

# ¿Hacia un nuevo ciclo de fragilidad financiera?

Por Diego Bastourre\* y Nicolás Zeolla\*\*

Han transcurrido ocho meses desde el cambio de gobierno y ya se pueden observar los efectos del conjunto de medidas de la nueva administración. Entre las decisiones macroeconómicas vinculadas a la esfera externa, se destacan el levantamiento de los controles cambiarios y el acuerdo con los fondos buitres. Ambas medidas modificaron fuertemente el perfil de inserción financiera de la economía argentina y, con ello, los flujos de capitales, alterando completamente la dinámica vigente en el mercado de cambios hasta hace unos pocos meses atrás.

El acuerdo con los fondos buitres puso fin a una restricción legal, y no a una financiera, que impedía desde hacía un año y medio no sólo pagar al 93% de los acreedores reestructurados sino también, y principalmente, emitir nueva deuda.

Más allá de la celeridad y los términos poco ventajosos en los cuales el acuerdo se llevó a cabo, es indudable que habilitó rápidamente la posibilidad de colocar deuda externa para el Estado Nacional, las Provincias y un conjunto significativo de grandes empresas privadas a costos menores, aunque todavía altos en términos de la comparación regional, de los que se mantuvieron en los años previos.

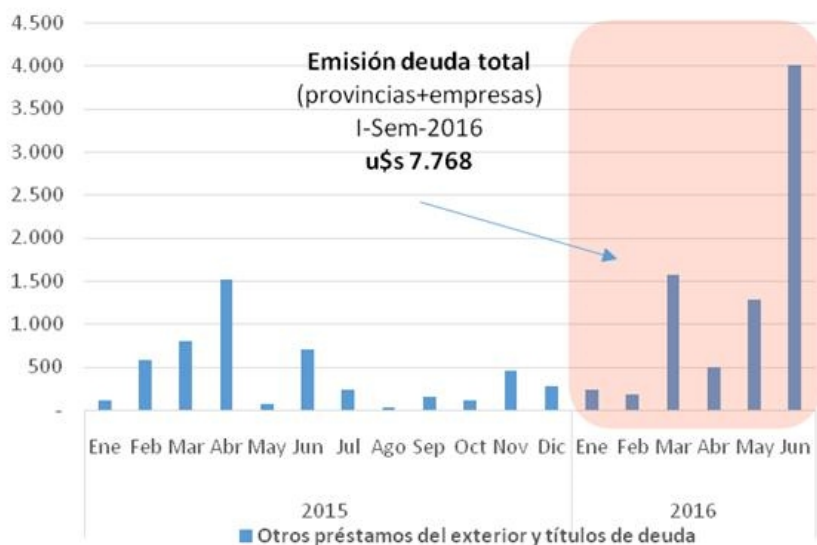
El endeudamiento como herramienta de política económica se empleó sólo de manera esporádica durante la anterior administración. En particular porque las reestructuraciones de 2005 y de 2010, si bien exitosas en términos de quita y adhesión, no lograron reponer una aceptada integración financiera ante la falta de mecanismos supranacionales que limiten el accionar de estos fondos y porque, adicionalmente, desde la política económica se priorizaron líneas de acción alternativas (no exentas de costos claro está) al endeudamiento y la depreciación cambiaria, tales como el uso de las reservas internacionales, la administración del comercio o las regulaciones cambiarias antes mencionadas.

En cambio, en estos primeros ocho meses de gestión el endeudamiento fue utilizado de manera masiva y generalizada. Pocas semanas después del acuerdo, ya se anotaban en la grilla de partida distintas Provincias y Empresas para realizar emisiones en el exterior. En el caso de las provincias, estas emisiones tuvieron como objetivo financiar gastos corrientes que de otro modo podrían haber desatado una conflictividad social y política que pusieran en duda el control territorial de muchos gobernadores. En el caso de las empresas prima más bien la idea que el fondeo externo en moneda dura en momentos de amplísima liquidez internacional puede resultar un buen negocio en etapas de relativa calma cambiaria y con tasas de interés en pesos en valores muy elevados producto de la sobre-reacción de la tasa de interés a la aceleración en la tasa de inflación. Para el primer semestre de 2016 las provincias y las empresas ya colocaron un total de u\$s 7.768 millones de deuda externa, el mayor monto de colocación por este concepto desde el año 2001. Asimismo, según información del MAE y publicada por distintos medios periodísticos las provincias y las empresas privadas planean emitir para el segundo semestre de 2016 más

\*) UNLP, UNSAM  
\*\*) UNSAM, CONICET

de u\$s 4.100 millones de dólares adicionales.

**Grafico N°1**  
**Emisión de deuda externa provincias y empresas. En millones de USD.**



Fuente: Balance cambiario, BCRA

**Cuadro N°1**  
**Detalle de emisión de deuda Estado Nacional y Provincias. En millones de USD según plazo y emisor**

Fecha	Emisor	Tasa	Monto (mill USD)
emitido	E NACIONAL Y BCRA	7,200	24.090
emitido	PROVINCIAS	7,875	4.650
proyección	PROVINCIAS	7 a 9	3.910
<b>TOTAL 2016</b>	<b>MONTO mill USD</b>		<b>32.650,0</b>

Fuente: MAE y notas periodísticas de Pagina12 (12/6/16), Telam (20/6/16), Clarín (3/06/16)

**Cuadro 2. Detalle de emisión de Empresas Privadas. En millones de USD, según plazo y emisor.**

Fecha	Emisor	millu\$s	Plazo
23/03/2016	YPF S.A.	1.000	5 años
23/03/2016	IRSA S.A.	360	7 años
18/04/2016	YPF S.A.	46	4 años
06/06/2016	ARCOR S.A.I.C.	50	7 años
16/06/2016	Cablevision S.A.	500	5 años
06/07/2016	JOHN DEERE	18	3 años
07/07/2016	YPF S.A.	750	4 años
<b>TOTAL 2016</b>	<b>MONTO mill USD</b>	<b>2.255,8</b>	

Fuente: MAE

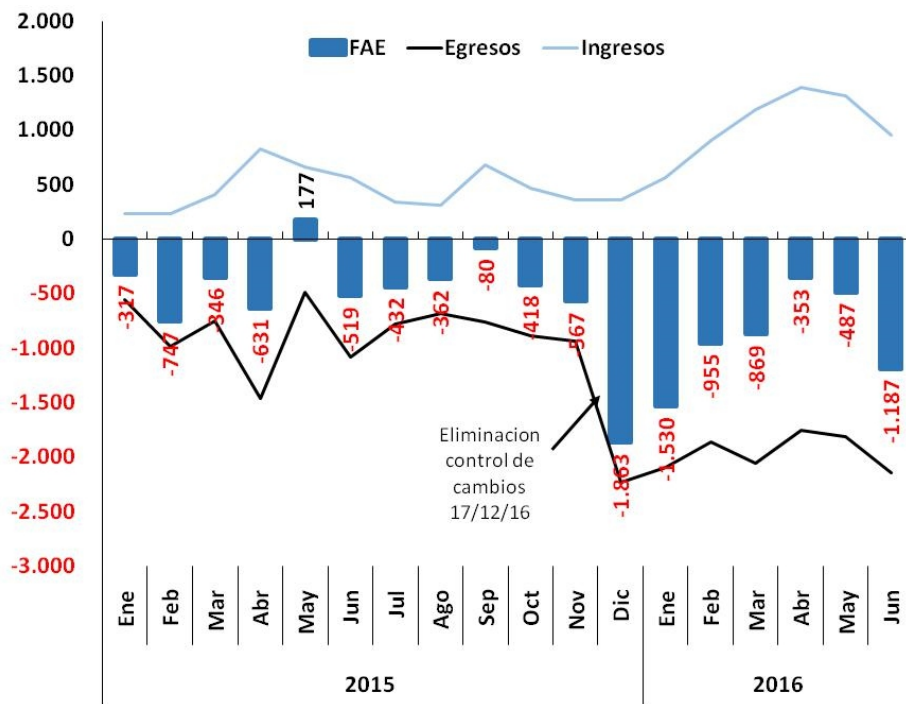
Respecto al levantamiento de los controles cambiarios, la forma en que se implementó y las

consecuencias ya son conocidas. La más evidente fue una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial (más del 40% en pocos meses), con impacto no tan marcado al comienzo, pero sí muy persistente, sobre la inflación y con ello en el poder adquisitivo del salario.

El fin de las regulaciones para la adquisición de divisas en el mercado local sin fines específicos generó que un conjunto de agentes previamente restringidos pudieran concurrir a la ventanilla de dólares y muchos de ellos así lo hicieron. Inicialmente (mes de diciembre) esta demanda latente de dólares no logro ser compensada con mayores ingresos impactando fuertemente en la formación de activos externos del sector privado no financiero neto (FAE-SPNF). Los meses posteriores el resultado neto de FAE mostró una tendencia a la desaceleración, producto de que los ingresos brutos, fundamentalmente producto de la mayor deuda, crecieron más rápidamente que los egresos.

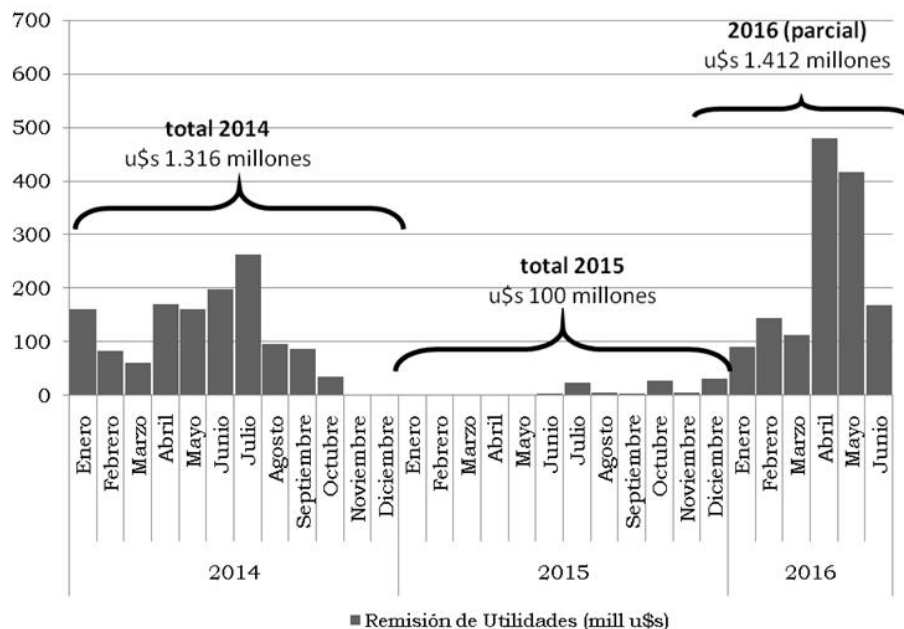
Otro concepto desregulado también fue la remisión de utilidades al exterior. En el acumulado al primer semestre del año 2016 se remitieron un total de u\$s 1.412 millones, donde se destaca el sector alimentos y bebidas (u\$s 356 millones), entidades financieras y bancos (u\$s 102 millones), empresas mineras (u\$s 64 millones) y otros sectores no especificados (u\$s 325 millones). Solo en el acumulado parcial para el año 2016, los primeros seis meses ya superan la remisión anual de 2014 y 2015 sumadas.

**Grafico N°2**  
**Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero (FAE-SPNF). Ingresos, egresos y saldo neto. En millones de USD.**



Fuente: Balance cambiario, BCRA.

**Gráfico N°3**  
**Remisión de utilidades al exterior. Detalle mensual y acumulados anuales.**  
**En millones de USD.**



Fuente: Balance cambiario, BCRA.

De este modo, un aspecto novedoso para la historia reciente pero característico de otras etapas, es un primer semestre de 2016 con fuertes movimientos en la cuenta capital financiera. El ingreso de fondos provino del endeudamiento externo (deuda nacional, provincial y del sector privado) y la liquidación de stocks acopiados por el complejo agro-exportador (soja y sus derivados), cuyo principal uso fue el financiamiento de la compra de dólares sin fines específicos (fuga de capitales), el envío de ganancias al exterior de las grandes empresas (remisión de utilidades) y el pagos del déficit de la cuenta turismo en el exterior.

Por ello, como los ingresos de fondos fueron en gran parte compensados con egresos los niveles de reservas han permanecido en gran medida inalterados. Luego del pago del Boden 2015 las reservas del BCRA permanecieron por debajo de los u\$s 25.000 millones, casi u\$s 5.000 millones menos que el promedio de reservas para todo 2014-2015. Pero, a pesar del fuerte ingreso de fondos desde el exterior las reservas casi no se han recompuesto. Por ello, hacia finales de julio de 2016 las reservas fueron de u\$s32.511 millones, un nivel similar que el de julio de 2015.

**Grafico N°4**  
**Reservas internacionales en el BCRA .Stock de reservas y variación nominal respecto al mismo mes del año anterior. En millones de USD.**



Fuente: BCRA

Sin dudas la economía argentina contaba con muy bajos niveles de endeudamiento en términos históricos y en la comparación con otros emergentes. El uso inicial de la herramienta si bien puede ser útil para morigerar las tensiones cambiarias de manera transitoria puede ser el inicio de una etapa de mayor fragilidad financiera. Sobre todo, porque queda abierta la posibilidad de generarse descalces en las hojas de balance del sector público nacional provincial y de las empresas. Estos descalces suelen ser no visibles en las fases altas de los ciclos financieros donde conviven entradas abundantes de flujos financieros con tendencias apreciatorias y bajas generalizadas en la aversión al riesgo, pero resultan evidentes en las fases de contracción. Un llamado de atención en este sentido debería ser el comportamiento de los depósitos en dólares de los particulares que crecieron un 37% (en dólares) entre diciembre de 2015 y julio de 2016, aún cuando las tasas de interés pasivas experimentaron subas significativas.

El salto en el stock de deuda pública y privada difícilmente pueda ser sostenido en niveles similares a los del primer semestre sin generar, más temprano que tarde, tensiones con los mercados que se expresen en un nivel de riesgo soberano reticente a la baja. Asimismo, no parece contribuir a la reducción de esta incipiente fragilidad financiera las novedades recibidas en el plano estructural: todo indica que la generación genuina de divisas se mantendrá acotada a los sectores con ventajas competitivas estáticas, con los riesgos en términos de fluctuación de términos de intercambio y bajo dinamismo que eso trae aparejado. Por el lado de las importaciones, también resulta preocupante que, a pesar del fuerte salto en el tipo de cambio y un nivel de actividad en descenso, éstas se encuentren en niveles sólo levemente inferiores a los del año pasado, sino que además se reduzca la participación de piezas, insumos intermedios y bienes de capital mientras ganan

preponderancia los bienes de consumo, sustituyendo producción local. Asimismo, la evolución reciente de la cuenta remisión de utilidades también debería recordarnos que la tan ansiada inversión extranjera directa también ha venido históricamente de la mano a una fuente de drenaje de divisas por la cuenta corriente. También hay que considerar que las cifras agregadas de IED incluyen la re-inversión de utilidades generadas en Argentina, mientras la economía se encuentra estable esto no supone necesariamente un foco de tensión, pero en las etapas contractivas del ciclo o en momentos de incertidumbre la presión para la remisión de utilidades tiende a incrementarse, con lo cual hay que ser relativamente cautelosos con la idea que esta fuente de financiamiento externo es completamente estable.

## Apéndice

### Balance cambiario

clasificación de principales conceptos en oferta o demanda de divisas  
en mill de u\$s y diferencias absolutas. BCRA.

CONCEPTO	2016			2016		
	II Trimestre			Seis Meses		
	2015	2016	mismo trimestre año anterior (dif. abs.)	2015	2016	ac. mismo periodo año anterior (dif. abs.)
<b>FUENTE DE DIVISAS (OFERTA)</b>	<b>9.129</b>	<b>25.635</b>	<b>16.507</b>	<b>13.265</b>	<b>32.156</b>	<b>18.891</b>
Transferencias por Mercancías	3.405	2.464	-941	5.099	5.774	675
Inv. Externa Directa (IED)	300	777	477	712	1.290	578
Ingresos para Inv. de portafolio (LEBAC y otros)	-23	695	718	-33	869	902
Emisión de deuda (Provincias+Empresas)	1.720	4.860	3.139	1.622	5.364	3.742
Colocación deuda Gob. Nacional (pago buitres)	1.314	13.829	12.515	1.375	13.693	12.318
Otras of. de divisas por mov. capital y comerciales	2.413	3.010	597	4.490	5.166	676
<b>USOS DE LAS DIVISAS (DEMANDA)</b>	<b>-6.829</b>	<b>-24.562</b>	<b>-17.733</b>	<b>-10.626</b>	<b>-27.608</b>	<b>-16.983</b>
Turismo y viajes al exterior	-2.037	-2.377	-340	-6.708	-9.383	-2.675
Remisión de utilidades y dividendos	-55	-1.108	-1.053	-107	-1.451	-1.344
Pago intereses deuda netos (Gob. Nacional y Resto)	-2.027	-7.493	-5.466	-3.520	-8.345	-4.825
Venc. capital Org. Internacionales (neto)	943	-2.257	-3.200	2.976	2.735	-241
Formación de activos ext. SPNF (neto)	-1.118	-2.349	-1.231	-3.046	-5.996	-2.950
Amortización deuda buitres en BCRA	-521	-5.911	-5.391	1.419	-4.881	-6.300
Otras dem. De divisas por mov. Capital y comerciales	-2.014	-3.067	-1.053	-1.640	-288	1.352
<b>VARIACIÓN DE RESERVAS</b>	<b>2.300</b>	<b>1.073</b>	<b>-1.227</b>	<b>2.639</b>	<b>4.548</b>	<b>1.909</b>