116          |
| Formación de activos externos del SPN        | -8.520        | -9.951         | -22.148        | -27.230        | -26.870        | -86.198        |
| Operaciones de canje por transf al exterior  | -18           | -8.200         | -13.371        | -141           | 5.565          | -16.147        |
| Formación de activos externos del SF         | -417          | -2.764         | 1.557          | -2.802         | 728            | -3.282         |
| Formación de activos externos sec público    | 307           | 1.450          | 4.667          | 6.086          | 2.196          | 14.400         |
| Compra-venta de títulos valores              | 826           | -1.116         | 608            | -6.025         | -8.829         | -15.362        |
| Otras operaciones del sector público (neto)  | -3.983        | 25.267         | 26.676         | 8.887          | -11.692        | 49.139         |
| Otros movimientos netos                      | 10.856        | 10.418         | 6.682          | 2.681          | -167           | 19.613         |
| <b>Variación de Reservas</b>                 | <b>-4906</b>  | <b>14.311</b>  | <b>14.556</b>  | <b>11.317</b>  | <b>-21.375</b> | <b>18.809</b>  |

Hasta mediados del 2018 (cuando se produjo la primer mega devaluación) se observa como operó la presión oferente del sector público (venta de divisas) con los ingresos de “otras operaciones del sector público”, incluso con el financiamiento recibido del FMI, que mantuvo barato el tipo de cambio, y alimentó la demanda del sector privado para comprar más fuera del país, viajar o a ahorrar en divisas.

A partir de esa fecha, funcionó al revés y el sector privado lideró la compra de divisas que con su demanda excedente mantuvo el dólar con rápido crecimiento. Por lo tanto se pueden sacar como conclusión algunas referencias.

***El balance cambiario muestra un drenaje de las divisas comerciales.*** De acuerdo a los datos del cuadro 5 (última columna), el saldo de cuenta corriente acumula un déficit de US\$ -37.679 millones durante la gestión 2016/19. La balanza comercial tuvo una performance mediocre como para cubrir las necesidades de financiamiento del país. El saldo alcanzó los US\$43.888 millones, aunque recién en el 2019 se produjo una gran recuperación (el 53% del total del periodo) a partir de las devaluaciones.

Todo como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, el atraso cambiario, la apertura del mercado de capitales y hasta algunos problemas climáticos (agro).

Por el lado del balance de servicios la tendencia fue negativa (US\$ -34.793 millones). La apreciación cambiaria incentivó a los turistas, hasta mediados 2018, a viajar al exterior, a la vez que hacen del país un destino caro para visitantes extranjeros. Este deterioro del saldo por cuenta corriente se ve potenciado por el pago de intereses y el envío de utilidades y dividendos por parte de las empresas extranjeras radicadas en el país.

Entre ambos balances en el año 2019 se produjo un superávit de US\$ 9.095 millones, insuficiente para hacer frente a las obligaciones externas. Si agregamos todas las cuentas del balance de cuenta corriente, como se mencionó en el primer párrafo, el déficit asumió un monto de US\$ -37.679 millones. *Un síntoma de que argentina gasta más de lo que produce.*

***El déficit mencionado es más que compensado por las divisas que ingresan del lado financiero.*** Durante el gobierno de MM, el déficit de cuenta corriente fue financiado con un superávit de cuenta capital y financiera que suma US\$41.392 millones. Eso permitió una recomposición de las reservas internacionales en poder del BCRA, que aumentaron en US\$18.809 millones<sup>8</sup>.

El diseño de la política económica favoreció esta dinámica. El sesgo contractivo de la política monetaria ofreció tasas interesantes para el inversor extranjero (carry trade, hasta que perdió por subas del dólar), mientras que el déficit fiscal, aun cuando se redujo, siempre se financió con deuda.

Esto es evidente al observar la cuenta de variación de reservas del cuadro 5, de cómo la crisis económica del 2019 se llevó la suma de US\$ -21.375 millones del total de las reservas agregadas en los 3 años anteriores.

***El endeudamiento fue la principal fuente de capitales.*** Concretamente, el saldo de la cuenta “préstamos financieros, títulos de deudas y líneas de crédito” fue de US\$14.707 millones (los ingresos por este concepto fueron de US\$ 103.000 millones), en tanto que las “operaciones con el FMI” sumaron US\$ 44.490 millones (los dos últimos años).

Las “inversiones de portafolio” (lo que se conoce como inversión especulativa) si bien terminaron equilibradas, en el periodo ingresaron por US\$38.000 millones. Bajo el rubro “otras operaciones del Sector Público” ingresaron casi US\$49.139 millones que, en gran medida, se explican en la emisión de deuda en el mercado externo y la suscripción en dólares de títulos locales.

Por otro lado, Argentina recibió apenas US\$9.770 millones en concepto de “lluvia” de inversión extranjera directa. Cabe aclarar que parte importante de la IED en el país tiene

---

<sup>8</sup> Para llegar a ese monto hay que agregar a las reservas la cuenta de “Concepto no informado por el cliente (neto)” que llega a US\$ 15.096 millones.

origen en la reinversión de utilidades, con lo cual no queda reflejada en el balance cambiario.

**La compra de divisas del sector privado siempre vigente.** Pero el gran drenaje de divisas se produjo en el concepto de “formación de activos externos del sector público no financiero SPNF”, popularmente conocido como “fuga de capitales”, que logró la suma de US\$ -86.198 millones. Así comparando la suma de las partidas de Operaciones del sector público y Operaciones con el FMI llegamos a US\$ 93.690 millones, montos similares a la “fuga de capitales”, o sea se puede concluir que ese endeudamiento solamente sirvió para financiar los viajes, turismo, atesoramiento, etc. de ciertos sectores sociales del país.

**La dinámica del balance cambiario es impensada.** La cuenta corriente fue afectada por la debilidad de la demanda externa, la apreciación real del tipo de cambio y la normalización de los flujos de divisas tras el fin del cepo. En tanto, tanto el sector público como el privado se aprovecharon de la apertura financiera tras el fin del default para financiarse en el exterior a tasas más bajas que en el pasado. Mientras tanto, la compra de divisas con motivo de atesoramiento se mantuvo vigente, sobre todo en el pequeño ahorrista que siempre ve en el dólar un “seguro” de cambio<sup>9</sup>.

Los riesgos de este diseño son claros. Dudas sobre la solvencia fiscal o cambios repentinos en las expectativas de devaluación, como finalmente pasó, interrumpieron el flujo de capitales y nos llevaron nuevamente al infierno.

-----

---

<sup>9</sup> Ver <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2020/05/136-fuga-capitales.pdf>