

Documento Técnico N° 13

Aprobado por el Colegio de Auditores de la AGN
en su sesión del 27 de Julio de 1998

**CAMBIOS RECIENTES
EN LA METODOLOGIA DEL
BALANCE DE PAGOS EN LA ARGENTINA.**



Gerencia General de Deuda Pública
Gerencia de Deuda Externa

AUTORIDADES DE LA AUDITORIA GENERAL DE LA NACION

Presidente

Dr. Enrique Paixão

Auditores Generales

Dr. Norberto Bruno

Lic. Julio C. Casavelos

Dr. Héctor R. Durán Sabas

Dr. José Augusto Lapierre

Dra. Emilia R. Lerner

Dr. Héctor C. Rodríguez

Auditor Interno

Dr. Ricardo Vázquez

Gerentes Generales

Dr. Oscar R. Figueroa

Control del Sector Financiero y Proyectos Especiales a/c

Dr. Jorge Forlano

Control del Sector Público Nacional no Financiero

Dr. Jorge Huidobro

Administración

Dr. Oscar Merbilháa

Planificación

Dr. Carlos Montero

Control Comunal, Entes Reguladores y Privatizaciones

Lic. Jorge Presman

Deuda Pública

Dr. Carlos Balbin

Secretario Legal, Técnico e Institucional

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.	3
II. EL BALANCE DE PAGOS EN LA ARGENTINA Y EL MANUAL DEL BALANCE DE PAGOS DEL FMI.	5
<i>II.1. Nociones generales.</i>	5
<i>II.2. El Manual del Balance de Pagos del FMI.</i>	14
<i>II. 3. Los cambios metodológicos en la Argentina.</i>	22
<i>II.3.1. Antecedentes</i>	22
<i>II.3.2 Los cambios recientes.</i>	26
<i>II.4 Las nuevas estimaciones y fuentes.</i>	27
<i>II.4.1. Acervo de activos de residentes en el exterior y sus rentas.</i>	28
<i>II.5 El método residual del Balance de Pagos y la estimación de los activos de residentes contra no residentes.</i>	29
<i>II.5.1. Papeles de deuda emitidos por el sector privado residente.</i>	36
<i>II.5.2 Jubilaciones y pensiones.</i>	36
<i>II.5.3 Títulos públicos emitidos por el gobierno en cartera de agentes residentes.</i>	37
<i>II.5.4 Acervo de activos y pasivos del sistema financiero con el exterior:</i>	38
<i>II.5.5 Contabilización de las importaciones a valor FOB.</i>	39
<i>II.5.6 Utilidades y Dividendos (Renta de la Inversión Extranjera).</i>	39
<i>II.5.7 Otros cambios en la cuenta “de capital y financiera”.</i>	44
III. CONCLUSIONES	47
IV. SINTESIS	50

I. Introducción.

Este informe tiene el propósito de pasar revista a los cambios recientes en la metodología con que se elabora el balance de pagos en la Argentina. Se procura presentar un cuadro completo de las principales modificaciones y se considera también su relevancia para el análisis de la solvencia externa de la economía.

Cabe indicar, como antecedente, que en el año 1995 se elaboró, en la Gerencia de Deuda Externa de la Auditoría General de la Nación, un documento metodológico dedicado a un detenido examen de los indicadores que suelen emplearse para caracterizar el grado de solvencia financiera externa de una economía¹. Además de la revisión de los indicadores de uso corriente, ese trabajo abordó también el diseño de varios cocientes alternativos, de carácter complementario.

Debe destacarse el hecho de que el proceso de reformulación de los métodos con que se elabora el balance de pagos de la Argentina continúa en el presente, por lo que algunos de los comentarios que se hacen más adelante pueden perder actualidad en la medida en que se introduzcan nuevos procedimientos (aunque algunos de éstos se anticipan en el texto).

A continuación se presentan, en primer lugar, los conceptos básicos que fundamentan la elaboración del balance de pagos, así como algunos comentarios acerca de los contenidos del último Manual del Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional², 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

¹ Auditoría General de la Nación, Gerencia de Deuda Externa, Informe sobre "Indicadores de solvencia externa para la economía argentina", Resolución 151/95, 12 de setiembre de 1995.

² IMF, Balance of Payments Manual, 5th Ed., Washington D.C., 1993.

“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”.

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 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 varíe³.

³ 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

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 variación de las reservas internacionales respecto al dólar, que sirve de unidad de cuenta, constituye un ejemplo de **registro imputado** del balance de pagos que se produce **sin que tenga lugar una transacción**.

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 algo 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 que está constituida la sociedad⁴. 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

de Inversión Internacional ha sido incorporada al sistema de cuentas externas en el último manual del balance de pagos del FMI, ya citado.

⁴ Véase Lora, E. Técnicas de medición económica. Siglo XXI, Bogotá, Colombia, 1987, y también: Dirección de Cuentas Internacionales -MEyOSP- Inversión Extranjera Directa en Argentina 1992-1995. Estimaciones preliminares, Buenos Aires, 1996.

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 cuentas⁵. 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.

⁵ 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 producto interno bruto en el proceso de cálculo del ingreso nacional). En otros términos, las utilidades de propiedad de residentes, en el caso de la empresa del ejemplo, serían nulas.

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 pago, o se produce un traspaso de propiedad de bienes o activos. Naturalmente, 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, las transacciones efectivas 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. En principio, 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 gran 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 lo que se denomina “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 de dos tipos básicos: 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 (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 esto 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 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 éstos pueden dar una idea distorsionada de las necesidades de financiamiento afrontadas por la economía en un período determinado. Un breve examen a dos partidas lo ejemplifican con claridad. Los **intereses recibidos por residentes** por colocaciones 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 constituyan 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 **utilidades y dividendos** debe contabilizar **el total** de las utilidades y dividendos de propiedad de no residentes por sus inversiones en el interior del territorio nacional, aunque normalmente una parte de esas utilidades se reinvierte y en consecuencia no genera demanda-flujo 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, puede no estar dando una idea apropiada del concepto relevante de necesidades de financiamiento, que es útil acotar a la demanda excedente-flujo de divisas derivada de las actividades económicas radicadas en el territorio nacional, incluyendo naturalmente 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 en profundidad de las necesidades de financiamiento requiere un tratamiento más complejo. Este punto será retomado más adelante.

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 dificultades para identificar a los tenedores). 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, si bien la información es en principio confiable, debe destacarse el hecho de que la misma describe flujos **de caja** y no 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 grado menor de confiabilidad podrían ser encuadradas 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 privada**⁶. En un nivel aún inferior 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 más o menos arbitrarios, basados en criterios de razonabilidad cuya validación empírica ofrece algún grado de dificultad. Para la Argentina ese sería el caso del 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 examina más adelante), **y se estima la rentabilidad que devengan esas tenencias.**

Sintetizando, se tiene que el balance de pagos es, en la práctica, un instrumento complejo en el que algunas partidas se contabilizan al momento del devengamiento y otras son flujos de caja, y en el que algunas operaciones se

⁶ La deuda privada comercial y financiera directa con bancos, relevada recientemente según procedimientos de este tipo, será informada próximamente, según se anuncia (el dato no es públicamente conocido aún, al momento de elaborarse este trabajo).

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 determinados supuestos. **Todo ello hace que una primera lectura de ese balance contable pueda resultar ligera. Se requerirá un tratamiento cuidadoso en particular si se pretende caracterizar el grado de solvencia o 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 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 factores⁷. 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 también a mejorar estos 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.

Cabe 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

⁷ 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.

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, intenta 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 propone 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 financiera⁸.

⁸ 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

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

relevamientos parciales (encuestas) e indirectos, como el cruce de información entre países, como vías para tratar el problema de la pérdida de fuentes tradicionales de información. Véase: IMF,

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 sub-cuenta 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 particular, en el caso de la inversión directa la desagregación se realiza de acuerdo al denominado criterio direccional. Esto es, teniendo en 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.

El Manual del FMI atribuye 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, como la evidencia internacional ilustra, 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 residentes⁹, puesto que muchas operaciones entre residentes se pactan en dólares.

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

⁹ 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. En la actualidad ese residuo es muy significativo en el balance de pagos de la Argentina.

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 en el sentido de 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. A la par de esta adecuación conceptual debería tenerse en cuenta 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, 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 Crecimiento**¹⁰ 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.

¹⁰ Véase MEYOSP, Argentina en Crecimiento, Buenos Aires, 1994.

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 de adecuarlas a los criterios establecidos en el Manual del FMI, en especial 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.

II.4 Las nuevas estimaciones y fuentes.

Las nuevas estimaciones incorporadas en el cómputo del balance de pagos de la Argentina, amparadas en las recomendaciones del FMI en el sentido de perfeccionar la medición del ahorro externo, coinciden en un rasgo importante: en general 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. Tiene interés en consecuencia considerar no sólo la naturaleza de las nuevas estimaciones, sino también cuál es la significación de estos cambios en las cuentas corriente y de capital del balance de pagos del país.

Cabe enfatizar aquí, antes de enfocar el detalle de los cambios llevados a cabo, que los mismos plantean una dificultad importante: la introducción secuencial de las modificaciones metodológicas, sin que se mantuviera simultáneamente la publicación con los viejos procedimientos, hacen que no se cuente con series homogéneas relativas a las transacciones con el resto del mundo. Una serie que no tome en cuenta los cambios en los procedimientos de elaboración del balance de

pagos acusaría una mejora importante en los saldos de cuenta corriente entre 1994 y 1996, por ejemplo, pero la misma resultaría de una combinación de factores reales con otros atribuibles a modificaciones en las formas de cómputo. En consecuencia, tanto en el análisis del comportamiento de los flujos de ahorro externo cuanto en el relativo a la evolución de las relaciones de solvencia externa de la economía argentina se hace necesario tener en cuenta la referida discontinuidad.

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.

II.4.1. 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 que, por lo tanto, arroja una renta que es pertinente devengar¹¹, **(aunque no se verifique un ingreso efectivo de fondos)**¹², 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.

II.5 El método residual del Balance de Pagos y la estimación de los activos de residentes contra no residentes.¹³

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

¹¹ 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 de lo que se define como Ingreso Nacional.

¹² 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”.

¹³ El método que se examina aquí fue presentado en: MEYOSP. Informe Económico, número 15, anexo 2, página 97, tercer trimestre de 1995.

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

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

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 argentinos¹⁴, 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, un valor cero para la 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 en la referida publicación 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

¹⁴ 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.

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 procedimientos¹⁵:

- 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 consulta con funcionarios de la DNCI del MEYOSP se indicó que **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 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

¹⁵ 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 cálculos 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 estimación efectuada.

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 dan razones que justifiquen 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 porcentaje. Es decir, no se explicitan las consideraciones que podrían haber llevado a optar por esa relación¹⁶.

¹⁶ 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 Libor de 90 días. Naturalmente, estimaciones de, por ejemplo, el monto de billetes de

- 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 las tenencias de Bonex. En relación con este criterio caben, en consecuencia, exactamente las mismas dudas planteadas poco más arriba, al hacer referencia al cómputo de los flujos de intereses devengados por los Bonex. Al suponer que estos títulos 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.

moneda extranjera en cartera de residentes son de confiabilidad baja, calificativo que se extiende en consecuencia a la renta estimada de los activos que se supone remunerados.

- 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. El texto referido no aporta precisiones acerca de los fundamentos de la aplicación del porcentaje mencionado. De consultas con el personal de la DNCI surge que ese porcentaje de 50% se determinó en función de la participación observada de capitales nacionales en los procesos (posteriores) de privatización, en los que la misma fue significativa. Se conjeturó en consecuencia que, en líneas generales, algo semejante habría sucedido en la fase anterior de conversión de deuda.
- En la publicación citada no se desarrolla la forma en que se estimó la evolución de la **deuda externa privada**, incluida también del lado derecho de la ecuación (4). Esta omisión es particularmente llamativa por cuanto esa variable es, de las incluidas en el lado derecho de la mencionada ecuación, la de estimación más problemática. De las consultas efectuadas surge que las fuentes fueron las estadísticas de deuda privada que llevaba el Banco Central, para la mayor parte de los períodos, y las **World Debt Tables** del Banco Mundial para los restantes.

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 baja confiabilidad¹⁷. 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.

II.5.1. 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 del exterior, Caja de Valores (información que publica la Comisión Nacional de Valores), Bolsa de Comercio y embajadas en Italia y España.

¹⁷ Cabe indicar, adicionalmente, que 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 mencionado (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 de qué órdenes de magnitud.

II.5.2 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.

II.5.3 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 parcialmente los cambios en las tenencias de títulos en relación con su distribución al momento de la colocación.

II.5.4 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.

II.5.5 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.

II.5.6 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 continuación¹⁸.

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”

¹⁸ MEYOSP, Inversión Extranjera Directa en Argentina 1992-1995. Estimaciones preliminares. Diciembre de 1996.

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”¹⁹. Funcionarios de la DNCI consultados indicaron que 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 en base al patrimonio neto de la empresa²⁰.

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

¹⁹ Ibidem, página 17.

²⁰ Ibidem, página 16.

como firma “de inversión directa”²¹. En este punto, el criterio adoptado en la Argentina sigue las pautas sugeridas en el Manual del Balance de Pagos del FMI.

La encuesta básica 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”²².

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

²¹ Aunque se hicieron algunas excepciones a este criterio en el caso de consorcios participantes en las privatizaciones.

²² *Ibidem*, página 17.

- 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. Es por esto que 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 “reversión de utilidades”, incluido como un sub-rubro de la inversión directa en la cuenta de capital. Frente a ello se recurre al procedimiento de suponer (provisoriamente) que un 50% de las utilidades se reinvierten. 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” a la que los funcionarios considerarán en términos generales adecuada, habida cuenta 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 probable la existencia de una subestimación del stock de activos reales en poder de no residentes, y en consecuencia a los flujos de rentas.

Con relación a las inversiones que agentes residentes en la Argentina realizan en el exterior, cabe señalar que, 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.

II.5.7 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.

Una de las distinciones que se pierden en esta presentación sectorial es la que diferenciaba a los capitales autónomos de los compensatorios. En realidad, este cambio metodológico obedece a una diferencia conceptual: se considera que todo ingreso de capitales es autónomo, por lo que carece de sustento la distinción anterior. Desaparece de hecho la línea que mostraba la necesidad de financiamiento del balance de pagos, y se incluye la variación de reservas internacionales dentro de la cuenta de capital y financiera.

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, según manifestaron funcionarios consultados de la DNCI, una estimación de la **deuda comercial** de las empresas privadas y de **las deudas directas de empresas con bancos**, lo cual, según se señaló, aproximadamente duplicaría el monto de los pasivos externos del sector privado residente divulgado hasta hoy²³.

²³ 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.

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 morigerar el monto de los “Otros movimientos de capital”, cuenta 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 capital, pero que ahora se han incorporado a esta última.

Ciertamente, la cuenta residual “otros movimientos de capital” ha tendido a asumir valores muy elevados. En el acumulado de los años 1995 y 1996, por ejemplo, los “otros movimientos de capital”, negativos, alcanzan 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 y persistente compromete la credibilidad de las cuentas.

III. Conclusiones

Muchos de los cambios puntuales realizados o en curso constituyen efectivamente mejoras, en la elaboración del Balance de Pagos. Pero resultaría conveniente la publicación en paralelo, durante algún tiempo, de las cuentas elaboradas con las dos metodologías, para permitir una fácil comparación de los resultados de ambas. Este criterio, debería seguirse para brindar mayor transparencia a la información económica difundida por organismos oficiales.

Los diferentes cambios en la metodología del Balance de Pagos dieron como resultado que la lectura de lo sucedido en el último quinquenio en materia de transacciones entre residentes en el país y no residentes se convirtiera en una tarea más compleja y dificultosa, y no menos. Muchas series de datos no son homogéneas y, además, la información fragmentaria sobre algunos procedimientos de cómputo o estimación hace que construir series homogéneas a partir de los datos publicados

resulte muy difícil. Una serie que no tome en cuenta los cambios en los procedimientos de elaboración del balance de pagos acusaría una mejora importante en los saldos de cuenta corriente entre 1994 y 1996, por ejemplo, pero la misma resultaría de una combinación de factores reales con otros atribuibles a modificaciones en las formas de cómputo. En consecuencia, tanto en el análisis del comportamiento de los flujos de ahorro externo cuanto en el relativo a la evolución de las relaciones de solvencia externa de la economía argentina se hace necesario tener en cuenta la referida discontinuidad.

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 presenta algunas limitaciones. Esto se debe en gran medida a que **no se cuenta con estimaciones regulares de las cuentas nacionales a precios corrientes**. Para el último bienio, por ejemplo, no se han publicado aún cifras de los índices de precios implícitos del producto 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 divulgadas de tales índices de precio, para los períodos en que se ha divulgado información.

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), lo cual configura una limitación en la información disponible para el análisis macroeconómico.

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, 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.

Lugar y Fecha del Informe: Buenos Aires, 10 de julio de 1998.

IV SÍNTESIS

En el documento se analizan los cambios en la metodología de cómputo del balance de pagos de la Argentina acaecidos desde 1993 a la fecha.

La mayor parte de esos cambios siguen los criterios establecidos en el quinto Manual del Balance de Pagos del FMI, publicado en ese año. En comparación con ediciones anteriores, el quinto manual procura mejorar la distinción entre las cuentas de ingresos y las de pagos no factoriales en la cuenta corriente del balance de pagos (con lo que mejora la estimación del ingreso nacional), y precisar la medida del ahorro externo, incorporando por ejemplo mejores estimaciones de las rentas obtenidas por residentes sobre sus tenencias de activos en el exterior. Esos cambios se refieren a la cuenta corriente. En relación con la cuenta de capital, por un lado la misma se desagrega, separando la cuenta de capital propiamente dicha de la cuenta financiera. En relación con ésta última, el FMI sugiere la introducción de modificaciones orientadas a captar más adecuadamente los nuevos tipos de transacciones e instrumentos financieros que se expandieron significativamente en los últimos años. Otra de las preocupaciones explícitas en el Manual del FMI es la mejor armonización de las cifras del balance de pagos con las cuentas nacionales a precios corrientes.

En la Argentina, los cambios en la metodología del balance de

pagos se han introducido secuencialmente desde 1993, dando lugar a un proceso de revisión continua que dificulta el análisis del desempeño del sector externo de la economía, debido a la no homogeneidad de las series de datos que resulta de los frecuentes cambios en los métodos de cómputo.

Los cambios más importantes examinados en el texto son los siguientes.

En primer lugar, se trató de adecuar el tratamiento de los pagos externos de intereses sobre la deuda pública al criterio de residencia. Anteriormente, se asimilaba la deuda pública en dólares a deuda externa, y los correspondientes intereses se computaban, inadecuadamente, como un pago a no residentes en la cuenta corriente del balance de pagos. Parte de la deuda pública en dólares se encuentra en cartera de residentes y por ende los intereses correspondientes no deben ser contabilizados en el balance de pagos. Sin embargo, esta corrección es imperfecta por cuanto sólo existen registros parciales de las tenencias de deuda pública en dólares en cartera de residentes.

Otro cambio importante fue la inclusión en el balance de pagos de una estimación de los ingresos que los residentes obtendrían por sus tenencias de activos en el resto del mundo. Esta partida no se incluía en el pasado, debido a las considerables dificultades prácticas para obtener cifras confiables de la magnitud de ese acervo. El mismo fue

estimado utilizando el llamado “método residual del balance de pagos”. En el texto se apuntan varias limitaciones del método empleado y se plantean dudas acerca de la confiabilidad de las cifras obtenidas por ese medio.

En relación con la cuenta corriente, una mejora metodológica importante ha resultado de la realización de un extenso relevamiento de información acerca de la inversión extranjera directa en el país, que suministra bases para una mejor estimación de las utilidades de dichas firmas período a período. Este cambio, a diferencia de los otros que se han señalado, tiene como resultado saldos de cuenta corriente menos favorables, o más desfavorables que los que arrojaría la anterior metodología.

En relación con la cuenta de capital, los cambios observados en la Argentina no han sido tan significativos como los indicados en relación con la cuenta corriente, aunque las modificaciones en relación ésta última naturalmente repercuten en los saldos de la partida de la cuenta de capital que se calculan por diferencia. Se trata de la cuenta “otros movimientos de capital”, en la que queda también subsumida la anterior partida de “errores y omisiones”.

También se ha modificado la posición de la cuenta de variación de reservas, que actualmente se contabiliza “por encima de la línea”.

Luego de analizar los cambios en los métodos de cómputo del balance de pagos, el trabajo examina algunas consecuencias para el análisis de la fragilidad externa de la economía. Los indicadores habituales de fragilidad tratan de captar desequilibrios potenciales en los mercados de divisas. Por ejemplo, el cociente “déficit de cuenta corriente sobre exportaciones” indica el exceso de demanda-flujo que puede configurarse frente a una contracción de la disponibilidad de financiamiento externo. Y la razón “déficit de cuenta corriente sobre reservas” indica la velocidad con que pueden agotarse las tenencias de divisas del sistema monetario ante una situación del mismo tipo.

Sin embargo, el saldo de cuenta corriente puede no dar una idea acabada de lo que se pretende captar con indicadores como los mencionados. En particular si se contabilizan en el mismo los ingresos (estimados) correspondientes a rentas por tenencias de activos de residentes contra el resto del mundo, que difícilmente puedan considerarse parte de la oferta-flujo disponible para el financiamiento de las actividades internas de producción y consumo. En función de ello, se sugiere la construcción de indicadores basados en los conceptos de “pagos externos corrientes” (sobre exportaciones o sobre reservas), y de “pagos financieros externos corrientes” (también sobre exportaciones o sobre reservas), es decir, excluyendo los ingresos de residentes provenientes de tenencias de activos en exterior. Estos cocientes 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.

Lugar y Fecha del Informe: Buenos Aires, 10 de julio de 1998.