

INFOGRAFÍAS

POR ENDEUDAMIENTO CAPITALES DE CORTO PLAZO:

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones

Coordinador: Santiago Fraschina

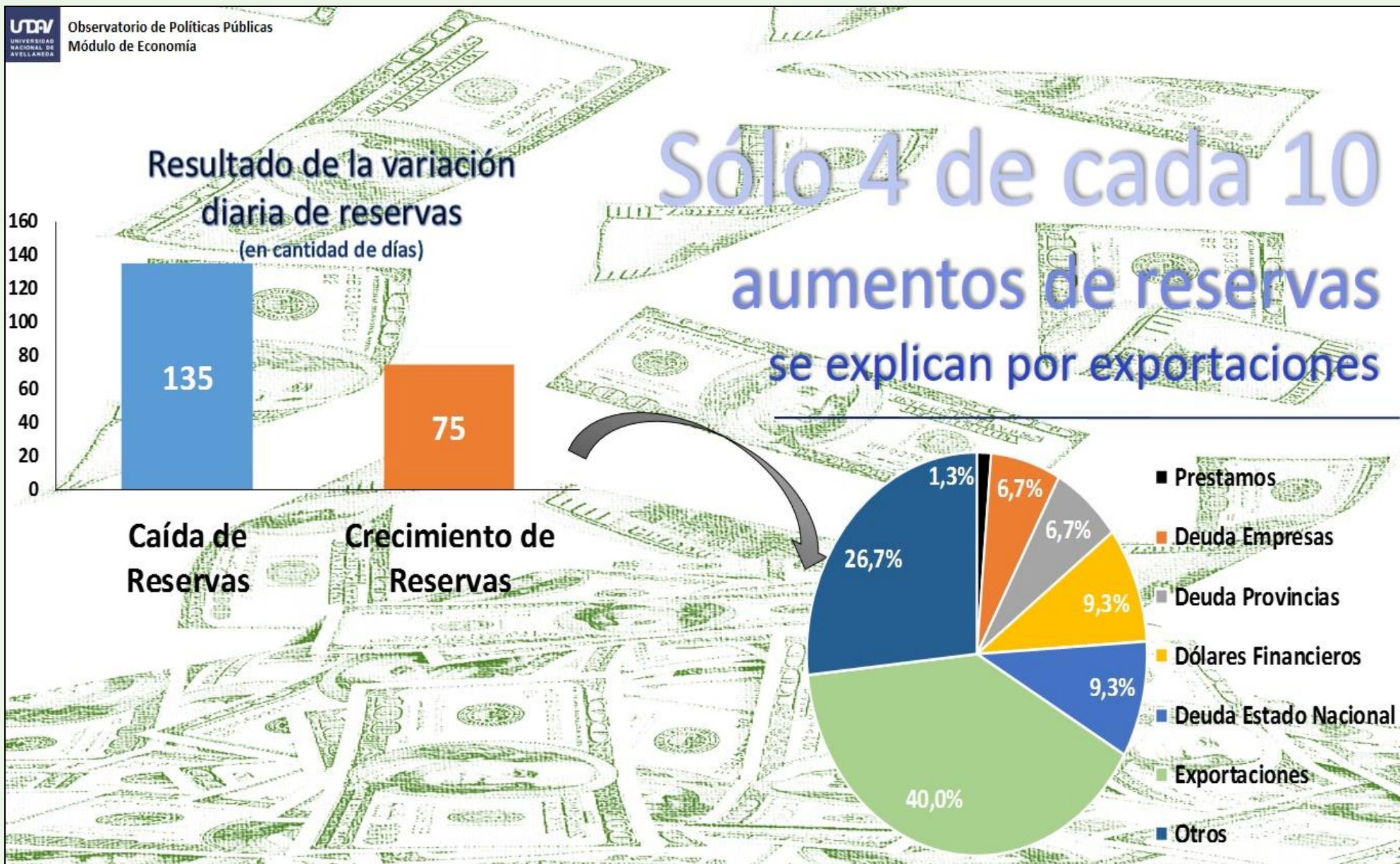
UDAV
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
AVELLANEDA

**OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
MODULO DE “POLÍTICAS ECONÓMICAS”**



ENDEUDAMIENTO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones.



ENDEUDAMIENTO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones.

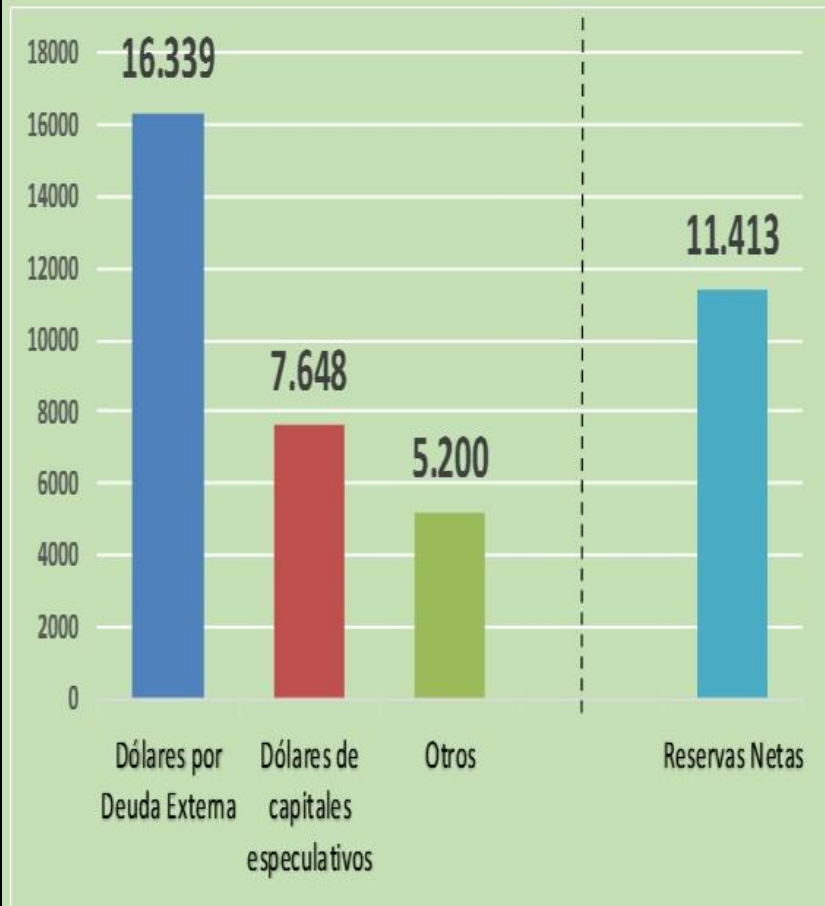
Concepto	Cantidad de días	Monto Variación de Reservas (en millones de dólares)	Porcentaje
Deuda Estado Nacional	7	16.864,8	50,8%
Dólares Financieros	7	7.255,4	21,8%
Deuda Provincias	5	3.814,6	11,5%
Exportaciones	30	3.460,7	10,4%
Deuda Empresas	5	1.603,9	4,8%
Préstamos	1	156,6	0,5%
Otros	20	50,1	0,2%
Total general	75	33.206,1	

Los aumentos de reservas

Se explican sólo en un 10% por incrementos en las exportaciones

ENDEUDAMIENTO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones.



Las reservas netas

representan
en la actualidad

menos del 30%
de las reservas totales

POR ENDEUDAMIENTO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones

Introducción.

La economía argentina transcurrió los últimos años con una acuciante escasez de divisas, producto de los cuellos de botella estructurales y la restricción externa. Tal es así, que en 2015 la pérdida de dólares “por goteo” en concepto del dólar ahorro superó los U\$S 9.000 millones. Si al esquema de férrea administración de la cuenta de capitales se le suma un déficit turístico de U\$S 7.000 millones, una balanza energética negativa por U\$S 4.500 millones y un intercambio comercial negativo en la industria automotriz y autopartista por U\$S 9.000 millones, no es difícil ver que el régimen cambiario presentó enormes complejidades en un contexto de términos de intercambio volátil.

La nueva gestión, en contraste, decidió “cortar por lo sano” y liberalizar de cero a cien el mercado cambiario. Diversos analistas económicos ponderaron la salida del esquema de restricciones en el acceso a la divisa, ponderando principalmente las ventajas del librecambio y la estabilización de las reservas. Pero facilitar que cualquier persona pueda comprar dólares libremente y evitar que el problema de las reservas ocupe la primera plana de los principales diarios, no es una solución libre de costos en cuanto a la sustentabilidad del sistema económico. Es que, en los últimos meses, la contracara de la flexibilización del régimen cambiario fue un creciente incremento en los pasivos del estado nacional, a partir de un proceso de indiscriminada toma de deuda a corto, mediano y largo plazo.

Como se sabe, el flujo de divisas puede ingresar a los países por diferentes canales. En nuestro país, típicamente se registran ingresos por ventas comerciales al exterior (mayormente productos primarios), por inversiones de capitales (productivos o especulativos) o por endeudamiento en moneda extranjera. El modelo económico del gobierno anterior cimentó su etapa más fructífera en un elevado superávit comercial que le permitió desendeudar a la economía argentina, fortalecer la posición de reservas y financiar el proceso de desarrollo interno. Cuando los resultados comerciales comenzaron a languidecer, se vivió la etapa de mayor zozobra del modelo anterior, y se resolvió profundizar el esquema de administración del mercado cambiario. La nueva gestión implementó un paradigma radicalmente discordante. Los ingresos de divisas por ventas de nuestros productos al exterior perdieron participación sobre el total, mientras que la llegada de dólares golondrina y el endeudamiento estructurado por los estados provinciales y el estado nacional pasaron a ser el principal factor explicativo del ingreso de divisas.

En concreto, el año actual comenzó con una relativa estabilidad en la posición de reservas. En el mes de febrero se observó un primer salto grande, cuando se acordó un pase pasivo de 11 meses con un consorcio de bancos privados internacionales por U\$S 5.000 millones. Desde aquel entonces hasta inicios de octubre tuvo una trayectoria oscilante, pero con tendencia decreciente debido a



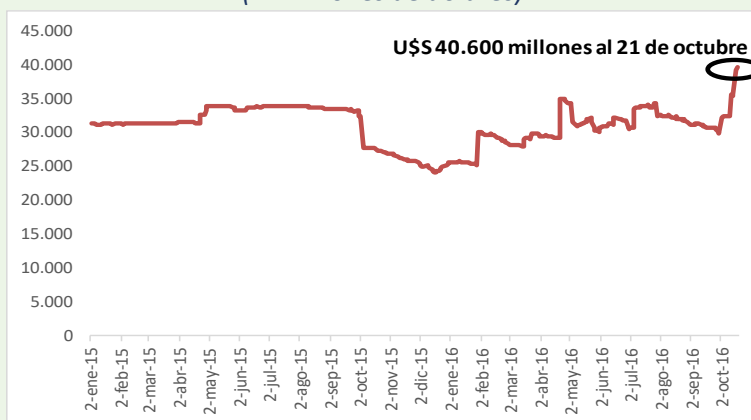
ENDEUDAMIENTO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones

que el ingreso de dólares financieros y toma de deuda no llegó a compensar la dinámica de la fuga de capitales. Así, el último día de septiembre se alcanzó un piso relativo donde se vulneró el umbral de los U\$S 30.000 millones, volviendo a niveles previos a los del préstamo con los bancos internacionales mencionado. A partir de entonces, se aceleró exponencialmente el proceso de endeudamiento en dólares, con el agregado de que el gabinete económico propició una mejora en el menú de instrumentos financieros para que el capital golondrina internacional encuentre en nuestro país buenas opciones de inversión de corto plazo¹. Con todo, en menos de un mes las reservas volvieron a registrar una suba importante de U\$S 10.000 millones, superando en la actualidad un total contabilizado de U\$S 40.000 millones. A continuación, se grafica la dinámica de reservas de los últimos dos años.

Posición de reservas en los dos últimos años

(En millones de dólares)



Fuente: BCRA

Los riesgos del nuevo modelo.

Como se comentaba en el apartado anterior, la transitoria abundancia de moneda extranjera en las arcas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) debe analizarse más en detalle. Es que, en la actualidad, la hoja de balance de la entidad monetaria rectora ha pasado a presentar un elevado grado de dependencia respecto de los dólares que ingresaron por inversiones de corto plazo o simplemente la emisión de deuda en el exterior. De profundizarse esta lógica, se puede empezar a gestar un vector de vulnerabilidad ante variaciones coyunturales en las condiciones financieras internas o movimientos abruptos en los capitales, por ejemplo, ante eventos disruptivos a nivel internacional que sean exógenos a la capacidad de acción de nuestro país. Principal atención se debe poner a los riesgos del nuevo esquema de generación y atesoramiento de dólares, en dos sentidos:

¹ Operatoria típicamente conocida como “carry trade”, donde los grandes fondos de inversión, en búsqueda de rentabilidades positivas que no encuentran en el mundo desarrollado, ingresan capitales a los países emergentes, los valorizan a una tasa alta y los vuelven a convertir (y a fugar) cuando las condiciones económicas se empeoran a tornar adversas.



ENDEUDAMIENTO Y CAPITALS DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones

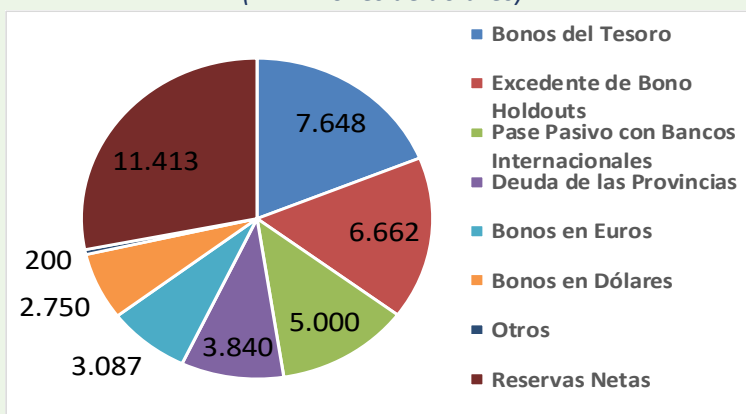
Por un lado, el ingreso de capitales especulativos se manifiesta a partir de la adquisición de posiciones en pesos, a corto plazo, y de alta liquidez. De esta manera, los fondos internacionales encuentran en nuestro país una variedad de instrumentos de deuda en moneda local, que les permite obtener una rentabilidad que no encuentran en las principales plazas financieras. La volatilidad en la entrada y salida de estos fondos es el principal riesgo, sobre todo en términos del impacto que eso puede generar sobre el tipo de cambio, en un esquema de flotación cuasi libre (no intervención del BCRA) como el actual. En números, el ingreso de divisas del exterior, que se convirtieron a pesos para la compra de instrumentos de deuda de corto y mediano plazo del estado nacional escala por sobre los U\$S 7.500 millones en lo que va del año.

El notable incremento de la deuda en moneda extranjera, que en 10 meses pasó del 12% del PBI a superar el 40%, puede implicar una dinámica perniciosa en el largo plazo. Es que el stock de deuda en moneda extranjera creció ampliamente en los primeros meses de la nueva gestión nacional, debido al retorno a los mercados de deuda estructurada a partir del pago a los holdouts. El “retorno a los mercados” no se habilitó solamente en la ventanilla de la administración central, ya que diferentes estados provinciales también decidieron tomar deuda por medio de instrumentos nominados en moneda extranjera. Los datos marcan que, en lo que va del año, ingresaron a las reservas del BCRA más de U\$S 16.300 millones en concepto de deuda externa, de los cuales, casi U\$S 3.850 millones (el 23,5%) se explican por emisiones provinciales².

En el siguiente gráfico se exponen los diferentes componentes que conforman el total de reservas atesorado en la actualidad.

Composición de las reservas internacionales a octubre de 2016

(En millones de dólares)

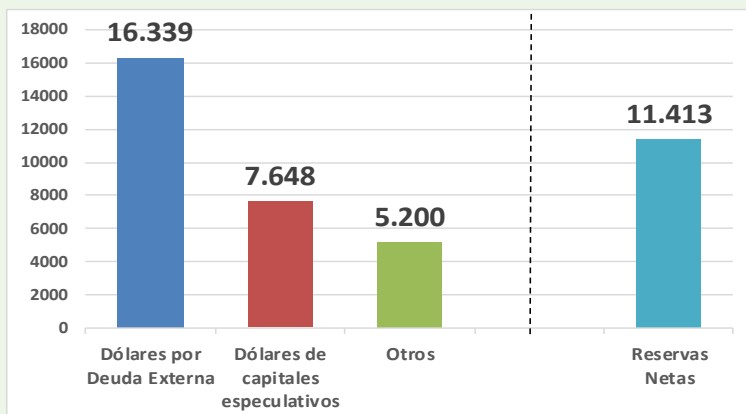


² En detalle, los bonos emitidos fueron de la Provincia de Buenos Aires en marzo y junio, de Mendoza y de la Ciudad de Buenos Aires en mayo y de Chubut en julio.



ENDEUDAMIENTO Y CAPITALS DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones



Fuente: Producción propia en base a BCRA y demás fuentes de mercado

Metodología.

En la presente infografía presentamos un enfoque original sobre la naturaleza de nuestra posición actual de reservas. Con el propósito de analizar la hipótesis de un mayor grado de dependencia del endeudamiento internacional y el ingreso de capitales financieros, se procedió a generar un relevamiento diario de los factores explicativos de variación de reservas, tal cual los expone el BCRA en las series presentadas en su Informe Monetario Diario³. Con este propósito, la metodología consistió en desglosar en sus distintos componentes el resultado de las operaciones cambiarias de nuestro país. Este procedimiento se repitió cada día desde diciembre de 2015 hasta el 20 de octubre del corriente año. Una vez extraídos los resultados, se procedió a agrupar los factores explicativos en dos grandes grupos:

- “Factores genuinos”, entendidos como aquellos derivados del ingreso de dólares por motivos comerciales (típicamente, venta de productos primarios) y los dólares obtenidos por inversiones extranjeras directas.
- “Factores no genuinos”, donde se engloban los rubros relativos a la deuda externa y el ingreso de capitales espurios que persiguen ganancias de corto plazo.
- Todos los demás (variaciones en el valor del oro, otras divisas y demás títulos públicos internacionales mantenidos en el BCRA, operaciones de liquidación automática con Brasil, etc.).

En particular, el presente trabajo se centró en explicar las razones que causaron resultados de superávit en la balanza cambiaria, esto es, dar cuenta de aquellos días donde el movimiento de reservas tuvo un crecimiento respecto de la jornada anterior. Entre los causales de días de incremento en el stock de reservas internacionales, se diferenciaron los factores genuinos de los no genuinos, y se computó la proporción que ocupó cada uno sobre el total de jornadas en las que operó el mercado cambiario. Los resultados, se presentan en el siguiente apartado y en las infografías presentadas al inicio de este informe.

³ http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_monetario_diario.asp



ENDEUDAMIENTO Y CAPITALS DE CORTO PLAZO

Sólo 4 de cada 10 subas en las reservas se explican por exportaciones

Dólares por Exportaciones	30
Deuda y Dólares Financieros	25
Otros	20
Total	75

Concepto	Cantidad de días
Prestamos	1
Empresas	5
Provincias	5
Financieros	7
Nacional	7

Fuente: Producción Propia en base a BCRA e información de mercado

Como se puede observar, del total de 75 días donde se registraron incremento de reservas, tan sólo 30 se originaron en el resultado comercial propio de las exportaciones de bienes producidos localmente. Dicho de otra forma, sólo en un 40% de los días analizados hubo incremento de reservas en base a factores genuinos. En contrario, en 30 días examinados se registraron mejoras en la posición de reservas debido a endeudamiento y capitales de corto plazo, mientras que en 20 días la variación se debió a otros factores. Dentro de los incrementos no genuinos, como detalla el segundo cuadro, se encuentra en mayor medida incrementos por deuda del estado nacional e incrementos por ingresos de dólares financieros.

