

CAMBIOS EN LA METODOLOGÍA DEL BALANCE DE PAGOS
EN LA ARGENTINA Y FRAGILIDAD EXTERNA¹

MARIO DAMILL

¹ Publicado en Serie Documentos de Economía #10 - Universidad de Palermo-CEDES, 1998.

SUMARIO

- I. Introducción

- II. El balance de pagos en la Argentina y el Manual del Balance de Pagos del FMI.
 - II.1 Nociones generales
 - II.2 El manual del Balance de Pagos del FMI
 - II.3 Los cambios metodológicos en la Argentina
 - II.3.1 Antecedentes
 - II.3.2 Los cambios recientes
 - 1. Acervo de activos de residentes en el exterior y sus rentas.
 - 2. Papeles de deuda emitidos por el sector privado residente.
 - 3. Jubilaciones y pensiones.
 - 4. Títulos públicos emitidos por el gobierno en cartera de agentes residentes.
 - 5. Acervo de activos y pasivos del sistema financiero con el exterior.
 - 6. Contabilización de las importaciones a valor FOB.
 - 7. Utilidades y dividendos (Renta de la Inversión Extranjera)
 - 8. Otros cambios en la cuenta “de capital y financiera”.

- III. Algunas consecuencias de los cambios en la metodología del balance de pagos para la evaluación de la vulnerabilidad externa de la economía

- IV. Conclusiones

CAMBIOS EN LA METODOLOGÍA DEL BALANCE DE PAGOS EN LA ARGENTINA Y FRAGILIDAD EXTERNA.²

Mario Damill^(*)

I. Introducción.

En este trabajo se pasa revista a los principales cambios recientes en la metodología con que se elabora el balance de pagos en la Argentina y se considera su relevancia para el análisis de la fragilidad o vulnerabilidad externa de la economía.

En primer lugar se recapitulan los conceptos básicos que fundamentan la elaboración del balance de pagos, y se plantean algunos comentarios acerca de los contenidos del último Manual del Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional³, en el que se basan varios de los cambios de metodología recientes.

Luego se examinan las transformaciones en las cuentas de la Argentina, comenzando por las comprendidas en el balance en cuenta corriente. Las partidas relativas a “utilidades y dividendos” se discuten juntamente con las transacciones de capital correspondientes a la “inversión extranjera directa”, para abordar luego las relativas al resto de la cuenta que ha pasado a llamarse “de capital y financiera”.

La tercera parte está dedicada a considerar algunas derivaciones de estos cambios en el cómputo de las cuentas externas para el análisis de la solvencia o vulnerabilidad externa de la economía. Cierra el documento una sección que resume las conclusiones del trabajo.

^(*) CEDES, Universidad de Palermo.

² El autor agradece la colaboración recibida de Daniel Kampel, Nicolás Salvatore y Sebastián Katz, y los comentarios de Roberto Frenkel, Martín Hourest y Tomás Bulat.

³ IMF (1993).

II. El Balance de Pagos en la Argentina y el Manual del Balance de Pagos del FMI.

II.1. Nociones generales.

Se entiende al balance de pagos como el registro estadístico que resume sistemáticamente las **transacciones** entre una economía y el resto del mundo ocurridas dentro de cierto período (normalmente un año o un trimestre).

Más precisamente, este balance compila las transacciones entre agentes **residentes** y no residentes. Las transacciones entre esos dos grupos de agentes pueden clasificarse en tres tipos básicos: (a) las de “bienes, servicios y renta” (transacciones en cuenta corriente), (b) las que entrañan movimientos de activos y pasivos financieros entre ambos conjuntos de agentes (transacciones de capital o financieras), y (c) transferencias, que pueden ser tanto corrientes cuanto de capital.

El énfasis en el concepto “transacciones” indica que el balance de pagos no capta, en general, modificaciones en las posiciones financieras de agentes residentes contra no residentes, y viceversa, que no involucran transacciones (como las que resultan de variaciones de precios de los instrumentos financieros, que producen ganancias o pérdidas de capital).

Sin embargo, pese a lo señalado, hay transacciones entre residentes únicamente, o entre no residentes únicamente, que deben registrarse en el balance de pagos, contradiciendo parcialmente la definición general de que es un registro de transacciones entre residentes y no residentes. Se trata en particular de algunas transacciones que modifican la composición, por tenedores, de los pasivos o de los activos externos de residentes en el país. Así, por ejemplo, si cambia la distribución de las tenencias de divisas entre el Banco Central y el resto del sistema financiero residente, debe producirse un asiento en el balance de pagos (caen, por ejemplo, las reservas de divisas del Banco Central, se incrementan los activos externos de los bancos), aunque ese cambio no involucra una transacción entre residentes y no residentes ni una variación de la posición financiera del país. Lo mismo sucede con ciertas transacciones entre no residentes que modifican la composición de la deuda externa por tenedores (el balance de pagos registraría en ese caso un ingreso por un concepto y simultáneamente un egreso por un

concepto diferente, de manera que el saldo es nulo). Ejemplo de este último tipo de transacción es la compra de títulos de deuda del país, previamente en cartera de bancos no residentes, por parte de un organismo multilateral, o una operación similar pero de venta de tales títulos. La inclusión (recomendada) de estos registros en el balance de pagos deviene de la necesidad de mantener la consistencia entre las cuentas de flujos y las de acervos o stocks. En la cuenta llamada “Posición de Inversión Internacional”, en el ejemplo anterior, la deuda del país con organismos multilaterales estaría variando, y es aconsejable que las cuentas de flujos reflejen ese hecho, aunque la deuda total no varíe⁴.

Otra excepción a la definición general de que se trata del registro de transacciones entre residentes y no residentes deviene de la inclusión, en el balance de pagos, de diversas imputaciones. La atribución de utilidades reinvertidas de una empresa a los inversores directos externos en función a su participación en la propiedad de la misma es un ejemplo de ello. El balance de pagos registra una salida en cuenta corriente, correspondiente a dichas utilidades, y un ingreso compensatorio, en la cuenta de capital, como inversión directa, sin que medie en verdad ningún flujo efectivo de fondos.

La residencia de un agente es definida tomando en consideración su centro de interés económico, al igual que se hace en el Sistema de Cuentas Nacionales. Se considera residente en una economía a toda persona física o jurídica cuyo centro de interés económico o actividad principal se encuentra dentro de las fronteras de esa economía. Así planteado, el concepto de centro de interés económico parece un tanto vago, y exige que se lo precise a fines operativos. En la práctica, cuando se trata de personas físicas, la vinculación económica con el país se establece con base en su permanencia (exceptuando algunos casos puntuales como el del personal diplomático), mientras que tratándose de personas jurídicas, la residencia está dada por el lugar en

⁴ La “Posición de Inversión Internacional” presenta la posición financiera de los agentes residentes contra el resto del mundo en determinado momento y para un espectro de activos y pasivos semejante al contemplado en la “cuenta de capital y financiera” del balance de pagos. La Posición de Inversión Internacional ha sido incorporada al sistema de cuentas externas en el último manual del balance de pagos del FMI, ya citado.

que está constituida la sociedad⁵. Esta última definición operacional acota y precisa el concepto de centro de interés económico, reduciendo su vaguedad, pero diluye a la vez su contenido definiéndolo en términos legales, no económicos.

En relación con los individuos tiende a aceptarse internacionalmente que una persona física se presume residente si en efecto reside en el país por un período de más de seis meses por año calendario, ya sea en forma continua o discontinua. En cuanto a las firmas, el criterio es el de considerar residente a toda empresa establecida en el territorio del país, aunque sea de propiedad extranjera, pues forma parte de la economía en que está instalada. Si una empresa instalada en el país, de propiedad extranjera, no fuese considerada residente, sus transacciones internacionales (con su casa matriz o sus filiales, por ejemplo) no serían objeto de registro en la balanza de pagos, puesto que se trataría simplemente de transacciones entre dos agentes no residentes, y en cambio sí lo serían todas sus operaciones en el interior del país, lo que sin dudas complicaría enormemente la elaboración de las cuentas⁶. Es evidente que el concepto de residencia difiere claramente del de nacionalidad, que no es relevante para la elaboración del balance de pagos como tampoco para las cuentas nacionales (el ingreso nacional, por ejemplo, no es el ingreso de los “nacionales”, sino el ingreso de propiedad de los residentes en determinada economía nacional).

Las transacciones son un concepto flujo, por lo que el balance de pagos no debe registrar, como ya se indicó, los cambios de valoración de las tenencias de activos y pasivos. Por otro lado, la valoración de las transacciones en el balance de pagos se realiza a precios de mercado o, en ausencia de un precio de mercado claramente identificable, utilizando alguna aproximación o concepto análogo.

El momento del registro de una operación de balance de pagos es el del devengamiento, que se entiende como el momento en que se genera un compromiso de

⁵ Véase Lora (1987) y también Dirección de Cuentas Internacionales -MEyOSP- (1996).

⁶ Considérese el caso de una empresa instalada en el país, cuyo paquete accionario pertenezca en su totalidad a tenedores extranjeros. Para las cuentas nacionales es un agente residente y por ende su contribución al valor agregado aparecería captada como parte del producto interno bruto. Para el balance de pagos sucede lo mismo: la empresa es residente (por lo que sus ventas de bienes al exterior, por ejemplo, constituyen exportaciones), pero sus utilidades pertenecen a los propietarios del paquete accionario, no residentes (y deberán entonces restarse del ingreso interno en el proceso de cálculo del ingreso nacional). En otros términos, las utilidades de propiedad de residentes, en el caso de la empresa

pago, o se produce un traspaso de propiedad de bienes o activos. El momento del devengamiento muy frecuentemente difiere de aquél en que se realizan los pagos efectivos. Como la unidad de cuenta del balance de pagos es el dólar, debe utilizarse el tipo de cambio del momento del devengamiento para hacer consistente la valoración de transacciones efectuadas en diferentes monedas.

El párrafo anterior señala un punto de importancia que vale la pena destacar: el momento del devengamiento no tiene por qué coincidir con aquél en que se realizan los pagos involucrados en cada transacción. En verdad, el nombre de “balance de pagos” no es en este aspecto totalmente claro en relación con sus contenidos, puesto que en el mismo se registran todas las transacciones entre residentes y no residentes, involucren pagos o no, y además se registran en un momento que no suele ser el del pago. Una versión más restringida del cómputo de las transacciones externas de una economía es el balance cambiario, que contempla únicamente los flujos de ingresos y egresos efectivos de divisas. Es decir que, por oposición al balance de pagos, basado en el criterio del “devengamiento”, el balance cambiario, que no se elabora actualmente en la Argentina, se basa en un concepto de caja. Este instrumento captaría mejor, en consecuencia, los flujos efectivos en el mercado de divisas, mientras que el criterio con que se elabora el balance de pagos es consistente con los que presiden las cuentas nacionales de producto, ingreso y gasto. Conceptualmente la balanza de pagos no es otra cosa que la cuenta del sector externo del sistema de cuentas nacionales, expresada en dólares.

Vale la pena detenerse un poco más en el criterio de lo devengado porque tiene algunas consecuencias de importancia que hay que tomar en cuenta al interpretar las cifras del balance de pagos. Examínese un momento el concepto de “resultado de la cuenta corriente” de dicho balance. Un déficit de cuenta corriente, por ejemplo, indica que los residentes en determinada economía están efectuando un gasto en bienes y servicios extranjeros y en pagos de rentas a no residentes que supera a la suma de sus ingresos totales provenientes del exterior. O, lo que es equivalente, en ese caso el ingreso total de los residentes (el “ingreso nacional”) es inferior a la absorción interna, que consiste en la suma del gasto de consumo (privado y del gobierno) y de inversión

(también privada y del gobierno) por ellos realizado. Esa situación (es decir, la realización de un gasto agregado interno superior al ingreso nacional) solo es viable si se cuenta con recursos para financiarla. Estos pueden ser básicamente de dos tipos: a) activos externos acumulados de períodos anteriores, o b) nuevo financiamiento externo. En ambos casos, aumentarían los pasivos netos del conjunto de los residentes contra el resto del mundo. Es decir, los residentes están recibiendo financiamiento neto de no residentes o, en otros términos, están captando parte del ahorro generado por el resto del mundo (ahorro que los extranjeros no utilizan, en este caso, para financiar su propia inversión, sino para financiar el exceso de gasto del país del ejemplo sobre su ingreso nacional). Es por esta razón que el resultado de la cuenta corriente, cambiado de signo, se identifica con el concepto de ahorro externo. El mismo suele utilizarse corrientemente, además, como indicador de las necesidades de nuevo financiamiento de la economía.

Ahora bien, como se ha señalado, el déficit de cuenta corriente y su equivalente de ahorro externo son conceptos devengados. Pero así definidos, estos conceptos pueden dar una idea distorsionada de las necesidades de financiamiento afrontadas por la economía en un período determinado. Un breve examen a dos partidas puede ejemplificarlo. Los intereses recibidos por residentes por colocaciones financieras en el exterior (devengados) tienen que incluirse en el balance de pagos, por cuanto constituyen un flujo de renta que los residentes reciben de no residentes. Esos ingresos forman parte también, naturalmente, del ingreso nacional. Sin embargo, es probable que, en particular en contextos de incertidumbre o inestabilidad, esas rentas no puedan considerarse parte de la oferta-flujo de divisas con que pueden contar las actividades productivas (y de consumo) radicadas en el territorio nacional. En tal caso, quizás la economía esté enfrentando en la práctica necesidades de financiamiento mayores que las que revela la cuenta corriente, en la que los ingresos que se están considerando aquí aparecen sumados.

Por su parte, la partida de la cuenta corriente referida a los pagos de utilidades y dividendos al exterior debe contabilizar el total de las utilidades y dividendos de propiedad de no residentes por sus inversiones en el territorio nacional, aunque normalmente una parte de esas utilidades se reinvierte y en consecuencia no genera presión sobre el mercado de divisas (las utilidades generadas en el período se computan

como una salida en la cuenta corriente, y la parte que se reinvierte se computa a su vez como un ingreso de capital, en la cuenta de inversión extranjera directa, aunque en el mercado de divisas no se haya producido movimiento alguno por estos conceptos).

El párrafo anterior sugiere que las “necesidades de financiamiento devengadas”, entendidas como el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo, pueden no dar una idea apropiada del concepto relevante de necesidades de nuevo financiamiento, que es útil acotar a la demanda excedente-flujo de divisas derivada de las actividades económicas radicadas en el territorio nacional, incluyendo a las actividades de consumo. Este problema no se resuelve, sin embargo, sustituyendo el criterio de lo devengado por un concepto de caja, puesto que, por ejemplo, los intereses devengados por las deudas externas de los residentes generan necesidades de financiamiento por su monto total, que incluye la parte que eventualmente haya de pagarse, pero también la que quizás se refinance. De manera que el examen de las necesidades de financiamiento requiere un tratamiento más complejo. Este punto será retomado más adelante, en la tercera sección del trabajo.

Otra característica de las operaciones contabilizadas normalmente en el balance de pagos es que no todas ellas devienen de registros que suponen un relevamiento más o menos sistemático de las transacciones. Las que por sus características se aproximan más a la idea de registro sistemático son las operaciones de comercio exterior de bienes (importaciones, exportaciones), y parte de las que involucran a la deuda pública (excluyendo a la instrumentada en títulos-valores, puesto que en este caso existen a veces dificultades para identificar a los tenedores, cuando los títulos cambian de manos en mercados secundarios). Para algunas partidas se cuenta con información derivada de las estadísticas cambiarias, es decir, obtenidas de las entidades que operan en el mercado de cambios. En este caso, la información está referida a flujos de caja y no a devengamientos, lo cual contradice el criterio general de lo devengado que preside la confección del balance de pagos (en este grupo se encuentran, en el caso de la Argentina, diversas transacciones como las que involucran pagos por servicios de seguros, comisiones comerciales y bancarias, remesas de trabajadores y ciertas transferencias).

En un nivel inferior de confiabilidad se encuentran partidas que se estiman

mediante relevamientos parciales, esencialmente encuestas a agentes involucrados en las correspondientes operaciones. En el caso de la Argentina estos procedimientos alcanzan a partidas como las utilidades y dividendos generados por las empresas de inversión directa residentes en el país, y a parte de la deuda privada⁷. En un nivel más bajo de confiabilidad se encuentran otras partidas que no se obtienen de registros sistemáticos ni de encuestas, sino que se estiman recurriendo a procedimientos indirectos o utilizando supuestos cuestionables, basados en criterios de “razonabilidad” pero de difícil validación empírica. En el caso de la Argentina (que se discute con mayor detenimiento más adelante), el mejor ejemplo es el monto de intereses recibidos por el sector privado no financiero residente a partir de sus activos en el exterior. Ese acervo de activos ciertamente no se conoce; se le ha estimado provisoriamente por un método indirecto (el “método residual” que también se considera más adelante), y se utiliza un supuesto “más o menos razonable, más o menos arbitrario” para determinar cuál es la rentabilidad que devengan esas tenencias.

Sintetizando, se tiene que el balance de pagos es, en la práctica, un instrumento complejo de naturaleza híbrida, en el que algunas partidas se contabilizan al momento del devengamiento y otras son flujos de caja, y en el que algunas operaciones se captan de forma más o menos adecuada a partir de registros mientras que otras se obtienen a partir de encuestas y finalmente algunas, a veces de gran significación numérica, se estiman de manera indirecta o utilizando supuestos de fiabilidad cuestionable. Todo ello hace que una lectura superficial de ese balance contable pueda conducir a apreciaciones erróneas, por ejemplo al tratar de caracterizar la evolución de la vulnerabilidad externa de la economía.

II.2. El Manual del Balance de Pagos del FMI.

La quinta y más reciente edición del Manual de Balance de Pagos del FMI

⁷ La deuda privada comercial y financiera directa con bancos, relevada recientemente según procedimientos de este tipo, será informada próximamente, según se ha anunciado (el dato no es públicamente conocido al momento de elaborarse este trabajo).

introduce diversos cambios en relación con versiones precedentes. Los fundamentos de los mismos se encuentran en algunas transformaciones importantes que vienen acaeciendo desde mediados de los años setenta en el plano de las transacciones internacionales. Se destacarán aquí dos de ellas. En primer lugar, el generalizado proceso de liberalización e integración de mercados, particularmente intenso en lo que se refiere a las transacciones financieras. En este ámbito el ritmo de la internacionalización de los flujos ha sido muy rápido y ha sido acompañado además por significativas innovaciones, entre las que cabe destacar la aparición de nuevos instrumentos y mercados.

Algunos de estos procesos gravitan decisivamente no sólo en las características de las transacciones que el balance de pagos procura reflejar, sino también en las fuentes de información disponibles, que se modifican y en algunos casos se deterioran al ritmo de la desregulación de mercados y con el desarrollo de operaciones que por su naturaleza son difíciles de captar.

En lo que se refiere al cómputo del balance de pagos, estos cambios económicos tienen consecuencias en especial sobre la cuenta que se denominaba con anterioridad “de capital”, cuyos componentes la quinta edición del manual del FMI ha reagrupado desagregando la nueva “cuenta de capital” (que comprende las transferencias de capital y transacciones que involucran la “adquisición o enajenación de activos no financieros no producidos”, como patentes), de la cuenta “financiera”, ambas reagrupadas bajo el título común de “cuenta de capital y financiera”.

El segundo proceso económico remarcable por su intensidad ha sido la expansión de las transacciones internacionales de servicios reales. Esto hizo más notoria la inadecuación del tratamiento de algunos flujos de servicios en ediciones anteriores del manual. En efecto, ciertos servicios reales aparecían agregados con flujos correspondientes a remuneración de factores⁸. De modo que las transacciones de bienes y servicios y aquéllas por cuenta de renta (ingresos) no estaban adecuadamente discriminadas. El Manual del FMI en su última versión apunta en parte a mejorar estos

⁸ Los ingresos del trabajo y de la propiedad no financiera estaban agrupados con servicios reales distintos de “viajes” y de los costos de flete y de transporte. En la quinta edición esos ingresos fueron separados e integrados con otros flujos de ingresos factoriales.

aspectos.

Como indica el punto que se acaba de señalar, uno de los objetivos explícitos de la nueva edición del Manual del Fondo ha sido el de perfeccionar la distinción entre las cuentas de ingresos de los factores (o renta) y aquéllas que registran las transacciones en los mercados de bienes y servicios reales. Estos cambios no afectan el resultado global de la cuenta corriente del balance de pagos, sino únicamente su composición, pero al discriminar mejor los flujos de ingresos (recibidos por los residentes, aunque generados en el exterior, y recibidos por no residentes, aunque generados en el territorio del país) deberían contribuir a una mejor medida del ingreso nacional, es decir, de la renta de propiedad de los residentes en determinado territorio nacional. El punto que se acaba de señalar es congruente con otro de los objetivos explícitos de la reforma de la metodología de las cuentas externas propuesta por el FMI, como es el de lograr una mejor armonización de las mismas con las cuentas nacionales de producto, ingreso y gasto.

Corresponde señalar, complementariamente, que las Naciones Unidas concluyeron también en 1993 la confección del Sistema Revisado de Cuentas Nacionales (SCN), cuya finalidad es mejorar y homogeneizar las diferentes contabilidades nacionales. El nuevo Manual del Balance de Pagos del FMI apunta, en efecto, a que las cuentas del balance de pagos resulten consistentes con la cuenta “Resto del Mundo” del SCN, con el signo cambiado: la Cuenta Corriente del balance de pagos debería verse reflejada en el “grupo de cuentas corrientes” del SCN, la cuenta “Capital y financiera” en las cuentas de “Acumulación”.

Ahora bien, lo señalado en el párrafo anterior es válido en las cuentas a precios corrientes. Por cierto, el balance de pagos es el registro de las transacciones efectuadas en cierto período, entre residentes y no residentes, a precios corrientes del período de que se trate. El resultado del balance de pagos se presenta en dólares. Convertido a moneda nacional, al tipo de cambio del momento del registro de cada transacción, debería ser consistente con la cuenta “resto del mundo” del SCN, cambiada de signo, también medida a precios corrientes.

Además de los propósitos hasta aquí señalados, el nuevo manual de Balance de Pagos del FMI apunta también a una mejor medición del ahorro externo y, de manera

concomitante, a un mejor tratamiento de las relaciones entre flujos y acervos, puesto que el flujo de ahorro externo se iguala a la acumulación neta de activos por parte del resto del mundo en relación con la economía nacional. Se procura además captar los efectos de la acumulación o desacumulación de activos sobre las cuentas de riqueza de los distintos sectores residentes, y de los residentes en conjunto. La “Posición de Inversión Internacional” propuesta en el manual del FMI (que a diferencia de lo que es estrictamente el balance de pagos, referido únicamente a flujos, procura reflejar el total de los activos financieros y los pasivos de residentes contra no residentes en determinado momento), debe ser consistente con los “Balances de la economía”, según el Sistema Revisado de Cuentas Nacionales.

La mejor medición del ahorro externo resultaría por una parte de cambios en la imputación de algunas partidas, en particular de transferencias. Las transferencias sin contrapartida, que anteriormente se incluían en su totalidad en la cuenta corriente del balance de pagos, se desagregan en la quinta edición del manual del FMI en “transferencias corrientes” y “transferencias de capital”, contabilizándose estas últimas en la nueva “cuenta de capital”. Esto es conceptualmente adecuado, por cuanto no corresponde incluir a las transferencias de capital en el cómputo del ahorro externo.

En segundo lugar, también se busca mejorar la estimación del ahorro externo procurando captar de manera más completa los flujos de renta que los residentes obtienen en el exterior, así como los que no residentes obtienen en la economía nacional. Este aspecto es crucial por cuanto se trata de encarar las consecuencias de un proceso de creciente integración financiera y de inversiones reales en el mundo, con la consecuente multiplicación de los flujos de rentas. Sin embargo, presenta dificultades prácticas muy importantes, a las que se hará referencia nuevamente más adelante, al examinar el caso de la Argentina.

En lo que se refiere al tratamiento de la cuenta de capital y financiera, los cambios introducidos en la quinta edición del Manual del Balance de Pagos del FMI apuntan en gran medida a dar mejor cuenta de algunas características del proceso de intensa innovación financiera observado en los últimos lustros. El acelerado crecimiento de las transacciones financieras que se viene observando desde los años setenta se caracterizó, en efecto, por la emergencia de una amplia gama de innovaciones y de

nuevos instrumentos financieros, relacionados con el proceso de securitización de activos; además, han proliferado arreglos e instrumentos financieros contingentes y transacciones que involucran denominaciones en varias monedas. La identificación de los agentes involucrados y la distinción de operaciones que sólo involucran a residentes de aquéllas que deben ser registradas en el balance de pagos se ha hecho cada vez más problemática. Por otra parte, también se hicieron manifiestos, en particular en los años ochenta, algunos problemas derivados del tratamiento de los efectos del sobreendeudamiento externo de varios países en desarrollo (atrasos o moratorias en los pagos de intereses originados en situaciones de iliquidez), así como los nuevos arreglos financieros diseñados para facilitar el proceso de reducción y reestructuración de pasivos internacionales. Estos factores también contribuyeron a la redefinición de las clasificaciones de la cuenta de capital y financiera del balance de pagos. Además, cabe mencionar nuevamente como telón de fondo de estos procesos, el muy veloz incremento de los flujos de inversión directa en el mundo, así como la proliferación de inversiones de cartera de elevada movilidad y la diversificación entre mercados.

La creciente interdependencia financiera indujo, a su turno, una tendencia a la desregulación de las actividades financieras internas en las principales economías desarrolladas, extendida luego bastante generalizadamente a la periferia. La eliminación o reducción de los controles de cambio, al dificultar la detección de parte de las transacciones efectivamente ocurridas, sumó nuevas y serias dificultades al proceso de compilación de estadísticas referentes a las transacciones entre residentes y no residentes.

En ese plano se plantea una situación que luce algo paradójica. Una de las “líneas de cambio” más evidentes en el último Manual del Balance de Pagos del FMI es, en efecto, la inclusión de nuevos instrumentos, como los que se negocian en los “money markets”, y los instrumentos financieros llamados “derivativos”, dentro de la categoría “inversión de cartera”. El enriquecimiento del diseño de la cuenta de capitales con la inclusión de nuevos instrumentos contrasta, entre tanto, con las dificultades para captar en la práctica las nuevas operaciones, así como otras cuyas bases informativas han

tendido a deteriorarse con el avance de la desregulación financiera⁹.

Un segundo cambio de importancia en el tratamiento de las transacciones de capital es la desagregación de la anterior “cuenta de capital” en dos: la “cuenta de capital” en sentido estricto, y otra que se denomina “cuenta financiera” y que es la que refleja más aproximadamente las variaciones de la “Posición de Inversión Internacional” del conjunto de los residentes a lo largo de cierto período.

La cuenta de capital incluye las partidas “transferencias de capital” y “adquisición o enajenación de activos no financieros, no producidos”. Ninguna de estas cuentas se estima actualmente en la Argentina. Las transferencias de capital incluyen esencialmente las cesiones sin contrapartida de activos fijos (la donación de una nave, por ejemplo), y condonaciones de deudas. Estas últimas darían lugar a dos asientos: un ingreso por cuenta de capital -la transferencia-, y una salida como “amortización de deuda”, por el mismo monto, en la cuenta financiera, de manera que el resultado del balance de pagos no cambia.

La cuenta financiera del balance de pagos, por su parte, presenta las transacciones sobre activos financieros realizadas entre los agentes residentes y los no residentes y su saldo representa la variación en la posición deudora neta (o exposición financiera neta) de los agentes residentes respecto del resto del mundo, acaecida en el período.

El criterio que preside la clasificación de las partidas de la cuenta financiera es el que surge del denominado “corte funcional”. Según éste, las diferentes transacciones ocurridas se organizan en las siguientes cuatro clases: inversión directa, inversión de cartera, otras inversiones y activos de reserva. Dicha desagregación persigue la armonización de los componentes de la cuenta financiera con los distintos rubros de la subcuenta de ingresos de la cuenta corriente. Cada uno de estos componentes, a su vez, está desagregado de acuerdo a los criterios que se consideran más relevantes según el tipo de instrumento de que se trate. En primer lugar, se tiene naturalmente en

⁹ El Manual del Balance de Pagos del FMI no está destinado a tratar estos problemas de implementación, puesto que se limita a desarrollar los aspectos de diseño del sistema de cuentas. Pero en la “Compilation Guide” que acompaña al manual las cuestiones concretas de medición son abordadas en detalle. Aparece con fuerza una orientación a la generación de información a través de relevamientos parciales (encuestas) e indirectos, como el cruce de información entre países, como vías para tratar el

cuenta si la inversión fue realizada por un agente residente en el exterior o se trata de una salida de recursos. Adicionalmente, dentro de la inversión directa se diferencia entre emisión de acciones, reinversión de utilidades y otros capitales.

Por su parte, para las categorías de inversión de cartera y otra inversión de capital se sugiere realizar una subclasificación por tipo de instrumento (acciones o deuda securitizada, crédito comercial, préstamos, depósitos, efectivo u otras clases de activos y pasivos financieros). Asimismo, dentro de cada una de estas categorías de instrumentos existe una desagregación sectorial (para los acreedores domésticos en el caso de los activos y para los deudores en el caso de las obligaciones): “autoridades monetarias”, “gobierno general”, “bancos”, “otros sectores”. Dicha desagregación sectorial persigue la armonización de los registros del balance de pagos con los de la denominada posición de inversión internacional, las cuentas de acumulación del sistema de cuentas nacionales y otros registros estadísticos.

Es llamativo el hecho de que el Manual del FMI atribuya poca o muy poca relevancia, de hecho, a la dimensión “plazo” de las transacciones financieras externas, la que se preserva para un conjunto restringido de operaciones. Aún en esos casos no se lo hace principalmente por la relevancia, sino más que nada para no oponerse a lo que se considera un criterio “tradicional”. En efecto, la desagregación basada en el plazo de vencimiento de las diferentes clases de activos y pasivos financieros se mantiene sólo para el tercer tipo de inversión de capital (otras inversiones). Así, la distinción entre activos y pasivos de corto y largo plazo (de menos de un año o más de duración) es abandonada en lo que se refiere a la inversión de cartera. Esa recomendación se fundamenta en que, habida cuenta de algunas de las transformaciones ocurridas en los mercados financieros internacionales y de las innovaciones financieras a que ellas han dado lugar, la diferenciación de los activos y pasivos de acuerdo a su perfil temporal ha perdido buena parte de su significación. Pese a esa posición, parecen caber pocas dudas acerca de que diversas imperfecciones de los mercados financieros hacen que muchas operaciones financieras concebibles (entre ellas las de arbitraje de plazos o las destinadas a cubrir posiciones mediante operaciones de pase, por ejemplo) con frecuencia se vean

limitadas, en particular tratándose de economías en desarrollo. Estas circunstancias pueden a su vez contribuir a configurar situaciones de iliquidez, problemas de pagos y crisis financieras de magnitud. Por ello parece prudente tomar con reservas el debilitamiento de esta dimensión de las transacciones financieras en el cómputo del balance de pagos.

II. 3. Los cambios metodológicos en la Argentina.

II.3.1. Antecedentes

Procesos económicos globales como la creciente desregulación e integración financiera, ya señalados, se manifestaron plenamente en la Argentina, afectando también los procedimientos de elaboración del balance de pagos del país. Sin embargo, algunas de las transformaciones de mayor significación fueron de orden esencialmente interno. Es el caso de la dolarización de las relaciones financieras internas y, en especial, de la deuda pública.

En efecto, entre los cambios en el escenario local más importantes merece apuntarse el desarrollo de un sistema financiero bimonetario, una de cuyas características es la ruptura de la identificación entre obligaciones financieras en moneda extranjera y operaciones entre residentes y no residentes¹⁰, puesto que muchas operaciones entre residentes se pactan en dólares.

¹⁰ Al respecto, el Informe Económico del Ministerio de Economía dice, por ejemplo: “La información que se utilizaba sobre las transacciones con el exterior era provista principalmente por el sistema bancario y los organismos y empresas públicas, y estaba basada en la distinción entre operaciones en moneda local y moneda extranjera. Esta información adolecía de serias falencias debido -entre otras razones- al incumplimiento de los controles de cambio, la subfacturación de exportaciones, la sobrefacturación de importaciones, la fuga de capitales y la errónea identificación de operaciones en moneda extranjera con transacciones entre residentes y no residentes. La eliminación del control de las actividades de cambio, la desregulación de los mercados, la privatización de empresas públicas y la adopción formal del sistema bimonetario implicaron la pérdida de las fuentes tradicionales de información primaria utilizadas para la confección del balance de pagos.” MEYOSP, Informe Económico, número 11, tercer trimestre de 1994, página 74. Pese a esta referencia, cabe argumentar que la desregulación de mercados no lleva necesariamente a la desaparición de registros. La ausencia de controles sobre los movimientos de capital no obsta para que, por ejemplo, las operaciones financieras externas deban registrarse, como se hace en Chile con la inversión directa, para citar un caso. Por estas vías puede hacerse menor el monto del “residuo” de movimientos de capital no identificados. Hasta el momento, ese residuo es muy significativo en el balance de pagos de la Argentina.

Si bien el criterio de residencia preside la elaboración del balance de pagos, la identificación de posiciones en moneda extranjera era, en el pasado, asimilada a la determinación de saldos activos o pasivos entre residentes y no residentes. En particular, la deuda pública en moneda extranjera se asimilaba a deuda externa, aunque una fracción creciente de dichas obligaciones pasó, con el tiempo, a estar en manos de residentes (es decir, tendió a dolarizarse la deuda pública interna). En consecuencia, lo mismo sucedía con las correspondientes rentas: los intereses sobre la deuda pública en moneda extranjera se computaban entre los servicios financieros en la cuenta corriente del balance de pagos aunque los títulos estuviesen en cartera de tenedores locales, contrariando de tal modo el principio de residencia en el que se basa dicho balance. Entre las modificaciones más importantes observadas en los métodos de cómputo del balance de pagos en la Argentina se encuentran las que han apuntado a corregir ese problema. Este cambio tiende a reducir el ahorro externo estimado (y en consecuencia, se reducen también los ingresos estimados de capital) porque parte de los devengamientos de intereses que se volcaban anteriormente en la cuenta corriente han sido excluidos de la misma.

Adicionalmente se trató, en principio siguiendo también el criterio de las recomendaciones del Manual del FMI, de mejorar el cómputo del ahorro externo no sólo mediante una discriminación de los flujos de renta de residentes y no residentes más apropiada que la que resulta de las cuentas por moneda, sino también incorporando estimaciones de los flujos de ingresos de residentes, devengados por sus tenencias (estimadas) de activos en el exterior, de las que no existen registros. Conceptualmente, cambios como el mencionado se adecuan a las prácticas contables aceptadas y se orientan a lograr una medida más apropiada (en el sentido de contemplar todos los conceptos que deben tenerse en cuenta) tanto del ingreso nacional cuanto del ahorro nacional y externo y de la posición de inversión internacional de los residentes. Sin embargo, esta adecuación conceptual no debería obscurecer el hecho de que las variaciones en la calidad de las cuentas dependerá también de los métodos concretos de estimación que se empleen en cada caso, lo que debe tenerse particularmente en consideración cuando se trata de partidas para cuya cuantificación no se cuenta con registros. Y algunas de las modificaciones metodológicas encaradas en la Argentina

entrañan dificultades prácticas de estimación considerables, como es el caso, en especial, de la relativa a los flujos de ingresos generados por activos de residentes contra el resto del mundo, y al acervo del que esas rentas derivan.

En el país se han ido incorporando paulatinamente, a partir de 1993, algunos de los cambios propuestos en el Manual de Balance de Pagos del Fondo. Así, desde el cuarto trimestre de dicho año se han presentado diferentes estimaciones oficiales de las cuentas del país con el resto del mundo.

La versión elaborada corrientemente por el Banco Central en el pasado, que se publicó hasta el tercer trimestre de 1993, pasó a denominarse en revisión, ya que fue modificada por el propio BCRA a partir de entonces. Luego, la publicación del Ministerio de Economía titulada Argentina en Crecimiento¹¹ ofreció otra versión en 1994, con una metodología bastante diferente a la revisada por el BCRA. Finalmente, las posteriores publicaciones del Informe Económico de la Subsecretaría de Programación Macroeconómica del Ministerio de Economía retomaron algunos de los cambios efectuados anteriormente, desechando otros e incorporando nuevos, en el tercer trimestre de 1994 y nuevamente en el tercer trimestre de 1995. Esta estimación del Balance de Pagos, llamada “unificada”, es realizada actualmente por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) de la Subsecretaría de Programación Macroeconómica, la que recurre a la oficina de balance de pagos del INDEC para la producción de estadísticas básicas.

II.3.2 Los cambios recientes.

Los cambios efectuados durante el período 1993-1996 en la metodología de estimación del balance de pagos son de tres tipos, básicamente:

- **Nuevas estimaciones:** Se refiere a la incorporación de nuevas partidas, o bien a la redefinición del cálculo de algunas cuentas incluidas con anterioridad, con el propósito declarado de adecuarlas a los criterios establecidos en el Manual del FMI, en especial

¹¹ Véase MEYOSP (1994).

el de residencia (por oposición al criterio de “moneda de denominación de los contratos” que se utilizaba en el pasado para catalogar en especial a las transacciones financieras del sector público).

- **Modificaciones en la base informativa:** Se refiere a modificaciones de las fuentes de información utilizadas para el cómputo de diferentes partidas, a causa de los cambios en su disponibilidad originados en las reformas institucionales y legales, y en transformaciones en el modo de funcionamiento de la economía como consecuencia del proceso de reformas estructurales (privatizaciones, desregulación financiera, liberalización del mercado cambiario y otras).
- **Modificación en la imputación de cuentas:** se refiere al traslado de algunas partidas entre la cuenta corriente y la de capital, y al traslado de la cuenta de variación de reservas “por encima de la línea”.

Esos cambios y algunos de sus efectos sobre las estimaciones del balance de pagos son revisados a continuación.

Las nuevas estimaciones y fuentes.

Varias de las nuevas estimaciones incorporadas en el cómputo del balance de pagos de la Argentina, siguiendo las recomendaciones del FMI en el sentido de perfeccionar la medición del ahorro externo, resultan en un saldo más favorable o menos desfavorable de la cuenta corriente del balance de pagos, en relación con el cómputo anterior. La excepción significativa es la partida de inversión extranjera directa. En este caso, al impacto de los fuertes flujos recibidos por el país en la primera mitad de los años noventa se suma la existencia de un trabajo reciente de relevamiento de datos acerca de la inversión extranjera directa en el país, que se examina más adelante, y que arroja una corrección hacia arriba del acervo correspondiente.

Cabe enfatizar aquí, antes de enfocar el detalle de los cambios llevados a cabo, que los mismos fueron planteando, a medida que se los realizaba, dificultades o “efectos

colaterales” importantes: la introducción secuencial de las modificaciones metodológicas, sin que o bien se mantuviera por algún tiempo la publicación con los viejos procedimientos, o bien se suministrara una revisión de las cifras de balance de pagos “hacia atrás” con la nueva metodología, hizo difíciles las comparaciones intertemporales, al carecerse de series homogéneas relativas a buena parte de las transacciones con el resto del mundo. Una serie que no tomara en cuenta los cambios en los procedimientos de elaboración del balance de pagos habría acusado una mejora importante en los saldos de cuenta corriente entre 1994 y 1996, por ejemplo, pero la misma habría sido el resultado de una combinación de factores reales con otros atribuibles a modificaciones en las formas de cómputo¹².

Por otra parte, si bien las modificaciones que se han producido tienen fundamentos en un plano conceptual y son además consistentes en general con lo propuesto en el nuevo Manual del Balance de Pagos del FMI, algunas de ellas presentan dificultades significativas en el plano empírico. En consecuencia, la puesta en práctica de las nuevas formas de medición merece un examen por separado.

A continuación se enuncian los principales cambios efectuados, se mencionan sus efectos en términos cualitativos y se vuelcan los comentarios de mayor significación que se han juzgado pertinentes, referidos en particular a los problemas prácticos de estimación.

1. Acervo de activos de residentes en el exterior y sus rentas.

La reciente inclusión de las rentas que generarían estos activos en el cómputo del balance de pagos de la Argentina aumenta el crédito por intereses en la cuenta corriente (flujo). Naturalmente, el correspondiente activo se incorpora en el cálculo de la posición de inversión internacional de los residentes (stock).

Para estimar el stock de activos que residentes locales poseen en el exterior y

¹² Este problema fue parcialmente subsanado, luego de la elaboración de este trabajo, por la publicación, en 1998, de series del balance de pagos reestimado con la nueva metodología, desde 1992. Con todo, para el período 1992-1994 las cifras sólo están disponibles con periodicidad anual y no por trimestres, según la frecuencia habitual de generación de cifras de balance de pagos.

que, por lo tanto, arroja una renta que es pertinente devengar¹³ (aunque no se verifique un ingreso efectivo de fondos)¹⁴, se utilizó el llamado “método residual del balance de pagos”, y diversos supuestos y procedimientos que se examinan a continuación. Estos procedimientos llevaron a estimar un stock de activos externos en poder del sector privado de aproximadamente U\$S 60.000 millones al cierre del año 1991. Desde entonces ese acervo se ajusta a partir de los flujos de balance de pagos estimados según la nueva metodología. Sin embargo, son varias las objeciones y dudas que plantea la estimación del ese stock, tal como se indica en el punto siguiente. Las objeciones se extienden necesariamente a las estimaciones de los flujos de renta derivados de dichas tenencias, disminuyendo su confiabilidad.

El método residual del Balance de Pagos y la estimación de los activos de residentes contra no residentes.¹⁵

El método residual del Balance de Pagos, que se aplicó para el período 1970-1991, computa las variaciones de activos privados en el exterior como el exceso de fuentes de fondos sobre usos de fondos. Se parte de la nueva definición del balance de pagos:

$$CC + CK = 0 \quad (1),$$

en la que CC es la cuenta corriente y CK es la cuenta de capital y financiera, que incluye la variación de reservas y el rubro “Errores y Omisiones”. Por su parte, en

¹³ El devengamiento es pertinente porque esos ingresos son generados por recursos pertenecientes a residentes, que están siendo utilizados por no residentes. En tanto son propiedad de residentes, esas rentas forman además parte del Ingreso Nacional.

¹⁴ Puede decirse, por otro lado, que en sus efectos prácticos este caso es opuesto al de las utilidades y dividendos, que en realidad se devengan como una salida de fondos aunque no haya un egreso correspondiente de divisas, puesto que al menos una parte de las utilidades y dividendos no es girada al exterior sino que adquiere la forma de inversión extranjera directa. Como ya se señaló, esta fracción que se reinvierte aparece computada simultáneamente como un egreso por cuenta corriente y un ingreso por la cuenta “de capital y financiera”.

¹⁵ El método que se examina aquí fue presentado en: MEYOSP. Informe Económico, número 15, anexo 2, página 97, tercer trimestre de 1995.

$$CC = X - M - PNF \quad (2),$$

la cuenta corriente se iguala a las exportaciones de bienes y servicios reales (X), menos las importaciones de bienes y servicios reales (M), menos los pagos netos de factores al exterior (PNF). La cuenta de capital y financiera es, a su vez:

$$CK = dDXN = dDXG - dRI + dDXP - dAE + IED \quad (3),$$

donde “d” significa incremento absoluto y DXN es la deuda externa neta total, que se define como la deuda externa pública (DXG), más la deuda externa privada (DXP), menos las reservas internacionales del Banco Central (RI), menos los activos en el exterior de residentes argentinos (AE), más el acervo de capital fijo en manos de no residentes (IED designa al flujo de inversión extranjera directa incluyendo los ingresos por privatizaciones correspondientes a inversión de no residentes). La inclusión de este último rubro hace de DXN un concepto no estrictamente financiero de “deuda neta”. El mismo comprende también los activos reales (“físicos”) localizados en territorio nacional pero de propiedad de no residentes. Por lo tanto, la cuenta de capital y financiera del balance de pagos es la variación del stock de la deuda externa neta definida de esa manera inclusiva. De (1) y (3) se obtiene:

$$dAE = CC + dDXG - dRI + dDXP + IED \quad (4),$$

es decir, la variación de los activos contra no residentes, en cartera de residentes argentinos¹⁶, es igual al exceso de fuentes de fondos (superávit de CC + aumentos de deuda externa pública y privada + flujo de IED) sobre los usos de fondos (acumulación de reservas internacionales).

Tomando como punto de partida, de manera arbitraria, un valor cero para la

¹⁶ Que así definida incluiría también las tenencias de activos físicos en el exterior por parte de residentes, es decir, la inversión directa que éstos realizan en el resto del mundo.

variable AE en 1970, y reestimando los valores de las variables incluidas en el lado derecho de la ecuación anterior según los procedimientos que se indican más abajo, se llegó con esta metodología a estimar en U\$S 60.416 millones el acervo de activos de residentes en el resto del mundo en 1991.

Los ajustes efectuados a las variables del lado derecho de la ecuación (4) para estimar el acervo de activos externos de residentes en 1991 (según se describen en la publicación oficial citada más arriba), y algunas observaciones en relación con los mismos, que plantean las críticas o dudas, se exponen a continuación.

En primer lugar, se indica allí que la aplicación del concepto de residencia en la estimación del balance de pagos, en lugar del criterio de moneda que se utilizaba anteriormente, altera los flujos de pagos netos de factores al exterior (PNF) y por lo tanto gravita en el resultado de la cuenta corriente. Tomando en cuenta eso, se realizaron ajustes tanto en las fuentes como en los usos de fondos, según los siguientes procedimientos¹⁷:

- En la cuenta corriente se restaron los intereses públicos pagados correspondientes a títulos de deuda del gobierno nacional en moneda extranjera, en manos de residentes. Para estimar el flujo a restar, según la publicación ya citada, se aplicó la tasa Libo a seis meses sobre el stock promedio de Bonex del período. Esta enunciación es, en primer lugar, poco clara porque deja dudas acerca de cuál es el “stock de Bonex promedio del período” considerado. En apariencia, el total de esos títulos en circulación fue atribuido a residentes. De modo que se supusieron iguales a cero las tenencias de Bonex por parte de no residentes. Ese procedimiento no puede considerarse adecuado, habida cuenta de que la emisión de tales títulos fue en gran medida motivada por la necesidad de disponer de un sustituto de las divisas para hacer frente aunque fuere muy parcialmente a compromisos externos que debían ser

¹⁷ Estas consideraciones, presentadas en la publicación oficial comentada en esta sección, indican que se efectuó una reestimación del balance de pagos “hacia atrás”, con el fin de evaluar la acumulación de activos externos en manos del sector privado residente. Sin embargo, sólo se publica el resultado final de esos cómputos revisados, en la forma de una cifra global para AE acumulado en el lapso 1970-91, en lugar de las series desagregadas de flujos, cuya disponibilidad sería de utilidad. La reconstrucción de esas series es dificultosa, en parte porque los criterios de “ajuste” que se comentan aquí no siempre están planteados con la claridad y precisión que serían de desear para hacer factible una réplica de la

atendidos en momentos de extremo racionamiento de la disponibilidad de recursos externos, como el atravesado desde el segundo trimestre de 1982. En consecuencia, inicialmente las tenencias de Bonex por parte de no residentes fueron importantes, aunque no haya sido ése el caso de emisiones posteriores, en particular de la producida en 1989, con motivo del “Plan Bonex”, que se utilizó para cancelar deuda interna de corto plazo. En los años ochenta se publicaban en el Boletín Estadístico del Banco Central los datos relativos a la deuda pública discriminada por tenedores, pero identificando únicamente las tenencias del propio Banco Central, de los bancos, de “otras entidades financieras” y del “resto” de los tenedores. Naturalmente, este último rubro englobaba principalmente al sector privado no financiero residente y al resto del mundo, de modo que no se contaba con la información adecuada para discriminar entre ambos. El supuesto adoptado para tratar esta dificultad, al considerar que el total de los Bonex fueron todo el tiempo parte de las carteras de residentes, genera una subestimación de los desequilibrios de cuenta corriente considerados al utilizar el “método residual”.

- Se estimaron los ingresos privados ganados sobre los activos en el exterior aplicando a los mismos un 60% de la tasa Libo empleada para estimar los flujos de devengamientos de servicios de la deuda. Este supuesto resulta de considerar que una parte de los activos estimados de residentes contra el resto del mundo probablemente no gana renta, o gana una renta inferior a la tasa activa externa, por encontrarse por ejemplo en la forma de billetes o depósitos en cuenta corriente o de ahorro, o bien de activos reales destinados al usufructo del propietario. En el texto considerado no se indica por qué ese ajuste se hace multiplicando el stock estimado por un coeficiente equivalente a sesenta por ciento de la tasa externa, y no a otro porcentaje¹⁸.

estimación efectuada.

¹⁸ Vale mencionar que en la actualidad se utiliza un procedimiento parecido para calcular el rendimiento de los activos de residentes contra el resto del mundo que se vuelcan en el balance de pagos. Se deduce del acervo una fracción que se supone que no es remunerada, por encontrarse en la forma de billetes, y se estima que el resto de esos activos rinde una renta porcentual equivalente a la tasa Libo de 90 días. Las estimaciones de, por ejemplo, el monto de billetes de moneda extranjera en cartera de residentes, son de confiabilidad dudosa, consideración que se extiende en consecuencia a la renta estimada de los activos que se supone remunerados.

- Hasta aquí se ha hecho referencia, en esta sección, a la cuenta corriente. La segunda variable del lado derecho de la ecuación (4), que comprende las variaciones del endeudamiento público, fue también objeto de ajustes. La deuda pública bruta externa considerada es la publicada por el Banco Central, de la que, según se argumenta en la publicación citada, se excluyeron los Bonex en circulación. En relación con este criterio caben, en consecuencia, exactamente las mismas observaciones planteadas poco más arriba, al hacer referencia al cómputo de los flujos de intereses devengados por dichos títulos. Al suponer que los mismos se encontraban en su totalidad en poder de residentes se subestima la deuda externa pública.
- Se indica también que las variaciones de la deuda pública fueron corregidas tomando en cuenta los efectos de la variación de los tipos de cambio de las distintas monedas respecto al dólar estadounidense, moneda en la cual se expresan tanto la deuda cuanto el balance de pagos.
- Las variaciones del stock de obligaciones financieras externas del sector público también se ajustaron tomando en consideración los efectos de las reducciones de deudas derivadas de ventas de activos y de los programas de conversión implementados en el período 1988-1991. Esta corrección se efectuó por la diferencia entre el valor nominal de los títulos de deuda rescatados y el valor de mercado de dichos títulos que se encuentra registrado como inversión directa extranjera.
- Las variaciones de reservas internacionales también incluyeron, además del oro y las colocaciones realizables en divisas, los acuerdos ALADI y Brasil. En 1983 se ajustaron las variaciones de reservas internacionales por la revaluación del oro.
- A la inversión extranjera directa recibida en 1988-89 se le restó el 50% de los montos correspondientes a los programas de conversión de deuda, por considerarse que esos flujos constituyeron recompras realizadas por residentes. Nuevamente, el texto referido carece de precisiones acerca de los fundamentos de la aplicación del porcentaje mencionado. Ese porcentaje de 50% habría sido determinado en función de la participación observada de capitales nacionales en los procesos (posteriores) de privatización, en los que la misma fue significativa.

- Llama la atención que la publicación citada no haga referencia a la forma en que se estimó la evolución de la deuda externa privada, incluida también del lado derecho de la ecuación (4), por cuanto esa variable es la de estimación más problemática.
- Los distintos problemas señalados en esta sección hacen que la estimación efectuada de las tenencias de activos externos por parte de no residentes deba considerarse muy tentativa y, en definitiva, de dudosa confiabilidad¹⁹. Dada la importante gravitación que tienen en la actualidad en el cómputo reformulado de la cuenta corriente de la Argentina los intereses ganados por las tenencias estimadas de activos externos del sector privado, los problemas y debilidades de las estimaciones elaboradas y utilizadas en el cómputo del balance de pagos del país, señalados en esta sección, adquieren una relevancia especial.

2. Papeles de deuda emitidos por el sector privado residente.

Las colocaciones de papeles de deuda efectuadas por firmas residentes en plazas del exterior, que no se registraban con anterioridad, se computan ahora en la cuenta financiera, como parte de la “inversión de cartera” de no residentes. Las correspondientes amortizaciones se contabilizan bajo el mismo rubro, con signo negativo. Los intereses devengados por estos papeles de deuda aumentan el débito por intereses en cuenta corriente. El stock de estas obligaciones alimenta, además, el pasivo de la posición de inversión internacional. En lo que se refiere a estos papeles, la información alcanza a los principales lanzamientos, puesto que no hay registros sistemáticos y colocaciones menores pueden no ser fácilmente detectables. Estas estimaciones se realizan relevando directamente la información de las principales plazas

¹⁹ Además, hay varios aspectos no considerados en la estimación, o al menos no mencionados, que habría que tomar en cuenta. Uno muy importante está constituido por la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones que seguramente tuvieron significación en tanto estuvieron en vigencia los mecanismos de control cambiario. Esa fue frecuentemente una vía privilegiada de la fuga de capitales. Puesto que el método residual del balance de pagos fue inicialmente utilizado justamente para estimar dichas fugas, llama la atención que el fenómeno no merezca al menos mención. Otros problemas generan sesgos en sentido contrario al indicado (como puede ser la subestimación muy probable de los gastos de consumo en el exterior, incluida en el rubro “viajes” de la cuenta de servicios reales), de manera que no es fácil decidir si la cifra estimada tiene mayor probabilidad de presentar sesgo en un sentido u otro, o acerca de cuál puede ser el orden de magnitud

del exterior, Caja de Valores (información que publica la Comisión Nacional de Valores), Bolsa de Comercio y embajadas en Italia y España.

3. Jubilaciones y pensiones.

Los ingresos de residentes devengados por estos conceptos constituyen transferencias corrientes, que se han incluido recientemente en el balance de pagos de la Argentina. Estos flujos provienen principalmente de España e Italia, y naturalmente incrementan el crédito por transferencias en cuenta corriente.

4. Títulos públicos emitidos por el gobierno en cartera de agentes residentes.

Estas tenencias, cuando se trata de títulos en moneda extranjera, se incluían anteriormente como parte de la deuda externa, y los correspondientes intereses se computaban entonces como débito en la cuenta corriente. Actualmente tales rentas se excluyen del balance de pagos por cuanto no constituyen operaciones con agentes no residentes. Esto disminuye el débito de intereses en cuenta corriente y el crédito en la cuenta de capital y financiera, a la vez que, considerando los acervos, se reduce el pasivo en la cuenta que refleja la posición de inversión internacional de residentes.

En la práctica, se excluyen del balance de pagos la colocación, la amortización y los flujos de renta de los títulos Bonex, Bote, Boteso, Bocón y Bono hidrocarburífero en moneda extranjera, originalmente adquiridos por residentes. Pero en cambio se incluyen las tenencias de títulos con domicilio extranjero informado por Caja de Valores, Bolsas y principales plazas del exterior. Esta última estimación está ajustada por las tenencias para negociación en sistemas de compensación internacional como Euroclear o Cedel en poder de residentes (cuyas variaciones o rentas no se incluyen en el balance de pagos). En cambio se incluyen en el balance de pagos los títulos Euronotes, Brady, Bonex global y otros, originalmente colocados a no residentes, descontadas las tenencias detectadas en el sector bancario residente, en las AFJP y en organismos

descentralizados de la administración pública nacional. Por otra parte, se contabiliza la capitalización de intereses implícitos en las tenencias de bonos Cero Cupón (30 años, crédito) y en los bocones (7 años, débito).

Estas formas de cómputo involucran imprecisiones difíciles de salvar en el cálculo del ahorro externo y de la posición financiera neta del país con el resto del mundo, porque no se captan sino parcialmente los cambios en las tenencias de títulos en relación con su distribución al momento de la colocación.

5. Acervo de activos y pasivos del sistema financiero con el exterior:

Anteriormente, las cuentas del sistema financiero no aparecían individualizadas en el balance de pagos. La consideración de estos acervos y de sus rentas tiene efecto indefinido (el signo del efecto sobre la cuenta corriente puede variar en función de lo que suceda con la posición neta del sistema financiero interno en relación con agentes no residentes, y depende también del diferencial entre las tasas de interés activas y pasivas externas que enfrentan los bancos locales).

Las correspondientes partidas se estiman a partir de los balances de las entidades financieras, con base en información del Banco Central, obteniéndose los flujos como diferencia de stocks. Este procedimiento trae aparejado el problema de los cambios en la valoración de estos activos y pasivos. Las diferencias de valoración no son transacciones y deberían depurarse para obtener una estimación más precisa de estas últimas, que son las operaciones que el balance de pagos apunta a captar. Por ende, estas cuentas no se ajustan plenamente a los criterios de elaboración del balance de pagos referidos en la introducción del trabajo.

6. Contabilización de las importaciones a valor FOB.

Anteriormente este cómputo se hacía a valor CIF. Este cambio a su vez redefine la cuenta de servicios reales. Se genera una disminución del débito en la balanza comercial, compensado por un incremento del débito en servicios reales por fletes. Por lo tanto, esta modificación arroja un efecto nulo sobre la cuenta corriente, pero mejora la

balanza comercial.

Esta modificación (cómputo de las importaciones a valor FOB) corrige una falla histórica del balance de pagos de la Argentina: al contabilizar las exportaciones a valor FOB y las importaciones a valor CIF, la cuenta de servicios reales no reflejaba el saldo real de los flujos de servicios entre residentes y no residentes, puesto que no se evidenciaba la importación de fletes y seguros internacionales, siempre incluida en el valor CIF de las importaciones (la cuenta era positiva por definición). Ahora se contabilizan ambos flujos a valor FOB, por lo que la comparación entre importaciones y exportaciones es más adecuada y la cuenta de servicios reales (fletes y seguros) refleja su propio saldo.

7. Utilidades y Dividendos (Renta de la Inversión Extranjera).

Las utilidades incluidas en la cuenta corriente del balance de pagos constituyen renta de la inversión directa extranjera establecida en el país, mientras que los dividendos incluyen también rentas de participaciones en la propiedad que se consideran inversión de cartera y no inversiones directas. Corresponde que las estimaciones de “utilidades y dividendos” se discutan, en consecuencia, conjuntamente con algunos componentes de la cuenta de capital, en particular la inversión directa, especialmente porque las fuentes de información son esencialmente las mismas. Las bases informativas para estas partidas se han modificado recientemente en la Argentina a través de un relevamiento que se describe de manera sucinta a continuación²⁰.

El relevamiento en cuestión abarcó el período 1992-95, y apuntó a estimar tanto diversas variables de flujo cuanto el acervo de inversión extranjera directa en el país. Para un conjunto de empresas (bancos, Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión, compañías de seguros y empresas privatizadas) el relevamiento abarcó al total de las entidades en operación, mientras que para el resto de los sectores económicos los datos provinieron de una encuesta. La base de la misma fue la ‘Encuesta Nacional a Grandes Empresas 1995’ elaborada por el INDEC, en la que se relevó información relativa al período 1991-95. Con los datos de dicho relevamiento, combinados con

información de otras fuentes (como la base de datos de empresas transnacionales de CEPAL e información de las cámaras de comercio de varios países) se confeccionó un “Directorio de empresas de inversión directa”, y dentro de éste, finalmente, se seleccionó un subconjunto de 256 empresas de mayor significación, siguiendo criterios basados en el establecimiento de límites mínimos para las variables “resultados”, “patrimonio neto” y “ventas”. Las restantes firmas fueron excluidas del relevamiento final. Las 256 empresas seleccionadas fueron encuestadas. La representatividad de ese grupo fue chequeada tomando en consideración los datos del censo nacional económico de 1993. En el documento citado se dice que, de acuerdo con ese chequeo de representatividad, la muestra “cubre un piso muy importante del conjunto de empresas de inversión directa”²¹. La muestra captaría alrededor de 90% de las utilidades del universo de empresas de inversión directa.

Las respuestas al formulario de la encuesta (sumadas al relevamiento de bancos, AFJP y demás firmas mencionadas más arriba) son la base de las estimaciones de IED. La renta de la inversión directa es estimada a partir de los resultados informados por las firmas, mientras que el flujo de capital resulta de la reinversión de utilidades, los aportes de los inversores directos no residentes y los cambios de manos registrados. La información acerca de la posición de inversión neta se estima con base en el patrimonio neto de la empresa²².

Debe destacarse que para que una participación en el capital de una firma establecida (o por establecerse) en el país se considere inversión extranjera directa debe alcanzar al menos al 10% del capital total de la firma. Inversiones menores a esa proporción se clasifican como inversiones de cartera. Una firma puede tener más de 10% de su capital en manos extranjeras pero si las participaciones son dispersas, todas ellas menores a 10%, no sería catalogada como firma “de inversión directa”²³. En este punto, el criterio adoptado en la Argentina sigue las pautas sugeridas en el Manual del Balance de Pagos del FMI.

²⁰ MEYOSP (1996).

²¹ Ibidem, página 17.

²² Ibidem, página 16.

²³ Aunque se hicieron algunas excepciones a este criterio en el caso de consorcios participantes en las privatizaciones.

La encuesta básica tuvo entre sus limitaciones que no abarcó a los sectores agropecuario y minero no petrolero, aunque éste último está por incorporarse a los relevamientos que se prevén para el futuro inmediato, a los que se hace referencia más abajo.

Cabe mencionar también que, como se indica en el documento citado, las cifras de flujos surgidas de la encuesta fueron incluidas directamente en las estimaciones del balance de pagos, sin efectuar una expansión según es procedimiento normal cuando la información relevada tiene carácter muestral. En otros términos, ante las dificultades para realizar una expansión confiable de la muestra, se prefirió “mantener los resultados provenientes de la encuesta como estimación para el universo de las otras empresas del sector privado no financiero, aún cuando estas estimaciones puedan estar subestimando los flujos de IED para los sectores incluidos en la encuesta”²⁴.

A partir de la base informativa generada por este relevamiento inicial, las líneas de trabajo seguidas se basan en:

- la realización de una encuesta anual de características semejantes a la inicial, y de
- encuestas trimestrales a un subconjunto de empresas de la muestra (alrededor de setenta firmas), y
- la captación de nuevas inversiones directas a través de la información proveniente de las fuentes más diversas: bancos, mercado de valores, información de prensa, información proveniente de los entes reguladores en el caso de empresas privatizadas, etc..

Las encuestas anuales tienen un tiempo de obtención y procesamiento relativamente extenso, superior al año y medio. Por esta razón se recurre al relevamiento menor, de periodicidad trimestral. Las cifras de utilidades del relevamiento trimestral son, en este caso sí, “expandidas” para adecuarlas a la muestra más grande de 256 empresas. Las cifras de balance de pagos así obtenidas se corregirían posteriormente, una vez disponible la información de la encuesta anual.

La información trimestral no permite distinguir con claridad el flujo de “re inversión de utilidades”, incluido como un sub-rubro de la inversión directa en la cuenta de capital.

²⁴ Ibidem, página 17.

Frente a ello se recurre al procedimiento de suponer (provisoriamente) que 50% de las utilidades son reinvertidas. Del mismo modo que con las restantes cifras, tales cálculos y las consecuentes cifras del balance de pagos deberían revisarse una vez generada la información de la encuesta mayor. Esa proporción de 50% constituye una “regla práctica” derivada de las evidencias del pasado.

Naturalmente, existen dificultades para captar operaciones de inversión directa de menor significación individual. Estas, sin embargo, posiblemente estén multiplicándose en el presente, en una economía más abierta, como lo sugiere la expansión de los flujos de negocios regionales en el marco del Mercosur y más allá. Estas circunstancias, sumadas al carácter muestral de parte de las cifras de inversión directa, hacen muy probable la existencia de una subestimación del stock de activos reales en poder de no residentes, lo que se haría extensivo a los correspondientes flujos de rentas.

Otra omisión en materia de inversión directa está constituida por la ausencia de datos acerca de las inversiones que agentes residentes en la Argentina realizan en el exterior. En realidad, dadas las características del “método residual” comentado más arriba, estas inversiones reales quedarían englobadas dentro del concepto de “activos externos en poder de residentes”, por lo que no son estrictamente ignoradas (como tampoco sus rentas), aunque no aparecen discriminadas. Actualmente, la DNCI está completando un relevamiento, realizado también mediante encuestas, que le permitirá asignar un valor a la IED de argentinos en el exterior en la cuenta de “Posición de Inversión Internacional”, y desagregar las correspondientes rentas de lo que actualmente aparece como cobros de intereses (estimados) sobre activos externos de residentes. Esto reducirá el monto de activos no discriminados obtenidos por el método residual.

8. Otros cambios en la cuenta “de capital y financiera”.

La adopción de la metodología de estimación de la inversión extranjera directa que se ha sintetizado más arriba es el cambio más importante entre los observados en materia de transacciones de capital y financieras de balance de pagos de la Argentina. Un cambio de menor significación ha sido la apertura de los ingresos por privatizaciones en “inversión directa” e “inversión de cartera”.

Anteriormente, las operaciones por cuenta de capital del balance de pagos estaban clasificadas en primer lugar de acuerdo con la naturaleza de la operación (financiamiento comercial, IED, privatizaciones, etc.), mientras que en el nuevo diseño prima una clasificación sectorial de la deuda. Por esta razón, la cuenta capital se divide actualmente en tres sectores: público, financiero y privado no financiero, mientras que se agrupan en el rubro “otros” varios instrumentos diferentes del sector privado. En cambio, en el nuevo balance de pagos se presenta una desagregación mucho más exhaustiva de las operaciones de deuda del sector público.

Como se indicara más arriba, se prevé incluir en el futuro inmediato estimaciones de partidas actualmente no contempladas. Se mencionó el caso de la inversión directa que efectúan en el exterior agentes residentes en la Argentina. También se ha venido elaborando una estimación de la deuda comercial de las empresas privadas y de las deudas directas de empresas con bancos, lo cual aproximadamente duplicaría el monto de los pasivos externos del sector privado residente divulgado hasta hoy²⁵.

A su vez, la estimación del saldo de tales deudas de carácter comercial y directas con bancos permitirá ajustar la partida de intereses pagados en la cuenta corriente, cargándole los devengados sobre este tipo de obligaciones anteriormente no consideradas. Esto significaría una adición al débito por intereses en la cuenta corriente del balance de pagos que, de acuerdo con las cifras de 1996, podría oscilar entre 800 y 900 millones de dólares.

Por otra parte, las modificaciones mencionadas tenderían a reducir con el tiempo el monto del “residual” correspondiente a tenencias de activos externos por parte de residentes, en lo que se refiere a las cuentas de riqueza o “Posición de inversión internacional”. En materia de flujos, deberían atenuar la significación de la cuenta “Otros movimientos de capital”, que surge como residuo. En efecto, esta cuenta es la que cierra el balance de pagos, igualando a cero la suma de todas las cuentas con su signo. El rubro “otros movimientos de capital” contiene además en su seno los errores y omisiones, que antiguamente se mantenían separados de la cuenta corriente y de la de

²⁵ De 11718 millones de dólares al 31 de marzo de 1997, de acuerdo con las cifras publicadas en: MEYOSP, *Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos*, 1996 y primer trimestre de 1997.

capital, pero que ahora se han incorporado a esta última.

Ciertamente, la cuenta residual “otros movimientos de capital” ha tendido a asumir, ocasionalmente, valores muy elevados. En el acumulado de los años 1995 y 1996, por ejemplo, los “otros movimientos de capital”, negativos, alcanzaron una cifra equivalente a 2,6 veces el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos del bienio. El Manual del Balance de Pagos del FMI alerta explícitamente acerca de que un saldo residual muy elevado (tal como el señalado en el caso de la Argentina) es muy inconveniente, en especial si persiste, porque oscurece la información del balance de pagos y con ello compromete la credibilidad de las cuentas.

III. Algunas consecuencias de los cambios en la metodología del balance de pagos para la evaluación de la vulnerabilidad externa de la economía.

Es claro que los cambios en la metodología del balance de pagos que se han examinado hasta aquí tienen gravitación a la hora de evaluar el grado de vulnerabilidad externa de la economía y su evolución.

En particular, se han señalado en las secciones precedentes diversos problemas presentes en la información disponible referida a las transacciones entre residentes y no residentes que el balance de pagos pretende captar, así como en la información relativa a las variables de stock que deberían ser reflejadas en la cuenta de inversión (“Posición de Inversión Internacional”).

Si bien tales problemas pueden naturalmente afectar la calidad de los indicadores de fragilidad estimados con base en la información oficial, una estrategia que se aparte de ésta última intentando “mejorar” las estimaciones disponibles, además de dificultosa por su propia naturaleza contribuiría probablemente poco a la claridad, nitidez y transparencia, cualidades primordiales si se pretende que indicadores de ese tipo puedan contribuir a un diagnóstico claro de la situación de la economía y en particular de ciertos riesgos que la misma puede enfrentar como consecuencia de la evolución de sus necesidades de financiamiento. Indicadores elaborados con base en información “corregida” y, por ende, diferente de la publicada, probablemente contribuirían a alimentar

la confusión que se deriva de los frecuentes cambios metodológicos de las cifras oficiales y de la escasa transparencia que tienen algunos procedimientos de estimación utilizados en la práctica. Lo anterior no obsta para que los problemas de la información disponible y las dificultades que los mismos generan sean apuntados, así como probables caminos para encararlos. Pero en lo que se refiere a la evaluación de la salud financiera externa de la economía parece de todos modos razonable que se utilice la información emitida por los organismos responsables como insumo básico para el cómputo de los indicadores.

Por cierto que a veces se plantean problemas insalvables si se sigue ese criterio. Por ejemplo, no se cuenta con información satisfactoria sobre las cuentas nacionales a precios corrientes, y por ende tampoco sobre precios implícitos. Estas se publicaron sólo con periodicidad anual desde 1980 en adelante, y llevan actualmente más de tres años de retraso, sin olvidar el hecho de que no es de conocimiento público el método por el cual se han obtenido las series de precios implícitos disponibles.

Un segundo punto a tomar en cuenta se refiere a la naturaleza e intención de los indicadores de solvencia o fragilidad externa. La noción de solvencia debe entenderse en un marco intertemporal. Un agente económico es solvente si el flujo descontado de sus ingresos futuros es mayor o igual que el valor actual de su flujo previsto de gasto²⁶. Sin embargo, esa definición, conceptualmente precisa, es poco relevante en la práctica, en particular cuando se considera una economía nacional, cuyos flujos de ingresos y egresos en moneda extranjera son muy difíciles de prever, aún en plazos relativamente cortos, en buena medida porque son el resultado de gran número de decisiones individuales descentralizadas.

En verdad, los cocientes que se utilizan corrientemente para caracterizar la exposición financiera externa de una economía, antes que evaluar la solvencia en ese sentido preciso (pero poco práctico), apuntan a señalar los cambios en el grado de

²⁶ En el caso de un país, suele decirse que es solvente si los ingresos futuros de divisas de los residentes, descontados, al menos igualan al flujo descontado de los pagos en divisas que los mismos residentes planean realizar. Pero esa definición esconde un problema de agregación. Puede haber un grupo de agentes superavitario en divisas, y otro grupo deficitario, de modo que en conjunto estén balanceados. Pero ello no garantiza que los agentes superavitarios decidan financiar a los deficitarios. De hecho, el punto se vincula con la cuestión mencionada con anterioridad, relativa a la existencia de tenedores de activos financieros externos que pueden preferir mantener dichas tenencias (y sus rentas)

vulnerabilidad de la economía ante cambios en las condiciones en las que la misma opera. En particular, la vulnerabilidad o fragilidad externa hace referencia a la capacidad de la economía para absorber los efectos de perturbaciones externas (shocks) de manera ordenada, es decir, sin una fuerte disrupción en el desempeño macroeconómico (es decir, en el nivel de actividad o la tasa de crecimiento, el empleo, la solvencia de las instituciones financieras residentes, etc.).

La distinción que se hace aquí tiene particular relevancia en el actual marco de casi completa integración financiera de la economía a los flujos internacionales de fondos, y especialmente tomando en cuenta la marcada volatilidad que, en el plano internacional, caracteriza a los flujos de capitales. La volatilidad de los flujos de capital es, en efecto, para una economía abierta y pequeña como la argentina en la actualidad, la principal fuente de perturbaciones capaces de provocar fluctuaciones macroeconómicas.

Vale señalar, al margen, que aún un agente económico solvente (en el sentido en que se definiera solvencia más arriba, haciendo referencia a los flujos intertemporales de ingresos y pagos) puede de todos modos enfrentar problemas de vulnerabilidad financiera si, en el corto o mediano plazo, sus flujos de ingresos son insuficientes (aunque no lo sean considerando un horizonte temporal más extenso) para hacer frente a sus egresos. En este caso, un cambio desfavorable en el estado de los mercados financieros puede forzarlo a encarar fuertes ajustes, o llevarle a la quiebra, si se trata de una empresa. Por cierto que para que esto sea posible deben estar presentes ciertas “imperfecciones de mercado”. De no ser así, la solvencia del agente en cuestión sería adecuadamente percibida por todos los oferentes de fondos y no habría lugar para los problemas que se acaban de señalar. Pero la existencia de imperfecciones e ineficiencias en el funcionamiento de los mercados financieros es un hecho ampliamente reconocido.

A la luz de lo que se ha venido señalando, puede reconsiderarse la significación de los indicadores habituales de solvencia externa que involucran flujos del balance de pagos, como “déficit de cuenta corriente/exportaciones” (DCC/X), o un indicador flujo-stock como “déficit de cuenta corriente/reservas” (DCC/R). Esos son, precisamente, indicadores de la vulnerabilidad potencial de la economía ante cambio en las condiciones externas (particularmente financieras) en el corto plazo. El primer indicador (DCC/X)

apunta a señalar la magnitud que podría tener el “exceso de demanda-flujo” en el mercado de divisas ante una eventual situación de restricción financiera (y por ende señala también la magnitud que podría tener el ajuste externo requerido por la economía frente a una situación semejante). El segundo indicador complementa al primero señalando cuál podría ser el ritmo del drenaje de las reservas de divisas en la misma situación de acceso restringido a fondos externos. Un déficit de la cuenta corriente del balance de pagos puede implicar un riesgo para una economía que no enfrente una oferta perfectamente elástica de fondos. En tanto es así, el seguimiento de indicadores de ese tipo y la discusión de medidas que puedan dirigirse a reducir la vulnerabilidad parecen puntos cruciales en la agenda de temas relevantes de política económica.

Ahora bien, los cambios producidos en los métodos de cómputo de la cuenta corriente en la Argentina apuntarían centralmente, como se examinara más arriba, siguiendo algunas de las recomendaciones del Manual de Balance de Pagos del FMI, a una mejor medida del ahorro externo. Más allá de las dificultades que entrañan de todos modos las prácticas concretas utilizadas para efectuar distintas estimaciones, algunas de las cuales se señalaron ya, el punto que se quiere enfatizar aquí es que una medida conceptualmente más apropiada del ahorro externo no necesariamente será también más apropiada para dar cuenta de los desequilibrios potenciales señalados en esta sección, asociados a la noción de vulnerabilidad o fragilidad financiera.

En otros términos: el exceso potencial de demanda-flujo, o el ritmo de drenaje de las reservas internacionales que podrían darse en un contexto de restricción financiera pueden no ser señalados apropiadamente a partir del examen de relaciones que involucran el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos estimado según la nueva metodología. En particular debe destacarse, en relación con este último punto, el papel de los ingresos de residentes por tenencias de activos en el resto del mundo. Al computarlos como créditos en las cuentas de renta entre las transacciones corrientes en el balance de pagos se logra mejorar la estimación del ahorro externo (esto es así al menos conceptualmente, puesto que se han indicado ya las considerables dificultades que esa medición presenta en la práctica). Sin embargo, en lo que se refiere en particular al sector privado no financiero, parece cuanto menos dudoso que esos ingresos puedan considerarse parte de la oferta regular de fondos externos disponible en la economía

interna²⁷.

En función de lo que se acaba de indicar, parece recomendable que la exposición financiera externa de una economía se evalúe también considerando, además de los cocientes habituales, otros que involucren, por ejemplo, en lugar del resultado de la cuenta corriente, únicamente los pagos externos corrientes (sobre exportaciones de bienes y servicios reales; y sobre las reservas del Banco Central más las de propiedad de los bancos, por ejemplo).

Además de dar potencialmente una mejor idea de la evolución de la vulnerabilidad (justamente porque señalarían mejor el exceso de demanda-flujo potencial en el mercado de divisas, o el ritmo de drenaje de reservas, frente a una situación de restricción financiera), estos cocientes pueden también hacer más significativas las comparaciones internacionales, puesto que es probable que las diferencias de método y las imprecisiones en las mediciones de los activos externos del sector privado entre distintas economías sean mayores que las estimaciones de los flujos de pagos. Concretamente, se sugiere la construcción de indicadores basados en los conceptos de “pagos externos corrientes” y de “pagos financieros externos corrientes”, es decir, excluyendo los ingresos de residentes provenientes de tenencias de activos en exterior que darían a esos conceptos el carácter de “netos”. Cocientes como “pagos externos corrientes sobre exportaciones” (o sobre reservas), o “pagos financieros externos corrientes sobre exportaciones” (o sobre reservas), darían una mejor idea de los desequilibrios potenciales en el mercado de divisas que los indicadores construidos utilizando como denominador el saldo de la cuenta corriente obtenido según la nueva metodología de cómputo del balance de pagos.

IV. Conclusiones

Una primera conclusión del trabajo resulta de la constatación de que, desde 1993, ha venido desarrollándose en la Argentina un proceso de revisión continua de los

²⁷ Considerar que **no** constituyen parte de tal oferta implica suponer que existe cierta segmentación en las carteras privadas, la que puede atribuirse en gran medida a razones de naturaleza fiscal. Una proporción

métodos según los cuales se elaboran las cuentas externas del país.

Este proceder puede considerarse inadecuado puesto que al introducirse con cierta frecuencia modificaciones en los contenidos de diferentes cuentas, cambios de imputación, o nuevas partidas que no se estimaban con anterioridad, se hace difícil la lectura de la información relativa al desempeño del sector externo de la economía, que es de crucial importancia para el análisis macroeconómico.

Esto no significa negar que muchos de los cambios puntuales realizados o en curso constituyan efectivamente mejoras, al menos en algún sentido, pero su introducción en secuencia parece inferior a una estrategia alternativa factible y deseable que debería fundarse en dos criterios: (a) la realización simultánea de la mayor parte de los ajustes, y (b) la publicación en paralelo, durante algún tiempo, de las cuentas elaboradas con las dos metodologías, o bien la reestimación del balance de pagos “hacia atrás” por un período relativamente amplio, con el objeto de facilitar el análisis de la evolución del sector externo en el tiempo.

Como consecuencia de la estrategia adoptada, o seguida de hecho, de reforma metodológica en secuencia sin el suministro simultáneo de series largas homogéneas, la lectura de lo sucedido en los años noventa en materia de balance de pagos se convirtió en una tarea más compleja y dificultosa, y no menos. Durante un período prolongado se enfrentó el problema de la falta de homogeneidad de diversas series de datos²⁸, agravada además porque la información sobre algunos procedimientos de cómputo o estimación es fragmentaria e insuficiente.

Por otra parte, uno de los objetivos del quinto Manual del Balance de Pagos del FMI es lograr una mejor armonización del balance de pagos con el sistema de cuentas nacionales. En lo que se refiere a la Argentina, sin embargo, este objetivo de consistencia entre los distintos sistemas contables dista de poder cumplirse satisfactoriamente. Esto se debe en gran medida a que no se cuenta con estimaciones regulares de las cuentas nacionales a precios corrientes. Para el último trienio, por ejemplo, no se han publicado aún cifras de los índices de precios implícitos del producto

significativa de tales activos está fuera del alcance del sistema tributario interno.

²⁸ Lo que fue parcialmente subsanado, como ya se indicó, con la publicación, en 1998, de series homogéneas de balance de pagos desde 1992, aunque con periodicidad sólo anual para el período 1992-94.

y sus componentes (para ese lapso sólo se han publicado cifras de las cuentas nacionales a precios constantes de 1986), y para los años previos, desde 1980, sólo se cuenta con información anual relativa a dichos indicadores de precio. Tampoco existe información clara sobre la metodología seguida para obtener las estimaciones de tales índices de precio, para los períodos en que se ha divulgado información.

De todos modos, la Argentina no cuenta estrictamente con estimaciones de las cuentas nacionales a precios corrientes, sino que las cifras relevadas a precios constantes se inflacionan recurriendo a índices de precios “implícitos” obtenidos mediante mezclas de índices estimados regularmente (el índice de precios al consumidor, y el índice de precios mayoristas o componentes del mismo). Este es, en consecuencia, otro plano en que la información disponible resulta deficiente, además de insuficiente en relación con las necesidades que plantea el análisis del desempeño macroeconómico del país.

Se señaló que el balance de pagos es, en la práctica, un instrumento complejo de naturaleza híbrida, en el que algunas partidas se contabilizan al momento del devengamiento y otras son flujos de caja, y en el que algunas operaciones se captan de forma más o menos adecuada a partir de registros mientras que otras se obtienen a partir de encuestas y finalmente algunas, a veces de gran significación numérica, se estiman de manera indirecta o utilizando supuestos de imprecisa fundamentación. Como consecuencia, además de los problemas derivados de la estrategia de revisión continua del balance de pagos, en diversos puntos las cifras de las cuentas externas del país resultan de confiabilidad relativamente baja y se requeriría un esfuerzo importante orientado a mejorarlas. Este es particularmente el caso de los activos externos de propiedad de residentes (incluidos en la “Posición de Inversión Internacional”, elaborada paralelamente y en forma consistente con el balance de pagos) y de sus rentas. Parece conveniente también que los cambios metodológicos se hagan explícitos con mucho mayor detalle y se expongan con mayor claridad que hasta el presente.

La consideración de los efectos de los cambios en las formas de cómputo del balance de pagos sobre los análisis de la vulnerabilidad externa de la economía llevó finalmente a sugerir la construcción de indicadores basados en los conceptos de

“pagos externos corrientes” y de “pagos financieros externos corrientes”, es decir, excluyendo los ingresos de residentes provenientes de tenencias de activos en exterior. En tanto es razonable considerar que estos ingresos no constituyen (sino a lo sumo muy parcialmente) parte de la oferta-flujo de divisas disponible para el financiamiento de las actividades internas de producción y consumo, cocientes como “pagos externos corrientes sobre exportaciones” (o sobre reservas), o “pagos financieros externos corrientes sobre exportaciones” (o sobre reservas) darían una mejor idea de los desequilibrios potenciales en el mercado de divisas que los indicadores construidos utilizando como denominador el saldo de la cuenta corriente obtenido según la nueva metodología de cómputo del balance de pagos.

Referencias

IMF (1993). Balance of Payments Manual, 5th Ed., Washington D.C.

IMF (1995). Balance of Payments Compilation Guide, Washington D.C.

Lora, E.(1987). Técnicas de medición económica. Siglo XXI, Bogotá, Colombia.

MEYOSP, Informe Económico , varios números, Buenos Aires.

MEYOSP (1994). , Argentina en Crecimiento, Buenos Aires.

MEYOSP (1996). , Inversión Extranjera Directa en Argentina 1992-1995. Estimaciones preliminares. Diciembre de 1996.

MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, varios números, Buenos Aires.

ABSTRACT

In this article we review the main changes recently adopted in the methodology to estimate the balance of payments in Argentina. Their relevance for the analysis of the evolution of the economy's external vulnerability is also examined. We first recapitulate the basic foundations of balance-of-payments methodology. We also comment on some aspects of the IMF's latest Balance of Payments Manual, in which several of the recent changes in methodology in Argentina are inspired. We then focus on the revisions of Argentina's accounts, beginning with those in the current account. The main modifications involved the replacement of the "currency of denomination of contracts" for the "residence" criterion regarding financial transactions, as well as the inclusion of an item referring to estimated incomes from foreign assets in the hands of the local private non-financial sector. Additionally, there was a revision of the accounts referring to "income on equity" as a result of the availability of a new study on foreign direct investment in the country. The items in the current account referring to income on equity are examined together with one on capital transactions: foreign direct investment. We follow with a focus on the changes related to the rest of the now called "capital and financial account." The third chapter examines some consequences of the modifications in balance-of-payments methodology for the analysis of the external solvency or financial vulnerability of the economy.

RESUMEN

En este trabajo se pasa revista a los principales cambios recientes en la metodología con que se elabora el balance de pagos en la Argentina y se considera su relevancia para el análisis de la fragilidad o vulnerabilidad externa de la economía. En primer lugar se recapitulan los conceptos básicos que fundamentan la elaboración del balance de pagos y se presentan algunos comentarios acerca de los contenidos del último Manual del Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional, en el que se basan varios de los cambios de metodología recientes. Luego se examinan las transformaciones en las cuentas de la Argentina, comenzando por las comprendidas en el balance en cuenta corriente. Las principales modificaciones involucran la sustitución del criterio "moneda de denominación" de los contratos por el de "residencia" en el tratamiento de las operaciones financieras, la inclusión de un ítem correspondiente a ingresos estimados de los residentes por tenencias de activos en el exterior, y la revisión de las cuentas de utilidades y dividendos a partir de un nuevo estudio de inversión directa extranjera en el país. Las partidas de la cuenta corriente relativas a "utilidades y dividendos" se discuten juntamente con las transacciones de capital correspondientes a la "inversión extranjera directa", para abordar luego las relativas al resto de la cuenta que ha pasado a llamarse "de capital y financiera". La tercera parte está dedicada a considerar algunas derivaciones de estos cambios en el cómputo de las cuentas externas para el análisis de la solvencia o vulnerabilidad externa de la economía.