

**ANÁLISIS DEL BALANCE DE PAGOS DE LA ARGENTINA:  
CAMBIOS METODOLÓGICOS Y DESEMPEÑO RECIENTE<sup>1</sup>**

Mario Damill

Daniel Kampel

Buenos Aires, noviembre de 1999

---

<sup>1</sup> Publicado en Serie Documentos de Economía #14, Universidad de Palermo-CEDES.

**ANÁLISIS DEL BALANCE DE PAGOS DE LA ARGENTINA:  
CAMBIOS METODOLÓGICOS Y DESEMPEÑO RECIENTE**

**SUMARIO**

**1. Introducción**

**2. Síntesis de los principales cambios metodológicos recientes**

**3. El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos**

*Síntesis del impacto cuantitativo de los cambios*

- a) El desempeño del balance de pagos en 1992-98 a la luz de las nuevas cifras
- b) El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos en las distintas partidas
  - b.1) Impacto sobre la cuenta corriente
  - b.2) Impacto sobre la cuenta de capital y financiera

**4. El desempeño de las cuentas externas en 1998**

*La cuenta corriente*

La cuenta de mercancías

Las cuentas de renta de la inversión

- a) Intereses
- b) Utilidades y dividendos

*La cuenta de capital y financiera y la variación de reservas*

La inversión directa

Amortizaciones

*El balance de pagos por sectores y la acumulación de reservas*

El problema de la transferencia

**5. La evolución de la deuda externa**

**Referencias**

## **ANÁLISIS DEL BALANCE DE PAGOS DE LA ARGENTINA: CAMBIOS METODOLÓGICOS Y DESEMPEÑO RECIENTE**

Mario Damill<sup>2</sup>  
Daniel Kampel<sup>3</sup>

### **1. Introducción**

En este trabajo se presentan sucintamente los principales cambios introducidos recientemente en la metodología del balance de pagos de la Argentina y se examina su gravitación en las cuentas del sector externo para el período 1992-1998. Se analiza también, en mayor detalle, la evolución de dicho balance en el año 1998, comparándolo con el registro del año precedente. Se estudian además algunos aspectos del comportamiento del sector externo a lo largo de la década que termina.

Se procura, como un aspecto central del trabajo, caracterizar el papel del sector público en el conjunto de las transacciones económicas entre residentes y no residentes en el país y los efectos de dichas transacciones en el desempeño macroeconómico.

En la primera sección del documento se sintetizan los cambios recientes en la metodología del balance de pagos. Luego, en la segunda sección, se pasa revista a las principales modificaciones en las cifras de las cuentas externas debidas a la revisión metodológica. Para ello se confrontan cifras anuales relativas al lapso 1992-1998 calculadas con la nueva metodología y con la anterior.

Posteriormente, en la tercera parte, se aborda el examen del desempeño del balance de pagos en el año 1998, para lo que se efectúan comparaciones con los registros del año precedente y, en algunos casos, se examinan los datos del lapso 1992-98 para situar al comportamiento del sector externo en perspectiva histórica. En primer lugar se enfoca la evolución de los componentes de la cuenta corriente, para luego abordar la cuenta de capital y financiera. Se desagrega el balance de pagos por sectores, presentando separadamente los flujos netos del

---

<sup>2</sup> CEDES y Universidad de Palermo.

<sup>3</sup> CEDES, Becario de Investigación de la Universidad de Palermo.

Banco Central, del resto del sistema financiero, del sector público no financiero y del sector privado no financiero, respectivamente.

Posteriormente, en la sección cuarta, se examina la evolución del endeudamiento externo público y privado y se analizan algunos aspectos de importancia relativos a la relación entre la deuda pública y el desempeño macroeconómico.

## **2. Síntesis de los principales cambios metodológicos recientes.**

Los organismos responsables han dado a publicidad en 1999 una serie de cambios que prácticamente completan la reforma de la metodología del balance de pagos de la Argentina iniciada en 1995<sup>4</sup>. Este proceso apuntó esencialmente a adecuar la estructura del balance y los métodos de estimación a las propuestas y lineamientos del quinto Manual del Balance de Pagos publicado por el FMI en 1993.

Junto con la información relativa a los cambios metodológicos se han publicado también nuevas estimaciones del balance de pagos desde el año 1992, las que fueron realizadas siguiendo los procedimientos revisados y adoptando la nueva estructura de cuentas. En esta sección se examinan las modificaciones introducidas recientemente y en la siguiente se enfoca su impacto cuantitativo, primeramente comparando los datos de un año obtenidos con una y otra metodología, y luego examinando el comportamiento de las grandes cuentas del balance de pagos para 1992-98, con ambas formas de estimación. En lo que sigue de esta sección se presenta una síntesis de las principales variantes que acaban de introducirse.

Las mejoras más importantes adoptadas con la última reforma metodológica del balance de pagos se refieren a la cuenta de capital y financiera,

---

<sup>4</sup> Los mismos fueron presentados en varias publicaciones en las que se basa esta sección. Son: MEYOSP (1999a, 1999b y 1999c). Diversos cambios metodológicos introducidos con anterioridad fueron examinados en Damill (1998).

y en particular a las partidas que reflejan los movimientos de capitales del sector privado no financiero.

La mayor parte de estos cambios se asientan en nuevas estimaciones de los activos de dicho sector contra no residentes, como también de pasivos privados con no residentes que anteriormente no se estimaban. En el pasado se contaba con una cuantificación "residual", indirecta, del valor de los activos del sector privado no financiero en el exterior, y no se relevaba la deuda comercial y directa de ese sector con bancos no residentes. De hecho, las variaciones de dichos activos período a período (así como de los pasivos no relevados) eran reflejadas en el balance de pagos, en forma neta, en una cuenta obtenida también de manera residual (es decir, era la partida que "cerraba" el balance), denominada "Otros Movimientos de Capital". Esta cuenta agregaba también, en la práctica, además de la variación de los activos externos del sector privado –netos de los pasivos no estimados ya mencionados-, los errores y omisiones netos incurridos en las estimaciones de todas las demás variables de las cuentas corriente y de capital y financiera. Esta partida residual resultaba además muy abultada en algunos períodos, tiñendo así de imprecisión al conjunto del balance de pagos.

Esa medición indirecta de los activos externos del sector privado no financiero y de sus variaciones ha sido sustituida ahora por mediciones independientes de diversos conceptos: inversiones directas en el exterior por parte de residentes, depósitos bancarios del mismo carácter, otros activos con devengamiento de renta (inversiones de cartera), y activos sin devengamiento de renta. Estas mediciones, realizadas en base a información de diversas fuentes, internas e internacionales, ha sido realizada con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional. En lo que se refiere a pasivos para los cuales no se contaba con información (deudas comerciales y deudas directas con bancos y con proveedores), se indica que son ahora relevados recurriendo a información contable de empresas y también por medio de encuestas a las mismas.

Vale destacar que este último cambio (una estimación más completa de los pasivos privados) significa también una modificación considerable en las cifras de la deuda externa privada presentadas por la Dirección Nacional de Cuentas

Internacionales. Al cierre de setiembre de 1998, por ejemplo, la deuda externa bruta del sector privado no financiero era, según las series anteriores, de 18016 millones de dólares, y en la nueva estimación ha pasado a 34163 millones, es decir, es aproximadamente 90% más elevada.

Por lo que se ha indicado más arriba, en la nueva metodología la partida residual "Otros Movimientos de Capital" ha desaparecido, sustituida por una cuenta de movimientos de capitales privados mucho más rica. Complementariamente, ha reaparecido la partida "Errores y Omisiones Netos", separada ahora de la cuenta de capital y financiera.

Naturalmente, una información más precisa y desagregada de la cuenta de capitales redundará también en una mejor estimación de los flujos de renta computados en la cuenta corriente. Por un lado, los ingresos provenientes de las tenencias de activos en el exterior por parte del sector privado no financiero son mejor estimados, en tanto existe una información más adecuada acerca del valor de dichos activos. Por otro, la incorporación de las deudas comerciales y directas con bancos y proveedores da pie a un registro más completo de los intereses pagados a los acreedores externos por el mismo sector.

También en relación con los cálculos de intereses en la cuenta corriente, se ha avanzado en el sentido de hacer más estricto el criterio de devengamiento. Esto se refiere a la inclusión de flujos de devengamientos de intereses no vencidos en el período que anteriormente escapaban al cómputo. La contrapartida de estos asientos en cuenta corriente es, naturalmente, la inclusión de flujos equivalentes pero de signo contrario, en la cuenta de capital correspondiente.

Los que se han mencionado son los cambios más destacados. Sin embargo, se han introducido simultáneamente diversos otros, de significación menor. Algunos de ellos se mencionan a continuación.

En la cuenta corriente, mientras que las cuentas que reflejan flujos de mercancías permanecen sin cambios, aparecen varios ítems nuevos en las transacciones de servicios reales. Tanto en lo referente a ingresos cuanto a egresos (y por consecuencia, en los correspondientes saldos) se contabilizan ahora: Servicios de seguros, Servicios financieros, Servicios personales, culturales

y recreativos, y Servicios empresariales, profesionales y técnicos. Estos rubros estaban ausentes (o incorporados en “otros servicios”) en la presentación anterior. Es de destacar la última partida mencionada, que incluye los honorarios a operadores no residentes de empresas residentes, y que ha tendido a adquirir, con el tiempo, una significación cuantitativa no desdeñable, particularmente en lo que se refiere a egresos, los que se aproximan a los 500 millones de dólares anuales.

También ha variado la presentación del resultado del balance de pagos. El mismo aparece como “Variación de Reservas Internacionales”, cuenta que ahora se desagrega, debajo de la línea, en dos partidas: la cuenta “Reservas Internacionales del BCRA” corresponde a la variación del stock de reservas internacionales de la autoridad monetaria, que no coincide normalmente con el resultado del balance de pagos por diferencias de valuación. Esas diferencias de valuación se vuelcan a su vez en “Ajuste por tipo de pase”. Esta última partida no se incluía anteriormente debajo de la línea, sino que estaba incorporada en la cuenta de capital del Banco Central, de manera inadecuada.

Además de estos cambios en el cómputo del balance de pagos, han variado también otros cuadros complementarios<sup>5</sup>. Se presenta, por ejemplo, una desagregación de la Cuenta de Capital y Financiera en: “Inversiones Directas”, “Inversiones en Cartera” y “Otras Inversiones”. La suma de estas tres cuentas completa el total de la Cuenta de Capital y Financiera.

Asimismo, los cuadros relativos a los activos externos y a los pasivos (del sector privado no financiero en particular) se presentan ahora más completos, según los lineamientos indicados más arriba, al comienzo de esta sección.

### **3. El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos**

En esta sección se examina el impacto cuantitativo de los cambios recientes en la metodología del balance de pagos. Se presenta inicialmente una visión sintética de los principales efectos de estas variantes, y luego se examinan

---

<sup>5</sup> Ver los cuadros 9, 10 y 11 en MEYOSP (1999c).

en mayor detalle en dos planos: se enfoca el comportamiento de las grandes cuentas a lo largo del período 1992-1998 y posteriormente se considera, en una versión más desagregada del balance, cómo se descomponen las variaciones de las grandes cuentas; es decir, qué cambios en las partidas menores explican la evolución de las más agregadas. Para esto último se comparan los datos de un único año, obtenidos con la metodología anterior y con la nueva.

### *Síntesis del impacto cuantitativo de los cambios*

A grandes rasgos, la nueva metodología del balance de pagos arroja cifras del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos mayores que las anteriores. Para los últimos años la diferencia ronda valores equivalentes a un punto del PIB, y la diferencia acumulada del lapso 1992-1998 asciende a más de 11600 millones de dólares.

Naturalmente, la contrapartida de ese mayor déficit estimado para la cuenta corriente es un mayor superávit estimado para la cuenta de capital. Es decir, los ingresos netos de capital son mayores con el nuevo cómputo que con el anterior, para casi todos los períodos. Para el lapso 1992-98 la diferencia acumulada asciende a 17491 millones de dólares. Si a eso se le suma el saldo acumulado de la nueva cuenta "Errores y Omisiones Netos", que es negativo y próximo a los 6 mil millones de dólares, se alcanza una cifra muy semejante a la diferencia en el cómputo del déficit en cuenta corriente.

Las partidas que más contribuyen al mayor déficit en cuenta corriente son las importaciones de servicios (cuya reestimación lleva a un mayor déficit en la cuenta de servicios reales a pesar de la también significativa variación positiva del valor de las exportaciones de servicios debida al cambio metodológico), y los mayores pagos de intereses. Estos últimos se abultan por la mejor –más completa- estimación de la deuda privada, y también por la incorporación de intereses devengados no vencidos que no se computaban.

En lo que se refiere a la cuenta de capital, el grueso de las diferencias se debe a la mejor estimación de los movimientos de capitales privados y a la



separación de la partida “Errores y Omisiones Netos”, que antes estaba subsumida de hecho en la cuenta de capital y financiera.

a) El desempeño del balance de pagos en 1992-98 a la luz de las nuevas cifras

El impacto de los recientes cambios metodológicos sobre las cuentas del balance de pagos puede apreciarse globalmente en las cifras presentadas en los cuadros 1, 2 y 3.

**Cuadro 1. Saldos de la cuenta corriente del balance de pagos de 1992 a 1998, calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (millones de dólares).**

	<b>Metodología Anterior</b>	<b>Metodología Nueva</b>	<b>Diferencia</b>
1992	-5441	-5488	-47
1993	-7644	-8003	-359
1994	-10077	-10949	-872
1995	-2849	-4938	-2089
1996	-3993	-6468	-2475
1997	-9332	-12036	-2704
1998	-11636	-14730	-3094
<b>Acumulado 1992-98</b>	<b>-50972</b>	<b>-62612</b>	<b>-11640</b>

Fuente: MEYOSP, Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril de 1999.

**Cuadro 2. Saldos de la cuenta de capital y financiera del balance de pagos de 1992 a 1998, calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (millones de dólares).**

	<b>Metodología Anterior</b>	<b>Metodología Nueva</b>	<b>Diferencia</b>	<b>Errores y Omisiones</b>
1992	8546	8960	414	-198
1993	12124	13496	1372	-1243
1994	10638	12451	1813	-820
1995	2780	6518	3738	-1682
1996	7775	11998	4223	-1648
1997	12394	16590	4196	-1281
1998	15078	17263	2185	905
<b>Acumulado 1992-98</b>	<b>69335</b>	<b>87276</b>	<b>17491</b>	<b>-5967</b>

Fuente: MEYOSP, Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril de 1999, página 10.

**Cuadro 3. Saldos de la cuenta corriente del balance de pagos de 1993 a 1998, calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (como porcentaje del PIB a precios corrientes).**

	<b>Metodología Anterior</b>	<b>Metodología Nueva</b>	<b>Diferencia</b>
1993	3.23	3.38	0.15
1994	3.91	4.25	0.34
1995	1.10	1.91	0.81
1996	1.47	2.38	0.91
1997	3.19	4.11	0.92
1998	3.90	4.94	1.04

Fuentes:

Para el PIB: MEYOSP, Sistema de Cuentas Nacionales. Argentina. Año Base 1993. Estimaciones trimestrales y anuales: Años 1993-1997, junio de 1999,

Para el PIB de 1998: MEYOSP, Comunicado de prensa del 11 de junio de 1999 titulado "Informe de Avance del Nivel de Actividad".

Para la cuenta corriente del balance de pagos: MEYOSP, Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril de 1999.

Como ya se indicó, el déficit de cuenta corriente es sistemáticamente más elevado con la nueva forma de cómputo que con la anterior. La diferencia entre ambas estimaciones ha sido creciente, tanto en dólares corrientes (cuadro 1) cuanto medida como porcentaje del PIB (cuadro 3). La diferencia acumulada en el período 1992-98 es de 11640 millones de dólares. Como porcentaje del producto, dicha diferencia fue superior a un punto en 1998 (cuando se ubica en 1,04%).

El déficit en cuenta corriente, que con las cifras anteriores nunca alcanzó a 4% del PIB, con los nuevos cálculos supera ese nivel en tres períodos anuales: 1994, 1997 y 1998. Medido como porcentaje del producto, el déficit de 1998 es el más elevado de la serie del cuadro 3, muy próximo a 5%.

La contrapartida del mayor déficit en cuenta corriente es un mayor ingreso estimado de capitales. En el cuadro 2 se constata que, en el acumulado de 1992-98, la cuenta de capitales arrojó un saldo positivo que supera en 17491 millones de dólares al obtenido con la metodología anterior. Sin embargo, la diferencia acumulada en la cuenta "Errores y Omisiones" alcanza a un valor, negativo, de 5967 millones de esa moneda. Sumando estas dos últimas cifras (es decir, consolidando la cuenta de capital del período con la cuenta "Errores y Omisiones

Netos") se obtiene una cifra de 11524 millones, que es, como cabe esperar, aproximadamente igual al mayor déficit acumulado en cuenta corriente, con las formas de cómputo nuevas.

Si bien este dato no se presenta en el cuadro 2, cabe mencionar que el grueso de la diferencia en los saldos acumulados de la cuenta de capital corresponde al sector privado no financiero. En efecto, este explica una diferencia positiva de 16998 millones de dólares, en el período 1992-98, frente a un total de 17491. Es decir, un 97% de la diferencia en los saldos acumulados de la cuenta de capital y financiera atribuibles a cambios metodológicos se debe a las modificaciones en los flujos de capital correspondientes a dicho sector.

#### b) El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos en las distintas partidas

La comparación del balance de pagos completo de un año, calculado con las dos metodologías, la anterior y la nueva, permite observar, cuenta por cuenta, como han impactado los cambios que se examinan aquí. Los datos para el año 1998 calculados con la metodología anterior no se han publicado completos, sino sólo hasta el tercer trimestre. Del cuarto trimestre sólo se han dado a conocer los datos de las grandes cuentas, pero no su desagregación. Por ello, para comparar el balance de pagos en una versión desagregada, con las dos formas de cómputo, se toman a continuación las cifras de 1997, las que sí se encuentran completas en ambas versiones.

Los cuadros 4 y 5 presentan precisamente las cifras de 1997, partida por partida, para las transacciones en cuenta corriente (cuadro 4) y de capital y financieras (cuadro 5). Muestran también las diferencias entre ambos cálculos.

##### b.1) Impacto sobre la cuenta corriente

Como se observa en el cuadro 4, la cuenta corriente calculada con la nueva metodología arroja, para 1997, un déficit superior en 2700 millones al cómputo anterior.

La cuenta de mercancías registra un cambio insignificante. Las partidas de servicios reales, en cambio, explican un 32% de la variación del saldo. Pesa allí apreciablemente la inclusión de nuevos ítems de servicios, mencionada más arriba, los que explican una significativa variación, tanto del cómputo de ingresos (que son casi 45% más elevados que los estimados anteriormente) como de egresos (que son más de 35% más elevados que en la metodología anterior).

Entre tanto, las partidas de "Renta de la Inversión" explican, en conjunto, un 72% del aumento del déficit estimado de la cuenta corriente. En estos rubros, solamente contribuyen de manera positiva los mayores ingresos por utilidades y dividendos obtenidos por residentes sobre sus activos en el exterior. Esto se vincula con el cómputo, novedoso, de las inversiones directas del sector privado no financiero en el resto del mundo, que anteriormente no se estimaban (el correspondiente acervo aparecía de hecho sumado en el total de los activos de dicho sector en el exterior, medidos residualmente, por lo que su remuneración aparecía estimada conjuntamente con la relativa a esos otros activos, e incluida en la partida de intereses cobrados).

Se observa un fuerte aumento de los intereses pagados, el que se debe a dos circunstancias: por un lado, a un registro más completo de la deuda privada (incluyendo los pasivos comerciales y las obligaciones directas con bancos del mismo sector) y del correspondiente flujo de pagos y, por otro, a la inclusión de intereses devengados no vencidos que antes escapaban, en parte, a la estimación.

**Cuadro 4. Saldos de las partidas de la cuenta corriente del balance de pagos de 1997 calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencias por cambios metodológicos (millones de dólares).**

	<b>1997 Metodología Anterior</b>	<b>1997 Metodología Nueva</b>	<b>Diferencia</b>	<b>Variación (%)</b>
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-9335</b>	<b>-12036</b>	<b>-2701</b>	
<b><i>Mercancías</i></b>	<b>-2162</b>	<b>-2123</b>	<b>+39</b>	
Exportaciones fob	26392	26431	+39	
Importaciones fob	-28554	-28554	0	
<b><i>Servicios reales</i></b>	<b>-3306</b>	<b>-4178</b>	<b>-872</b>	
Exportaciones de serv.	3110	4509	1399	+44.9
Importaciones de serv.	-6416	-8687	-2271	-35.4
<b><i>Rentas</i></b>	<b>NE</b>	<b>-6171</b>		
Renta de la inversión	-4213	-6166	-1953	
Intereses	-1774	-4100	-2326	
Ganados	5363	4656	-707	-13.2
Pagados	-7137	-8756	-1619	-22.7
Utilidades y divid.	-2439	-2066	+373	
Ganados	136	776	+640	
Pagados	-2575	-2842	-267	
Otras rentas	NE	-5	-5	
<b><i>Transferencias corrientes</i></b>	<b>346</b>	<b>436</b>	<b>90</b>	

NE: partida inexistente en la presentación anterior.

Fuentes:

Para 1997-Metodología anterior: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1997 y primeros tres trimestres de 1998, 1998.

Para 1997-Metodología nueva: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

**Cuadro 5. Saldos de las partidas de la cuenta de capital y financiera (\*) del balance de pagos de 1997 calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencias por cambios metodológicos (millones de dólares).**

	1997 Metodología Anterior	1997 Metodología Nueva	Diferencia
<b>Cuenta de Capital y Financiera</b>	<b>12397</b>	<b>16590</b>	<b>4193</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>-1419</b>	<b>-1456</b>	<b>-37</b>
BCRA	-798	-586	212
Otras entidades financieras	-621	-870	-249
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>7637</b>	<b>7932</b>	<b>295</b>
<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>9997</b>	<b>10114</b>	<b>117</b>
<b>Otros Movimientos de Capital</b>	<b>-3818</b>	<b>NE</b>	<b>3818</b>
<b>Errores y Omisiones netos</b>	<b>NE</b>	<b>-1281</b>	
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>3062</b>	<b>3273</b>	<b>211</b>
Reservas Internacionales del BCRA	NE	3062	
Ajuste por tipo de pase	NE	-211	

(\*) Incluye también Errores y Omisiones y Variación de Reservas.

NE: partida inexistente en la otra presentación.

Fuentes:

Para 1997-Metodología anterior: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1997 y primeros tres trimestres de 1998, 1998.

Para 1997-Metodología nueva: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

#### b.2) Impacto sobre la cuenta de capital y financiera

Como se observa en el cuadro 5, la revisión de la cuenta de capital y financiera arroja diferencias aún mayores que las observadas en la cuenta corriente. El saldo anual (de 1997) contabilizado con la nueva metodología supera en 4193 millones de dólares al anterior. La diferencia se concentra sustancialmente en la

desaparición de la cuenta "Otros Movimientos de Capital". La interpretación esencialmente es la siguiente. En la versión anterior, el saldo negativo de la cuenta corriente estaba subestimado, porque, como revelan las variaciones resultantes de las mejoras metodológicas recientes, eran subestimados el saldo negativo de la cuenta de servicios reales y también los pagos de intereses al exterior.

Con la metodología anterior, la subestimación del déficit en cuenta corriente se reflejaba en un saldo negativo correspondiente en la cuenta "Otros Movimientos de Capital", calculada por diferencia, como ítem de cierre. Al aumentar el déficit en cuenta corriente con la reforma metodológica reciente, naturalmente la contrapartida es una mayor entrada de capitales. La partida residual, en este caso, se hace mucho menor (y a su vez ésta, con la nueva metodología, deja de llamarse "Otros Movimientos de Capital" y pasa a ser, más apropiadamente, "Errores y Omisiones Netos").

Luego de esta descripción de los cambios metodológicos recientes y de su gravitación sobre las cuentas externas de la Argentina se aborda, en la próxima sección, la evolución del balance de pagos observada en el año 1998.

#### **4. El desempeño de las cuentas externas en 1998**

##### *La cuenta corriente*

El déficit de cuenta corriente del año 1998, de 14730 millones de dólares, fue, como puede constatarse en los cuadros 1 y 3, el más alto registrado en los años 90, tanto en dólares corrientes cuanto como porcentaje del PIB (4.94%).

Si se desagrega la cuenta corriente en dos grandes partidas, tomando por una parte las cuentas de mercancías y servicios reales, y por otra las que reflejan los pagos de renta, se observan comportamientos muy diferentes a lo largo del tiempo. El primer grupo presenta resultados de comportamiento marcadamente anticíclico; es decir, el déficit de mercancías y servicios aumenta con las expansiones económicas y tiende a contraerse en las recesiones. El principal

determinante de este comportamiento es el acentuado carácter procíclico de las importaciones de bienes y de servicios reales.

Las partidas de "Rentas de la Inversión", por su parte, tienen mucha menos asociación con el ciclo económico. Estas cuentas tienen la característica de ser estructuralmente deficitarias, por dos razones: el país es receptor neto de inversión extranjera directa, por un lado, y es un deudor neto, por otro. Por estas características, las partidas de utilidades y dividendos, e intereses netos, tienen sistemáticamente saldos negativos. Adicionalmente, como sobre las rentas de la inversión gravitan de manera decisiva, en el corto plazo, los stocks (de deuda y de inversión directa) acumulados en períodos anteriores, las mismas tienen un comportamiento perceptiblemente inercial, con tendencia a un déficit creciente y, como ya se indicó, escasamente sensible al ciclo de actividad interna.

En efecto, en los datos del cuadro 1 se percibe con claridad que el déficit de cuenta corriente registrado en los años noventa tendió a aumentar rápidamente en la fase de expansión económica de 1991-94 (lo que se debió en especial al comportamiento de las transacciones de mercancías), para contraerse con la recesión de 1994 y volver a expandirse de forma veloz con la recuperación económica que se extendió a lo largo de 1996 y 1997 y que se prolongó hasta mediados de 1998.

La cuenta corriente del año 1998 todavía refleja el impacto de la expansión económica post-tequila. Este se tradujo en un aumento del desequilibrio, aunque el mismo habría de resultar atenuado por el efecto de la recesión que tomó cuerpo ya en el segundo semestre del año, poniendo un brusco freno a las importaciones de bienes. Los datos trimestrales del comercio, que se comentan más adelante, ilustran este punto.

En la descripción de la evolución reciente del balance de pagos tienen que tomarse en cuenta diversos eventos, particularmente externos, que constituyen hitos de la historia económica mundial y regional del fin de la década. En primer lugar, cabe recordar que en el tercer trimestre de 1997 se agravó la situación de algunas economías del sudeste asiático, lo que llevó a una generalizada suba de las primas de riesgo sobre las deudas de las llamadas "economías emergentes"



(ver la evolución de la prima de riesgo soberano de la Argentina en el cuadro 29). En la región latinoamericana, eso se vinculó además con un ataque especulativo contra el real, la moneda del Brasil, que llevó a ese país a reaccionar mediante una suba muy fuerte de las tasas de interés internas. Esto condujo a la economía brasileña, rápidamente, a un cuadro recesivo, que repercutió de manera perceptible en los flujos de comercio exterior de los países vecinos, en particular de la Argentina.

Un segundo hito fue la crisis rusa de agosto de 1998, que también contribuyó a provocar una nueva suba de las primas de riesgo, así como un nuevo ataque especulativo contra el real y otra ronda de subas de las tasas de interés en el Brasil y de contracción económica en ese país. Tanto las turbulencias del tercer trimestre de 1997 cuanto las que se asociaron a la crisis rusa tensaron los mercados financieros internacionales y tornaron más escaso y caro el financiamiento disponible. Se produjo también, en el período, una considerable declinación de los precios de las commodities y, con ello, de los precios medios de las exportaciones, y si bien los precios de importación se movieron asimismo en baja, lo hicieron en menor proporción, por lo que declinaron perceptiblemente los términos del intercambio. Finalmente, a comienzos de 1999, se produjo una drástica modificación de la política cambiaria en el Brasil, con una fuerte depreciación del real frente al dólar y, por ende, frente al peso, que también tendría impacto sobre los flujos comerciales, aunque este punto va más allá del alcance de este trabajo.

Teniendo como telón de fondo esa secuencia de eventos exógenos negativos que dan marco a la evolución reciente de la economía nacional y de sus cuentas externas, se aborda ahora el comportamiento de estas últimas en mayor detalle.

El cuadro 6 presenta las distintas partidas de la cuenta corriente del balance de pagos de 1998, como así también las del año precedente y las correspondientes variaciones en los saldos.

**Cuadro 6. Saldos de las partidas de la cuenta corriente del balance de pagos en 1997 y 1998, calculados con la nueva metodología, y variaciones interanuales (millones de dólares).**

	1997	1998	Diferencia	Variación (%)
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-12036</b>	<b>-14730</b>	<b>-2694</b>	
<b>Mercancías</b>	<b>-2123</b>	<b>-3223</b>	<b>-1100</b>	
Exportaciones fob	26431	26221	-210	-0.8
Importaciones fob	-28554	-29444	-890	+3.1
<b>Servicios reales</b>	<b>-4178</b>	<b>-4281</b>	<b>-103</b>	
Exportaciones de serv.	4509	4601	92	
Importaciones de serv.	-8687	-8882	-195	
<b>Rentas</b>	<b>-6171</b>	<b>-7614</b>	<b>-1443</b>	
Renta de la inversión	-6166	-7608	-1442	
Intereses	-4100	-5084	-984	
Ganados	4656	5055	399	+8.6
Pagados	-8756	-10139	-1383	+15.8
Utilidades y divid.	-2066	-2524	-458	
Ganados	776	829	53	+6.8
Pagados	-2842	-3353	-511	+17.9
Otras rentas	-5	-6	-1	
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>436</b>	<b>388</b>	<b>-48</b>	

NE: partida inexistente en la presentación anterior.

Fuentes:

Para 1997-Metodología anterior: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1997 y primeros tres trimestres de 1998, 1998.

Para 1997-Metodología nueva: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

Se observa, en primer lugar, un aumento de casi 2700 millones de dólares en el desequilibrio en cuenta corriente del país con el resto del mundo, al comparar el saldo acumulado de 1998 con el de 1997.

Un 40% de ese incremento se explica por el aumento del déficit en la cuenta de mercancías (1100 millones), y un 53% (1443 millones) por el mayor desequilibrio en el rubro "Renta de la Inversión".

## La cuenta de mercancías

El deterioro de la cuenta de mercancías se debió a un aumento de algo más de 3% en el valor de las compras de bienes al resto del mundo, al tiempo que las ventas declinaban algo menos de 1%. Es de notar que se trata de la primera vez, en los años noventa, en que se observa una declinación del valor de los ingresos por exportaciones.

**Cuadro 7. Incremento porcentual de las cantidades importadas y del precio medio en dólares de las compras externas entre 1997 y 1998 (%)**

Precio	Cantidad
-5,3	+8,9

**Cuadro 8. Incremento porcentual de las cantidades exportadas y del precio medio en dólares de las ventas externas entre 1997 y 1998 (%)**

Precio	Cantidad
-9,4	+8,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Los cuadros 7 y 8 muestran que las cantidades exportadas e importadas evolucionaron a tasas comparables, del orden de 8%. En ambos casos los precios declinaron, pero más intensamente tratándose de las exportaciones. El valor unitario de las ventas de mercancías declinó en 9,4% (comparando los promedios anuales), frente a una caída de 5,3% en el precio medio de importación.

Lo indicado muestra que, en 1998 y tal como sucediera en el año precedente, la evolución de los precios del comercio contribuyó a explicar el deterioro de las cuentas externas.

Si bien esto es indudable, cabe también señalar, tomando en cuenta una perspectiva de mayor plazo, que la caída de los términos del intercambio (es decir, del cociente entre los precios de exportación e importación) observada a partir de 1996 simplemente revierte la extraordinaria suba observada en el período anterior.

Como se observa en el Gráfico 1 y en el cuadro 9, los términos del intercambio de 1998 no son bajos en comparación histórica. En realidad, considerando promedios anuales, fueron aún levemente superiores a los registros de 1993 y 1994, más allá de lo que indican las variaciones observadas en algunos precios de mercancías específicas. Las variaciones interanuales en los precios medios para diversas categorías del comercio se presentan en el cuadro 10. Se destaca la declinación de los precios de los combustibles, aunque también fue muy importante la declinación del valor unitario de los bienes primarios vendidos al exterior.

**Cuadro 9. Evolución de los términos del intercambio (promedios anuales)**

<b>Año</b>	<b>1993=100</b>
1990	89.8
1991	92.5
1992	97.2
1993	100.0
1994	101.5
1995	101.8
1996	109.8
1997	108.3
1998	103.7

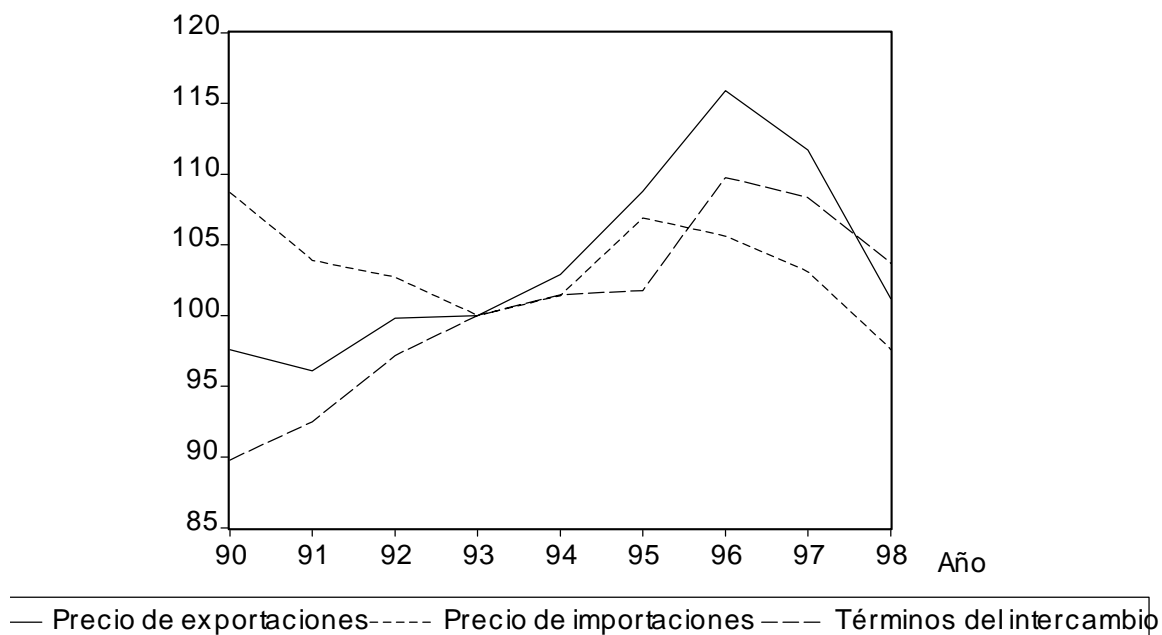
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INDEC.

**Cuadro 10. Evolución de los precios de diversas categorías del comercio en 1998 (%)**

<b>Categoría</b>	<b>Variación del precio</b>
Exportaciones primarias	-12.1
Exportaciones de MOA	-7.8
Exportaciones de MOI	-2.9
Exportaciones de Combustibles	-29.9
Importaciones de Bienes de Capital	-3.1
Importaciones de Bienes Interm.	-7.7
Importaciones de Combustibles	-26.3
Importaciones de piezas y acc.	-3.2
Importaciones de Bienes de Consumo	-2.0

Fuente: MEYOSP, Informe Económico, Año 8, número 28, abril de 1999.

Gráfico 1. Evolución de los precios de exportación e importación y del cociente entre ambos (términos del intercambio). Índices 1993=100



**Cuadro 11. Crecimiento trimestral interanual de las importaciones de bienes en términos reales (%).**

Trimestre	Crecimiento
1997.1	34.8
1997.2	33.8
1997.3	28.3
1997.4	29.4
1998.1	20.1
1998.2	15.3
1998.3	8.0
1998.4	-5.2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INDEC.

**Cuadro 12. Crecimiento trimestral interanual de las exportaciones de bienes en términos reales (%).**

<b>Trimestre</b>	<b>Crecimiento</b>
1997.1	18.1
1997.2	16.3
1997.3	14.8
1997.4	11.2
1998.1	11.9
1998.2	15.3
1998.3	6.4
1998.4	-1.6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INDEC.

El comportamiento trimestral de los flujos de comercio se observa en los cuadros 11 y 12. En este último se percibe con claridad que la tendencia a la desaceleración de las exportaciones se manifiesta ya en el segundo semestre de 1997, cuando se inicia el proceso recesivo en el Brasil, aunque esa tendencia a la pérdida de dinamismo está atenuada, en el segundo trimestre de 1998, por el impacto de la extraordinaria cosecha de ese año. Pero luego, la contracción es mucho más marcada, y la evolución se hace negativa en el último trimestre.

El ritmo de expansión de las importaciones también tiende a atenuarse en el segundo semestre de 1997, aunque presentando siempre tasas de aumento muy superiores a las de las ventas de bienes al resto del mundo. La desaceleración se hace abrupta en el segundo semestre de 1998, cuando se inicia la recesión en Argentina. En el último trimestre del año, la contracción del flujo real de compras de bienes al resto del mundo supera el 5%. De manera que el año 1998 concluyó con una franca retracción de los flujos de comercio del país.

En materia de servicios reales, se observa en el cuadro 6 un comportamiento también poco dinámico, con incrementos de exportaciones e importaciones próximos al 2% en el año, y un leve aumento del déficit.

Las cuentas de renta de la inversión

a) Intereses

Las tablas 13 y 14 presentan los flujos de ingresos y egresos de intereses. Los hechos más destacados son los siguientes. En primer lugar (cuadro 13), sobresale el importante nivel de los ingresos por intereses obtenidos por el Banco Central, que superaron los 1200 millones de dólares en el año, incrementándose principalmente como consecuencia de la expansión de las reservas de divisas de la autoridad monetaria<sup>6</sup>. Se observa también el significativo nivel de los ingresos del sector privado no financiero por sus activos financieros contra no residentes, de magnitud superior a los 2500 millones de dólares.

Con todo, como se constata al observar el cuadro 14, los egresos por intereses crecieron más que los ingresos. En este plano, los hechos destacados son el elevado nivel de los devengamientos de intereses del sector público - próximos a los 5500 millones de dólares- y del sector privado no financiero, que superaron los 2900 millones. Estos últimos fueron los de mayor crecimiento. En efecto, se incrementaron en 570 millones, lo que corresponde a un crecimiento de 24,3%, acorde con la muy rápida tasa de expansión que ha venido presentando la deuda externa privada -según se comenta en otra sección de este trabajo-, pero aún mayor al aumento del stock de deuda, debido a la suba del costo del endeudamiento externo en el período.

**Cuadro 13. Intereses ganados por sector  
(Millones de dólares)**

<b>Sector</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>Variación</b>
<b>Banco Central</b>	1054	1237	183
<b>Otras Ent. Financieras</b>	684	981	297
<b>S. Público no Financiero</b>	404	335	-69
<b>S.Privado no Financiero</b>	2514	2502	-12
<b>Total</b>	4656	5055	399

<sup>6</sup> Los intereses obtenidos por el Banco Central merced a la colocación de parte de las reservas de divisas en activos externos líquidos rentables constituye la forma que asume el señoreaje bajo el régimen de convertibilidad. Estos ingresos se perderían en caso de que el régimen monetario evolucionase hacia una dolarización unilateral.

**Cuadro 14. Intereses pagados por sector  
(Millones de dólares)**

<b>Sector</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>Variación</b>
<b>Banco Central</b>	279	265	-14
<b>Otras Ent. Financieras</b>	1206	1472	266
<b>S. Público no Financiero</b>	4926	5487	561
<b>S.Privado no Financiero</b>	2345	2915	570
<b>Total</b>	8756	10139	1383

**Cuadro 15. Utilidades y dividendos pagados por sector  
(Millones de dólares)**

<b>Sector</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>Variación</b>
<b>Sector Financiero</b>	145	478	333
<b>S.Privado no Financiero</b>	2697	2875	178
<b>Total</b>	2842	3353	511

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

b) Utilidades y dividendos

En relación con las utilidades y dividendos, mientras que los ingresos son de poca significación, los egresos superaron los 3300 millones de dólares, expandiéndose alrededor de 18% en relación con la estimación del año precedente (cuadro 15). Si bien esa tasa de expansión es muy elevada, cabe destacar que resulta de comportamientos muy desiguales de las utilidades y dividendos correspondientes al sector privado no financiero (que sólo aumentaron un 6,6%) y del sector financiero, que se multiplicaron por más de tres, aunque son de cuantía relativamente menor. Esta extraordinaria tasa de incremento de las utilidades y dividendos de no residentes en el sector financiero se asocia al proceso de transferencia de activos del sector, que fue muy intenso en el año 1997, y se está reflejando actualmente en la cuenta corriente del balance de pagos.



### *La cuenta de capital y financiera y la variación de reservas*

Las necesidades de nuevo financiamiento-flujo del año 1998 fueron de 18168 millones de dólares. Eso resulta de sumar el déficit en cuenta corriente con la acumulación de reservas internacionales del período. Eso fue financiado con ingresos netos de capital por 17623 millones. La diferencia entre las referidas necesidades de financiamiento y el saldo de la cuenta de capital y financiera correspondió a los "Errores y Omisiones Netos", que fueron positivos (905 millones).

El nuevo endeudamiento público neto, de 9349 millones de dólares (cuadro 16), aportó un 54% del saldo de la cuenta de capital y financiera, y 51% de las necesidades de financiamiento mencionadas. El sector privado no financiero, por su parte, generó un 30,6% de los recursos netos de capital. Es de destacar, en lo que se refiere al comportamiento del endeudamiento público, que el mismo cambió sensiblemente su perfil dentro del año. En los primeros tres trimestres predominó la colocación de bonos, mientras que en el cuarto, luego de la crisis rusa y cuando los mercados financieros externos se cerraron por un breve período, el papel central lo jugaron los recursos recibidos merced al apoyo del BID y el BIRF<sup>7</sup>.

Un hecho muy destacado es que mientras que el sector público incrementó su captación de recursos financieros externos en relación con lo observado en el año anterior, en más de 1400 millones de dólares, el sector privado no financiero evidenció un movimiento en el sentido contrario y muy marcado. En efecto, el financiamiento obtenido por este sector, en términos netos, cayó a casi la mitad de lo registrado en 1997. La declinación superó los 4800 millones de dólares. Naturalmente, esto se vincula en buena medida con las mayores dificultades para colocar deuda privada en los mercados internacionales, asociadas al clima financiero desfavorable que se configuró como consecuencia de las sucesivas crisis (del sudeste de Asia, de Rusia, de Brasil) mencionadas más arriba.

---

<sup>7</sup> MEYOSP (1999d), página 93.

**Cuadro 16. Saldos de las partidas de la cuenta de capital (\*) del balance de pagos en 1997 y 1998, calculados con la nueva metodología, y variaciones interanuales (millones de dólares).**

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>Diferencia</b>
<b>Cuenta de Capital y Financiera</b>	<b>16590</b>	<b>17263</b>	<b>673</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>-1456</b>	<b>2629</b>	<b>4082</b>
BCRA	-586	-512	74
Otras entidades financieras	-870	3141	4011
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>7932</b>	<b>9349</b>	<b>1417</b>
<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>10114</b>	<b>5285</b>	<b>-4829</b>
<b>Errores y Omisiones netos</b>	<b>-1281</b>	<b>905</b>	<b>2186</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>3273</b>	<b>3438</b>	<b>165</b>
Reservas Internacionales del BCRA	3062	3442	
Ajuste por tipo de pase	-211	4	

(\*) Incluye también Errores y Omisiones y Variación de Reservas.

NE: partida inexistente en la otra presentación.

Fuentes:

Para 1997-Metodología anterior: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1997 y primeros tres trimestres de 1998, 1998.

Para 1997-Metodología nueva: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

Por su parte, los ingresos del sector financiero (sin Banco Central) superaron los 2600 millones, aunque estos se debieron en buena medida a la transferencia hacia el país de parte de los requisitos de liquidez, desde depósitos en el Deutsche Bank en Nueva York, acatando disposiciones al respecto por parte de la autoridad monetaria. En efecto, los depósitos referidos declinaron en 1474 millones en el período, lo que corresponde a más de la mitad de los ingresos netos de capitales del sector financiero que registra el balance de pagos<sup>8</sup>.

## La inversión directa

Además de la distinción por sectores presentada en el cuadro precedente, es de interés desagregar la cuenta de capitales tomando en cuenta la naturaleza de los flujos. En particular, es en principio relevante la distinción entre los flujos de inversión directa, que no generan deuda, y los flujos de cartera y otros, que sí involucran variaciones en la posición deudora neta del tomador.

En el cuadro 17 se presentan, para el período 1992-98, las proporciones en que la inversión directa, y las de otro tipo, participaron en la cobertura de las necesidades de financiamiento flujo, constituidas por la suma del déficit en cuenta corriente y la variación de reservas. Se observa que, más allá de una marcada variabilidad de año a año, la inversión directa cubrió más de 30% de esas necesidades de financiamiento a lo largo de todo el período considerado. Sin embargo, es también de notar que esa participación es menor en los últimos años, y en 1998 alcanzó sólo a poco más de 20%.<sup>9</sup>

El cuadro 18, por su parte, presenta los datos relativos a la inversión directa desagregados por sector, y a la inversión de cartera y otras. Se observa que la ID explica algo menos de 30% del saldo de la cuenta de capital y financiera acumulado en el lapso 1992-98. Es claro que el papel del sector público es más importante a comienzos del período, debido a la concentración de ingresos por privatizaciones, pero luego declina. Los ingresos de ID captados por el sector gobierno superan los 1100 millones de dólares al año, en promedio, en 1992-95, para caer a poco más de 500 millones anuales en 1996-98.

El sector privado no financiero, en cambio, muestra un saldo de ID creciente, que alcanza un pico de casi 4500 millones de dólares en 1996 -año que registra también el máximo de la ID total-, para luego declinar, y perceptiblemente en el último. De modo que en 1998, y pese al importante ingreso de inversión directa captado por el sector financiero, la ID aportó apenas 22% del

---

<sup>8</sup> Al respecto véase MEYOSP (1999d), cuadro 8.4, página 153.

<sup>9</sup> Los porcentajes del cuadro 17 no suman 100 por la discrepancia resultante de la partida "Errores y Omisiones Netos".

financiamiento total reflejado por la cuenta de capital, bastante por debajo de la media de todo el período considerado.

Al examinar el papel de los ingresos de capitales en concepto de ID, es útil considerar su composición, según se refleja en los cuadros 19 y 20.

**Cuadro 17. Financiamiento de la cuenta corriente del balance de pagos y de la acumulación de reservas: inversión directa total e inversión de cartera sobre déficit de cuenta corriente (DCC) más variación de reservas (VARR), período 1992-1998, (Porcentajes).**

	<b>Inversión Directa/ (DCC+VARR)</b>	<b>Inversión De Cartera y otras inv./ (DCC+VARR)</b>
1992	36.7	65.5
1993	16.8	93.3
1994	21.3	85.7
1995	77.7	57.1
1996	47.7	68.2
1997	32.2	76.2
1998	20.6	74.4
Acumulado 1992-1998	30.9	76.5
Acumulado 1997-1998	25.9	75.2

Fuentes:

Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

El componente más importante para el conjunto del período 1992-98 estuvo constituido por los cambios de manos, con casi 44% de todos los ingresos. En los primeros años predominaron los asociados a las privatizaciones, mientras que en la segunda mitad de la década adquirieron gran relevancia los cambios de manos de empresas privadas y bancos. Se observa una tendencia creciente de estas operaciones, que pasan de 2500 a 3700 millones de dólares entre 1995 y 1997, pero se registra una importante declinación en 1998, a sólo poco más de 2000 millones.

**Cuadro 18. Saldos de la cuenta de capital y financiera con la nueva metodología, desagregados en Inversión Directa por sector económico, e inversión de cartera, período 1992-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Inversión Directa Sector Gobierno</b>	<b>Inversión Directa Sector Financiero</b>	<b>Inversión Directa Sector Privado no Financiero</b>	<b>Inversión Directa Total</b>	<b>Inversión De Cartera y otras inv. Total</b>	<b>Saldo de la cuenta de capital y financiera</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(a)+(b)+(c) = (d)</b>	<b>(e)</b>	<b>(d)+(e)</b>
1992	2342	198	678	3218	5742	8960
1993	916	419	724	2059	11437	13496
1994	122	-23	2381	2480	9971	12451
1995	1072	321	2363	3756	2762	6518
1996	481	101	4355	4937	7061	11998
1997	752	603	3569	4924	11666	16590
1998	334	1024	2382	3740	13523	17263
Acumulado 1992-1998	6019	2643	16452	25114	62162	87276
Acumulado 1997-1998	1086	1627	5951	8664	25189	33853

(a): Incluye al Banco Central

(c): Se han sumado a estos saldos los totales correspondientes a "otras rentas" y a "transferencias corrientes".

Fuentes:

Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

El segundo rubro en importancia son los Aportes, que crecen sistemáticamente, de poco menos de 500 millones en 1992 a algo más de 2900 millones en 1998. Resulta en apariencia lógico que, con el paso del tiempo, a medida que la propiedad extranjera de activos productivos locales gana participación, los cambios de manos cedan terreno y que se incrementen los nuevos aportes de capital a empresas ya adquiridas por no residentes. Las deudas con matrices y filiales, por su parte, mostraron también una tendencia francamente creciente, muy especialmente en 1996 y 1997, pero declinaron abruptamente en 1998.

**Cuadro 19. Composición de los ingresos  
por Inversión Extranjera Directa (1992-98)  
(Millones de dólares)**

<b>Año</b>	<b>Reinversión de Utilidades</b>	<b>Aportes</b>	<b>Deuda con Matrices y Filiales</b>	<b>Cambios de Manos</b>	<b>Total</b>
<b>1992</b>	813	474	371	2726	4384
<b>1993</b>	870	628	248	1017	2763
<b>1994</b>	840	1287	315	990	3432
<b>1995</b>	609	1649	496	2525	5279
<b>1996</b>	355	2002	1245	2911	6513
<b>1997</b>	815	2544	1014	3721	8094
<b>1998</b>	697	2921	59	2020	5697
<b>Acumulado 1992-98</b>	4999	11505	3748	15910	36162

**Cuadro 20. Composición de los ingresos  
por Inversión Extranjera Directa, 1992-98,  
(Porcentajes)**

<b>Año</b>	<b>Reinversión de Utilidades</b>	<b>Aportes</b>	<b>Deuda con Matrices y Filiales</b>	<b>Cambios de Manos</b>	<b>Total</b>
<b>1992</b>	18.5	10.8	8.5	62.2	100
<b>1993</b>	31.5	22.7	8.9	36.8	100
<b>1994</b>	24.5	37.5	9.2	28.8	100
<b>1995</b>	11.5	31.2	9.4	47.8	100
<b>1996</b>	5.5	30.7	19.1	44.7	100
<b>1997</b>	10.1	31.4	12.5	45.9	100
<b>1998</b>	12.2	51.3	1.0	35.5	100
<b>Acumulado 1992-98</b>	13.8	31.8	10.4	43.9	100

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

La más llamativa de las series es, entre tanto, la relativa a la "Reinversión de Utilidades". Se observa, en efecto, que la misma presenta valores relativamente estables, entre 600 y poco más de 800 millones de dólares -con la única excepción de 1996-. La relativa estabilidad de este flujo resulta notable, habida cuenta del crecimiento sostenido del acervo de inversión extranjera directa

en el país, que haría en principio esperar un comportamiento creciente de la reinversión. En realidad, en tanto las utilidades totales sí presentan una tendencia a incrementarse (debido al aumento del stock de IED, ya que no a mayores tasas de utilidad, según sugieren las estimaciones presentadas en el cuadro 21), la relativa constancia de los volúmenes de reinversión indica que lo que crece es la remisión de utilidades al exterior, como se observa en el mismo cuadro. En efecto, la proporción de las utilidades remitidas, sobre el total, según puede estimarse a partir de los datos del balance de pagos, promedia más de 62% para el período 1992-98, pero con una tendencia marcadamente creciente. El total de las utilidades remitidas en ese lapso supera los 8200 millones de dólares, lo que equivale a aproximadamente un tercio de los ingresos totales por inversión directa estimados para los mismos años.

#### Amortizaciones

Los flujos que presenta la cuenta de capital y financiera y se han comentado hasta aquí son netos. Es decir, corresponden a los ingresos brutos menos las salidas, que incluyen las amortizaciones, de modo que estas deben examinarse para completar el análisis de la cuenta de capital. Como puede observarse en el cuadro 30, al final del texto, los vencimientos de deuda de mediano y largo plazo han venido incrementándose año a año, pasando de poco más de 5000 millones de dólares en 1995 a más de 10 mil millones en 1998. Para el año 1999 se prevén vencimientos por 12449 millones. A eso cabría adicionar compromisos de corto plazo por casi 21500 millones de dólares, de los cuales casi 65% corresponden a obligaciones del sector financiero. Eso hace un total de pasivos exigibles de residentes, para este año, de más de 33900 millones de dólares.

**Cuadro 21. Utilidades devengadas sobre la Inversión Extranjera Directa, Reinversión y Remisión de Utilidades (Millones de dólares)**

<b>Año</b>	<b>Utilidades Totales (1)</b>	<b>Reinversión (2)</b>	<b>Remisión (1)-(2)</b>	<b>Remisión Sobre Total</b>	<b>Remisión Sobre Stock de IED(*)</b>	<b>“Tasa de Utilidad” (**)</b>
<b>1992</b>	1133	813	320	28.2%	Nd	nd
<b>1993</b>	1678	870	808	48.2%	5.1%	7.2%
<b>1994</b>	1820	840	980	53.8%	5.5%	10.1%
<b>1995</b>	1893	609	1284	67.8%	5.8%	8.5%
<b>1996</b>	1762	355	1407	79.9%	5.1%	6.4%
<b>1997</b>	2353	815	1538	65.4%	4.7%	7.2%
<b>1998</b>	2570	697	1873	72.9%	4.7%	6.4%
<b>Acumulado 1992-98</b>	13209	4999	8210	62.2%		

(\*) Acervo de Inversión Extranjera Directa al fin del año anterior.

(\*\*) Utilidades sobre Acervo de Inversión Extranjera Directa al fin del año anterior (es “tasa aparente de utilidad”).

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

#### *El balance de pagos por sectores y la acumulación de reservas*

Atribuyendo el balance comercial al sector privado, el balance en cuenta corriente puede desagregarse, del mismo modo que la cuenta de capital y financiera, por sector. Tal desagregación se presenta en el cuadro 22a.

Se observa, en primer lugar, que los tres sectores considerados presentan resultados sistemáticamente deficitarios en cuenta corriente, aunque con comportamientos disímiles en el tiempo. El sector público muestra un desequilibrio también sistemáticamente creciente, que alcanza un máximo en 1998, superando los 4200 millones de dólares. El sector financiero es el que presenta el déficit menor, promediando poco más de 500 millones de dólares al año. El sector privado no financiero, entre tanto, es el que muestra el resultado más variable. Ello se debe al comportamiento cíclico, ya mencionado, del resultado del comercio. Debido a ello, el saldo de este sector tiende a deteriorarse en las expansiones, pero mejora en la recesión, según evidencia, en el cuadro, la pronunciada caída del déficit privado en cuenta corriente observada en 1995. Sin embargo, a partir de



allí, y especialmente luego de 1996, ese déficit se expandió de manera notable. Es el sector privado no financiero el que explica la casi totalidad del incremento del déficit observado en 1997 (cuadro 22b), y explica también 74% del aumento del desequilibrio en 1998. Alrededor de 60% del déficit de cuenta corriente acumulado en el período considerado en el cuadro se originó en este sector<sup>10</sup>.

Si bien los tres sectores son sistemáticamente deficitarios en cuenta corriente, lo contrario sucede con la cuenta de capital y financiera: con escasísimas excepciones (en particular el registro del sector privado no financiero en 1995), los tres sectores registran saldos netos positivos. Sin embargo, el superávit más significativo acumulado en el período corresponde al sector público, que explica casi 50% de ese saldo, mientras que el sector privado no financiero explica menos de 42% de ese total. A pesar de ello, los ingresos de capitales privados han tendido a superar a los del gobierno en la mayor parte de los años, con tres excepciones: el período del Tequila y del inicio de la recuperación posterior (1995-96), y el difícil año 1998. Es decir que los datos sugieren que el endeudamiento público ha tendido a cumplir un papel compensatorio, especialmente incrementándose de manera perceptible en los años en que el financiamiento externo al sector privado se hizo menos fluido o incluso negativo.

---

<sup>10</sup> Por otra parte, cabe destacar que el déficit del sector privado no financiero es disminuido por la contabilización, en el balance de pagos, de los flujos de renta sobre los activos externos del sector. Si bien contabilizar esos flujos de esa forma es conceptualmente correcto, es dudoso que esos fondos puedan considerarse, en su totalidad al menos, parte de la oferta flujo de divisas disponibles para el financiamiento de las necesidades de moneda extranjera de las actividades internas. Esto se debe en parte a que una fracción difícil de estimar de esos activos se encuentra invertida en el exterior probablemente por razones fiscales, de manera que puede conjeturarse la existencia de cierta segmentación en las carteras del sector privado. El punto se discute en Damill (1998).

**Cuadro 22a. Saldos de la cuenta corriente con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1992-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Sector Gobierno</b>	<b>Sector Financiero</b>	<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>Saldo de la cuenta corriente</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(a)+(b)+(c)</b>
1992	-2509	-243	-2736	-5488
1993	-1981	-577	-5445	-8003
1994	-2284	-403	-8262	-10949
1995	-2834	-982	-1122	-4938
1996	-3470	-721	-2277	-6468
1997	-3878	-542	-7616	-12036
1998	-4247	-875	-9608	-14730
Acumulado 1992-1998	-21203	-4343	-37066	-62612
Acumulado 1997-1998	-8125	-1417	-17224	-26766

Fuente: elaboración propia en base a MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

**Cuadro 22b. Variación de los saldos de la cuenta corriente con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1997-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Sector Gobierno</b>	<b>Sector Financiero</b>	<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>Saldo de la cuenta corriente</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(a)+(b)+(c)</b>
1997	-408	179	-5339	-5568
1998	-369	-333	-1992	-2694

(a): Incluye al Banco Central

(c): Se han sumado a estos saldos los totales correspondientes a "otras rentas" y a "transferencias corrientes".

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

**Cuadro 23. Saldos de la cuenta de capital y financiera con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1992-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Sector Gobierno (a)</b>	<b>Sector Financiero (b)</b>	<b>Sector Privado no Financiero (c)</b>	<b>Saldo de la cuenta de capital y financiera (a)+(b)+(c)</b>
1992	1226	1016	6718	8960
1993	3991	1370	8135	13496
1994	4413	1612	6426	12451
1995	7639	2525	-3646	6518
1996	9883	-1048	3163	11998
1997	7346	-870	10114	16590
1998	8837	3141	5285	17263
Acumulado 1992-1998	43335	7746	36195	87276
Acumulado 1997-1998	16183	2271	15399	33853

(a): Incluye al Banco Central

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

Debe destacarse, asimismo, que mientras que el período expansivo extendido a comienzos de los noventa, hasta 1994, estuvo alimentado en gran medida por los ingresos de capitales privados, en la expansión de 1996-1997 (que se prolongó hasta mediados de 1998), pese a que éstos últimos se recuperaron, jugaron de todos modos un papel menos dinámico que los ingresos de fondos dirigidos al financiamiento del sector público. En otros términos, la última expansión fue más dependiente de los ingresos de divisas aportados por el sector gubernamental.

Luego de considerar por separado los saldos sectoriales en cuenta corriente y de capital, los dos cuadros anteriores pueden agregarse de manera de reflejar el resultado de las transacciones de cada sector residente con no residentes. Es decir, se descompone sectorialmente resultado del balance de pagos, según se muestra en las tablas 24a y 24b. Esto también puede interpretarse como la contribución de cada sector residente a la acumulación de reservas. Así, por ejemplo, en el año 1998 la acumulación de reservas fue de 3438 millones de

dólares<sup>11</sup>. La contribución del sector público fue de 4590 millones, lo que indica que el gobierno colocó deuda en los mercados internacionales en una magnitud que superó, en esa cifra, a sus necesidades de divisas en cuenta corriente (de modo que generó recursos en moneda extranjera que aportaron al financiamiento de los déficit de otros sectores y de la acumulación de reservas). El sector privado no financiero, en cambio, tuvo un resultado total deficitario, de 4323 millones, es decir que contribuyó negativamente a la acumulación de reservas. El sector financiero, debido en parte a la transferencia de requisitos de liquidez desde el exterior, tuvo también una contribución positiva superior a los 2200 millones de dólares.

Es notable la modificación del resultado del balance de divisas del sector privado no financiero entre 1997 y 1998, que evidencia un deterioro próximo a los 7000 millones de dólares (cuadro 24b).

Pero el hecho estilizado probablemente más notable, presentado en el cuadro 24a, resulta de considerar los saldos acumulados del lapso 1992-98. En ese período las reservas de divisas de las autoridades monetarias se incrementaron, de acuerdo con el balance de pagos, en 18697 millones de dólares. La contribución del sector público fue de 22132 millones, mientras que el sector privado no financiero tuvo una contribución negativa de 871 millones<sup>12</sup>. Esto quiere decir que, en una perspectiva temporal de mediano plazo, fue la acumulación de deuda pública lo que permitió financiar la acumulación de reservas. Si se observa la evolución posterior al Tequila, entre tanto, la conclusión se acentúa. En el lapso 1995-98 se acumularon reservas por 10491 millones de dólares, pero la contribución del sector privado no financiero resultó negativa y superior a los 5700 millones, mientras que la realizada por el sector público casi

---

<sup>11</sup> Ese número corresponde al resultado del Balance de Pagos. Entre tanto, el Banco Central presenta un stock de reservas, al cierre del año, superior al de inicio en 3442 millones, que resultan de adicionar al resultado del balance de pagos los ajustes de valuación. Por su parte, las reservas de todo el sistema financiero (considerando al Banco Central y al resto de las entidades financieras), crecieron bastante menos: 1968 millones de dólares. Esto se debe a que se redujeron los requisitos de liquidez de los bancos, depositados en Nueva York. (En otros términos, el incremento de reservas del Banco Central estuvo alimentado en parte por la transferencia de una fracción de los requisitos de liquidez, desde depósitos en Nueva York).

<sup>12</sup> Que asciende en realidad a -6838 millones si se atribuye el total de los "Errores y Omisiones Netos" al sector privado no financiero.

duplica la acumulación de reservas producida efectivamente (es decir que la deuda pública financió la acumulación de reservas y además generó divisas para cubrir el déficit externo del sector privado no financiero).

**Cuadro 24a. Saldos del balance de pagos (cuenta corriente, más cuenta de capital y financiera) con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1992-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Sector Gobierno</b>	<b>Sector Financiero</b>	<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>Errores y Omisiones</b>	<b>Saldo del Balance de Pagos (*)</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(d)</b>	<b>(a)+(b)+(c)+(d)</b>
1992	-1283	773	3982	-198	3274
1993	2010	793	2690	-1243	4250
1994	2129	1209	-1836	-820	682
1995	4805	1543	-4768	-1682	-102
1996	6413	-1769	886	-1648	3882
1997	3468	-1412	2498	-1281	3273
1998	4590	2266	-4323	905	3438
Acumulado 1992-1998	22132	3403	-871	-5967	18697
Acumulado 1992-1994	2856	2775	4836	-2261	8206
Acumulado 1995-1998	19276	628	-5707	-3706	10491
Acumulado 1997-1998	8058	854	-1825	-376	6711

**Cuadro 24b. Variación de los saldos del balance de pagos (cuenta corriente, más cuenta de capital y financiera) con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1997-1998, (Millones de dólares).**

	<b>Sector Gobierno</b>	<b>Sector Financiero</b>	<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>Errores y Omisiones</b>	<b>Saldo del Balance de Pagos (*)</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(d)</b>	<b>(a)+(b)+(c)+(d)</b>
1997	-2945	357	1612	367	-609
1998	1122	3678	-6821	2186	165

(a): Incluye al Banco Central

(\*) Corresponde a la variación de reservas.

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

## El problema de la transferencia

Lo que se ha discutido en la sección precedente pone de manifiesto un aspecto importante del endeudamiento público. La colocación de deuda pública externa para financiar el desequilibrio financiero del gobierno puede ejercer un efecto contractivo a lo largo del tiempo, a medida que se incrementan los pagos de servicios y se deterioran, eventualmente, los indicadores de solvencia fiscal. Ese es el aspecto que corrientemente suele enfatizarse. Pero otro aspecto de esas colocaciones, menos evidente, es el de proveer a la acumulación de reservas y al financiamiento de los déficit en moneda extranjera de los restantes sectores económicos.

Este último aspecto es de considerable gravitación, habida cuenta de que, bajo el régimen de convertibilidad, el comportamiento de las reservas de divisas internacionales es un determinante principal del comportamiento de los agregados monetarios y del crédito, y con ello, de la evolución de la demanda agregada y del nivel de actividad económica en el corto plazo.

El examen de las cifras del período 1992-98 presentado en la sección anterior muestra que, para el conjunto de ese lapso, la totalidad de la acumulación de reservas, y con ello, toda la expansión del dinero y del crédito interno, estuvo asentada en la generación de divisas del sector público, es decir, en la colocación de deuda pública, mientras que la suma de los restantes sectores (incluyendo los errores y omisiones netos) arroja una contribución negativa.

Esto tiene un interesante corolario asociado a la evolución del déficit fiscal. Según los lineamientos adoptados recientemente -de acuerdo con la ley llamada "de solvencia fiscal"- las cuentas públicas deberían moverse en el futuro próximo hacia el equilibrio. El equilibrio fiscal supone que cesa la colocación neta de deuda por parte del gobierno. Supóngase que esto incluye a la deuda externa; es decir, que el gobierno se limita a colocar deuda externa en la magnitud requerida para hacer frente a las amortizaciones de deudas anteriores. Entonces, el saldo de la cuenta de capital y financiera del sector público será nulo. Pero aún restará hacer frente al saldo negativo que el sector gubernamental tiene en cuenta corriente,

debido al peso de los intereses de la deuda existente. En presencia de equilibrio fiscal, el sector público contará con los recursos para hacer frente a esos intereses sin problemas. Pero esos recursos estarán en pesos, y deberá convertirlos en moneda extranjera para efectuar la transferencia al exterior. En otros términos, el gobierno pasará a hacer una contribución neta negativa a la acumulación de reservas, de manera muy diferente a lo que se ha observado como regla bajo la convertibilidad<sup>13 14</sup>.

Una derivación de esto es que se requeriría, para evitar la contracción de las reservas (y del circulante) o sostener un ritmo de expansión de las mismas compatible con el crecimiento económico, una generación neta de reservas positiva muy importante por parte de los restantes sectores económicos, también de manera diferente a lo que se ha observado en promedio en los años noventa. Tomando en cuenta las dificultades que la economía argentina evidencia en el presente en materia de competitividad, resulta poco probable que ese excedente de divisas pueda ser generado, en el futuro próximo, por vía del comercio, en especial en un contexto de expansión económica. En consecuencia, el ajuste fiscal haría necesaria la generación de ingresos de capitales privados en magnitudes considerablemente superiores a las observadas en promedio en los noventa. Es decir que, si la inversión extranjera directa mantuviese el comportamiento de los últimos años (en los que generó recursos en torno de los 4 mil millones anuales), la deuda privada tendría que pasar a ocupar un papel más importante en la contribución a la acumulación de reservas, aportando más

---

<sup>13</sup> Cabe señalar, aunque el punto es colateral al argumento que se está desarrollando, que esto tendría un impacto de carácter contractivo sobre la economía. El paso de una situación de déficit fiscal a otra equilibrada puede actuar sobre el nivel de actividad por varios canales. Los dos más habitualmente reconocidos derivan, en primer lugar, del impacto directo sobre la demanda de una reducción del gasto público (o del impacto indirecto de una suba de impuestos), los que tendrían carácter contractivo, y del efecto indirecto -por vía financiera- que tendría una eventual reducción del riesgo soberano como consecuencia del mejor resultado fiscal. Este último impacto sería evidentemente expansivo. Pero el razonamiento del texto pone en evidencia la existencia de un tercer mecanismo importante, de carácter contractivo, que también pasa por lo financiero-monetario, y que se deriva del problema de la transferencia. Los recursos que el sector público genera, en pesos, se transfieren al exterior en dólares, que debe comprarle al sector privado o al Banco Central.

<sup>14</sup> En una economía dolarizada el mecanismo operaría en el mismo sentido. Pero se reduciría, en lugar del circulante y las reservas, únicamente el circulante.

recursos que en los últimos años. Sin embargo, si se observa la evolución de los compromisos financieros privados externos los años noventa, se constata que los mismos han venido ya creciendo a un ritmo notable (el punto se aborda en la sección siguiente), seguramente no sostenible.

El problema que sucintamente acaba de plantearse sugiere la existencia de una potencial inconsistencia, o de cierto grado conflicto entre equilibrio fiscal y crecimiento en la Argentina, en la presente configuración macroeconómica.

## **5. La evolución de la deuda externa**

Como se ha visto, entre 1992 y 1998 (inclusive), la economía argentina generó un déficit de cuenta corriente acumulado de 62612 millones de dólares (cuadro 1). Además, acumuló reservas internacionales de la autoridad monetaria por 18697 millones (cuadro 24a), lo que hace un total de "necesidades de financiamiento flujo" de 81309 millones. De ese total, 25114 millones pudieron cubrirse con ingresos netos por inversión directa (cuadro 18). En principio la diferencia, de 56195 millones, debió cubrirse con colocación neta de deuda. Sin embargo, a esto habría que adicionar el saldo acumulado de la cuenta "Errores y Omisiones Netos", que se aproxima a los 6000 millones de dólares en el período, lo que llevaría al nuevo endeudamiento neto del lapso considerado por sobre los 60 mil millones de dólares.

Entre tanto, como es habitual, esa cifra difiere de la correspondiente variación de los stocks (cuadro 25), lo que se debe en gran medida a problemas de valuación. El incremento del stock de deuda total entre 1991 y 1998, de acuerdo con el cuadro referido, se aproxima a los 78 mil millones de dólares.

Se observa, entonces, que el elevado nivel de las necesidades de financiamiento del país en el período ha llevado a la deuda externa a expandirse a un ritmo también alto. La tasa media anual de crecimiento del endeudamiento total entre 1991 y 1998 asciende a 12.4%, y ha sido levemente más elevada a partir de 1994 (es decir, en el período financieramente más difícil que se abre con la crisis de México de diciembre de ese año), como se observa en el cuadro 29.



Sin embargo, esa tasa de crecimiento del endeudamiento total superior al 12% resulta de comportamientos muy diferentes de los distintos sectores. En efecto, la deuda pública, a pesar de su importante crecimiento en el período, se incrementó a un ritmo muy inferior al de las obligaciones del sector financiero y del sector privado no financiero. Es notable, en especial, el ritmo de aumento de los pasivos externos de este último, que promedió casi 39% anual en todo el período considerado, y casi 27% anual en el período post-tequila.

Este ritmo de endeudamiento fue, por otro lado, muy superior a la tasa de expansión del producto bruto interno. En efecto, frente a tasas de variación de las obligaciones financieras externas del país superiores a 12%, el crecimiento del PIB a precios corrientes entre 1993 y 1998 fue de sólo 4.74% anual, y bajó en 1995-99 a una cifra del orden de sólo 2.3% en promedio (aproximadamente, asumiendo una contracción de 3.5% en 1999).

Como consecuencia de estos comportamientos, la relación "deuda externa/PIB" de la Argentina aumentó en más de 15 puntos entre 1993 y 1998 (cuadro 26), pasando de 28.5 a 44.2%. Esa evolución, como la de otros indicadores de endeudamiento en el período reciente (ver cuadro 27), pone en evidencia una clara tendencia al deterioro de la posición financiera externa de la economía nacional.

**Cuadro 25. Evolución de la Deuda Externa Bruta por sector económico residente. Saldos anuales a fin de período y variaciones, (Millones de dólares).**

Sector	1991	1997	1998	Variación 1997-1998	Tasa de variación 97-98 (%)	Tasa anual Media 91-98 (%)
<b>Público (*)</b>	52739	74803	82423	7620	10.2	6.6
<b>Financiero (**)</b>	5074	20498	21936	1438	7.0	23.3
<b>Privado no Fin.</b>	3521	28981	34958	5977	20.6	38.8
<b>Total</b>	61334	124282	139317	15035	12.1	12.4

(\*) Incluye al Banco Central.

(\*\*) Excluye al Banco Central.

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

**Cuadro 26. Evolución de la Deuda Externa Bruta por sector económico residente, como porcentaje del PIB.**

Sector	1993	1998
<b>Público (*)</b>	22.0	26.4
<b>Financiero (**)</b>	3.3	7.1
<b>Privado no Fin.</b>	3.2	10.7
<b>Total</b>	28.5	44.2

(\*) Incluye al Banco Central.

(\*\*) Excluye al Banco Central.

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999, y

Para el PIB: MEYOSP, Sistema de Cuentas Nacionales. Argentina. Año Base 1993. Estimaciones trimestrales y anuales: Años 1993-1997, junio de 1999,

Para el PIB de 1998: MEYOSP, Comunicado de prensa del 11 de junio de 1999 titulado "Informe de Avance del Nivel de Actividad".

**Cuadro 27. Evolución de la relación entre la Deuda Externa Bruta y las exportaciones de mercancías (%).**

1992	1994	1996	1998
5.00	4.93	4.33	5.03

**Cuadro 28. Evolución de la Deuda Externa Bruta por sector económico residente en la segunda mitad de la década de los noventa. Saldos anuales a fin de período y tasas de variación, (Millones de dólares).**

Sector	1994	1998	Tasa anual Media 1994-98 (%)
<b>Público (*)</b>	61274	82423	7.7
<b>Financiero (**)</b>	10799	21936	19.4
<b>Privado no Fin.</b>	13583	34958	26.7
<b>Total</b>	85656	139317	12.9

(\*) Incluye al Banco Central.

(\*\*) Excluye al Banco Central.

Fuente: elaboración propia en base a MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

**Cuadro 29. Prima de riesgo soberano afrontada por la Argentina, promedio por trimestre, en porcentajes.**

Trimestre	Prima de riesgo
1997.1	3.43
1997.2	2.92
1997.3	2.42
1997.4	4.39
1998.1	4.06
1998.2	4.14
1998.3	7.75
1998.4	6.38

Fuente: elaboración propia en base a información de prensa.

**Cuadro 30. Amortizaciones (1995-98) y vencimientos (1999-2003) de la deuda de mediano y largo plazo**

<b>Año</b>	<b>Monto</b>
<b>1995</b>	5441
<b>1996</b>	7582
<b>1997</b>	9398
<b>1998</b>	10110
<b>1999</b>	12449
<b>2000</b>	15144
<b>2001</b>	13321
<b>2002</b>	13316
<b>2003</b>	10489

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999.

### **Referencias**

Damill, M. (1998). "Cambios en la metodología del balance de pagos en la Argentina y fragilidad externa". Serie Documentos de Economía, número 10, Universidad de Palermo-CEDES, Buenos Aires.

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

MEYOSP (1999a), Metodología de Estimación del Balance de Pagos, abril.

MEYOSP (1999b), Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril.

MEYOSP (1999c), Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos. 1992-1993 anual y 1994-1998 trimestral.

MEYOSP (1999d), Informe Económico, Año 8, Número 28, abril.