

METODOLOGÍA DE ESTIMACIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL(PII).

Introducción

La confección de la posición de inversión internacional de Argentina, parte en general de las estimaciones de activos y pasivos externos considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos, que son ajustados para llevarlos a valor de mercado, de acuerdo a los criterios internacionales contenidos en la Quinta Edición del Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional.

Las metodologías de estimación de los activos y pasivos externos, son descriptas en el trabajo “Metodología de Estimación del Balance de Pagos”, publicada por la Secretaría de Programación Económica y Regional del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, en abril de 1999 y actualizaciones posteriores.

En este trabajo, a efectos de facilitar su lectura juntamente con las aclaraciones correspondientes a las valuaciones utilizadas en cada caso, se efectúa una síntesis de las metodologías de estimación contenidas en el mencionado trabajo.

ACTIVOS EXTERNOS

Están constituidos por los activos reales y financieros de existencia legal y efectiva¹ que poseen los residentes de la economía frente a no residentes. Podemos distinguir, siguiendo las clasificaciones internacionales, cuatro grupos de activos de residentes argentinos: activos de reserva internacional, inversión directa, inversión de cartera y otros activos.

a. Activos de reserva internacional

“Esta categoría comprende los activos sobre el exterior bajo el control de las autoridades monetarias, las cuales pueden disponer de ellos de inmediato para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos, para regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios mediante la intervención en los mercados cambiarios modificando el tipo de cambio, y para otros fines”².

El concepto de reservas internacionales del balance de pagos y de la posición de inversión internacional, comprende los activos externos líquidos del Banco Central tales como el oro y DEG, las divisas y colocaciones de libre disponibilidad (que abarca títulos de crédito frente a no residentes en forma de depósitos bancarios, valores públicos, otros bonos, instrumentos del mercado monetario) y las posiciones acreedoras netas de los convenios de pago (Aladi y convenio bilateral con Brasil) que entrañan crédito recíproco³. Los stocks de reservas internacionales al cierre de cada período a los tipos de pase actualizados, son informados por el Banco Central.

1 Por ejemplo la apertura de una línea de crédito no implica la existencia de crédito.

2 Manual de Balanza de Pagos, op. cit., párrafo 424.

3 A partir de la sanción de la Ley de emergencia pública que derogó la Ley N° 23928 de convertibilidad y de la Ley 25562 que modificó la Carta Orgánica del BCRA no se computan los títulos públicos en moneda

b. Inversión directa en el exterior

Este tipo de inversión refleja el objetivo, por parte de una persona física o jurídica residente de una economía (inversor directo), de obtener una participación duradera en una empresa residente de otra economía (empresa de inversión directa).

b.1. Sistema financiero

Comprende las filiales en el exterior de las entidades financieras residentes. La información de las entidades, a valor contable, es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades bancarias.

b.2. sector privado no financiero

Las inversiones directas del sector, incluyen las inversiones inmobiliarias y las otras inversiones en participaciones en el capital de empresas del exterior.

b.2.1. Inversiones Inmobiliarias

La estimación de estas inversiones se basa en los datos obtenidos sobre las inversiones en la ciudad de Punta del Este, Uruguay. A partir de esta estimación, se supone, debido a la falta de información representativa, que las inversiones hechas en el resto de los países (básicamente en Estados Unidos, Brasil y Europa), guarda cierta relación con las realizadas en Uruguay.

Para la estimación del stock a valor de mercado en un momento determinado, se parte del saldo inicial más los flujos de edificaciones, amortizados 2% por año y ajustados por el IPC de EE.UU., y luego se suman los flujos correspondientes a terrenos (sin amortizar) ajustados por dicho IPC. Para la estimación del valor de mercado de las inversiones realizadas en otros países, se supuso que estas equivalen a un 50% de las realizadas en Uruguay.

b.2.2. Otra Inversión Directa:

Las estimaciones se realizan sobre la base de la información obtenida de los balances de las empresas argentinas y, en algunos casos, considerando los balances de las empresas del exterior.

El valor incorporado en la PII corresponde a los valores de libro de las inversiones. El valor de libros se ha considerado como la alternativa más adecuada para valorar estos activos de acuerdo a las normas internacionales, dadas las dificultades que implica calcular un valor de mercado individual o sectorial de las empresas involucradas⁴.

c. Inversión de cartera

Refleja la tenencia de títulos de deuda⁵ emitidos por gobiernos y entes privados extranjeros, y participaciones en el capital accionario⁶ en sociedades del exterior con características transitorias negociables en mercados organizados⁷. Las mediciones cubren las tenencias del sector privado no financiero, el sistema bancario, y el sector público no financiero.

4 Se analizaron y continúan analizando alternativas de medición como ser el uso de índices de cotizaciones bursátiles globales y sectoriales. Los principales problemas para la elaboración de una metodología de estimación sobre la base de los índices bursátiles, son la representatividad de los índices y su alta volatilidad.

5 Los títulos pueden ser bonos, instrumentos del mercado monetario, instrumentos financieros derivados. Confieren al tenedor el derecho de recibir renta.

6 Documentos que confieren al titular derecho sobre las sociedades anónimas.

7 Si bien hasta el momento no han sido incluidos por no existir un mercado desarrollado, también deben ser incluidos los instrumentos financieros derivados como inversión de cartera como las opciones.

c.1. sistema financiero

Comprende las tenencias en cartera de títulos públicos y privados emitidos en el exterior (que no correspondan a operaciones de pasivos con el BCRA) y las participaciones accionarias en empresas del exterior, cuya información es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades bancarias. Los títulos con cotización se encuentran valorados al precio de mercado de cierre, y los títulos sin cotización se encuentran valorados a valor nominal más intereses devengados.

c.2. sector público no financiero

Comprende las inversiones realizadas en títulos públicos, relacionados con inversiones de depósitos en garantía de capital del Plan Financiero 1992, y de otras operaciones a futuro, y con inversiones transitorias. La información para la Administración Central y los gobiernos locales es provista por la Secretaría de Hacienda. Las garantías de capital del Plan Financiero 1992, se valúan considerando sus restricciones de negociación, a valor de compra más intereses implícitos calculados a la tasa vigente en el momento de la compra. Las inversiones transitorias en valores públicos están valoradas a precio de mercado.

c.3. sector privado no financiero:

La estimación de las inversiones de cartera del sector privado no financiero⁸, se realizó en dos etapas. En primer término, se estimó el portafolio a fines de 1997 a valores de mercado e históricos. Esto se realizó sobre la base de informaciones o estimaciones basadas en datos de distintas fuentes como ser el Departamento del Tesoro de EE.UU, Deutsche Bundesbank, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Superintendencia de Seguros de la Nación, Comisión Nacional de Valores, Encuesta a Operadores Internacionales, y flujos por operaciones con bonos y acciones del balance de pagos; y luego se construyó la serie hacia atrás a valores históricos, siguiendo el comportamiento de series con datos conocidos.

Para llevar la estimación de los valores históricos de las series a valores de mercado, se elaboró un índice de valor de mercado de las inversiones en cartera del sector, considerando los índices de precios de acciones y bonos de EEUU⁹ y de Argentina¹⁰. Los ponderadores utilizados estuvieron dados por la proporción de las inversiones en acciones y bonos a fines de 1997, en países desarrollados (aplicados a los índices de EEUU) y en países en desarrollo (aplicados a los índices de Argentina).

El valor de mercado surge de aplicar la siguiente fórmula a partir de los valores de la serie a valores históricos y el índice de cotizaciones mencionado en el párrafo anterior.

$$IC_t = IC_{t-1} \left(\frac{IIC_t}{IIC_{t-1}} \right) + (VH_t - VH_{t-1}) * \left(\frac{IIC_t}{(IIC_t + IIC_{t-1}) / 2} \right)$$

donde:

IC_t: inversiones en cartera a fin del período t en millones de dólares a valor de mercado.

IIC_t: índice de cotización de las inversiones en cartera a fin del periodo t.

VH_t: inversiones en cartera a fin del período t en millones de dólares a valor histórico.

⁸ La metodología de estimación de los activos externos del sector privado no financiero, fue elaborada con la asistencia técnica del Dto. de Estadística del Fondo Monetario Internacional.

⁹ Para EEUU se usó el índice de acciones Dow Jones y el del Bono del Tesoro a tres años de plazo.

¹⁰ Para Argentina se usaron el índice de acciones Merval, y para los bonos, un ponderador de los índices de cotización de los Bonos. En la ponderación, se utilizó la participación de estos bonos en la cartera de títulos en dólares en manos de no residentes.

d. Otros activos

Es una categoría residual, que cubre los instrumentos financieros no incluidos en inversión directa, de cartera o activos de reserva. En esta presentación se agrupan en: disponibilidades que no constituyen activos de reserva, y el resto de activos no incluidos en otras categorías.

d.1. Disponibilidades que no son activos de reserva y otros activos sin devengamiento de renta (billetes)

d.1.1. Disponibilidades del sistema financiero

Comprende las tenencias de divisas en billetes que las entidades bancarias poseen como encaje técnico, como depósitos por requisitos de liquidez (hasta 2001) y otros depósitos. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.1.2. sector privado no financiero

La estimación de billetes se basa en la fijación de un nivel a fines de 1997, basado en la medición de dos indicadores que dan una idea del orden de magnitud de la variable. Los indicadores utilizados fueron: a) los envíos netos de billetes de EEUU ajustados por los ingresos y egresos de billetes por Viajes y las tenencias de los bancos y el Banco Central¹¹, y b) el cálculo de una demanda de dólares para transacciones “hipotéticas”, utilizando como base un periodo en el que la dolarización era poco significativa y ajustándola por la difusión del uso de las tarjetas de crédito¹². Teniendo en cuenta las limitaciones de ambas estimaciones (filtraciones en el envío neto de billetes y la demanda de reserva de valor no medida en el segundo caso), se supuso un stock en un punto intermedio (Dls. 21000 millones a fines de 1997), que se actualiza por la tasa de variación de los envíos netos de billetes ajustados¹³.

d.2. Depósitos Bancarios:

d.2.1. sistema financiero:

Comprende los depósitos bancarios en entidades del exterior que devenguen o no renta. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.2.2. sector público no financiero

Comprende los excedentes transitorios de moneda extranjera.

d.2.3. sector privado no financiero:

La serie de depósitos de residentes no bancarios, se basa en los datos recopilados por el Bank for International Settlements (BIS), y los depósitos de no residentes en el sistema bancario de Uruguay, sobre la base de los datos proporcionados por el Banco Central de Uruguay (BCU). La valuación es a los tipos de pase actualizados respecto al dólar estadounidense.

11 La suma de estos envíos, ajustados para reflejar la tenencia del sistema bancario y los gastos de turismo, equivale a 34.737 millones de dólares para 1996, partiendo de un stock inicial de 5.000 millones para 1987 (Cf. “Dollarization in Argentina”, Steve Kamin y Neil Ericsson).

12 El stock de moneda extranjera demandada equivale a 17.000 millones de dólares para 1996.

13 Para mayor detalle ver el trabajo “Metodología de Estimación del Balance de Pagos”.

d.3. Financiamiento comercial

Comprende una estimación de los activos con el exterior de las empresas exportadoras e importadoras argentinas vinculados con el financiamiento comercial directo. La estimación se realiza sobre la base de información de importaciones y exportaciones de INDEC, del mercado cambiario, y del relevamiento de deuda del BCRA.

d.4 Otros activos

d.4.1 sistema financiero:

Comprende los préstamos y otros créditos del sistema financiero local con no residentes. La información es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.4.2 sector público no financiero

Comprende los aportes del sector público a organismos internacionales, y los activos correspondientes al país de los entes binacionales (Yacyreta y Salto Grande), valuados a valores contables actualizados por las variaciones en los tipos de cambio.

PASIVOS EXTERNOS

Comprende los activos reales en el país y obligaciones financieras de residentes, de propiedad o adeudados a no residentes, respectivamente. Al igual que los activos, pueden asumir conceptualmente la forma de inversión directa, de cartera, y otros pasivos no comprendidos en las anteriores definiciones¹⁴. Dentro de las inversiones en cartera por bonos y de los otros pasivos se incluyen los intereses devengados no vencidos por las obligaciones incluidas en estas categorías¹⁵.

a. Inversión directa

El stock de inversión directa pasiva comprende las participaciones de capital - con idénticas características que en el caso activo- en el sector bancario, compañías de seguros y AFJP, y en el sector privado no financiero residentes.

a.1. sistema financiero

Comprende las participaciones mayores al 10% de no residentes en el patrimonio de las entidades financieras residentes. El stock a valor de libros surge de la información provista por los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

a.2. sector privado no financiero¹⁶

Comprende las inversiones directas en el sector privado no financiero que se elabora en base a las informaciones del sector público sobre privatizaciones, informaciones de balances, diarios y revistas especializadas, encuestas, de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de

14 Las obligaciones que no constituyen participaciones de capital por inversiones en cartera e inversiones directas, constituyen la deuda externa bruta del país. En las estadísticas de deuda externa de Argentina, no se incluyen las obligaciones con las matrices y filiales incluidas en las cifras de inversiones directas de no residentes en el país.

15 Los intereses devengados no vencidos no están incluidos en las estadísticas publicadas de deuda externa.

16 Para una mayor información, la metodología de estimación de la IED puede consultarse en el trabajo "Inversión directa en Argentina 1992-1995" publicada por la Secretaría de Programación Económica.

Jubilaciones y Pensiones y de la Superintendencia de Seguros de la Nación. El valor de las inversiones directas incorporado en la PII corresponde a los valores de balance de las empresas de inversiones directas. Al valor de libros se lo ha considerado como la alternativa más adecuada para valorar estos activos de acuerdo a las normas internacionales, dada las dificultades que implica calcular un valor de mercado individual o sectorial de las empresas involucradas¹⁷. Los pasivos con matrices y filiales, incluidos dentro del cómputo de las inversiones directas, al estar valuados a valor de libros, están valuados a valor nominal residual más intereses capitalizados a tipos de cambio actualizados. Desde 2002 la deuda con matrices y filiales surge del relevamiento de deuda del BCRA.

b. Inversiones en cartera en títulos

Comprende los títulos de deuda emitidos por el sistema financiero, el sector público no financiero, y el sector privado no financiero, en poder de no residentes. Según el Manual de Balanza de Pagos, estos pasivos se deben valorar según los precios de mercado vigentes, cuando exista un mercado organizado o sean negociables de inmediato; o mediante el cálculo del valor presente neto de la corriente de pagos futuros, cuando no se cumplan aquellas condiciones.

En la posición presentada se estiman los títulos de deuda a valores de mercado siguiendo el criterio establecido en el Manual. Adicionalmente, a modo informativo, se presentan los títulos de deuda a valor nominal residual más intereses capitalizados¹⁸.

b.1. sistema financiero

Las inversiones en cartera en títulos de deuda emitidos por el sector bancario comprenden las colocaciones de bonos, obligaciones negociables y papeles comerciales. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras. La valuación a valor de mercado de los bonos emitidos por el sector, se obtiene aplicando índices contruídos a partir de las cotizaciones en las bolsas de valores¹⁹.

b.2. sector público no financiero

Para el sector público no financiero se computa el stock de deuda colocada bajo la forma de títulos a no residentes por el sector público no financiero nacional o provincial. La fuente primaria de información es la Oficina de Registro de la Deuda Pública de la Secretaría de Hacienda y la encuesta de obligaciones externas de Gobiernos Locales.

La metodología para estimar la residencia del tenedor ha cambiado a partir del canje de deuda. Con anterioridad al canje de deuda se estimaba según el siguiente criterio, para los títulos emitidos en el exterior, se consideraban en poder de no residentes, a excepción de las tenencias del sector bancario, las administradoras de fondos jubilación y pensión, las compañías de seguros, y el sector público. Las tenencias de los restantes títulos, los emitidos

17 No obstante, se sigue analizando alternativas para el cálculo de valores de mercado alternativos al uso del valor contable.

18 Anteriormente se publicaba la PII con títulos de deuda a valor nominal residual. En los países como Argentina, que en el período 1991-1998 registraba variaciones significativas en la tasa de riesgo país, la aplicación de un valor de mercado a una parte de la deuda externa, introduce un elemento distorsivo en la evaluación de los resultados globales. La magnitud del efecto depende obviamente del cambio registrado en el período y del grado de volatilidad de la tasa de riesgo soberano. Al aplicarse el criterio de valor de mercado, un aumento en la tasa de riesgo país (caída en las cotizaciones) implica una reducción de los valores de los pasivos de deuda externa y por ende una mejora en la posición de inversión internacional. Una disminución en la tasa de riesgo país (aumento de las cotizaciones), tiene el efecto contrario.

19 La información disponible, permite considerar que la tasa utilizada, brinda una buena aproximación en el rango relevante.

en el mercado local, eran consideradas en poder de residentes excepto por las tenencias con domicilio en el exterior informadas por Caja de Valores.

En los años recientes, las colocaciones primarias de títulos públicos se realizan en el mercado local y la suscripción de no residentes en las mismas surge de las encuestas a los bancos participantes de las licitaciones que realiza la Oficina Nacional de Crédito Público en cada transacción.

Luego la evolución de las tenencias de no residentes a partir del año 2005 de los títulos públicos (incluidos los emitidos en el canje de deuda) se realiza en base a información trimestral provista por la Caja de Valores S.A. en base a los siguientes criterios. Si el total de la emisión del título en estudio, se encuentra registrado en la Caja de Valores, se estiman las tenencias de no residentes en base a la información de depositantes del exterior informada por la misma. Si en cambio, el título en estudio, se encuentra registrado en el exterior, se estima como tenencia de no residentes el total menos aquellos que informe Caja de Valores como tenencias de depositantes Argentinos. En todos los casos se controla que la tenencias recopiladas para los distintos inversores institucionales residentes (entidades financieras, las administradoras de fondos jubilación y pensión, compañías de seguro, fondos de inversión, sector público). La fuente de estos datos son básicamente los organismos de supervisión de los mencionados inversores institucionales.

Para estimar el valor de mercado de los bonos del sector público, se consideraron las cotizaciones de mercado disponibles a fin de cada año. En los últimos años, las obligaciones con cotizaciones disponibles representaron alrededor del 80% del total de la deuda por bonos²⁰. Para los bonos donde no se dispuso de la cotización al cierre, se aplicó el valor promedio resultante en % del valor nominal residual, de los bonos con valores de mercados conocidos.

b.3. sector privado no financiero

Los títulos de deuda emitidos por parte de empresas locales, se miden mediante encuestas suponiendo que las colocaciones realizadas en el exterior están en manos de no residentes hasta 2001 y luego en base al relevamiento de deuda del BCRA.

Para estimar el valor de mercado de los bonos, se estima un valor de cotización promedio ponderado en base a los precios de mercado disponibles de aquellas empresas que cotizan en los mercados de valores.

c. Inversiones en cartera en acciones

Con referencia a la estimación del stock de inversión de no residentes en acciones que no constituyen inversión directa, los datos surgen de los registros a fin de cada trimestre que presenta la Caja de Valores S.A. para las acciones de empresas residentes que cotizan en la BCBA y de los bancos depositarios para las empresas residentes que cotizan ADR en los mercados de valores de Estados Unidos, que se suponen en manos de no residentes. La valuación se realiza a valores de mercado considerando las cotizaciones de las acciones a fin del período considerado.

²⁰ Para los años anteriores, el % de deuda con cotizaciones disponibles es mayor.

d. Otros pasivos

Comprende rubros no incluidos en partidas anteriores, como ser deudas con organismos internacionales, gobiernos y agencias gubernamentales, bancos y proveedores, y depósitos.

d.1. sistema financiero

Comprende los depósitos de no residentes en el sistema financiero local, las líneas de crédito tomadas por entidades residentes en el exterior, la financiación otorgada por organismos internacionales a entidades residentes, y las obligaciones diversas con no residentes de estas entidades. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.2. sector público no financiero

Comprende los préstamos al sector público de organismos internacionales, bancos, agencias oficiales y gobiernos. La información es provista por la Secretaría de Hacienda.

d.3. sector privado no financiero

Comprende los préstamos de distintas fuentes no instrumentados bajo la forma de bonos o títulos (préstamos de organismos internacionales, bancos, proveedores, agencias oficiales). La información es provista por los organismos correspondientes y por una encuesta realizada a fin de cada semestre calendario a un directorio de las empresas del sector hasta 2001; desde 2002 se utiliza la información del relevamiento de deuda externa del BCRA (hasta que no se dispone de la información del BCRA, la DNCI realiza estimaciones de deuda que luego son reemplazadas por el relevamiento del BCRA mencionado).