

INFOGRAFÍA

# CUENTAS EXTERNAS

LA RELACIÓN ENTRE EL TOTAL DE **INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS E INVERSIONES FINANCIERAS ESPECULATIVAS** ES LA MÁS BAJA DE LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS.



AUTORIDADES  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR

**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas

**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR DEL MÓDULO  
DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

**Mg. Santiago Fraschina**

## LA RELACIÓN ENTRE EL TOTAL DE **INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS E INVERSIONES FINANCIERAS ESPECULATIVAS** ES LA MÁS BAJA DE LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS.

### RESUMEN EJECUTIVO

- Las cuentas externas de nuestro país mutaron su composición en el último año y medio por la apertura de la cuenta de capitales.
- Se pasó de un esquema regulado, con un predominio de operaciones comerciales, a otro centrado en la inversión de cartera.
- Además del régimen cambiario y la libertad de movilidad de capitales, influyó la creación de un entorno de condiciones favorables para los grandes fondos de inversión.
- Así, el tipo de cambio anclado en 2016 y el inicio de 2017, en adición a una tasa de interés exorbitada para este contexto mundial, contribuyó a este proceso.
- Los riesgos de esta lógica macroeconómica están signados por la volatilidad en los capitales de corto plazo ante pequeños cambios en las condiciones financieras locales.
- Por otro lado, el endeudamiento acelerado para cubrir los desbalances de las cuentas públicas comienza a generar restricciones sobre la política económica.
- Además, el ticket de intereses del financiamiento en el exterior comienza gradualmente a tomar relevancia.
- En el presente documento, se analiza la composición y evolución de nuestras cuentas externas a partir del informe “Posición de Inversión Internacional” del Indec, cuyo saldo neto de U\$S 31.500 millones es el menor desde el año 2006.
- Por caso, el deterioro comercial se observa en el acumulado enero mayo, donde el déficit del intercambio de bienes y servicios ya iguala los U\$S 1.860 millones proyectados para todo el año 2017.
- Como contraste, por la afluencia de capitales especulativos, las inversiones de cartera pasaron de explicar el 23% del pasivo externo al 41%.
- Con esto, el stock de inversiones financieras especulativas se incrementó un 116% desde fines de 2015.
- Asimismo, las inversiones extranjeras directas disminuyeron su participación en nuestro país, disminuyendo del 25% al 19% en igual período.
- Con todo, a partir de los números del Indec se tiene que la relación entre inversión extranjera e Inversiones financieras es la más baja de los últimos diez años.

## INTRODUCCIÓN.

El modelo actual se erige a partir de una disposición de premisas sobre el comportamiento de los fenómenos monetarios que, en ocurrencia de determinadas circunstancias, puede desembocar en inconsistencias macroeconómicas severas. Las siete principales características de la coyuntura y de política económica del nuevo modelo son: 1) liberalización del mercado financiero y la cuenta de capitales, lo que incluye libertad en volumen y frecuencia para realizar transacciones con moneda extranjera; 2) un esquema antiinflacionario de metas de inflación, regido a través de la fijación de una tasa de interés por parte del Banco Central (BCRA) como única variable relevante para atenuar el aumento de precios; 3) un sistema de tipo de cambio de flotación cuasi libre, en el cual la autoridad monetaria decide cuando intervenir de acuerdo a sus objetivos; 4) menor administración de la balanza comercial y la cuenta corriente, permitiendo una entrada más laxa de bienes y servicios foráneos; 5) menor presión impositiva a los sectores económicos exportadores de productos primarios, a partir de la baja de retenciones; 6) reducción de subsidios a los servicios públicos, con el consecuente aumento del nivel de tarifas<sup>1</sup>; 7) financiamiento del déficit fiscal con endeudamiento en dólares, tanto a partir de los grandes capitales locales como

en los mercados externos.

Muchos analistas y referentes del gobierno han llamado al anterior conjunto de medidas como “gradualismo” entendiéndolo que se trata de un paso necesario en pos de la plena vigencia del modelo definitivo; algo que tuvo que implementarse por la situación económica heredada de la gestión anterior. Teniendo en cuenta esto, la apuesta estratégica de la actual administración es la propiciar un modelo de crecimiento “tirado por la inversión extranjera”. Esta lógica de acumulación, permitiría acercar divisas desde el exterior, las cuales se emplazarían en Argentina por la existencia de demandas insatisfechas en determinados nichos. En ese plano, la necesidad de perfeccionar un arreglo institucional atractivo para los capitales transnacionales, está altamente sobredimensionada, en detrimento del énfasis sobre el desarrollo inclusivo y la generación de empleo. Sin embargo, transcurrido más de un año y medio desde el cambio de paradigma prevalente, los números oficiales muestran que las expectativas no se cumplieron en la medida que la actual administración esperaba, y que las inversiones que arribaron a nuestro país fueron mayormente financieras. Así, los resultados positivos tuvieron escaso lugar, presentándose en este año y medio de gobierno crecimiento económico negativo o bajo, aumento del desempleo y regresión en la distribución del ingreso.

Algunas de las contradicciones e incongruencias del actual

---

<sup>1</sup> Aunque se registre un gasto público que sube más que los ingresos, esto se debe principalmente al creciente pago de intereses y amortizaciones de la deuda.

programa económico pueden encontrarse a partir del análisis de las principales variables de caracterización de la coyuntura económica. El puntapié inicial lo dio la devaluación de la moneda superior al 50%, con una fuerte traslación a precios. Siguió con la pérdida de ingresos públicos producto de la eliminación de las retenciones, el cual se estima en unos U\$S 5.000 millones. Por otro lado, contribuyó a la licuación de los salarios reales el tarifazo de los servicios públicos, que terminó de disparar la inflación e inducir a la recesión. La profundización de la crisis se dio como producto de la apertura indiscriminada en las importaciones, las cuales van reemplazando la producción argentina de sectores sensibles y altamente generadores de puestos de trabajo. En ese contexto, el déficit fiscal comenzó a dispararse, ya que, por fuera de los ingresos excepcionales del blanqueo, los recursos no dejaron de crecer por encima de los gastos públicos.

Con todo este contexto, la quietud del tipo de cambio nominal se volvió un arma clave, entendiéndose que los bienes transables mantendrían fijos sus precios, en ligazón con la serenidad del valor del dólar. Pero en un escenario de déficit fiscal creciente, y liberalización del balance de pagos, algún sector debía garantizar el aporte de los dólares para que el sector externo no quedara expuesto a un escenario de iliquidez ante la posibilidad de una corrida cambiaria masiva hacia el dólar. Ese rol lo tomó el Estado, que incrementó sustancialmente el nivel de deuda externa para financiar la nueva demanda de

dólares. A su vez, el BCRA jugó un papel fundamental para “atenuar” la demanda privada de dólares y coadyuvar a la astringencia monetaria, elevando la tasa de interés en pesos de los instrumentos financieros que digita, como la deuda de corto plazo en Lebac’s o Pases bancarios. En ese sentido, se puede afirmar que el valor del dólar está determinado “artificialmente” por el mercado ya que, al subir los intereses en pesos de las Lebac’s, se contiene una demanda que supera la cantidad monetaria de reservas de libre disponibilidad. Este esquema plantea una serie de interrogantes y matices. Por caso, el ingreso de dólares financieros o nueva deuda, se transforma en pesos al tipo de cambio oficial. En el marco del esquema monetaristas actual, y sus implicancias en la gestión de pasivos, esos montos deberán ser neutralizados para contener la inflación<sup>2</sup>. Para eso, el BCRA determina un esquema de tasas de interés altas, entrando en un círculo vicioso de desaliento sobre la producción y de contribución a la denominada “bicicleta financiera”. Con todo, el stock actual de deuda del BCRA (Lebac’s mas Pases), ha superado el billón de pesos, una magnitud de dinero peligrosa, si se cae en cuenta que la tendencia continúa desenvolviéndose al alza. Por otro lado, sostener dichos instrumentos financieros tiene costos muy elevado para el BCRA, que impactan en el déficit (actual y futuro), acarreado nuevas necesidades de endeudamiento, que retroalimentan el proceso. Si bien el bajo endeudamiento público heredado<sup>3</sup> permite continuar

<sup>2</sup> Esto se debe a que, siguiendo este enfoque, los precios de los bienes no transables se determinan independientemente del tipo de cambio.

<sup>3</sup> Del orden del 12% de deuda con acreedores externos nominada en dólares.

coyunturalmente con este esquema, la presión sobre las cuentas públicas y las “variables fundamentales” de la economía, se han incrementado, dejando a la economía cada vez más expuesta a shocks y cambios bruscos de las variables. El salto del dólar de las últimas semanas es un síntoma de este proceso, que pone a los grandes jugadores del mercado demandando cada vez más ganancias de parte de Estado para sostener el modelo.

En ese esquema monetario – financiero, la economía real queda desencajada. Las condiciones para la inversión en fábricas se desalientan, y las importaciones comienzan a remplazar la industria nacional en forma alarmante. Si se quiere incrementar la producción, como los costos han subido demasiado, la política económica requiere de una baja en los niveles salariales, que compense la suba de los costos, y una devaluación fiscal, que baje la presión impositiva con los riesgos que ello conlleva a la hora de ver el estado de las cuentas públicas. El proceso de inestabilidad se termina así autogenerando. La liberalización de los mercados aumenta las importaciones en un grado mayor que las exportaciones, porque el endeudamiento externo no está enfocado a la mejora de la competitividad y la producción, sino que tiene otros objetivos, señalados más arriba. El nivel del tipo de cambio, la mayor liberalización del comercio y el desaliento a la producción local son la otra cara de las inconsistencias. Está ampliamente aceptado que, si el PBI crece a un ritmo considerable, la tasa de crecimiento de las importaciones es mayor a las exportaciones. En 2016 se produjo un superávit en la balanza comercial que, si bien revirtió el déficit de 2015, está mayormente explicado por la caída de las importaciones, dado

que el PBI decreció un 2,3%. En un escenario para 2017 que se proyecta con crecimiento económico bajo, se observa que las importaciones ampliaran la brecha de la balanza comercial, demandando mayor cantidad de dólares. Si bien las compras de insumos intermedios no crecen tanto, las de vehículos terminados y combustibles fuerzan un mayor déficit. Otro resultado paradigmático se verifica al indagar la trayectoria de la balanza de servicios, especialmente en turismo emisor, remesas y pago de interés de la deuda. En ese esquema, las necesidades de endeudamiento que permiten sostener el valor del dólar en niveles razonables suma más presiones, y constituye otro factor limitante del potencial de despegue de la actividad interna. El riesgo de este esquema de flexibilidad cambiaria y dependencia de dólares financieros es el de entrar en una dinámica de endeudamiento crónico para sustentar el repago de la deuda pasada, así como en niveles crecientes de deterioro fiscal por la reducción de ingresos en un contexto de merma de la producción local y gastos inflexibles a la baja.



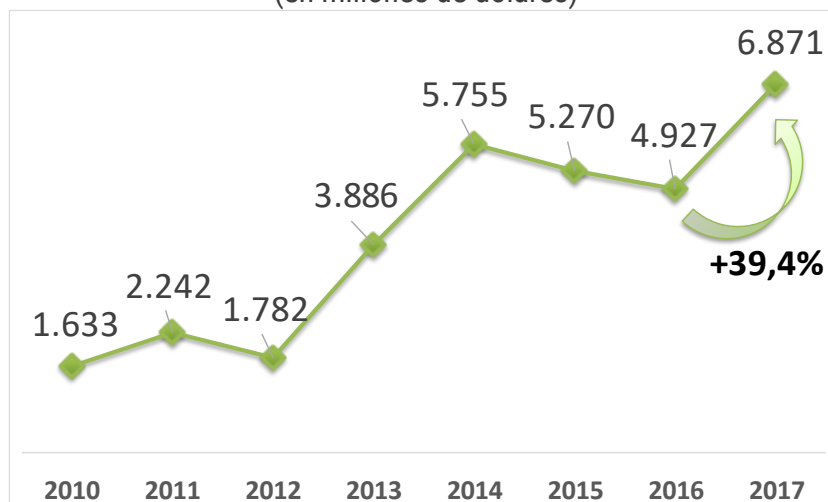
## LA MATRIZ EXTERNA, EN CONSTANTE DETERIORO.

Evaluando las cifras oficiales se cae en cuenta que, en los primeros cinco meses de 2017, las importaciones de bienes aumentaron un 12,4% hasta los U\$S 24.777 millones, mientras que las exportaciones se incrementaron un 1,6% a U\$S 22.914 millones. De ese modo, si en 2016 hubo un superávit de 515 millones, en 2017 se registró un déficit de -1.863 millones. La economía tuvo un retroceso de 2,3% en 2016 y las importaciones cayeron 6,9%, mientras que en 2017 el PBI tuvo un incremento del 1%. Todo esto, tiene que ver con la elevada elasticidad de las importaciones respecto del producto interno, y se constituye en uno de los factores que presiona sobre la necesidad de divisas y endeudamiento. En cuanto al desempeño de las exportaciones, sus determinantes se deben buscar tanto en variables endógenas como exógenas. En cuanto a las ventas externas, en 2017, se recuperaron las exportaciones de vehículos, frente a un 2016 alicaído. Por su parte, la comercialización de productos primarios muestra una merma del 5,4% en valor, dada por un descenso del 10,2% las cantidades. La retención de la cosecha a la espera de una mejor cotización de los granos y un salto del tipo de cambio, explica buena parte de las razones de este resultado. Por otra parte, en el primer trimestre de 2017 se registró un fuerte aumento del déficit comercial de servicios, que llegó a los U\$S 3.215 millones, cuando en 2015 y 2016 se había posicionado en U\$S 1.519 millones y U\$S 2.542 millones, respectivamente.

Estos números, marcan un crecimiento del 111,6% y del 26,4%, acumulado respecto a los montos actuales. Asimismo, la salida de divisas por inversión en cartera se ubicó en U\$S 1.722 millones, esto es, un 67,39% más que 2016 y un 97,74% más que 2015. Por su parte, la cuenta de rentas de inversión, presentó un déficit de U\$S 3.679 millones, o sea, un 14,08% más que 2016. El efecto total, es el de un incremento del déficit de la cuenta corriente en el orden de un 40% más que 2015 y un 30% por sobre el acumulado 2016. El deterioro de nuestro balance de pagos, que consolida un quebrando de U\$S 6.871 millones, tiene su principal origen en la cuestión comercial y la salida desregulada de rentas de inversiones. Mantener un déficit en cuenta corriente elevado no es sustentable en el largo plazo. De 2006 a 2009 el país mantuvo un resultado positivo en la cuenta corriente, de unos U\$S 6.300 millones promedio. A partir de la crisis internacional de 2009 la evolución de ciertas variables se deterioró, decantando en un quinquenio 2010-2015 donde se registraron elevados déficits de U\$S 8.000 millones promedio, como producto de la salida de capitales. En el primer trimestre de 2017, por su parte, las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente fueron de 6.768 millones, frente a U\$S 5.261 millones de 2015 y U\$S 4.843 millones de 2016. El siguiente gráfico sintetiza la evolución de este concepto.

## DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE – 2010 A 2017

(en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a Balance de Pagos, Indec

En paralelo a lo analizado, la variación de reservas del BCRA pasó de ser negativa en U\$S -4.933 millones en 2015 a ser positiva en U\$S 13.725 millones en 2016 y en U\$S 11.535 millones en el primer trimestre de 2017. Dicha variación positiva, junto el financiamiento de las necesidades de la cuenta corriente, encuentran su fundamento en el notable incremento en el nivel de endeudamiento, tanto en el nivel nacional, como provincial y municipal. Así, el contraste muestra que en 2015 nuestro país se desendeudó en casi U\$S 1.600 millones, mientras que en 2016 tomó deuda por U\$S

31.190 millones y en el primer trimestre de 2017 se financió por más de \$S 14.100. En 2016, la toma de deuda del gobierno representó el 87,1% del pasivo total de las inversiones en cartera y el 89,6% de la emisión de títulos de deuda. Esto significa que el endeudamiento del gobierno está financiando las necesidades de la cuenta corriente y el incremento espurio de las reservas del BCRA. El riesgo, ante una rigidez de reversión del déficit, es recaer en la necesidad de nuevo endeudamiento, que al acrecentarse pueda ingresar en un espiral insustentable.

El objetivo que persigue la actual administración se basa en propiciar la obtención de las divisas necesarias para el financiamiento del desarrollo y el cierre de la brecha tecnológica, lo cual facilitaría, a futuro, el repago de la deuda. Pero la inversión extranjera directa (es decir, la inversión física) en 2016 fue de U\$S 4.229 millones, nivel poco considerable cuando se la compara con los U\$S 11.759 millones de 2015. A su vez, en el dato al primer trimestre de 2017 se ubicó en U\$S 2.710 millones; una cifra poco considerable a los términos de cubrir las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. Nuevamente, la conclusión es que esta disposición económica termina atando a nuestro país a la necesidad de ir por más deuda, al no generar dólares genuinos a través de un superávit de la balanza comercial.

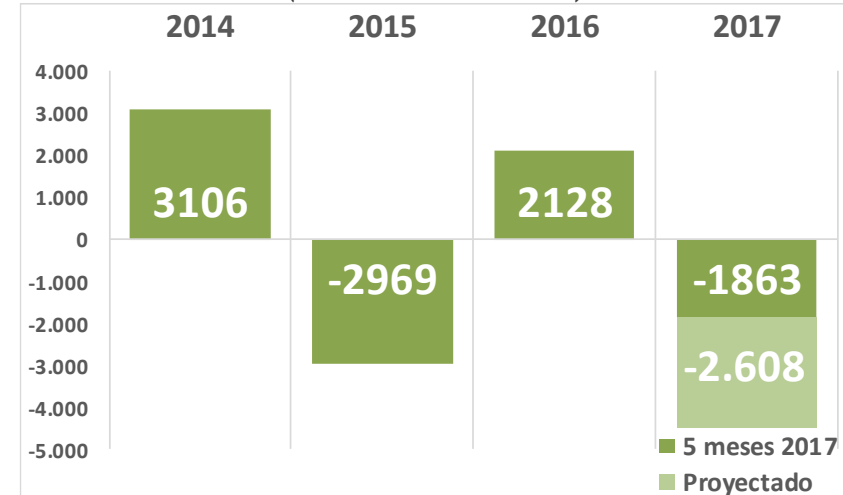


## EN 2017 LAS IMPORTACIONES SIGUEN CRECIERON A RITMO ACELERADO

Según el Indec, el balance comercial de los primeros cinco meses del 2017 dejó un saldo negativo para el país, con un egreso de divisas por vía comercial que totalizó una pérdida de U\$S 1.863 millones. Esto es resultado de un crecimiento tenue de las exportaciones argentinas, pero un significativo aumento de las importaciones. Las compras desde el exterior, han sido mayormente explicadas por las compras de combustibles y energía, además de rubros relacionados con la industria automotriz. Analizando el acumulado de los primeros cinco meses del año, las exportaciones crecieron sólo un 1,6%, mientras que las importaciones aumentaron un 12,4% (esto es, un ritmo casi ocho veces superior). Según el Presupuesto de la Administración Nacional 2017 el déficit comercial pronosticado para todo el año es de U\$S 1.866 millones por lo cual ya en mayo se estaría alcanzando la meta anual propuesta por el Gobierno. El Presupuesto 2017 también marca que para el próximo año se espera una salida de divisas por vía comercial del orden de los U\$S 3.800 millones y para el año 2019 se proyecta un resultado neto negativo que llega a los U\$S 4.929 millones. En este sentido se percibe, que los próximos meses/años estarán caracterizados por una balanza comercial deficitaria y sin dólares “genuinos” que compensen las salidas de divisas por otros conceptos (pagos de intereses de la deuda, utilidades y dividendos, formación de activos externos, etc.).

## BALANZA COMERCIAL Y PROYECCIONES

(en millones de dólares)

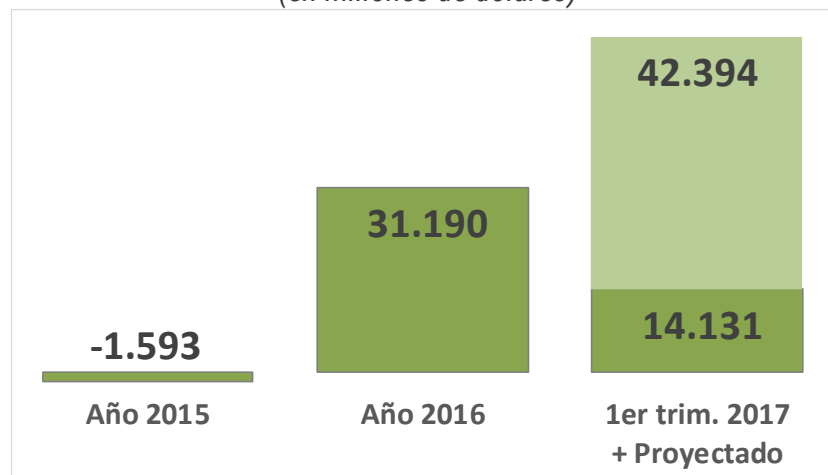


Fuente: Elaboración propia en base a Balance de Pagos e Intercambio Comercial Argentino, Indec.

Con esto, si el déficit comercial de los primeros cinco meses del año se replica para los restantes meses del año, y se cumplen las proyecciones plasmadas en el Presupuesto de la Administración nacional, se tiene un déficit comercial que podría llegar en los próximos tres años (2017/18/19) a los U\$S 13.200 millones.

## ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO CENTRAL – 2015 A (PRIMER TRIMESTRE) 2017

(en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Balance de Pagos, Indec.

Con todo, el esquema macroeconómico somete a la economía a la ampliación de ambos déficits, interno (fiscal) y externo (cuenta corriente – balance de pagos). Desde la ortodoxia sostienen que la solución es un recorte fiscal de shock, que elimine los desbalances, equilibrando las cuentas públicas. No consideran en esta prescripción que su implementación puede inducir a una recesión pronunciada, que aplazaría la recaudación fiscal, haciendo que los resultados buscados se vean empañados y, dependiendo de donde se ajuste, podría generar un fuerte impacto social. Con el aluvión de inversiones

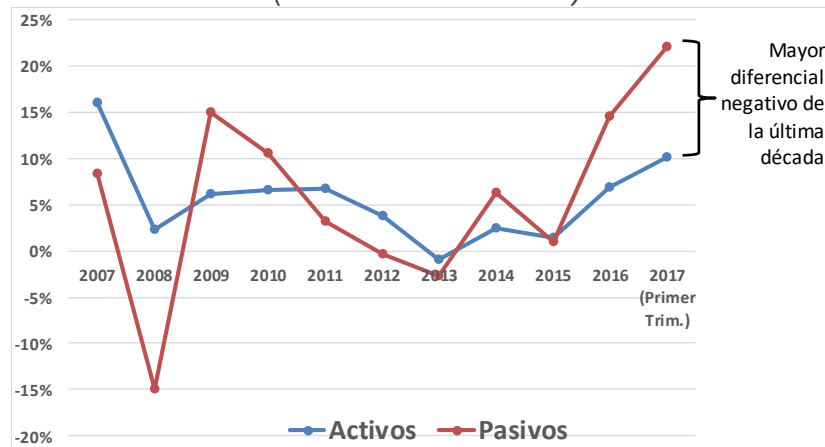
aún lejos de producirse, la economía sigue a su espera, acrecentando el nivel de endeudamiento y la presión general sobre el sistema.

## SE DEBILITA LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL.

Luego de que recientemente el Indec publicara el último informe y datos anexos relativos a la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN), se distingue un deterioro de este indicador del 28% entre el último trimestre de 2016 y el primero de 2017. El retroceso es aún mayor si se compara los resultados para 2015 con el primer trimestre de 2017, arrojando un retroceso del 44%. Este notable deterioro de la coyuntura actual, representa la mayor disminución en los últimos 10 años. Si analizamos la evolución de esta posición a partir de la serie que expone el instituto oficial de estadísticas, se encuentra, por un lado, un incremento de los activos del 5% promedio anual mientras que la suba media de los pasivos fue del 3%. No obstante, cuando se evalúa el promedio trimestral de los cinco trimestres transcurridos desde el inicio del año 2016, se detecta una modificación en esta tendencia, ya que los activos presentan subas al 3% promedio, mientras que los pasivos lo hacen al 5%. Este resultado trasunta que aquellos pasivos que deben ser destinados a cubrir los pasivos, crecen un ritmo menor que las deudas.

## EVOLUCIÓN AGREGADA DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL.

(en % de variación anual)



Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

Según se desprende del desglose de la PIIN, los activos de reservas aumentaron entre 2015 y el primer trimestre de 2017 en un total de U\$S 24.959 millones, mientras que los pasivos en concepto de títulos de deuda en cartera acumularon U\$S 62.757 millones, por lo que solo un 40% de la nueva deuda se ve reflejada en el robustecimiento de las reservas en monedas y billetes, mientras que el restante 60% se encuentra disperso en otras cuentas del activo, o ha sido utilizado para financiar la fuga de capitales.

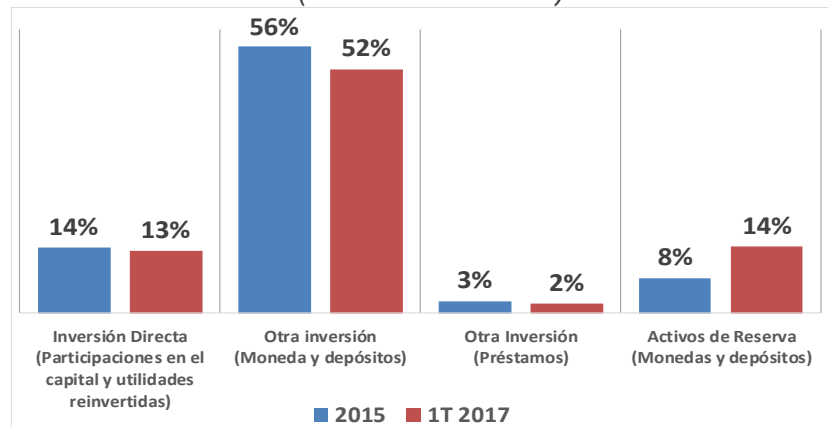
La inversión directa es una categoría de la inversión

transfronteriza relacionada con el hecho de que un inversionista residente en una economía ejerce el control o un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa que es residente en otra economía. Para el caso del activo, éstos implicarían que empresas residentes en Argentina tengan activos significativos o control de los mismos en otros países. La disminución de éste tipo de activo marca un deterioro en la propiedad externa de las empresas residentes, en otras palabras, las empresas radicadas en el exterior tienen menos activos en el exterior. Esta relación no solo se produce entre empresas, sino que también entre gobiernos, a través de empresas de participación estatal, por caso. La categoría residual “otra inversión”, por su parte, consolida todas aquellas posiciones y transacciones que no se incluyen en la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados, y los activos de reserva. En la medida en que las siguientes clases de activos y pasivos financieros no se incluyen ni en la inversión directa ni en los activos de reserva, “otra inversión” incluye los siguientes componentes: otras participaciones de capital, moneda y depósitos, préstamos (incluido el uso de crédito del FMI y préstamos del FMI), Reservas técnicas de seguros de vida y patrimoniales, derechos a rentas vitalicias, derechos en fondos de pensiones y provisiones para las peticiones de fondos en virtud de garantías normalizadas, créditos y anticipos comerciales, asignaciones de DEG (las tenencias de DEG se incluyen en los activos de reserva), etc. La participación en algunos organismos internacionales no tiene forma de títulos, de modo que se clasifica como otras participaciones de capital. Los

activos de reserva se definen como activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines relacionados, como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía, además de servir como parámetros de solvencia para el endeudamiento externo. El siguiente gráfico ilustra la evolución de los principales agrupamientos en que se desglosa el activo de la posición internacional de inversión de nuestro país.

## CAMBIOS DE COMPOSICIÓN EN LOS ACTIVOS INTERNACIONALES – STOCK 2015 A 2017 (1T)

(en % del activo total)



Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

Analizando en detalle la composición del Activo, según los instrumentos que lo componen, se cae en cuenta de una disminución en la participación de las inversiones directas (particularmente en las utilidades reinvertidas), así como en el rubro “otra inversión” (explicado por la merma en “monedas y depósitos”, tanto como en “préstamos”). Este retroceso se compensó por un incremento en los activos de reserva (monedas y depósitos en mayor medida, y títulos valores en menor medida). Los presentes resultados nos llevan a concluir que entre 2015 y 2017 se produjeron cambios significativos en la composición del activo extranjero, donde la inversión directa de capitales residentes de nuestro país sobre empresas o filiales en el extranjero disminuyó, así como también lo hizo el subrubro de “monedas y depósitos de otras inversiones”, a la par de los “préstamos excluidos de las participaciones de capital”. Por su parte, la compensación de dichas disminuciones se dio por un incremento de los activos de reserva en monedas y depósitos, obtenidos mediante el proceso de endeudamiento.

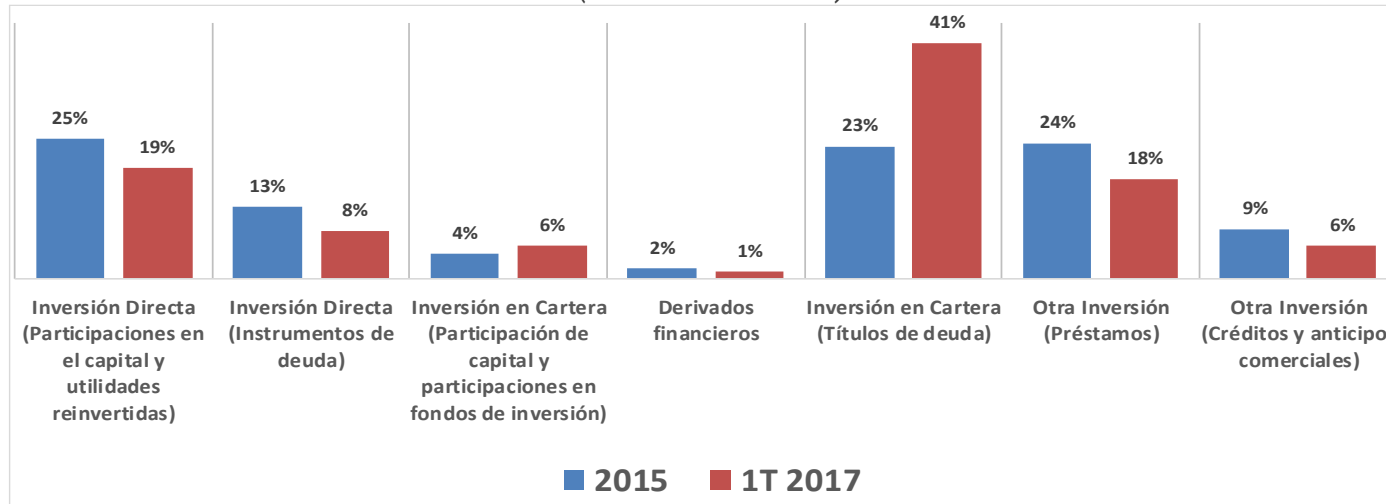
Otra categoría relevante para examinar es la de las “inversiones de cartera”, entendidas como aquellas transacciones y posiciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva. Típicamente, se trata de una categoría indicativa de inversiones especulativas. Cuando se analiza su evolución histórica, se encuentra que siempre que presentó una trayectoria creciente se debió a procesos económicos internos de apertura a los capitales internacionales y prevalencia de condiciones favorables para la valorización financiera. En

cuanto a su apertura, su principal componente es el de participaciones de capital y fondos de inversión. Los mismos, tienen la característica distintiva de que los tenedores son propietarios de un derecho residual sobre los activos de la unidad institucional que emitió el instrumento. Las participaciones de capital representan los fondos de los propietarios en la unidad institucional. A diferencia de los rubros que conforman el agregado de “títulos de deuda”, las participaciones de capital por lo general no proporcionan al propietario el derecho a un monto predeterminado según una fórmula fija. La clase “títulos de deuda”, incluye también letras, bonos, pagarés, certificados de depósito negociables, efectos comerciales, obligaciones, títulos respaldados por activos, instrumentos del mercado monetario y otros instrumentos similares que se negocian normalmente en los mercados financieros. Los préstamos son activos financieros creados cuando un acreedor presta fondos directamente a un deudor están comprobados mediante documentos que no son

negociables. Esta categoría incluye todos los préstamos, entre ellos los servicios de sobregiro, excepto las cuentas por cobrar/pagar, que se tratan como una categoría separada de activos financieros. Los créditos y anticipos comerciales comprenden a los créditos concedidos directamente por los proveedores de bienes y servicios a sus clientes y los anticipos por trabajos en curso (o por trabajos que aún no se hayan iniciado) y los pagos por adelantado de los clientes por bienes y servicios aún no recibidos. Los derivados financieros son un instrumento financiero vinculado a otro instrumento financiero específico o indicador o materia prima, a través del cual pueden negociarse en los mercados financieros, por derecho propio, riesgos financieros específicos (como riesgo de variaciones de tasas de interés, riesgo cambiario, riesgo de variaciones de las cotizaciones bursátiles y de los precios de las materias primas, riesgo de crédito, etc.). En el siguiente cuadro se detallan los principales números que componen el pasivo, en el contraste para los últimos cinco trimestres.

## CAMBIOS DE COMPOSICIÓN EN LOS PASIVOS INTERNACIONALES – STOCK 2015 A 2017 (1T)

(en % del activo total)



Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec.

Como se desprende del gráfico de la composición del pasivo, hay una baja en la inversión directa extranjera como porcentaje de la posición deudora consolidada, ya que su componente de “participaciones en el capital y unidades reinvertidas” pasa de explicar el 25% a fines de 2015 al 19% en el primer trimestre del corriente año, mientras que los “instrumentos de deuda” disminuyen del 13% al 8%, en igual período. Esto marca que las empresas extranjeras han participado en menor medida en proyectos productivos locales, o han reinvertido menos utilidades. La contracara de la no reinversión de utilidades puede explicarse en la remisión de

las mismas a la casa central (en el extranjero) o la utilización para los negocios de especulación financiera. Por otro lado, también se reducen los préstamos, los créditos y anticipos comerciales. Incluso decrecen los derivados financieros. Esta tendencia marca la posición de los agentes externos (léase empresas, bancos, entidades financieras o gobiernos), que denota una baja disposición a exponerse al riesgo de la coyuntura económica argentina. Refuerza esta hipótesis, el incremento del 18% en la participación de los títulos de deuda en las inversiones en cartera, especialmente aquellos títulos de deuda soberanos con altas tasas de intereses.

### Activos, Pasivos y PIIN por Sectores (2015 - 1T 2017) En Millones de Dólares

Sectores	Activos	Pasivos	PIIN
	<b>2015</b>		
Banco central	25.563,48	13.958,02	11.605,46
Sociedades captadoras de depósitos	3.979,54	13.204,71	-9.225,17
Gobierno general	9.899,84	73.841,94	-63.942,10
<b>1 Trimestre 2017</b>			
Banco central	50.522,33	13.416,59	37.105,74
Sociedades captadoras de depósitos	5.364,98	12.972,81	-7.607,82
Gobierno general	8.992,04	128.669,65	-119.677,61
<b>Variación (%)</b>			
Banco central	98%	-4%	220%
Sociedades captadoras de depósitos	35%	-2%	-18%
Gobierno general	-9%	74%	87%

Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec.



Cuando se indaga en la evolución de activos, pasivos y de la PIIN por sectores, entre 2015 y el primer trimestre de 2017, llama la atención el crecimiento de la posición del Banco Central (220%), con un incremento considerable en sus activos, que virtualmente se duplicaron (+98%). Esta variación positiva se explica por la acumulación de reservas y una baja en los pasivos, motorizado por una reducción de otras inversiones (como instrumentos no negociables comprenden préstamos, depósitos y otras cuentas por cobrar/por pagar). No obstante, la contracara de este proceso de mejora de la hoja de balance del BCRA es el deterioro de las cuentas públicas, a partir del sostenido endeudamiento del Tesoro Nacional.

Por otro lado, las sociedades captadoras de depósitos remarcaron la posición internacional de inversiones netas un 18%, que si bien el incremento en sus activos del 35% debido al aumento en otras inversiones (derivados financieros, opciones y contratos a término) y el pasivo se redujo un 2% por reducción en la inversión directa y derivados financieros. Por su parte el incremento de las inversiones en carteras (fundamentalmente de títulos) gravitó en torno al 35%.

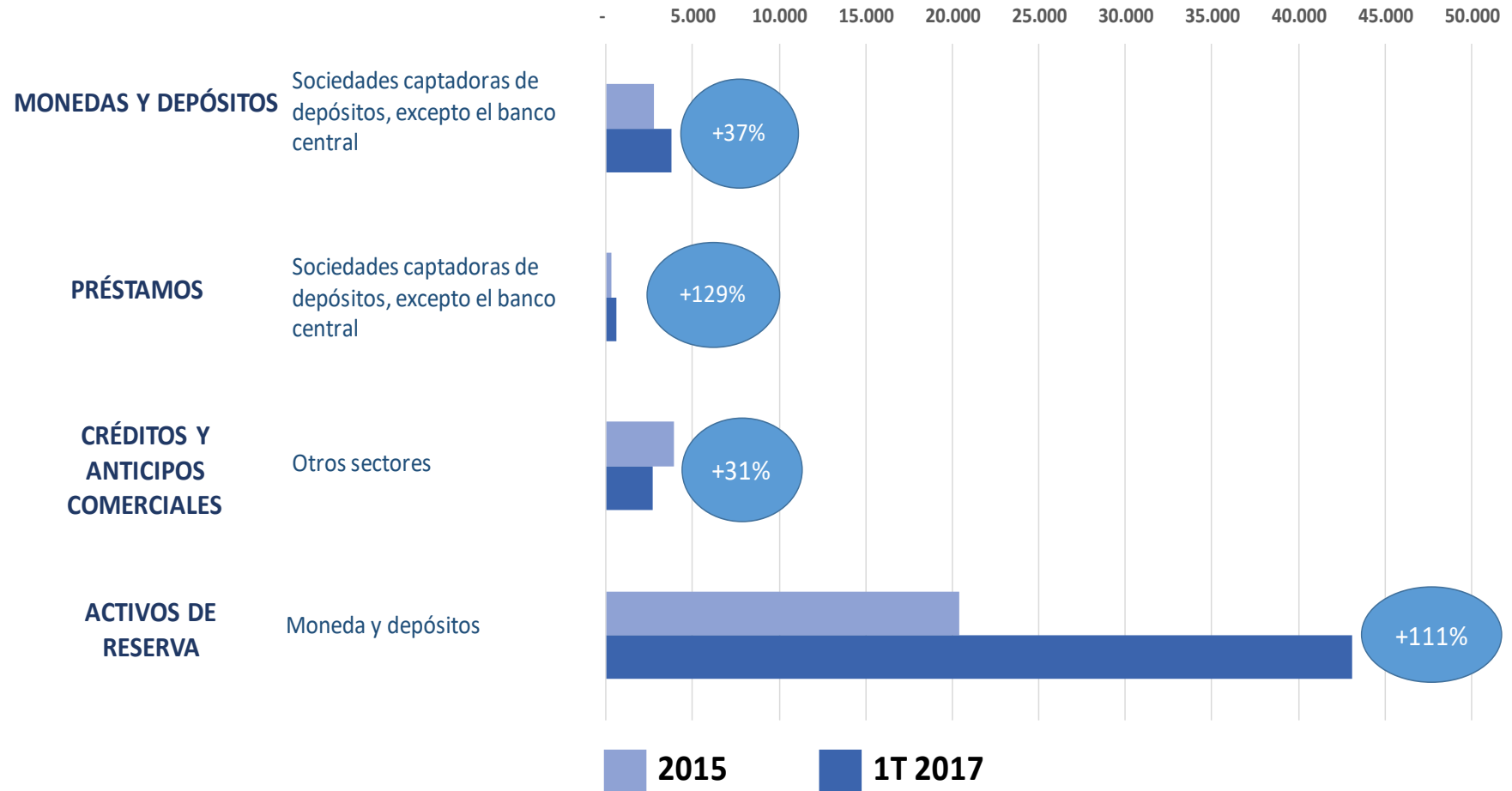
Por último, en lo que refiere a la administración central, se profundizó la posición deudora (87%) por un sustantivo aumento de los pasivos, cercano al 75%. El mismo, encuentra su mayor factor explicativo en la emisión de deuda soberana, que individualmente aumentó 138%. Por su parte, el activo del gobierno central se contrajo un 9%, debido a la caída en otras inversiones. Cabe resaltar un dato no presentado gráficamente, pero no por ello menos importante, la categoría denominada “otros sectores”, compuesta por otras

sociedades financieras, sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro con al servicio de los hogares (ISFLSH), muestra un importante incremento de las inversiones en cartera del pasivo, del orden del 69%, pasando de U\$S 14.600 millones de dólares en 2015 a U\$S 24.700 millones al primer trimestre de 2017. Este resultado es sintomático de que cada vez más sectores de la economía se están insertando a la especulación financiera en el mercado de títulos públicos y otros valores.

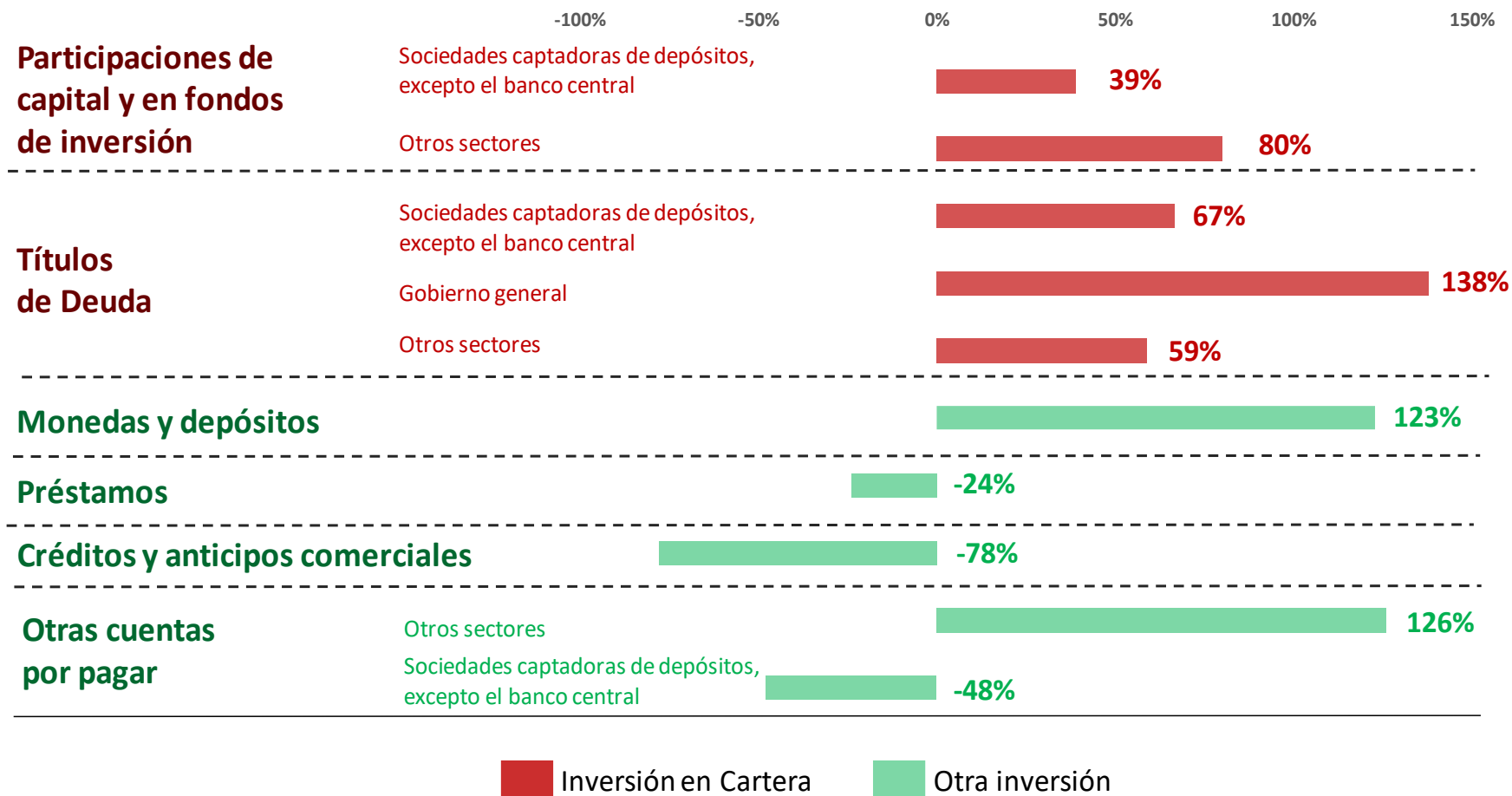
Examinando el comportamiento desagregado, se distingues cuatro fenómenos de relevancia. En primer lugar, un incremento de los activos de reserva, producto de la suba de monedas y depósitos (+111). Por otro lado, un incremento en los préstamos de las sociedades captadoras de depósitos sin incluir el Banco Central del 129%. El aumento de monedas y depósitos pertenecientes a sociedades captadoras de depósitos sin contar el BCRA, es la tercera situación significativa, donde se verifica un alza del 37%. Por último, se destaca el avance de los créditos y anticipos comerciales por parte de otros sectores al exterior, del orden del 31%.

Realizando el mismo procedimiento con los pasivos, aquellos que mayor incidencia alcista registraron, fueron los títulos de deuda emitidos por el gobierno general (+138%), otras cuentas por pagar por parte de sociedades captadoras de depósitos con excepción del Banco Central (+126), y las monedas y depósitos captadas por éstas últimas (+126%). Asimismo, se evidencia un retroceso en pasivos como los préstamos de las sociedades captadoras de depósitos (-24%) y los créditos y anticipos comerciales (-78%).

## ACTIVOS



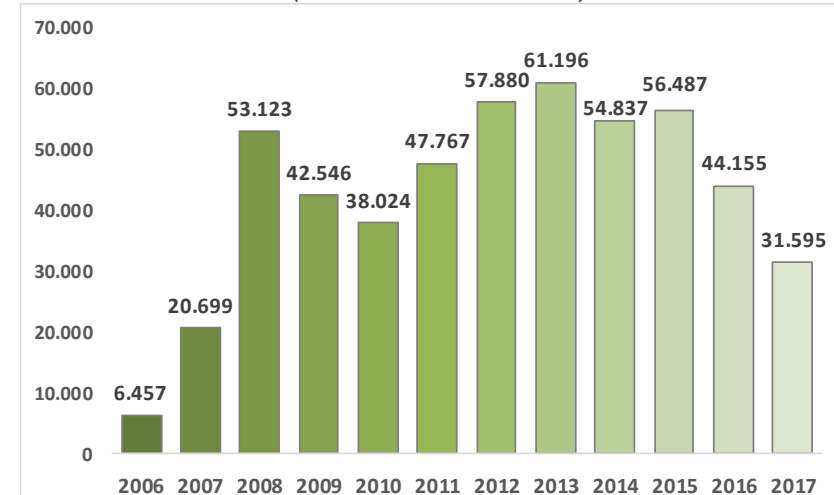
## PASIVOS



## LA INVERSIÓN ESPECULATIVA MARCA NUEVOS RÉCORDS.

Siguiente con el análisis de resultados del informe de Posición de Inversión Internacional, que publica el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec), la inversión de tipo especulativa se aceleró en los últimos meses, y en particular, desde enero de 2016 hasta la actualidad. Según el instituto de estadísticas oficial, los activos de los residentes locales en el exterior alcanzaron en el primer trimestre del corriente año la suma de U\$S 273.351 millones, mientras que los activos que los no residentes poseen en nuestro país (que son pasivos para la Argentina) llegaron a U\$S 304.946 millones, lo que deja al país en una posición acreedora neta del resto del mundo por 31.595 millones de dólares. Sin embargo, la posición neta experimentó una brusca caída con respecto al saldo vigente al final del trimestre previo (U\$S -12.506 millones), que es aún más intensa si la comparación se realiza con el saldo de finales de 2015 (U\$S -24.892 millones).

## POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

La comparación de la evolución histórica de la serie de la Posición de Inversión Internacional indica que el saldo entre los activos y los pasivos del país se ubica en su valor más bajo de los últimos 10 años, y solo es supera a la cifra del 2007 (U\$S 20.699 millones). Este menor saldo neto de la Posición de Inversión Internacional se debió, principalmente, a la emisión de deuda del gobierno que fue parcialmente compensada por la suba de las reservas internacionales.

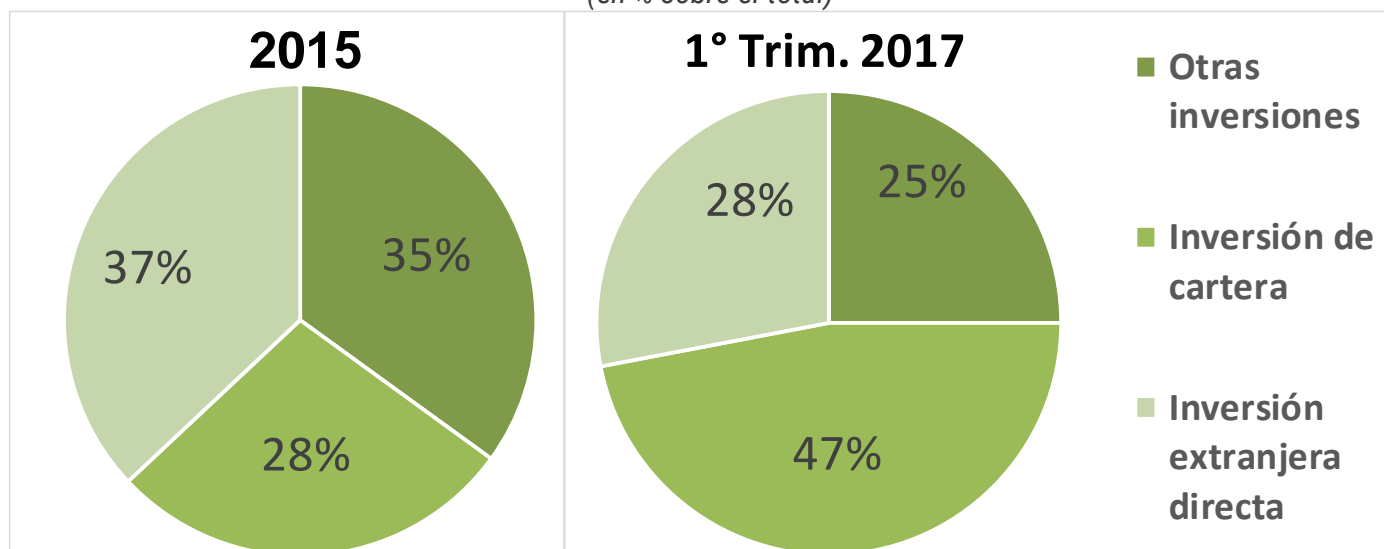
Cabe destacar que, del total de pasivos de la Argentina sólo el 27,6% se trata de inversión extranjera directa (IED), el 25%

corresponde a otras inversiones y derivados financieros y casi la mitad (47%) se debe a inversiones de cartera (inversiones especulativas). Las proporciones difieren notoriamente de lo observado a fines del 2015, donde el 37% correspondía a IED,

35% a otras inversiones y derivados financieros y las inversiones de cartera ocupaban el 28% de los pasivos totales de la Argentina.

### COMPOSICIÓN DEL PASIVO

(en % sobre el total)



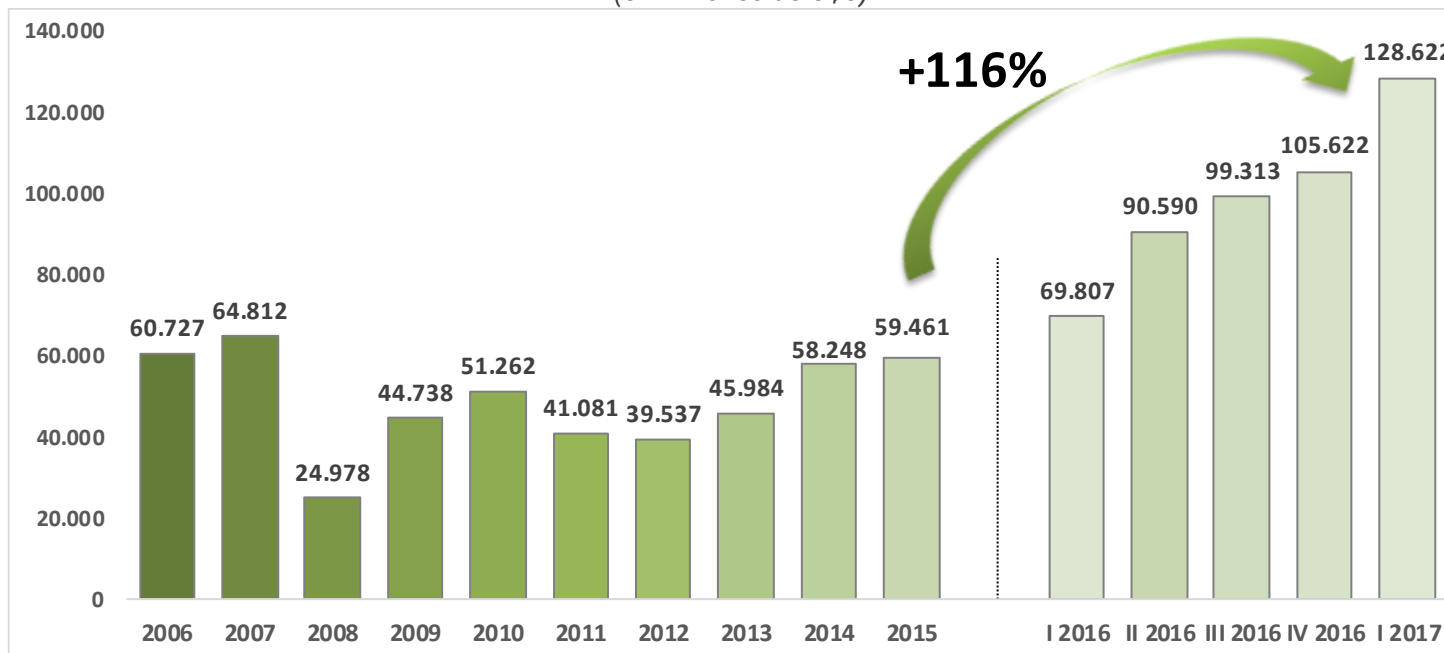
Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

La reducción del saldo neto de la PII se produjo primordialmente por un intenso crecimiento del ritmo de colocación de deuda del gobierno. De este modo, una gran proporción de los nuevos pasivos de la Argentina con los no residentes se explica por inversiones de cartera, las cuales

aumentaron 116% desde diciembre de 2015. El stock de deuda de cartera se ubicaba en U\$S 59.461 millones en 2015, mientras que el monto actualizado para el primer trimestre de 2017 se ubica en U\$S 128.622 millones, que es a su vez el valor más alto de la serie, después del último cambio metodológico.

## STOCK DE INVERSIONES FINANCIERAS

(en millones de U\$S)



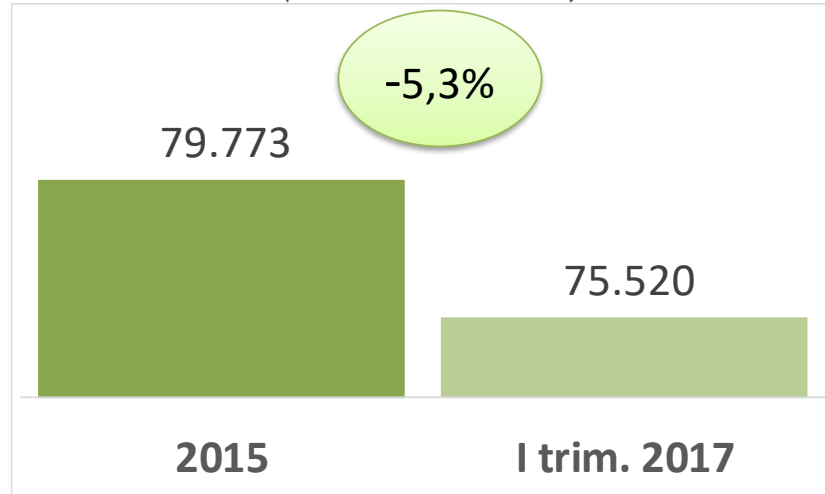
Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

Un dato sustantivo que se desprende al indagar en la dinámica inversora de los no residentes, es la marcada baja de la participación de la inversión extranjera directa en el agregado de los pasivos de la Argentina. Esto se deriva del mencionado incremento de la inversión de cartera (o inversión especulativa) y además se desprende de una caída en términos absolutos de la IED en los últimos meses. Así, el stock

de IED, que llegaba a U\$S 79.773 millones a fines de 2015 se redujo 5,3%, hasta llegar a U\$S 75.520 millones al cierre del primer cuatrimestre del corriente año.

### STOCK DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

(en millones de dólares)

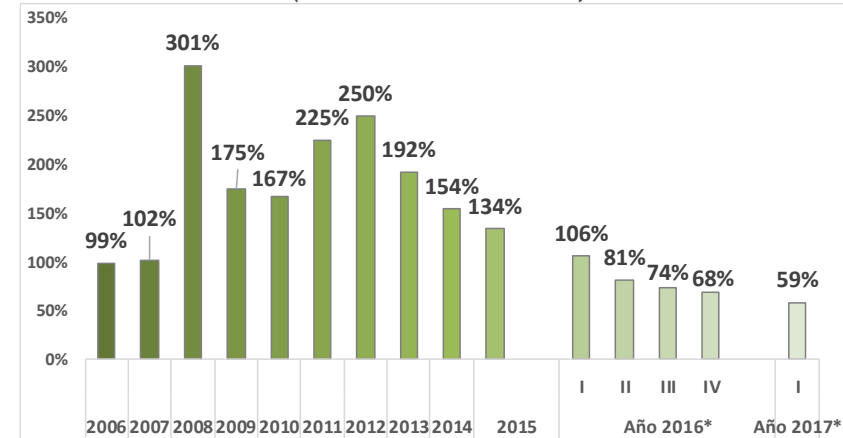


Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec

Así, las expectativas en materia de inversiones reales se mantienen lejos del optimismo inicial. El apelativo al inminente arribo de la “lluvia de inversiones” no fue tal, y la composición de la hoja de pasivos del Ministerio de Hacienda refleja un retiro de los capitales productivos. Más bien, lo que se desprende de los números oficiales informados por el Indec, es el aprovechamiento de los grandes fondos internacionales de un diseño financiero local con tasas de interés atractivas, ideales para la inversión de corto plazo en un contexto global de escasa remuneración al capital.

### RELACIÓN IED/INVERSIÓN FINANCIERA

(en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a Posición de Inversión Internacional, Indec