

EL BALANCE DE PAGOS Y LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA BAJO LA CONVERTIBILIDAD¹

Mario Damill²

¹ Publicado en el Boletín Informativo Techint #303, julio - septiembre del 2000

² Investigador del CEDES, CONICET y Universidad de Palermo

Resumen

En el documento se analiza el desempeño del balance de pagos de la Argentina bajo la convertibilidad, pasando revista, asimismo, a los cambios introducidos recientemente en la metodología de las cuentas externas del país. Las modificaciones más significativas introducidas en 1999 en las formas de cómputo configuran una mejora importante en la información relativa a los activos y pasivos externos del sector privado no financiero. Los nuevos datos muestran mayores déficits en cuenta corriente que los que se estimaban con la metodología anterior, y también son mayores las nuevas cifras relativas a ingresos de capital. En el trabajo se desagrega el balance de pagos de los años noventa por sectores económicos, lo que permite poner en evidencia el importante papel que ha cumplido la deuda pública externa bajo el régimen de convertibilidad, contribuyendo al financiamiento de la acumulación de reservas y también del déficit en divisas de los restantes sectores económicos. Finalmente, se derivan algunas conclusiones acerca de la interacción entre la política fiscal y el comportamiento del sector externo de la economía.

Abstract

The paper analyzes the performance of Argentina's balance-of-payments under the convertibility regime, also considering the impact that recent changes in methodology have had on the external accounts of the country. The most relevant modifications in the accounting and estimation procedures involved a significant improvement in the available information about the assets and liabilities of the non-financial private sector. Both estimated current account deficits and net capital inflows were higher in the nineties under the new methods. The paper also presents estimations of the balance-of-payments by economic sector, thus revealing, among several other stylized facts of the Argentine economy in the nineties, the significant role that the foreign debt of the public sector has had in the financing of both foreign reserve accumulation and the foreign exchange deficit of the private sector. Finally, some conclusions about the interaction between fiscal policies and the external accounts are presented.

Key words: Convertibility, Foreign debt, public debt, fiscal policy

JEL Classification: E6, H63

EL BALANCE DE PAGOS Y LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA BAJO LA CONVERTIBILIDAD

Introducción

El balance de pagos es una pieza central en el análisis macroeconómico. Bajo el régimen de convertibilidad con libre movilidad de capitales ese papel se ve reforzado porque el resultado del balance de pagos, que es la variación de reservas de divisas en poder de la autoridad monetaria, incide de manera directa en las condiciones de liquidez de la economía, es decir, en la cantidad de dinero en circulación y en la evolución del crédito interno. Estas variables son, a su vez, determinantes del nivel de actividad.

En el año 1999 fueron publicadas nuevas estimaciones del balance de pagos de la Argentina desde 1992 en adelante. Se introdujeron entonces varios cambios metodológicos importantes, tanto por su contenido conceptual como por su significación cuantitativa.

En este trabajo nos proponemos examinar esa nueva información en dos planos. Por una parte, describiremos sucintamente los principales cambios metodológicos y su significación, efectuando algunas comparaciones con las cifras disponibles con anterioridad. Por otra, trataremos de caracterizar los principales "hechos estilizados" de la evolución de las cuentas externas del país que resultan del examen de las nuevas cifras.

Resaltan dos conclusiones del trabajo. En primer lugar, la constatación de que la acumulación de reservas de divisas producida bajo la convertibilidad estuvo sustentada esencialmente en la colocación de deuda externa pública. En efecto, mientras que el sector privado, en el período 1992-99, fue deficitario en sus transacciones con el resto del mundo por todo concepto, el sector público colocó más deuda externa que la requerida por sus propios pagos en divisas. Si bien la deuda pública es vista corrientemente como una traba para el crecimiento, el examen de su papel en la acumulación de reservas, en una economía con limitaciones importantes en materia de competitividad, ayuda a colocar la cuestión del endeudamiento estatal en una perspectiva más adecuada.

La segunda conclusión importante se refiere a los efectos de la ley de responsabilidad fiscal, bajo la actual configuración del balance de pagos. Su cumplimiento llevaría al sector público a modificar el papel de oferente neto de

divisas que se ha observado en los años noventa: se convertirá en un demandante neto. Luego, sería necesario que el sector privado se transformara en un muy importante oferente neto de divisas, también a diferencia de lo que se ha observado bajo la convertibilidad. El sector privado debería generar recursos en moneda extranjera que permitan cubrir no sólo su propio déficit con el resto del mundo, sino además el del sector público y la acumulación de reservas. Las tendencias actuales indican que las dificultades para que esto suceda son importantes. En consecuencia, parece indispensable que se produzcan muy significativas ganancias en materia de productividad para que el proceso de ajuste fiscal en curso y el crecimiento económico (que requiere que las reservas continúen creciendo) puedan darse conjuntamente.

Como surge de lo que se acaba de plantear, una cuestión que recibirá especial consideración se refiere a la desagregación de las cuentas del balance de pagos por sectores, que permite caracterizar las "contribuciones sectoriales" a la acumulación de reservas y así derivar algunas conclusiones acerca de la interacción entre la política fiscal y las cuentas externas. Procuramos, en particular, señalar algunos aspectos de la participación del sector público en el conjunto de las transacciones económicas entre residentes y no residentes en el país y sus efectos en el desempeño macroeconómico.

En la primera sección se describen sintéticamente los principales cambios en los métodos de estimación del balance de pagos y su significación cuantitativa. En la segunda se analiza el comportamiento de la cuenta corriente. Luego, en la tercera sección, se describe la evolución de la cuenta de capital y financiera. Más adelante, en la cuarta sección, se enfoca la evolución de las cuentas externas por sectores, y en la quinta se examinan el endeudamiento y la acumulación de activos externos (es decir, la evolución de los stocks) agregados y sectoriales. Finalmente, cierra el trabajo una sección de conclusiones.

1. Los cambios en los métodos de estimación y su significación

Las modificaciones en los métodos de cómputo del balance de pagos de la Argentina introducidas en 1999 completan prácticamente un proceso iniciado en 1995¹, dirigido en líneas generales a adecuar la estructura del balance y los

¹ Estos cambios fueron presentados en varias publicaciones en las que se basa esta sección: MEYOSP (1999a, 1999b y 1999c). Diversas modificaciones metodológicas introducidas con anterioridad se examinan en Damill (1998), y las más recientes en Damill y Kampel (1999).

métodos de estimación a los lineamientos establecidos en el quinto Manual del Balance de Pagos publicado por el FMI en 1993.

Las mejoras más importantes adoptadas con esta última reforma se refieren a la cuenta de capital y financiera, y en particular a las partidas correspondientes a los movimientos de capitales del sector privado no financiero.

Estos cambios se asientan en nuevas estimaciones de los activos externos privados, por una parte, y de ciertos pasivos del mismo sector que anteriormente no se estimaban, por otra. En efecto, en el pasado se contaba con un cómputo "residual", indirecto y menos confiable, del valor de los activos del sector privado no financiero en el exterior, mientras que no se relevaba la deuda comercial y directa privada con bancos no residentes. De hecho, las variaciones período a período de dichos activos (y de los pasivos no relevados) eran reflejadas en el balance de pagos, en forma neta, en una cuenta obtenida también de manera residual. Esa partida, que "cerraba" el balance, se denominaba "Otros Movimientos de Capital". En ese saldo estaban en la práctica agregados también (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 todos los demás rubros de las cuentas corriente y de capital y financiera. Esta partida residual resultaba además muy abultada en algunos períodos, tiñendo así de imprecisión y oscuridad al conjunto del balance de pagos.

La anterior estimación indirecta de los activos externos del sector privado no financiero y de sus variaciones ha sido sustituida por mediciones independientes, basadas en datos de una multiplicidad de fuentes, 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. Los pasivos para los cuales no se contaba con información (deudas comerciales y deudas directas con bancos y con proveedores), son ahora relevados recurriendo a información contable de empresas y también por medio de encuestas.

Este último cambio (una estimación más completa de los pasivos privados) arroja 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 las nuevas estimaciones ha pasado a 35742 millones, es decir, es aproximadamente 90% más elevada.

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 en información. Complementariamente, ha reaparecido la partida "Errores y Omisiones Netos", separada ahora de la cuenta de capital y financiera.

Una información más precisa y desagregada de la cuenta de capitales como la que se produce actualmente redunda también en una mejor estimación de los flujos de renta computados en la cuenta corriente. En primer lugar, las rentas provenientes de las inversiones del sector privado no financiero en el exterior son mejor estimadas, en tanto existe una información más adecuada acerca del valor de dichas inversiones. En segundo término, 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 ese 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 cómputo².

Esos han sido los cambios más destacados. Sin embargo, se introdujeron simultáneamente otros, de significación menor. Algunos de ellos se mencionan a continuación.

En la cuenta corriente, las partidas que reflejan flujos de mercancías permanecieron sin cambios, pero aparecieron varios ítems nuevos en las transacciones de servicios reales. Entre éstos cabe destacar los "Servicios empresariales, profesionales y técnicos", que incluyen los honorarios a operadores no residentes de empresas residentes, y que han 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 denominada "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

² Como se sabe, en algunos casos, como el de los intereses, el balance de pagos registra los devengamientos por período, y no precisamente los pagos. La contrapartida de estos asientos (de intereses no vencidos y no pagados) en cuenta corriente es, naturalmente, la inclusión de flujos equivalentes pero de signo contrario, en la cuenta de capital correspondiente.

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 complementarios³. 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.

Las nuevas cifras

La nueva metodología del balance de pagos arroja cifras del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos mayores que las estimadas previamente, para toda la década de los noventa. En los últimos años la diferencia ronda valores equivalentes a casi un punto del PIB, y la diferencia acumulada del lapso 1992-1998 asciende a más de 11300 millones de dólares (cuadros 1 y 2).

La contrapartida de ese mayor déficit estimado para la cuenta corriente es, naturalmente, un superávit más elevado en la cuenta de capital y financiera. Para todos los períodos anuales considerados, los ingresos netos de capital son mayores con el nuevo cómputo que con el anterior. En el lapso 1992-98 la diferencia acumulada asciende a 17981 millones de dólares⁴.

Las partidas que explican el mayor déficit en cuenta corriente son las importaciones de servicios 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 en el período, que no se computaban con anterioridad.

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, como ya se indicó, antes estaba subsumida en la cuenta de capital y financiera.

La diferencia entre las dos estimaciones del déficit en cuenta corriente presentadas en el cuadro 1 ha sido creciente, medida en dólares corrientes. Ese déficit, que con las cifras anteriores nunca alcanzó a 4% del PIB, con los nuevos

³ Ver los cuadros 9, 10 y 11 en MEYOSP (1999c).

⁴ Si a eso se le suma el saldo acumulado de la nueva cuenta “Errores y Omisiones Netos” (que es negativo y algo mayor a los 6 mil millones de dólares) se alcanza, como corresponde, una cifra muy semejante a la diferencia en el cómputo del déficit en cuenta corriente.

cómputos supera ese nivel en cuatro períodos anuales: 1994, 1997, 1998 y 1999 (cuadro 2).

Cabe destacar que el grueso de la diferencia en los saldos de la cuenta de capital acumulados en el período 1992-98 corresponde al sector privado no financiero. En efecto, este explica una diferencia positiva de casi 17000 millones de dólares en ese lapso, equivalente a casi la totalidad de la divergencia observada entre las dos estimaciones.

2. El comportamiento de la cuenta corriente

El comportamiento de la cuenta corriente del balance de pagos es determinante de las necesidades de financiamiento en divisas de la economía nacional. Por ende, su examen es crucial para comprender la evolución del endeudamiento externo y de los indicadores corrientes utilizados para evaluar la solvencia o vulnerabilidad financiera externa de la economía.

El comportamiento dinámico de corto plazo de la cuenta corriente del balance de pagos de la Argentina puede verse como el resultado del contrapunto entre las grandes cuentas de Mercancías y Renta de la Inversión, básicamente⁵.

Considérese, en primer lugar, la cuenta Renta de la Inversión. Su resultado, en determinado período, depende en gran medida de factores que cabe considerar exógenos (las tasas de interés internacionales, en especial) o predeterminados (como las tasas de interés pactadas en el pasado en operaciones financieras a tasa fija, el stock de deuda externa pública y privada a comienzos del período, los stocks de activos externos en poder del sistema financiero y del sector privado, y el acervo de inversión extranjera directa radicada en el país).

Puesto que la evolución de esta cuenta depende principalmente de elementos exógenos o predeterminados, se concluye que es influenciada relativamente poco por el ciclo económico interno. Por otra parte, el peso de los elementos predeterminados (los acervos de activos y las deudas adquiridas en el pasado por los agentes residentes, en especial) se constituye en un importante factor de inercia. Las series incluidas en el gráfico 1 muestran la escasa incidencia del ciclo económico sobre las rentas netas de la inversión. Esto es así

⁵ La partida de Transferencias corrientes juega un papel de significación menor en el análisis de las fluctuaciones, debido a que por lo general involucra montos relativamente reducidos. La cuenta de Servicios reales tiene, por su parte, un comportamiento de corto plazo que puede asimilarse al de la cuenta de Mercancías.

particularmente en la serie relativa a intereses netos, que crece sostenidamente, mientras que las utilidades netas tienden a estancarse en la segunda mitad de la década de los noventa y muestran algún impacto negativo durante las recesiones de 1995-96 y 1998-99.

La cuenta de mercancías presenta, por su parte, un comportamiento marcadamente diferente a las anteriores. En especial, evidencia una fuerte correlación con el ciclo económico, la que es a su vez determinada esencialmente por la elevada elasticidad-ingreso de las importaciones de bienes. El gráfico 2 ilustra claramente esta relación. La línea gruesa representa la posición cíclica de la economía (asociada aquí con el desvío del PIB en relación con su tendencia de largo plazo), mientras que la de trazo discontinuo corresponde al saldo del balance comercial (medido a precios constantes, según las series de cuentas nacionales). Es evidente la asociación negativa entre ambas series.

Mientras que puede decirse que la cuenta Renta de la Inversión es estructuralmente deficitaria, puesto que, por un lado, los agentes residentes en la Argentina son en conjunto deudores netos del resto del mundo (lo que genera un flujo neto negativo de intereses) y, por otro, el país es receptor neto de inversiones extranjeras directas (lo que normalmente genera el correspondiente flujo neto negativo de utilidades y dividendos), el balance de mercancías se comporta de un modo bien distinto: presenta un saldo que oscila de manera pronunciada, en consonancia con las fluctuaciones de los niveles de actividad internos: el balance de comercio tiende a deteriorarse rápidamente en las fases de expansión económica y mejora en las recesiones.

Dada la mayor inercia de la cuenta Renta de la inversión, el comportamiento dinámico de la cuenta de Mercancías (acompañada por la de servicios reales) es normalmente, en consecuencia, el principal factor explicativo de las variaciones en el saldo global de la cuenta corriente en el corto plazo.

En otros términos, las expansiones económicas se tornan, a medida que se desarrollan, más dependientes de recursos externos en la forma de inversión directa y nuevo endeudamiento neto. Por el contrario, en las recesiones las importaciones se reducen al caer el ingreso, y es ése el principal mecanismo de ajuste del balance de pagos en el corto plazo.

Sin embargo, ese ajuste, por diversas razones, ha sido mucho menos marcado en la recesión de finales de los noventa que en la de mediados de esa década.

En efecto, cabe constatar que si bien los períodos de expansión económica en los años noventa (1991-1994 y 1996-1998) se reflejaron en sendos y rápidos deterioros de la cuenta corriente (cuadro 1) y de la relación entre el déficit y el PIB, las contracciones no han tenido efectos cuantitativamente semejantes. La recesión de 1995 se asoció con una súbita y muy acentuada declinación del cociente entre ese desequilibrio y el nivel del producto, llevándolo por debajo del 2% (cuadro 2). En cambio, en la recesión de 1998-99 ese indicador apenas declinó, manteniéndose por sobre el 4%.

Entre los factores que contribuyen a explicar esa diferencia se destaca el comportamiento de los precios de los flujos de comercio⁶. El período 1995-1996 se caracterizó, en especial, por la vigencia de precios promedio muy altos de los bienes que el país vende al exterior. Pero los mismos declinaron de manera muy acentuada en el último bienio de la década de los noventa (gráfico 3). En virtud de este comportamiento desfavorable de los precios, y a pesar de la fuerte contracción de las importaciones en volumen físico, la última recesión no llegó a generar un superávit anual del comercio, según indican las series presentadas en el gráfico 4 (medias móviles de las exportaciones e importaciones de cuatro trimestres, a valores corrientes).

Esta última constatación es de gran relevancia porque el nivel persistentemente elevado que ha venido presentando recientemente el déficit en cuenta corriente, aún en la recesión, puede establecer un condicionamiento marcado sobre una próxima expansión de la economía, ya que ese desequilibrio partiría de un “piso” elevado. Si, como ha sido regla en las expansiones anteriores, también en la próxima la cuenta corriente se deteriora rápidamente, el consiguiente aumento de las necesidades de financiamiento, que podrían alcanzar nuevamente niveles “pico” como los registrados antes del Tequila o superiores, amenazaría la continuidad de la expansión o su ritmo. El ritmo y el “aliento” (o la sostenibilidad) de la expansión dependerán en buena medida de lo que suceda con los términos del intercambio comercial. Si éstos no se recuperasen sustancialmente, no parecería muy probable que la recesión de fines de los noventa sea seguida por una expansión de intensidad comparable a las vividas en 1991-94 ó 1996-98.

Las cuentas corrientes sectoriales

⁶ Otro muy importante es el distinto desempeño de la economía del Brasil, destino de alrededor de 30% de las exportaciones argentinas : en 1995 se expandía aceleradamente, mientras que a fines de los años noventa se encontraba también atravesando un cuadro recesivo.

Atribuyendo el balance comercial al sector privado, el saldo en cuenta corriente puede desagregarse, del mismo modo que se hace normalmente con la cuenta de capital y financiera, por sector. Tal desagregación se presenta en el cuadro 3.

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 sostenidamente creciente, que alcanza un máximo en 1999, superando los 4800 millones de dólares. Ese desbalance sigue, naturalmente, una trayectoria creciente impulsada por la deuda pública externa. El sector financiero es el que presenta el déficit menor: promedia poco más de 600 millones de dólares al año. El sector privado no financiero, por su parte, es el que muestra el resultado más variable. Eso se debe en lo fundamental al comportamiento cíclico del resultado del comercio. Es así que el saldo de este sector tiende a deteriorarse en las expansiones, pero mejora en la recesión, como evidencia la pronunciada caída del déficit privado en cuenta corriente en 1995. Sin embargo, a partir de allí, y especialmente luego de 1996, ese déficit se expandió de manera notable. Volvió a declinar en 1999, pero mucho menos que lo que se había observado en 1995. Alrededor de 60% del déficit de cuenta corriente acumulado en el período considerado en el cuadro se originó en el sector privado no financiero.

3. La cuenta de capital y financiera

En los años noventa, los sostenidos déficit de cuenta corriente tuvieron contrapartida en una cuenta de capital y financiera siempre superavitaria. Los ingresos netos de capitales promediaron alrededor de 12700 millones de dólares al año, aunque presentaron una marcada variabilidad. El mínimo anual se observó en 1995, con ingresos netos de algo más de 6700 millones, y el máximo en 1998, cuando las entradas de fondos superaron los 17 mil millones.

En el análisis de la cuenta de capital es de interés distinguir aquellos flujos que no generan variaciones de la deuda neta, de los que sí la generan. Esa información se presenta en el cuadro 4. Se desagregan allí los flujos netos de inversión directa y los flujos de inversiones de cartera y otras. Estas últimas sí involucran variaciones en la posición deudora neta del tomador. En ese cuadro, en

las cifras de inversión directa están también sumados los ingresos netos de inversiones de cartera en acciones, porque constituyen, al igual que las operaciones de ID, inversiones de riesgo.

Se observa en ese cuadro que las inversiones de riesgo han jugado un papel muy destacado en los años noventa. Más allá de una perceptible variabilidad de año a año, la inversión directa (y en acciones) explica poco menos de la mitad de los saldos acumulados de la cuenta de capital en el período 1992-99, con ingresos totales netos que se aproximan a los 50 mil millones de dólares (unos 6200 millones de dólares al año, en promedio). Se destacan los fuertes ingresos netos observados en 1999, debidos en parte a la operación de adquisición de YPF por la española Repsol. Casi 28% de los ingresos netos de inversión directa del período correspondieron a la captada por el sector gobierno, y en el último año esa proporción crece hasta 38%. Los ingresos de ID captados por el sector público superan los 1700 millones de dólares al año, en promedio, en 1992-99.

Al examinar el papel de los ingresos de capitales en concepto de ID, es de interés considerar su composición, según se refleja en el cuadro 5 (allí se vuelcan las cifras correspondientes a los ingresos por IED, y no los flujos netos, como en la tabla precedente).

El componente más importante para el conjunto del período 1992-99 estuvo constituido por los cambios de manos, con alrededor de 58% 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.

El segundo rubro en importancia son los Aportes, que crecen sistemáticamente, de poco menos de 500 millones en 1992 a más de 3300 millones en 1999. Los aportes explican algo menos de 25% de los ingresos de inversión directa del período. 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 (aunque las importantes operaciones de 1999, en que se destaca la operación de YPF-Repsol, hacen de ese un año excepcional) 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 creciente, especialmente acentuada en 1996 y 1997, pero declinaron luego.

La más llamativa de las series es, sin embargo, 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 país⁷, que haría en principio esperar un comportamiento creciente de la reinversión. En realidad, en tanto las utilidades totales han presentado una tendencia a incrementarse (debido al aumento del acervo de IED, ya que no a mayores tasas de utilidad, según sugieren las estimaciones que se presentan en el cuadro 6), 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 alrededor de 62% para el período 1992-99, pero con una tendencia creciente. El total de las utilidades remitidas en ese lapso se acerca a los 9500 millones de dólares, lo que equivale a alrededor de 20% de los ingresos netos por inversión directa estimados para los mismos años.

La cuenta de capital por sectores

Si bien los tres sectores considerados aquí son sistemáticamente deficitarios en cuenta corriente, lo contrario sucede con la cuenta de capital y financiera: con pocas excepciones (en particular el registro del sector privado no financiero en 1995), los tres sectores registran normalmente saldos netos positivos. El superávit más significativo acumulado en el período corresponde al sector público, que explica casi 53% de ese saldo, mientras que el sector privado no financiero explica menos de 37% de ese total. A pesar de ello, los ingresos de capitales privados han tendido a superar a los del gobierno en la mitad del período. Eso sucedió en los años 92 a 94, y nuevamente en 1997, mientras que el sector público generó el saldo más importante en las fases de recesión (1995-96, y 1998-99). De modo que los datos muestran que el endeudamiento público ha tendido a cumplir un papel compensatorio, incrementándose de manera perceptible en los años en que el financiamiento externo al sector privado se hizo menos fluido o incluso negativo.

⁷ El que pasó de 15822 millones de dólares a fines de 1992 a 62289 millones al cierre de 1999, de acuerdo con las estimaciones disponibles.

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.

Las marcadas fluctuaciones de los ingresos netos de capitales del sector privado muestran una evidente correlación con la evolución de la prima de riesgo país, como se puede constatar en el gráfico 5.

4. El balance de pagos por sectores y la acumulación de reservas

Luego de considerar por separado los saldos sectoriales en cuenta corriente (cuadro 3) y de capital y financiera (cuadro 7), esas dos tablas pueden agregarse de manera de reflejar el resultado global de las transacciones de cada sector residente con no residentes. Es decir, se descompone sectorialmente el resultado del balance de pagos, según se muestra en el cuadro 8.

Esto también puede interpretarse como la contribución de cada sector residente a la acumulación de reservas. Así, por ejemplo, en el año 1999 la acumulación de reservas fue de 1201 millones de dólares. La contribución del sector público fue de 5018 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 4180 millones, es decir que contribuyó negativamente a la acumulación de reservas. El sector financiero tuvo también una contribución positiva próxima a los 1400 millones de dólares.

El hecho estilizado probablemente más notable que surge del cuadro 8 resulta de considerar los saldos acumulados del lapso 1992-99. En ese período las reservas de divisas de las autoridades monetarias se incrementaron, de acuerdo con el balance de pagos, en 19898 millones de dólares. La contribución

del sector público fue de 27450 millones, mientras que el sector privado no financiero tuvo una contribución negativa de 6316 millones⁸.

Esto indica 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 1995-99 se acumularon reservas por 11692 millones de dólares, pero la contribución del sector privado no financiero resultó negativa y superior a los 11100 millones, mientras que la realizada por el sector público más que duplica la acumulación de reservas producida efectivamente.

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, ha sido, bajo la convertibilidad, 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, como ya se señaló, bajo este régimen 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 1992-99 que acabamos de presentar 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 importante corolario asociado a la evolución del déficit fiscal. Según los lineamientos establecidos por la ley llamada "de solvencia fiscal", las

⁸ Que asciende en realidad a -13695 millones si se atribuye el total de los "Errores y Omisiones Netos" al sector privado no financiero.

cuentas públicas deben moverse en el futuro próximo hacia el equilibrio, el que tiene que ser alcanzado en 2003. Con equilibrio fiscal 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 diferente a lo que se ha observado como regla bajo la convertibilidad^{9 10}.

Una derivación de esto es que se requeriría, para evitar la contracción de las reservas (y del circulante) o para 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 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

⁹ Cabe señalar, aunque el punto no es central en el 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 efecto 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.

decir que, aún si la inversión extranjera directa mantuviese el comportamiento bastante dinámico de los últimos años, la deuda privada tendría que pasar a ocupar un papel mucho más importante en la contribución a la acumulación de reservas. Sin embargo, los compromisos financieros privados externos en los años noventa han venido ya creciendo a un ritmo notable (el punto se aborda en la sección siguiente), muy probablemente no sostenible. El problema que sucintamente acaba de plantearse sugiere la existencia de un conflicto entre equilibrio fiscal y crecimiento en la Argentina, en la presente configuración macroeconómica.

5. La evolución del endeudamiento externo total y sectorial

Los fondos obtenidos en el exterior que se computan como ingresos en la cuenta de capital se destinan básicamente a tres grandes usos: a financiar el desequilibrio en cuenta corriente, la acumulación de reservas y la acumulación de activos externos por parte de los sectores residentes¹¹. Las cifras correspondientes a esos conceptos, para el período 1993-99, se vuelcan en el cuadro 14¹². Como se ve, las necesidades de financiamiento del período, consistentes en la suma de los "usos" mencionados, superaron los 137 mil millones de dólares. De ellos, un 41% se cubrió mediante ingresos brutos en concepto de inversión extranjera directa e inversión de cartera en acciones. El resto consistió en ingresos de fondos con contrapartida en nuevos pasivos, es decir, en aumento de la deuda. Esa variación alcanzó a 81891 millones de dólares en el período, a razón de casi 11700 millones de dólares por año, en promedio¹³.

El elevado nivel de las necesidades de financiamiento de los agentes residentes en el país en el período 1993-99 (próximo a los 20 mil millones de dólares anuales, en promedio, según los datos del cuadro 14) 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 1999 asciende a 11.3%, como se observa en el cuadro 9.

¹⁰ En una economía dolarizada el mecanismo operaría en el mismo sentido. Pero se reduciría, en lugar del circulante y las reservas, únicamente el circulante.

¹¹ Nos referimos a los ingresos netos de amortizaciones.

¹² Se presentan cifras sólo desde 1993 porque no se cuenta con datos sobre los activos externos del sector privado que permitan la inclusión de años anteriores.

¹³ Esa cifra no coincide exactamente con las "necesidades de financiamiento netas" del cuadro 14 por la existencia de diferencias de valuación, por un lado, y por los "errores y omisiones" en la elaboración del balance de pagos.

Sin embargo, esa tasa de crecimiento del endeudamiento total superior al 11% 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 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, partiendo ciertamente de niveles muy bajos, promedió casi 34% anual en todo el lapso considerado, y casi 22% anual en el período post-tequila (cuadro 10).

Este ritmo de endeudamiento fue, por otro lado, marcadamente 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 11% al año, el crecimiento del PIB a precios corrientes entre 1993 y 1999 fue de sólo 3.02% anual, y bajó en 1995-99 a una cifra del orden de 2.3% en promedio.

Como consecuencia de estos comportamientos, la relación "deuda externa/PIB" de la Argentina aumentó en casi 22 puntos entre 1993 y 1999 (cuadro 11), pasando de 28.5 a 50.4%. Esa evolución, como la de otros indicadores de endeudamiento a lo largo de la recesión iniciada en 1998 (ver cuadros 12 y 13), pone en evidencia un apreciable deterioro de la posición financiera externa de la economía nacional.

6. Conclusiones

En la segunda sección del trabajo se destacó la relevancia del comportamiento de la cuenta de mercancías en la determinación del comportamiento de corto plazo del balance en cuenta corriente. Considérese ahora su papel en una perspectiva de plazo más largo.

Ya se indicó que la cuenta Renta de la Inversión es estructuralmente deficitaria en la Argentina (y lo mismo puede decirse de la que refleja las transacciones de servicios reales). Siendo así, y puesto que las transferencias corrientes son normalmente de poca monta, el logro de una situación equilibrada de la cuenta corriente requeriría de un superávit en los intercambios de mercancías entre residentes y no residentes. Sin embargo, en los años noventa, el superávit comercial fue alcanzado sólo en situaciones excepcionales. El balance de las transacciones de bienes con el resto del mundo fue positivo en dos momentos en los que el PIB estaba notoriamente por debajo de su tendencia: en

1990-91 y en 1995-96. En el primer caso el excedente del comercio fue consecuencia, principalmente, de la profunda recesión asociada a los episodios de hiperinflación de 1989-90, y en el segundo evento se debió en gran medida a la recesión desencadenada por el shock externo desfavorable que siguió a la crisis cambiaria de México de diciembre de 1994.

Con niveles de actividad normales (sobre la tendencia de largo plazo) la economía argentina ha mostrado déficits en la cuenta corriente del balance de pagos. Y estos tendieron a crecer rápidamente en las expansiones económicas hasta hacerse muy significativos en los picos de actividad como 1994 ó 1997-98.

La correlación del balance del intercambio de mercancías con la posición cíclica de la economía tiene consecuencias macroeconómicas nítidas: las expansiones económicas traen aparejados incrementos en el déficit en cuenta corriente y, en consecuencia, en las necesidades de financiamiento del país. De modo que, dada la configuración del sector externo que se ha descrito en este trabajo, la posibilidad de crecer y de hacerlo sostenidamente, así como el ritmo al que es posible hacerlo, dependen de la disponibilidad de recursos financieros provenientes del exterior. Y ésta asume esencialmente tres formas: renovados flujos de inversión extranjera directa, o aumentos de la deuda externa privada, o aumentos de la deuda externa pública.

Desde esta perspectiva se percibe que la deuda externa pública, en particular, no sólo ha tenido un papel de primera importancia en el financiamiento de los desequilibrios fiscales. También ha sido un canal importante, bajo la presente configuración del sector externo, para hacer viable el crecimiento mediante su contribución a la disponibilidad de las divisas requeridas por el normal funcionamiento de las actividades internas de producción y consumo. Este aspecto se realza al considerar las evidencias acerca de la volatilidad de los capitales financieros privados en el actual contexto financiero internacional, y el papel compensatorio que de hecho ha jugado el endeudamiento externo público en los períodos contractivos atravesados en los años noventa. El manejo de la deuda externa pública y de los activos financieros del sector público puede tener un papel muy relevante como recurso estabilizador, en situaciones en que el financiamiento por canales privados tienda a disminuir.

La clave para superar esta situación y reducir la dependencia de las expansiones económicas en relación con los influjos de capitales (y del nivel de actividad en relación con la deuda externa pública) es la mejora a largo plazo del balance comercial. De acuerdo con las orientaciones generales de la política

económica seguida en los años noventa, esta mejora debería resultar de los efectos positivos sobre la competitividad que, a su vez, derivarían de la apertura comercial, de la desregulación de las actividades económicas, de las privatizaciones y, en general, del conjunto de reformas estructurales desarrolladas con especial intensidad desde 1989 en adelante.

En otros términos, una significativa mejora de la competitividad de la economía y un consecuente comportamiento favorable a mediano y largo plazo de la cuenta de mercancías han sido resultados esperados de las reformas mencionadas, y alcanzarlos es crucial para garantizar el equilibrio intertemporal de la cuenta corriente del balance de pagos del país. En efecto, el análisis del problema de la transferencia planteado en este trabajo indica que, sin sustanciales avances en materia de competitividad, el equilibrio fiscal y el crecimiento económico sostenido no podrán alcanzarse simultáneamente.

Referencias

Damill, M. y D. Kampel (1999). "Análisis del balance de pagos de la Argentina: cambios metodológicos y desempeño reciente". Serie Documentos de Economía, número 14, Universidad de Palermo-CEDES, Buenos Aires.

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, 5th 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.

**Cuadro 1. Saldos del balance de pagos de 1992 a 1999
calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia
entre los saldos por cambios metodológicos (millones de dólares).**

1.1. Cuenta corriente

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia
1992	-5441	-5521	-80
1993	-7644	-8030	-386
1994	-10077	-10992	-915
1995	-2849	-4985	-2136
1996	-3993	-6521	-2528
1997	-9332	-11954	-2622
1998	-11636	-14270	-2634
1999	ND	-12155	ND
Acumulado 1992-98	-50972	-62273	-11301

1.2. Cuenta de capital y financiera

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia	Errores y Omisiones
1992	8546	8935	389	-140
1993	12124	13485	1361	-1205
1994	10638	12553	1915	-879
1995	2780	6748	3968	-1865
1996	7775	11711	3936	-1308
1997	12394	16750	4356	-1523
1998	15078	17134	2056	574
1999	ND	14388	ND	-1033
Acumulado 1992-98	69335	87316	17981	-6346

Fuentes: MEYOSP, Presentación de la actualización metodológica del balance de pagos, abril de 1999, y MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, abril de 2000.

Cuadro 2. Saldos de la cuenta corriente del balance de pagos de 1993 a 1999 calculados con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (como porcentaje del PIB a precios corrientes).

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia
1993	3.23	3.39	0.16
1994	3.91	4.27	0.36
1995	1.10	1.93	0.83
1996	1.47	2.39	0.92
1997	3.19	4.08	0.89
1998	3.90	4.79	0.89
1999	ND	4.29	ND

Fuentes:

Para las cifras de cuenta corriente, Idem cuadro 1. Para el PIB a precios corrientes: MEYOSP, Sistema de Cuentas Nacionales. Argentina. Año Base 1993. Estimaciones trimestrales y anuales: Años 1993-1997, junio de 1999,
Para el PIB de 1998 y 1999, MEYOSP, varios comunicados de prensa.

Gráfico 1. Pagos netos de rentas de la inversión
(medias móviles de cuatro trimestres,
en millones de dólares)

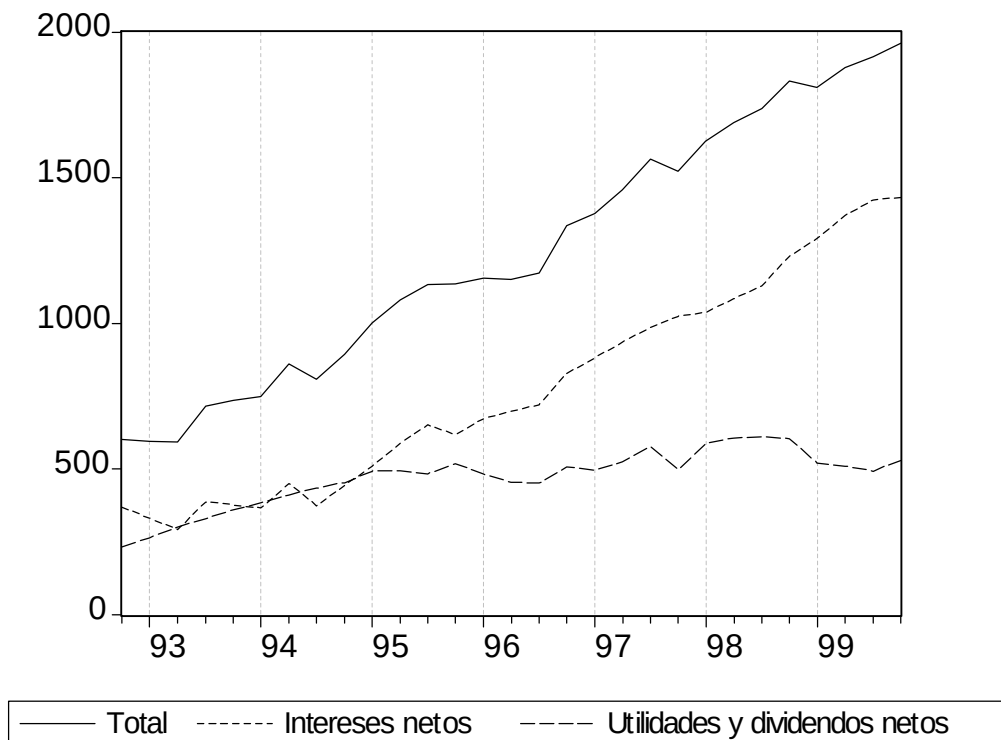


Gráfico 2. Residuo cíclico del PIB desestacionalizado y exportaciones netas desestacionalizadas. Datos trimestrales, 1993:1-1999:4

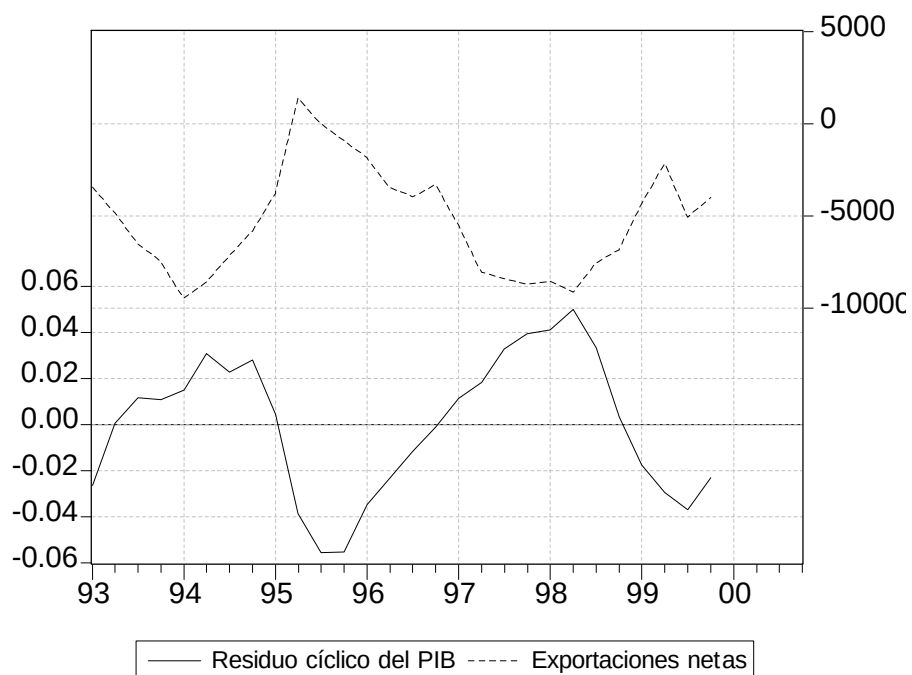


Gráfico 3. Índices de precios de exportaciones e importaciones.

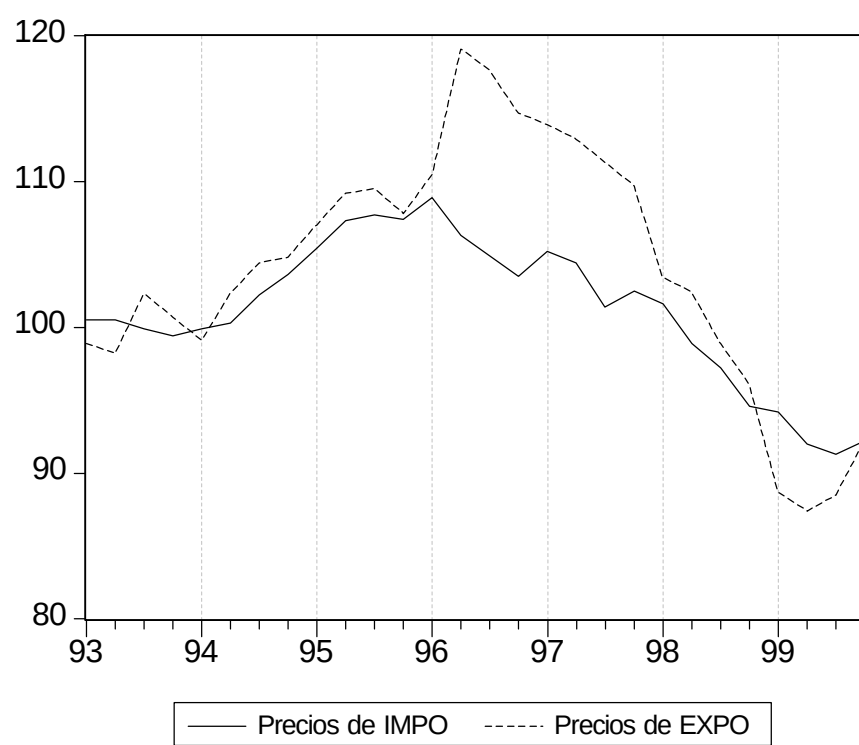
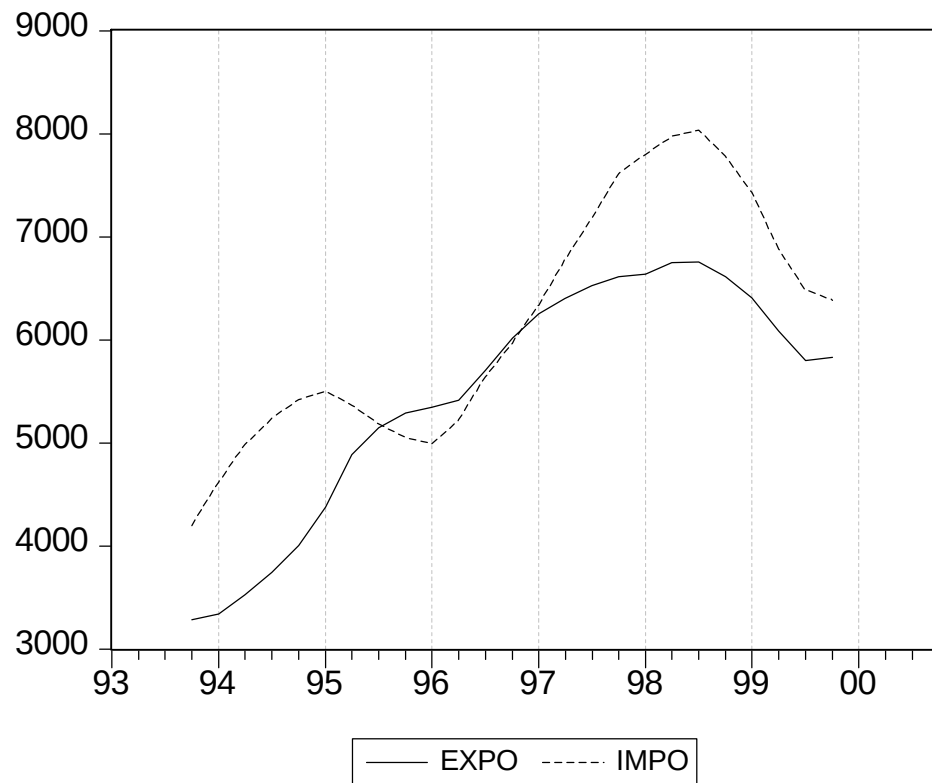


Gráfico 4. Exportaciones e importaciones en dólares corrientes (medias móviles de cuatro trimestres).



**Cuadro 3. Saldos de la cuenta corriente de 1992 a 1999
calculados con la nueva metodología,
desagregados por sector económico
(Millones de dólares).**

	Sector Gobierno (a)	Sector Financiero (b)	Sector Privado no Financiero (c)	Saldo de la cuenta corriente (a)+(b)+(c)
1992	-2509	-243	-2769	-5521
1993	-1981	-577	-5472	-8030
1994	-2284	-403	-8305	-10992
1995	-2834	-983	-1168	-4985
1996	-3470	-737	-2314	-6521
1997	-3878	-549	-7527	-11954
1998	-4231	-852	-9187	-14270
1999	-4846	-797	-6512	-12155
Acumulado 1992-1999	-26033	-5141	-43254	-74428
Acumulado 1997-1999	-12955	-2198	-23226	-38379

(a) Incluye al Banco Central

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

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

Cuadro 4. Saldos de la cuenta de capital y financiera con la nueva metodología, desagregados en Inversión Directa y Otras Inversiones, período 1992-1999, (Millones de dólares).

	Inversión Directa Sector Gobierno (a)	Inversión Directa Total (b)	Inversión de Cartera y otras inv. Total (c)	Saldo de la cuenta de capital y financiera (b)+(c)= (d)	(b)/(d) (en %)
1992	2853	4339	4596	8935	48.6
1993	3515	7038	6447	13485	52.2
1994	501	5594	6959	12553	44.6
1995	1072	4909	1839	6748	72.7
1996	481	5913	5798	11711	50.5
1997	752	6490	10260	16750	38.7
1998	351	4150	12984	17134	24.2
1999	4192	11008	3380	14388	76.5
Acumulado 1992-1999	13717	49441	52263	101704	48.6

Obs.: En todos los casos las cifras corresponden a ingresos netos.

(a): Incluye al Banco Central

(a) y (b) incluyen los saldos de las inversiones de cartera en acciones, los que en consecuencia no se incluyen en (c).

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

**Cuadro 5. Composición de los ingresos
por Inversión Extranjera Directa (1992-99)
(Millones de dólares)**

Año	Reinversión de Utilidades	Aportes	Deuda con Matrices y Filiales	Cambios de Manos	Total
1992	813	474	371	2726	4384
1993	870	628	248	1017	2763
1994	840	1287	315	1048	3490
1995	609	1685	496	2525	5315
1996	355	2011	1245	2911	6522
1997	716	2541	1014	4484	8755
1998	813	2875	278	2560	6526
1999	888	3389	612	18263	23153
Acumulado 1992-99	5904	14890	4579	35534	60908

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

**Cuadro 6. Utilidades devengadas sobre la Inversión Extranjera Directa,
Reinversión y Remisión de Utilidades (Millones de dólares)**

Año	Utilidades Totales (1)	Reinversión (2)	Remisión (1)-(2)	Remisión Sobre Total	Remisión Sobre Stock de IED(*)	“Tasa de Utilidad” (**)
1992	1133	813	320	28.2%	ND	ND
1993	1678	870	808	48.2%	5.1%	10.6%
1994	1820	840	980	53.8%	5.5%	10.1%
1995	1893	609	1284	67.8%	5.8%	8.5%
1996	1762	355	1407	79.9%	5.1%	6.3%
1997	2331	716	1615	69.3%	4.9%	7.1%
1998	2465	813	1652	67.0%	4.0%	5.9%
1999	2298	888	1410	61.4%	3.0%	4.9%
Acum. 1992-99	15380	5904	9476	61.6%		

(*) El denominador es el acervo de Inversión Extranjera Directa al fin del año anterior.

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

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

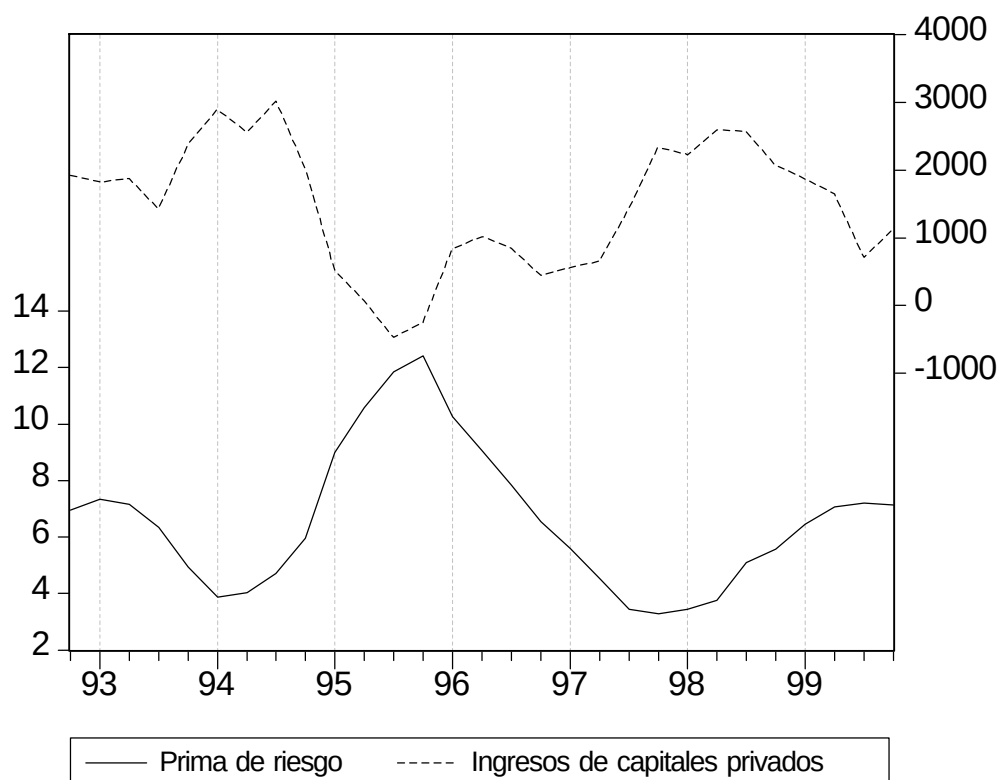
Cuadro 7. Saldos de la cuenta de capital y financiera con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1992-1999, (Millones de dólares).

	Sector Gobierno	Sector Financiero	Sector Privado no Financiero	Saldo de la Cuenta de capital y financiera
	(a)	(b)	(c)	(a)+(b)+(c)
1992	1226	1016	6693	8935
1993	3991	1370	8124	13485
1994	4488	1549	6516	12553
1995	7721	2695	-3668	6748
1996	9936	-1176	2951	11711
1997	7399	-488	9839	16750
1998	8858	4125	4151	17134
1999	9864	2192	2332	14388
Acumulado 1992-1999	53483	11283	36938	101704

(a): Incluye al Banco Central

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

Gráfico 5. Ingresos netos de capitales del sector privado
(en millones de dólares)
y prima de riesgo país (en tasa porcentual anual).
Medias móviles de cuatro trimestres.



Cuadro 8. Saldos del balance de pagos (cuenta corriente, más cuenta de capital y financiera) con la nueva metodología, desagregados por sector económico, período 1992-1999, (Millones de dólares).

	Sector Gobierno	Sector Financiero	Sector Privado no Financiero	Errores y Omisiones	Saldo del Balance de Pagos (*)
	(a)	(b)	(c)	(d)	(a)+(b)+(c)+(d)
1992	-1283	773	3924	-140	3274
1993	2010	793	2652	-1205	4250
1994	2204	1146	-1789	-879	682
1995	4887	1712	-4836	-1865	-102
1996	6466	-1913	637	-1308	3882
1997	3521	-1037	2312	-1523	3273
1998	4627	3273	-5036	574	3438
1999	5018	1395	-4180	-1033	1201
Acumulado 1992-1999	27450	6142	-6316	-7379	19898
Acumulado 1992-1994	2931	2712	4787	-2224	8206
Acumulado 1995-1999	24519	3430	-11103	-5155	11692
Acumulado 1997-1999	13166	3631	-6904	-1982	7912

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

**Cuadro 9. Evolución de la Deuda Externa Bruta por sector económico residente.
SalDOS anuales a fin de período y variaciones,
(Millones de dólares).**

Sector	1991	1999	Tasa anual media 1991-99 (%)
Público (*)	52739	84805	6.1
Financiero (**)	5074	23628	21.2
Privado no Fin.	3521	36224	33.8
Total	61334	144657	11.3

(*) Incluye al Banco Central.

(**) Excluye al Banco Central.

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

**Cuadro 10. 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	1999	Tasa anual Media 1994-99 (%)
Público (*)	61274	84805	6.7
Financiero (**)	10799	23628	16.9
Privado no Fin.	13605	36224	21.6
Total	85678	144657	11.0

(*) Incluye al Banco Central.

(**) Excluye al Banco Central.

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

Cuadro 11. Evolución de la Deuda Externa Bruta por sector económico residente, como porcentaje del PIB.

Sector	1993	1999
Público (*)	22.0	29.6
Financiero (**)	3.3	8.1
Privado no Fin.	3.2	12.7
Total	28.5	50.4

(*) Incluye al Banco Central.

(**) Excluye al Banco Central.

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes de los cuadros 1 y 2.

Cuadro 12. Evolución de la relación entre la Deuda Externa Bruta y las exportaciones de mercancías (%).

	1992	1994	1996	1998	1999
Bienes y servicios	4.02	4.06	3.66	4.26	5.14
Bienes	5.00	4.93	4.34	5.01	6.12

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.

Cuadro 13. Pagos financieros externos totales sobre exportaciones y sobre PIB (%)

	Intereses Sobre Exportaciones	Intereses y utilidades sobre exportaciones	Intereses sobre PIB	Intereses y utilidades sobre PIB
1992	22.6	30.8	ND	ND
1993	21.8	33.5	1.5	2.3
1994	24.5	36.1	1.8	2.7
1995	25.3	35.7	2.5	3.5
1996	25.6	34.4	2.7	3.6
1997	28.3	37.4	3.0	4.0
1998	32.9	43.4	3.4	4.5
1999	40.1	50.3	3.9	4.9

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes de los cuadros 1 y 2.

Cuadro 14. Necesidades de financiamiento y variación de la deuda externa bruta. Valores acumulados entre 1993 y 1999, en millones de dólares

Déficit en cuenta corriente	68907
Variación de reservas	16624
Variación activos externos S. Financiero	11693
Variación activos externos S. Priv. no Financiero	39988
Total necesidades de financiamiento	137212
Menos: IED e IE de cartera en acciones	-56524
Necesidades de financiamiento netas	80688
Variación de la deuda externa bruta total	81891

Fuente: elaboración propia en base a información de las mismas fuentes del cuadro 1.