



OBSERVATORIO POLÍTICAS PÚBLICAS

Módulo Política Económica

INFOGRAFÍA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Por falta de opciones rentables en pesos,
la fuga de capitales del primer bimestre fue la
mayor de los últimos 15 años.



Autoridades
**UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA**

RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas
Dra. Patricia Domench

**COORDINADOR DEL MÓDULO
DE POLÍTICAS ECONÓMICAS**

Mg. Santiago Fraschina

EQUIPO DE ANÁLISIS DEL SECTOR MONETARIO

Lic. Cecilia Bonorino

Lic. Ramiro Bogado

Lic. Sergio Chouza

Lic. Sergio Soloaga

Marzo 2017

Dólares que salen del sistema financiero

(acumulado al primer bimestre de cada año)



Fuente: elaboración propia en base al balance cambiario BCRA.

La fuga de dólares del sistema financiero argentino

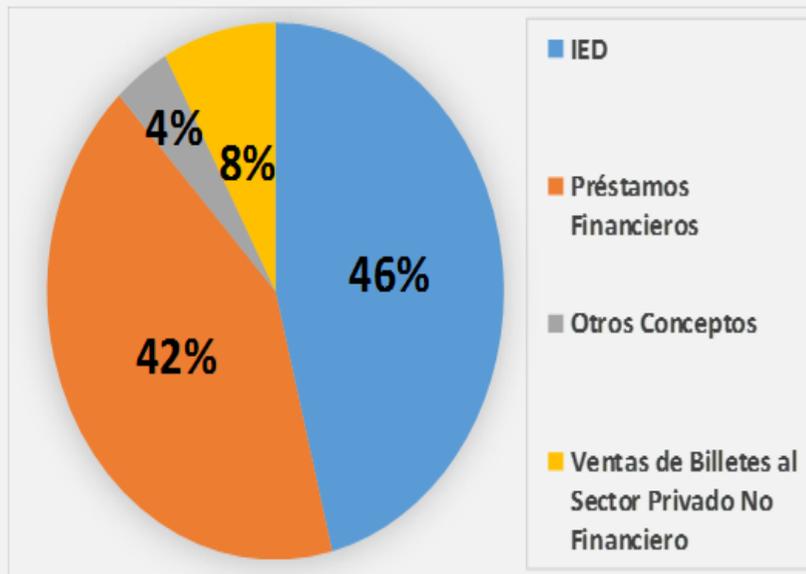
fue la mayor de los últimos quince años

producto de las transferencias al exterior y la compra para ahorro (en el primer bimestre del año)

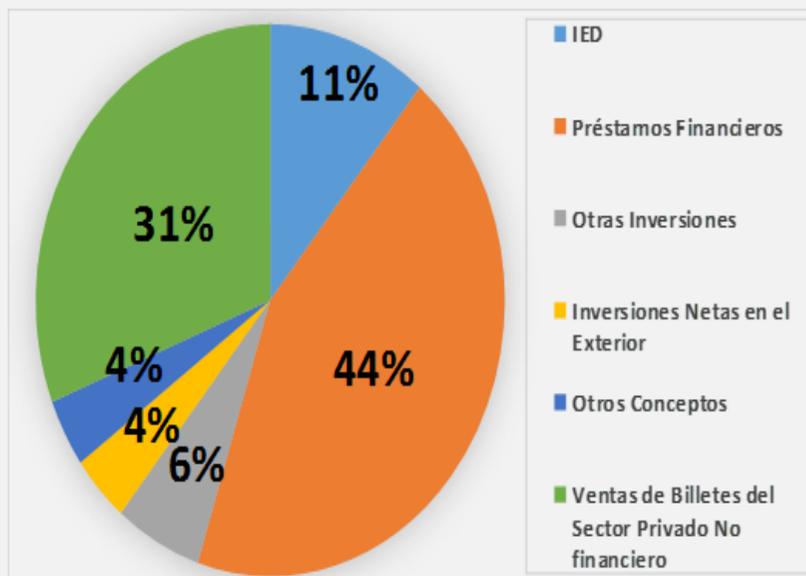
Ingresos de divisas, por rubro

(Acumulado 2015 vs 2016)

2015



2016



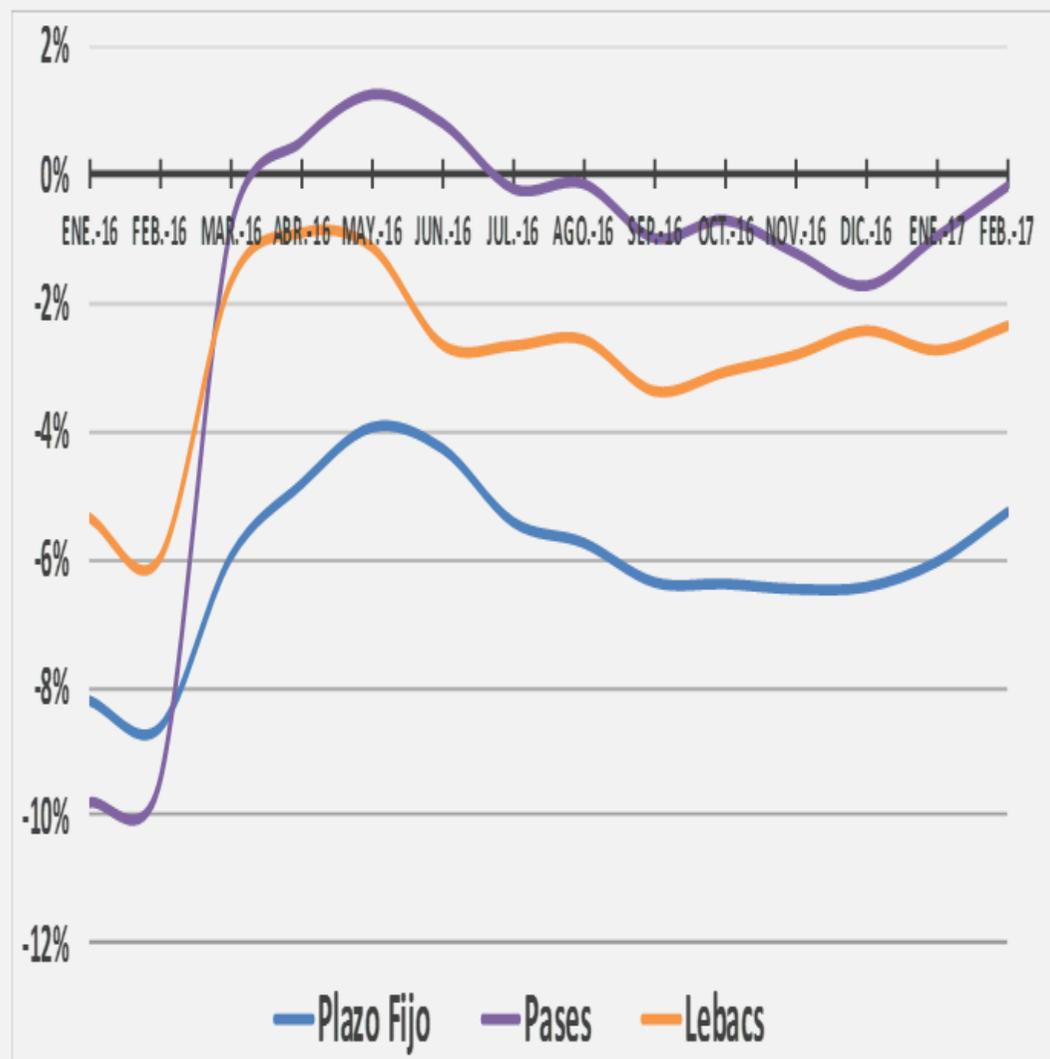
Fuente: elaboración propia en base al balance cambiario BCRA.

En 2016 bajó la inversión extranjera

en relación al total de ingresos por divisas mientras que subió el peso de los préstamos financieros y los ingresos del blanqueo (por única vez)

Rentabilidad real de los depósitos

(en porcentajes interanuales)

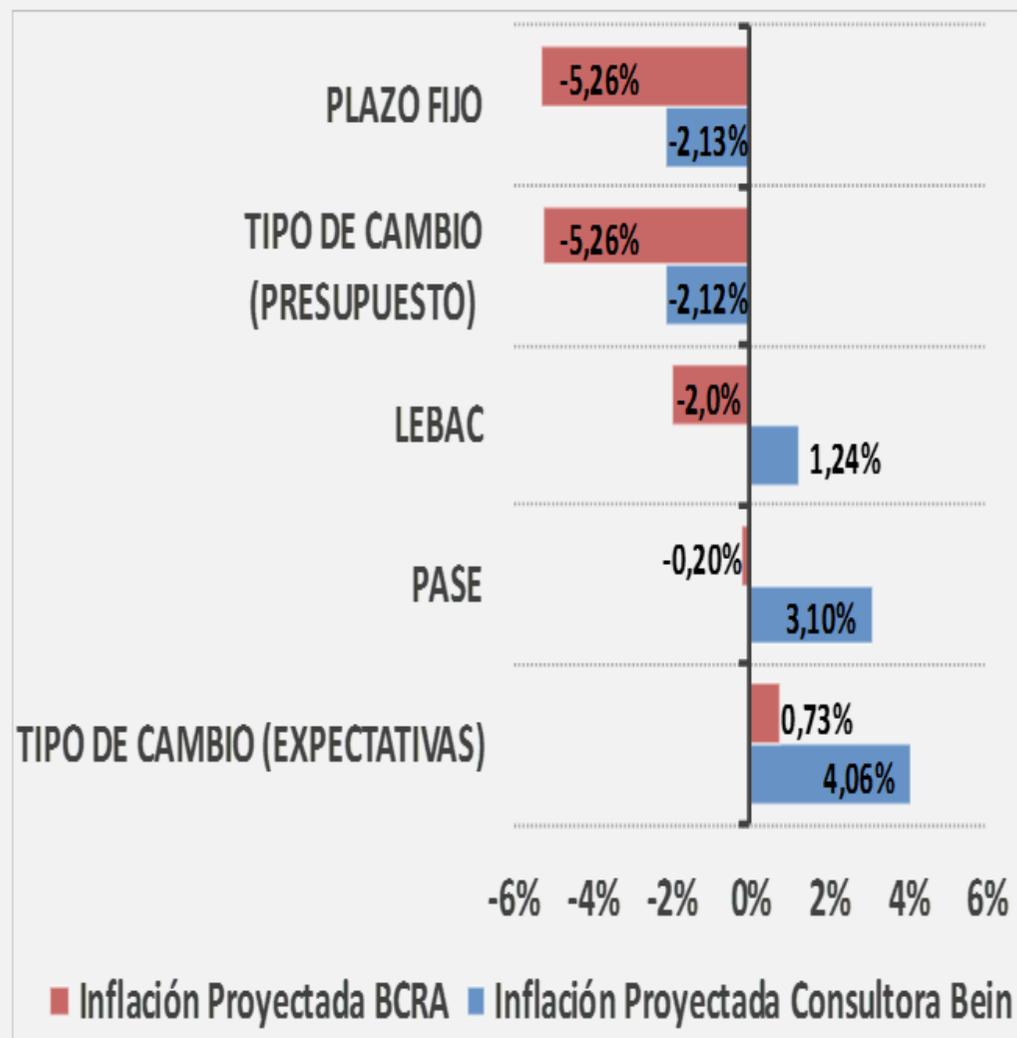


Fuente: elaboración propia en base a información monetaria BCRA y relevamiento de expectativas BCRA

A pesar de la
eliminación de
regulaciones
la rentabilidad de las
inversiones en pesos
sigue siendo negativa
en base a las expectativas de inflación
relevadas por el Banco Central

Rentabilidad real por instrumentos

(en porcentajes interanuales)



Fuente: elaboración propia en base a información monetaria BCRA, relevamiento de expectativas BCRA y consultora Bein.

Si se cumplen las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio comprar dólares es hasta 6 puntos porcentuales más conveniente que depositar pesos en un plazo fijo

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Por falta de opciones rentables en pesos, la fuga de capitales del primer bimestre fue la mayor de los últimos 15 años.

Resumen ejecutivo:

- Desde el último cambio de gestión económica, se dio una mutación en el sistema financiero argentino. En lo concerniente a la política monetaria, se levantaron regulaciones normativas sobre los bancos. En materia cambiaria, se liberalizó la cuenta de capital y financiera.
- El nuevo esquema institucional tuvo, en el marco de un régimen de metas de inflación, tuvo consecuencias sobre los incentivos a invertir en instrumentos en pesos o a dolarizar activos.
- A pesar de que la actual gestión monetaria pregona la importancia de una tasa de interés real positiva, la misma se mantuvo todo el 2016 en valores negativos, y la perspectiva para 2017 es que este fenómeno se potencie.
- Al no existir opciones en pesos que equiparen a la inflación, los fondos se vuelcan a la valorización y fuga. Por eso, en 2016, la salida de dólares del sistema financiero –por todo concepto- superó en un 16,8% a la de 2015 y en un 37,2% al promedio de los últimos cinco años.
- Esta dinámica parece repetirse en 2017, donde las erogaciones de dólares del BCRA para atesoramiento privado, pago de intereses y remisión de utilidades fue la mayor de los últimos quince años (10% mayores a las de 2016 y 320% superiores a las de 2015).
- Con todo, el esquema de metas de inflación del BCRA está en riesgo. Si los ahorristas no encuentran un refugio de poder adquisitivo en pesos, y no se restringen los capitales de corto plazo, la dolarización de carteras puede tomar un ritmo peligroso para la sustentabilidad macroeconómica.

Introducción.

El presente informe busca abordar la dinámica monetaria, financiera y cambiaria, desde un enfoque de análisis de la trayectoria contemporánea, desde el último cambio de régimen de finales del año 2015. Dada la adopción de un esquema de metas de inflación, la desregulación normativa relativa a requisitos para la operatoria de los bancos y la entrada de capitales especulativos, el último año nuestro sistema financiero se volvió más volátil y expuesto a shocks externos. El objetivo de las autoridades del Banco Central es apaciguar la inflación por medio de la aplicación de políticas monetaristas que impriman libertad a los agentes económicos, con el propósito de que la oferta de dinero se ajuste a la demanda y se eliminen las “distorsiones” típicas de los modelos administrados, a saber, el exceso de pesos en circulación. La variable –casi exclusiva– que utiliza en este sistema es la tasa de interés. La función de reacción de la autoridad rectora, explicitada sobradas veces por su actual titular, implica una respuesta inmediata ante los cambios en las expectativas de inflación futura, de modo tal que los ahorristas no pierdan interés en invertir en pesos. Este factor es fundamental para sostener la virtud del sistema, evitando desvíos. Cuando en una economía enteramente abierta, los incentivos a invertir en la moneda local se atenúan, ocurre un desplazamiento de los capitales hacia activos nominados en moneda extranjera. Si, a su vez, se incorpora el condimento de la elevada nominalidad de nuestra economía (producto de la alta inflación de los últimos años), entonces el resultado es aún más pernicioso: se favorece un marco económico y financiero apropiado para la valorización financiera y fuga, a partir del diferencial de tasa respecto al resto del mundo y la baja devaluación esperada.

Todo este escenario está condicionado por la decisión de efectuar un programa de endeudamiento acelerado, tanto en pesos como en dólares. El ritmo de aumento de deuda se explica a partir de la necesidad de la actual gestión económica de reducir los niveles de déficit primario sin incurrir en más ajuste convencional. Los casi U\$S 65.000 millones colocados en los mercados internacionales a lo largo de 2016, aún no redundan en stocks de deuda preocupantes. Sin embargo, la velocidad que ha tomado el proceso, es algo

que debe seguirse de cerca: se estima que para fines del corriente 2017, el porcentaje de deuda en relación al PBI argentino alcanzará el 50%.

La infografía se divide en una primera parte, relativa al comportamiento de la tasa de interés. Una segunda sección, propia del proceso de endeudamiento acelerado. Un siguiente apartado, donde se exponen datos más desagregados sobre los rubros en lo que se aplicaron las divisas argentinas. Por último, una sección donde se analiza de manera global cómo fue el desempeño del balance cambiario del BCRA. Cerramos el informe con unas breves conclusiones.

Tasa o dólar: la eterna disyuntiva.

El sistema financiero argentino siempre se caracterizó por una baja profundidad y alta volatilidad, producto de las crisis de alta inflación y los shocks devaluatorios posteriores a eventos disruptivos en la balanza de pagos. La reducida confianza en la moneda local. Esta inestabilidad atentó contra la posibilidad de afianzar una moneda fuerte, que se constituya en un vehículo de ahorro y retroalimento al resto de la economía por medio del canal del crédito. Estas complejidades se vieron atenuadas en años donde el modelo de crecimiento estaba tirado por la demanda interna, y tanto el esquema institucional como las políticas macroeconómicas favorecían el consumo como canal para la mejora en el bienestar general y la inclusión social. En el marco de una economía pujante, donde la administración comercial evitaba el “derroche suntuario” y la puja salarial redundaba en una mejor en la distribución funcional del ingreso, la escasez de incentivos al ahorro no era un resultado del todo indeseado.

A partir del recambio gubernamental, no obstante, la nueva gestión económica planteó la necesidad de adecuar los medios necesarios para superar esa falencia histórica de nuestro país, relativa a la baja propensión al ahorro. A tales fines, se enfatizó la importancia de que el sistema financiero garantizara una tasa de interés real positiva¹ como condición necesaria para ir mutando la composición de la demanda agregada, eliminando “distorsiones” sobre las decisiones de los “agentes” y adecuando un sistema propicio para el ahorro a

¹Se trata del descuento de la inflación sobre la tasa de interés nominal. Esta tasa de interés real, no es otra cosa que la rentabilidad neta que un determinado inversor puede obtener, aislando distorsiones nominales.

largo plazo. Por este medio, se reduciría la presión sobre la oferta agregada de bienes y servicios, y los empresarios reducirían sus incentivos a la remarcación de precios. En el mediano plazo, la convergencia al equilibrio se daría con una nominalidad baja² y con un mercado financiero de mayor magnitud, tanto en depósitos como en créditos.

Tal es la relevancia que el actual directorio del BCRA le asigna a este compromiso de mantener opciones rentables en pesos, que se ha explicitado como parte de los lineamientos de la política monetaria para el año 2017³:

En los años de transición a la inflación deseada del 5% anual en 2019 la autoridad monetaria mantendrá una tasa de interés real esperada positiva para impartirle a la política monetaria un sesgo antiinflacionario. Las tasas nominales de interés acompañarán la caída de la inflación esperada decreciendo gradualmente. En el caso que las expectativas de inflación se desanclen las tasas de interés nominales aumentarán para asegurar el sesgo antiinflacionario de la política monetaria. (Pág. 6)

Y, además, reafirmando las bondades de la disponibilidad de una tasa de interés de mercado real positiva:

El sesgo antiinflacionario de la política monetaria incentiva a los tenedores de activos a depositar sus fondos en el sistema financiero nacional. Así, la tasa de interés real positiva cumple el doble propósito de reducir la inflación y de contribuir al desarrollo a través del crecimiento del sistema financiero y, por ende, del crédito. (Pág. 15)

Ahora bien, cuando nos corremos del análisis retórico y observamos los números fehacientes de la economía, las variables no parecen comportarse como los hacedores de política vienen pregonando. A fines de establecer el primer análisis, se computa la evolución de la tasa de interés, en conjunto con la inflación acumulada anual. Para eso, utilizamos el índice de precios de la

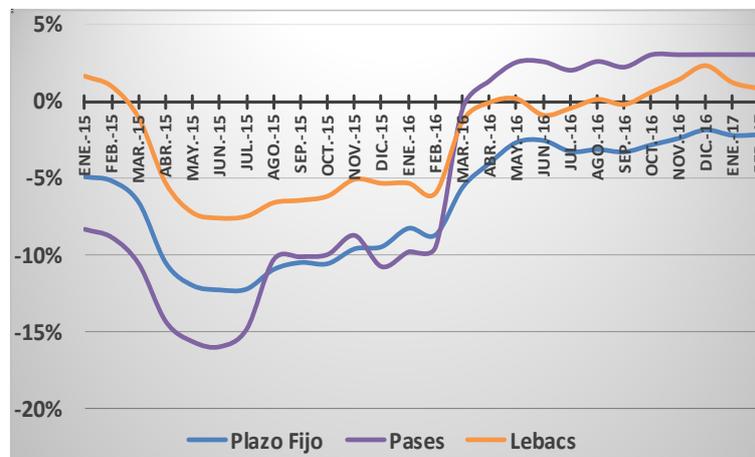
²Tanto en inflación, como en tasa de interés como en tasa de devaluación.

³Citas extraídas del informe "Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2017", producido por el BCRA.

consultora de Bein que, a diferencia del IPC-Indec no presenta discontinuidades metodológicas ni faltante de información.

Rentabilidad real, primer escenario (enero 2015 – febrero 2017)

(En porcentaje interanual)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e Índice de Precios de Bein

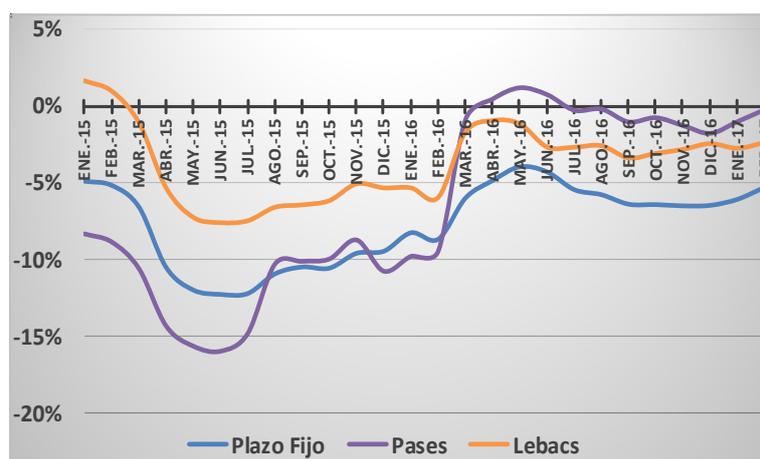
Como se puede ver en la serie completa, la comparación entre la tasa de interés anual para cada momento y la inflación que corrió para los siguientes doce meses⁴, arroja resultados sintomáticos. Por ejemplo, la tasa de interés promedio del plazo fijo, a la cual pueden acceder la mayor porción de los ahorristas minoristas, ha sido negativa a lo largo de toda la serie. A pesar de la línea argumental oficial, sobre la importancia de ofrecer instrumentos atractivos en pesos, lo cierto es que la rentabilidad de un plazo fijo continuó siendo negativa en términos reales. Mucho tiene que ver con este resultado la eliminación de regulaciones sobre las tasas de interés mínimas a las que deben tomar depósitos minoristas los bancos. Ocurre que, hasta diciembre de 2015, la regulación de tasas mínimas ataba la rentabilidad del plazo fijo a la evolución de la Lebac. La misma fue eliminada a fines de ese año, y los bancos pudieron decidir cuánto remuneraban el capital tomado en función a las leyes de la oferta y la demanda.

⁴ A los fines de aproximar la inflación para los próximos doce meses, se utilizó el pronóstico de la consultora de Miguel Bein del -21% y se interpoló linealmente desde la inflación interanual actual en todos los meses intermedios.

Sobre los otros dos instrumentos, también se ve un tramo de tasa de interés negativa, pero con un quiebre de la tendencia que las vuelve positivas (en abril para la tasa de pases y en octubre para la Lebac). Cabe hacer dos aclaraciones al respecto. En primer lugar, el hecho de que a estas opciones de inversión son asequibles para una porción muy minoritaria de la población. Son instrumentos financieros eminentemente pensados para los grandes jugadores del sistema, como bancos, fondos de inversión, inversores institucionales, y algunos minoristas avezados o de escala. Además de las barreras al acceso, otro factor no menor es el de los supuestos utilizados para observar esta rentabilidad positiva para la Lebac y la tasa de pases en el último año. Por ejemplo, si en vez de utilizar la inflación proyectada para 2017 por el estudio de Miguel Bein, utilizáramos el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que difunde el BCRA, entonces las proyecciones de tasa de interés real para el año en curso serían sustancialmente distintas. A continuación, se exponen estos cambios.

Rentabilidad real, segundo escenario (enero 2015 – febrero 2017)

(En porcentaje interanual)



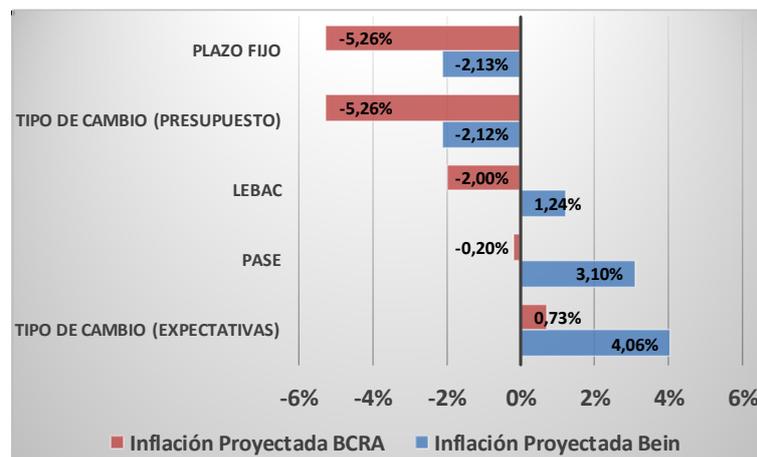
Fuente: elaboración propia en base a BCRA e inflación en base al REM

Para este segundo escenario, en la actualidad, ni siquiera las tasas de Lebac y la de pases gravitan en valores positivos. Por tanto, la rentabilidad real de estos activos para 2017, dependerá en última instancia de la inflación que se consolide en los próximos meses. Aún en el escenario más favorable, no se espera una evolución de la tasa de interés promedio de los plazos fijos que la

logre llevar a terreno positivo. A modo de cierre de este apartado, por tanto, consignamos diferentes opciones de inversión en la actualidad, en base a las proyecciones sobre la evolución nominal de los índices de precios y el tipo de cambio en el corriente año.

Rentabilidad real, por instrumento (enero 2015 – febrero 2017)

(En porcentaje interanual)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e Índice de Precios de Bein

Nuevamente, las opciones de rentabilidad real en pesos son acotadas. Las previsiones marcan que el instrumento más conveniente, puede llegar a ser el dólar, si se cumplen las previsiones de cotización que marca el consenso del mercado y se incumplen las pautas presupuestarias para el corriente período económico.

La plata dulce.

La actual gestión económica también se apela a la reminiscencia de una herencia compleja en materia monetaria y financiera para justificar la voracidad de un modelo de valorización, dolarización y fuga. Pero la fragilidad e insustentabilidad del nuevo régimen en materia monetaria y financiera no son más que las consecuencias de las medidas políticas, económicas y sociales implementadas hasta la fecha. Entre las principales, se cuentan:

- Eliminación de las restricciones a la permanencia mínimas a los capitales en el país estimuló la inversión especulativa y los “capitales golondrina”.
- Desmantelamiento de la UIF a partir del recorte de sus funciones y la disminución de los controles que la misma debiera ejercer en la lucha contra los delitos económicos.
- La ya mencionada política de endeudamiento en pesos y en dólares.
- La política comercial con apertura indiscriminada a las importaciones que intensifica la salida de divisas y la destrucción del entramado industrial nacional.

La Argentina hacia fines del 2015 se encontraba con niveles de endeudamiento externo bajos en relación a otros países de la región y del mundo y en términos históricos. Con el cambio de Gobierno se produjo en el país un cambio radical en este sentido a partir de “la vuelta a los mercados internacionales de créditos”, esto es, un proceso acelerado de endeudamiento en moneda dura que está generando una bola de nieve en donde la deuda nueva se utiliza en gran medida para pagar la deuda vieja. Después de acatar todas las demandas hechas por los fondos buitres y endeudado el país por 16.500 millones de dólares para pagarle a menos del 7% de los acreedores, el país volvió a los mercados financieros internacionales aprovechando el bajo ratio de deuda externa sobre PBI que había heredado de la gestión anterior. En un solo año, las colocaciones de deuda del gobierno nacional en todas las monedas alcanzaron los 65.000 millones de dólares mientras que la deuda externa bruta del país creció casi 23.000 millones de dólares (un 32% i.a.). El stock de la deuda externa presiona sobre el presupuesto público cuando se ve que la partida que más ha crecido es la de pago de intereses. Las empresas locales y las provincias se sumaron a la ola de deuda externa. Para 2017, las necesidades de financiamiento ascienden a USD 40.350 millones. La necesidad de endeudamiento externo para pagar vencimientos de capital ha puesto al país nuevamente en una situación de dependencia. En ese contexto, el país ha vuelto a ser “supervisado” por el FMI, con toda la connotación histórica que ello conlleva en torno a ajustes y sobreendeudamiento. Mientras tanto, nuevas

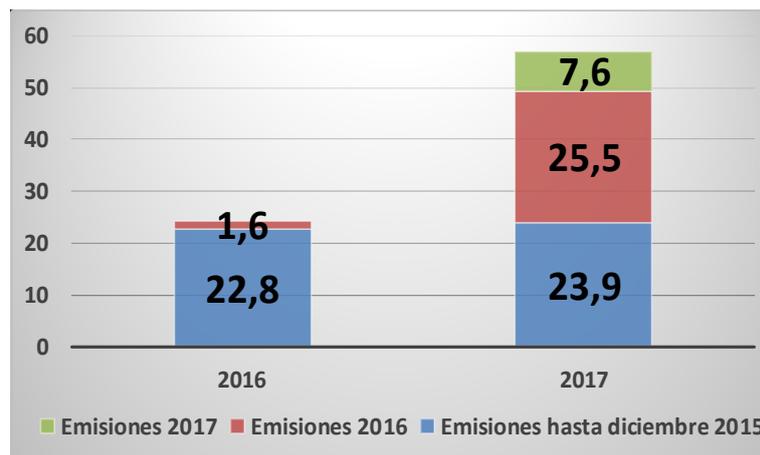
voces reclaman un mayor ajuste, al ver como se amplía el déficit fiscal a niveles alarmantes del 10,2% del PBI.

Con lo emitido hasta el momento, la Argentina deberá pagar en concepto de capitales e intereses de la deuda 57 mil millones de dólares en el 2017 de los cuales cerca de un 60% corresponden a emisiones de deuda desde el 10 de diciembre del 2015.

Estos números dejan en claro dos cuestiones: en primer lugar, que los niveles de desendeudamiento que había alcanzado nuestro país, nos posicionaba con una importante solidez en términos de sustentabilidad del proceso de desarrollo y autonomía financiera. En segundo lugar, pone en duda la solvencia económica y financiera del modelo implementado cuando en solo un año (2017) se deberá hacer frente a capitales e intereses de la deuda que superan a las reservas internacionales del Banco Central.

Vencimientos de capital e interés (2016 vs 2017)

(En miles de millones de dólares)



Fuente: producción propia en base a datos de subsecretaría de financiamiento

Las elevadas tasas de interés que se pagan en cada emisión junto con la necesidad continua de generar nueva deuda para pagar la deuda anterior conllevan a que el país se encuentre sujeto a la buena voluntad de la banca (nacional e internacional) perdiendo independencia para la toma de decisiones

y con políticas macroeconómicas que muchas veces se encuentran sujetas a las recomendaciones de los organismos internacionales de crédito.

El fuerte endeudamiento sumado a los dólares que entraron a la economía por el blanqueo de capitales produjo, a pesar de las compras record, que la variación del tipo de cambio en el año fuera menor a la inflación. Con el dólar estático, el stock de LEBACS para menguar la demanda de dólares ha llegado a niveles alarmantes del 14% del PBI, \$650.000 millones, una masa dineraria que no para de crecer y cuyo destino cubre de incertidumbre la economía. La magnitud de la deuda representa aproximadamente más del 85% de las reservas disponibles del BCRA. A su vez, compromete el resultado cuasifiscal, con la necesidad de seguir renovando los vencimientos con altas tasas de interés atractivas. La bicicleta financiera ha vuelto a rodar, el Estado ha pagado más de \$200.000 de intereses en LEBACS, cuando un plazo fijo de una entidad bancaria rinde casi 10% menos. La lluvia de dólares productivos fue remplazada por el arribo de capitales especulativos. En febrero de 2017, en un escenario de incertidumbre productiva, por cada dólar que ingresa del exterior para la economía real entran cinco dólares que se dirigen a la inversión en activos financieros. No se produjo el shock de confianza ni la lluvia de inversiones externa o interna. En el 3er trimestre de 2016 la formación de capital fijo del PBI (inversión) cayó un 3,8%, cuando supuestamente, se estaba implementando un modelo económico basado en la ampliación de la oferta, pero el ajuste y la caída de las ventas desincentivaron la inversión empresarial.

Alto diferencial de tasas y apertura financiera: fuga de dinero.

La contracara del endeudamiento, como sucede en los modelos de valorización financiera, es la fuga de capitales. A pesar de los augurios sobre la confianza del nuevo modelo, la dolarización de carteras está en niveles como no se habían visto en décadas. De enero a noviembre de 2016 se fugaron algo más de 11.000 millones de dólares (+84% i.a.), mientras que, en los dos primeros meses de 2017, entre la dolarización de las carteras (atesoramiento) y la demanda de divisas para turismo se fugaron 9.000 millones de dólares, la mitad de la deuda tomada por el gobierno para cubrir el déficit fiscal.

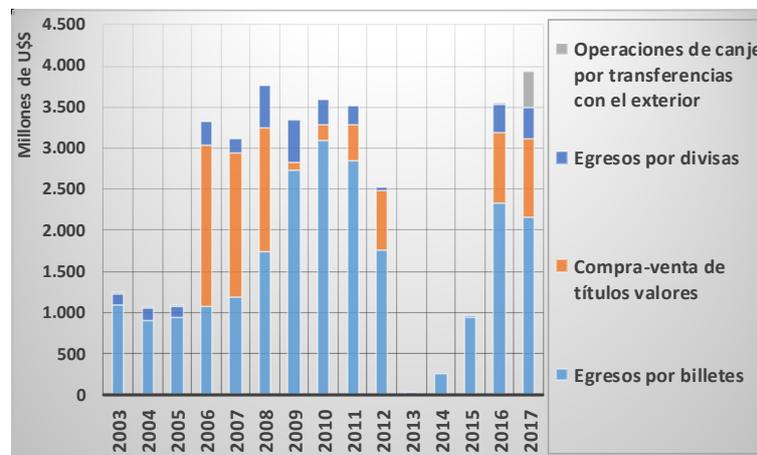
La dinámica del incipiente proceso de dolarización de la economía no llega a encender los sensores de alarma, debido al coyuntural exceso de liquidez de divisas, por el (acelerado) retorno a los mercados de deuda y los ingresos por única vez del blanqueo. No obstante, el ritmo de derroche de las (escasas) divisas genuinas, debería concitar la atención de los hacedores de política. Para poner en concreto, conviene analizar los últimos números que expone el balance cambiario del BCRA. Por ejemplo, cuando se analizan los números consolidados del primer año de librecambio, se encuentran erogaciones de dólares un 42,5% mayor que en 2015, por todo concepto. Entre las aplicaciones de fondos que más crecieron, se encuentran egresos por utilidades y dividendos, con casi U\$S 3.000 millones en 2016 y una variación porcentual de 2.889% respecto a 2015, egresos por divisas con más de U\$S 9.400 millones (+1.470%), compra de títulos valores con alrededor de U\$S 9.700 millones (+688%) y operaciones de canje por transferencias al exterior, con más de U\$S 9.800 y una variación porcentual irrisoria por tratarse de un ítem prácticamente obturado en 2015. Asimismo, los egresos por billetes – típicamente ventas a minoristas- aumentaron un 80%, desde U\$S 11.000 millones en 2015 a casi U\$S 20.000 millones en 2016.

Los resultados de 2016 no parecen responder al típico efecto manada una vez que se libera una compuerta, sino más bien son característicos de un cambio de régimen que no está exento de riesgos en el largo plazo. Es así que, en el primer bimestre del año 2017, las erogaciones totales del “sector privado no financiero” crecieron un 120%. Dentro de estas, si tomamos el subconjunto de dólares destinados al atesoramiento privado y la fuga, se registra un crecimiento del 10,6% en el acumulado enero-febrero del corriente año, respecto a igual período de 2016. Interesante es resaltar que estos casi U\$S 4.000 millones en un bimestre representan la suma de dólares fugados del sistema más grande desde el año 2003, superando en un 83,9% al promedio de los últimos quince años. Por último, al respecto, consignar que el festival para las entidades financieras y cambiarias siguió su curso en lo que va de 2017. Según el BCRA, la aplicación de divisas para satisfacer este conjunto aumentó en un 36% respecto al primer bimestre del año pasado, totalizando casi U\$S 2.400 millones comprados en el mercado único y libre de cambios. Como es de

esperar, motorizados mayormente por transferencias de capital al exterior en forma de utilidades, honorarios profesionales y servicios varios.

Divisas del BCRA destinadas al atesoramiento y fuga (2003-2017)

(En millones de dólares)



Fuente: producción propia en base a datos del Balance Cambiario - BCRA

Como se comentó, este proceso no se podría entender sin un flujo creciente de dólares por deuda externa, que en menos de un cuarto del año en curso ya consolida emisiones por más de U\$S 18.000 millones, donde más de un 70% es de jurisdicción nacional. Otro combustible para dar saciedad a la voracidad por la divisa, son los capitales financieros que entran por *carry trade* para aprovechar la bicicleta financiera de tasas en pesos cercanas al 25% y un tipo de cambio estático. Con todo, se estima que más del 70% de las reservas se explica por dólares de la deuda y capitales golondrina. Las reservas “genuinas”, propias del flujo comercial –agroindustrial, por excelencia- siguen siendo escasas, y los cambios normativos en las exigencias de liquidación de exportaciones desincentivan su repatriación en un entorno macroeconómico como el actual.

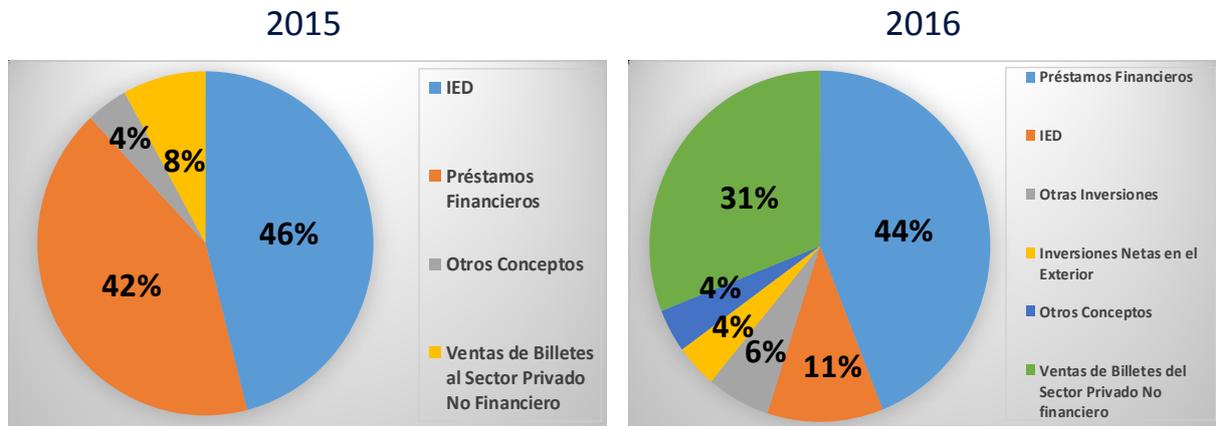
Análisis agregado: lluvia de inversiones (financieras).

La Cuenta Corriente del Banco Central cerró en año 2016 con un saldo negativo de -2.172 millones de dólares contra un saldo negativo del 2015 de -12.669 millones de dólares, es decir que hubo un ingreso de divisas neto de cercano a 10,5 mil millones de dólares. Éste resultado se explica por un ingreso de dinero proveniente principalmente de los capitales financieros (En 2016, el 66% del incremento de los ingresos de divisas se explican por la cuenta Capital y Financiera y el 34% restante por la cuenta comercial de bienes; mientras que el 2015, el 100% del incremento de los ingresos de divisas provenían del Ingreso Primario y Secundario y en 2014, el 64% del incremento de los ingresos de divisas se explican por la cuenta comercial de bienes, el 34% restante por la cuenta comercial de servicios y el 2% restante por Ingresos Primarios y Secundarios), dando cuenta de un cambio de ciclo en la composición de la balanza de pagos, donde tiene mayor peso las deudas financieras que el comercio exterior o los ingresos primarios y secundarios.

La Cuenta de Capital y Financiera, dentro de las Cuentas Corrientes del Banco Central de la República Argentina (BCRA), arrojaron para el acumulado del año 2016 un resultado positivo de 3.160 millones de dólares contra un resultado negativo en 2015 de -5.883 millones de dólares. Del total de ingresos por la Cuenta de Capital y Financiera, 44% se debe a préstamos financieros netos y otros, 31% por Venta de Billetes del sector privado no financiero, 11% por Inversión Extranjera Directa (IED), 6% a otras inversiones netas en Argentina, 4% en otras inversiones netas en el exterior y el resto en otros conceptos (inversiones directas en el exterior, compras netas de activos externos, venta neta a clientes de moneda extranjera para la constitución de depósitos, transferencias de capital). En 2015 los ingresos estaban compuestos por 46% por IED, 42% por préstamos financieros netos, 8% ventas de billetes al sector privado, y el resto por otros conceptos (venta neta a clientes de moneda extranjera para la constitución de depósitos y transferencias de capital).

Ingresos de la cuenta capital (2015 vs 2016)

(En porcentaje)



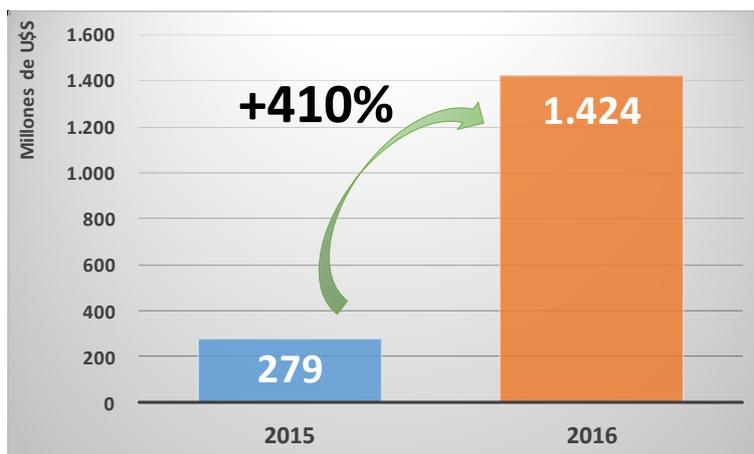
Fuente: producción propia en base a datos del Balance Cambiario - BCRA

Como se puede observar hay una importante disminución de la participación que tienen las Inversiones Extranjeras Directas sobre el total de ingresos, pasando en tan solo un año del 46% al 11%. Esta disminución tiene su reflejo en un incremento en las ventas de billetes del sector privado no financiero (del 8% al 31%), Otras inversiones, inversiones netas en el exterior y un incremento en los préstamos financieros netos.

En los pagos de servicios, encontramos un incremento general del 16% en 2016 respecto de 2015. El concepto que mayor incremento sufrió fueron los cargos por el uso de la propiedad intelectual (son las regalías y tarifas de licencia por pagos y cobros entre residentes y no residentes por el uso autorizado de activos intangibles, no financieros, no fabricados, y derechos de propiedad, como patentes, derechos de autor, marcas registradas, procesos industriales y franquicias; y por el uso, en virtud de contratos de licencia, de originales producidos de prototipos como películas y manuscritos), con un incremento entre 2015 y 2016 del 410%. Con un gasto de 1.424 millones de dólares - que equivalen al gasto por el mismo concepto de los años 2012, 2013, 2014 y 2015 sumados - el año 2016 presenta el mayor desembolso de la serie.

Cargos por el uso de la propiedad intelectual (2015-2016)

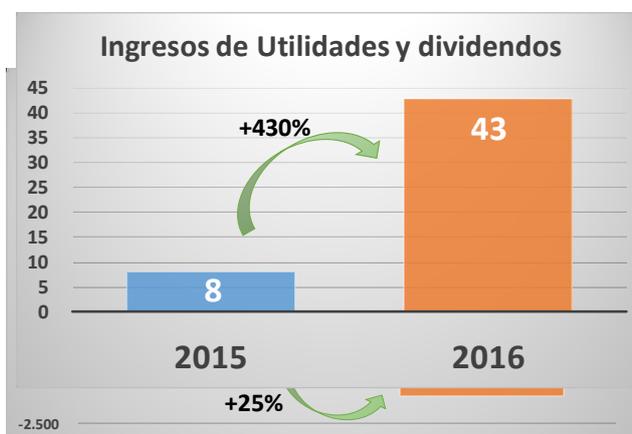
(En millones de dólares y porcentajes de variación)



Fuente: producción propia en base a datos del Balance Cambiario - BCRA

Otros de los ítems con mayores incrementos en los pagos de servicios fue el de servicios relacionados con el comercio (generalmente incluye servicios importados, pagos de tasas estadísticas, almacenamientos, etc.), con incremento anual del 134%. Seguidamente, se encuentra con el 76% el pago de servicios financieros.

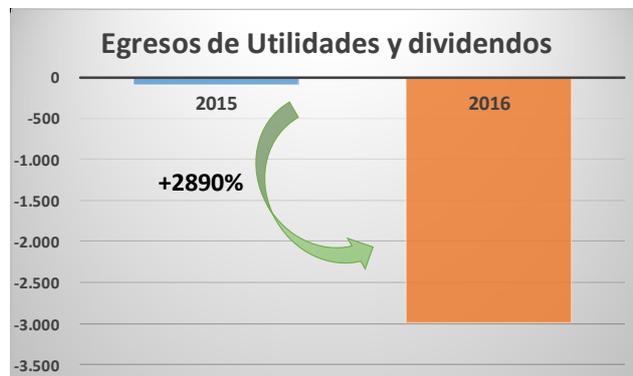
Los ingresos y egresos primarios y secundarios se componen por el cobro de intereses (rendimiento que tiene el capital depositado en el exterior que vuelve al país), pago de intereses (rendimiento que sale del país a agentes externos o internos con residencia en otros países), ingresos de utilidades y dividendos (remitidas por empresas locales con sedes en otros países), egresos de utilidades y dividendos (remitidas desde nuestro país a los países de origen de empresas extranjeras con sedes en Argentina) y Remuneraciones (generalmente pagadas a agentes del gobiernos con sede en otros países, como embajadas, consulados y delegaciones, etc.). Como se puede observar en el gráfico de pagos de intereses, se pasó de pagar 1.807 millones de dólares a -



2.254 millones de dólares entre 2015 y 2016, es decir un aumento del 25% anual, explicado por mayores deudas (de mediano y largo plazo) en el pasivo del BCRA.

Los ingresos de utilidades y dividendos tuvieron un incremento de 8 millones de dólares a 43 millones (429% de aumento), monto que aún se encuentra por muy debajo del promedio de los últimos 10 años de 84 millones de dólares anuales.

Por el lado de los egresos, el incremento porcentual fue mayor al incremento de los ingresos. Para 2015, la remisión de utilidades y dividendos al exterior era de 100 millones de dólares. En 2016 los dólares remitidos por utilidades y dividendos al exterior fueron de 2.996 millones, es decir un aumento del 2.889%. Si comparamos contra el promedio de 10 años anteriores, vemos que supera ampliamente los 2.100 millones promedios. Si realizamos similar comparación para un promedio de 5 años anteriores, la diferencia es aún mayor, ya que el promedio asciende a 1.500 millones (casi el doble en el 2016).

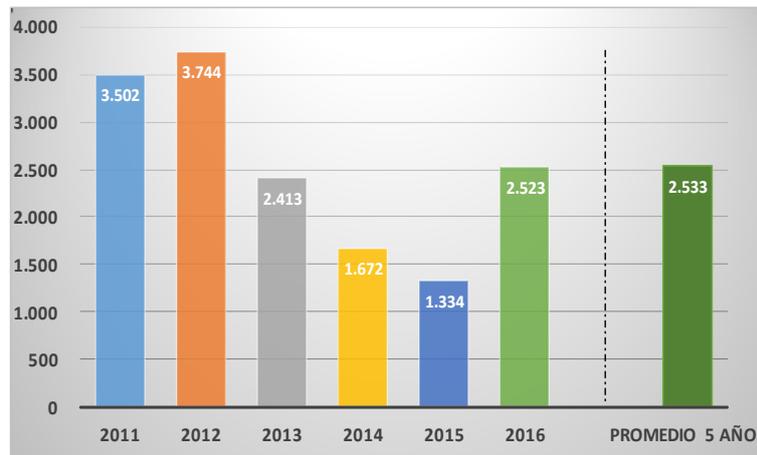


En la Cuenta Capital y Financiera, como mencionábamos al principio se produjeron cambios importantes en la composición de los ingresos. Se redujo la proporción que ocupaban conceptos como IED, y se incrementaron conceptos como préstamos financieros netos.

Dentro de las Inversiones Externas Netas se evidencia un incremento del 89% respecto al 2015, pero aun así inferior al promedio de IED de cinco años anteriores. Esto da cuentas de un deterioro en el ingreso de divisas por parte de inversiones externas directas con capitales destinados a la producción real.

Ingresos de dólares por Inversión extranjera directa (2011-2016)

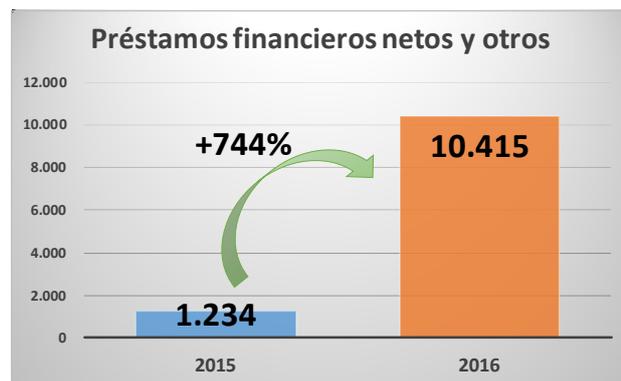
(En millones de dólares)



Fuente: producción propia en base a datos del Balance Cambiario - BCRA

Puede inferirse con gran grado de certeza que el incremento de capitales menor al promedio de 5 años sumado a la pérdida de proporción de ingresos totales financieros por inversiones externas directas, el crecimiento de éste concepto en términos nominales se debe a capitales especulativos.

Los Ingresos Provenientes de Préstamos Financieros Netos componen el concepto que mayor importancia ocupa dentro de la Cuenta Capital y Financiera y tuvieron un incremento del 744%, pasando de 1.234 millones de dólares en 2015 a 10.415 millones



de dólares en 2016. Éste aumento se explica por toma de préstamos financieros del BCRA que ocasionan un ingreso de divisas y pasivo por las mismas, y un consiguiente gasto de interés a pagar. Los dólares ingresados como prestamos en 2016, casi cuadruplican el promedio de préstamos financieros de cinco años anteriores de 2.615 dólares en promedio.