

The logo for the Auditoría General de la Nación (AGN) is located at the top of the page. It consists of a blue horizontal bar with the letters 'AGN' in a white, serif font. Below the bar, the full name 'Auditoría General de la Nación' is written in a smaller, black, serif font.

AGN

Auditoría General de la Nación

**INDICADORES DE SOLVENCIA EXTERNA PARA LA ECONOMÍA ARGENTINA AL  
30/06/99**

**AUDITORIA GENERAL DE LA NACION  
GERENCIA GENERAL DE LA DEUDA PUBLICA  
GERENCIA DE DEUDA EXTERNA**

**INDICE**

<b>I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>2</b>
<b>II. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS INDICADORES DE FRAGILIDAD/SOLVENCIA ESTIMADOS .....</b>	<b>3</b>
LAS NUEVAS CIFRAS DE LA CUENTA CORRIENTE .....	3
EL DÉFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS Y LAS EXPORTACIONES.....	3
EL DÉFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS Y LAS RESERVAS DE DIVISAS .....	8
RELACIÓN ENTRE LOS PAGOS EXTERNOS CORRIENTES Y LAS EXPORTACIONES.....	9
RELACIÓN ENTRE LOS PAGOS EXTERNOS CORRIENTES Y LAS RESERVAS .....	10
LA CARGA DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA.....	11
DEUDA EXTERNA, EXPORTACIONES, RESERVAS Y PRODUCTO INTERNO BRUTO.....	13
DEUDA PÚBLICA E INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA .....	13
INDICADORES DE LIQUIDEZ.....	14
<b>III. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES .....</b>	<b>15</b>
<b>IV. REFERENCIAS .....</b>	<b>20</b>
<b>V. ANEXO ESTADÍSTICO .....</b>	<b>21</b>

## **INDICADORES DE SOLVENCIA EXTERNA PARA LA ECONOMÍA ARGENTINA AL 30/06/99.**

### **I. Introducción**

En este trabajo se revisan, actualizan y examinan las estimaciones de un conjunto de indicadores diseñados para caracterizar la evolución reciente del grado de solvencia o de vulnerabilidad financiera externa y fiscal de la economía argentina.

La revisión de los indicadores de solvencia externa de la Argentina adquiere en la actualidad un interés adicional debido a los diversos cambios en la información estadística relativa a la economía nacional que se han producido recientemente. Estos comprenden, por una parte, la publicación de nuevas series de cuentas nacionales, elaboradas con una diferente metodología<sup>1</sup> y con base en 1993 (anteriormente se publicaban con base en 1986), como asimismo la revisión de las cuentas del balance de pagos para el período 1992-98, también realizada tras la introducción de diversos cambios metodológicos<sup>2</sup>. Tanto las cifras de cuentas nacionales cuanto las cuentas externas del país arrojan, con estas variantes, cifras muy diferentes de las anteriores para los mismos períodos, por lo que cambian también los niveles de los diversos indicadores de solvencia, en relación con las estimaciones elaboradas con anterioridad.

Adicionalmente, el cambio metodológico en las cuentas del sector externo comprende también variantes muy importantes en las cifras de endeudamiento externo, del sector privado en particular, entre otras modificaciones de significación.

En lo que sigue del texto, los indicadores reestimados y actualizados son analizados con el propósito de caracterizar la forma en que ha venido evolucionando, recientemente, el grado de solvencia o fragilidad financiera externa y fiscal de la economía argentina. El análisis incluye también referencias a diversos indicadores calculados para otras economías de América Latina, tomados como elemento de comparación.

---

<sup>1</sup> Véase MEYOSP (1999a y 1999b).

<sup>2</sup> Presentados en MEYOSP (1999c y 1999d).

## II. Presentación y análisis de los indicadores de fragilidad/solvencia estimados

### *Las nuevas cifras de la cuenta corriente*

A los efectos de dar una primera impresión de los órdenes de magnitud del impacto cuantitativo de los cambios metodológicos recientes en el cómputo del balance de pagos se incluyen en el Anexo Estadístico, al final del trabajo, los cuadros 1A y 1B. En los mismos se presenta el déficit en cuenta corriente para los últimos años, calculado con la metodología anterior y con la nueva, medido en millones de dólares y también como porcentaje del PIB.

El déficit en cuenta corriente es, según los nuevos cálculos, superior al estimado previamente, para todos los años, y con una tendencia creciente, ya sea que se lo mida en dólares corrientes (cuadro 1A) o como porcentaje del producto<sup>3</sup>. Para 1998 el nivel del déficit en cuenta corriente se aproximó a los cinco puntos del producto, y superó en más de un punto del PIB al estimado con la metodología del balance de pagos anterior.

Este mayor desequilibrio en cuenta corriente significa mayores necesidades de nuevo financiamiento externo de la economía nacional, período a período, que las que se estimaban con la metodología anterior. Esto, en principio, debería reflejarse en un cierto deterioro de los indicadores de solvencia que involucran al flujo de transacciones corrientes con el resto del mundo. El punto se examina en las secciones siguientes.

### *El déficit de la cuenta corriente del balance de pagos y las exportaciones*

En una primera aproximación, los hechos estilizados más notables de la evolución económica reciente que inciden en el comportamiento de los indicadores de solvencia de la Argentina son:

- a) la recesión que, iniciada a mediados de 1998, produjo un descenso marcado en el flujo de importaciones interrumpiendo la tendencia alcista del déficit en cuenta corriente que venía observándose desde 1996;
- b) pese a ello, y en parte debido a la notable baja en los precios medios de exportación, así como a los mayores montos de servicios sobre una creciente deuda, el déficit en

---

<sup>3</sup> Con el PIB estimado también según la nueva metodología. En realidad, las nuevas cuentas nacionales presentan cifras a precios corrientes, que son las que corresponde utilizar para efectuar el cómputo del cociente presentado en el cuadro 1B. Esto constituye una mejora importante en la disponibilidad de información, por cuanto las series de cuentas nacionales con base 1986 estaban siendo publicadas únicamente a precios constantes de ese año. Es decir que, en rigor, no se contaba hasta 1999 con cifras oficiales de cuentas nacionales a precios corrientes para los últimos años.

cuenta corriente declinó sólo levemente, manteniéndose en niveles relativamente elevados;

- c) la persistencia del déficit en cuenta corriente (y cierta declinación en los inlfujos de inversión directa) llevan a que el endeudamiento externo siga incrementándose a un ritmo notable, muy por encima del ritmo tendencial de expansión de variables como el PIB o las exportaciones.

El comportamiento reciente de la cuenta corriente de la Argentina, midiendo el déficit como proporción del flujo de exportaciones, se presenta en el cuadro 2A<sup>4</sup>, en la última columna de la derecha. Los datos son anuales hasta 1996 y para los siguientes años se presentan datos trimestrales<sup>5</sup>. El período abarcado por las cifras del cuadro es aquél para el cuál se cuenta con datos homogéneos, obtenidos de acuerdo con la nueva metodología de elaboración del balance de pagos.

Las cifras de la tabla sugieren que es posible identificar, en el período considerado, dos ciclos claramente marcados. Es decir, dos expansiones seguidas de sendas contracciones.

Primeramente, se observa una fase inicial, a comienzos de los años noventa, de rápido incremento de la relación DCC/X, es decir, de veloz aumento de las necesidades de financiamiento de la economía, siempre medidas como porcentaje de las exportaciones<sup>6</sup>. En el "pico" de 1994, antes de la crisis cambiaria de México que desencadenó el efecto Tequila, esa relación alcanzó prácticamente a 56%. Ese primer ciclo se completa con una declinación marcada del cociente DCC/X en 1995.

A partir de entonces se inicia una nueva suba que, como muestran los datos trimestrales, es muy acentuada hasta el primer trimestre de 1998 (debido a la rápida expansión económica observada en el período 1996-97 y extendida hasta mediados del año siguiente). Pero en 1998 el ritmo de aumento de esa relación se frena notablemente, para declinar de manera leve en 1999, en el segundo período contractivo de los años bajo examen.

Es interesante observar que si bien los períodos de expansión económica en los años noventa se han reflejado, en ambos casos, en un rápido deterioro de la cuenta corriente y de una relación como DCC/X, las contracciones no han tenido efectos cuantitativamente semejantes. La recesión de 1995 produjo una súbita y muy marcada declinación de este indicador de vulnerabilidad. El déficit de cuenta corriente se redujo a

<sup>4</sup> Como ya se indicó, todos los cuadros y gráficos se incluyen en el Anexo Estadístico, al final del texto.

<sup>5</sup> A cada trimestre se asigna el cociente correspondiente al período de un año concluido en el trimestre.

<sup>6</sup> El primer dato del cuadro, correspondiente a 1992, es ya elevado (35.6%), y se había llegado a ese nivel tras un rápido aumento del déficit en cuenta corriente, a partir de una situación superavitaria en 1990 (único año con saldo positivo de la cuenta corriente desde 1978).

un valor equivalente a poco menos de 20 por ciento del flujo total de exportaciones. En cambio, en la recesión de 1998-99, pese a que la declinación del PIB resultó de una magnitud comparable a la de la contracción anterior, el indicador apenas declinó.

Un factor crucial que contribuye a explicar esas diferencias es, como ya se indicó, el comportamiento de los precios de los flujos de comercio. 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, mientras que dichos precios declinaron de manera muy acentuada en el último bienio.

Un segundo factor explicativo de significación es el cuadro de situación de la economía brasileña, que tiene un peso muy notable en la pauta de comercio de la Argentina. En 1995 ese país experimentaba el boom de demanda asociado al éxito inicial del plan Real, por lo que sus importaciones crecían aceleradamente. En el bienio 1998-99, en cambio, el panorama macroeconómico del país vecino estuvo dominado por altísimas tasas de interés y recesión, culminando finalmente en una fuerte depreciación de la moneda. Estos factores restaron drásticamente dinamismo a las ventas argentinas de bienes a ese mercado.

La evolución del indicador que se ha venido examinando puede observarse también en el gráfico 1. Se observa la visible desaceleración a lo largo de 1998, así como la leve declinación posterior.

En síntesis, al observar el perfil de la serie DCC/X se observa que ese cociente sólo ha evolucionado favorablemente en los dos períodos de recesión de los años noventa, extendido el primero a lo largo de 1995, y el segundo desde mediados de 1998 hasta el fin del período contemplado en el cuadro. En las fases de expansión que se desarrollaron a comienzos de la década y luego de la crisis de 1995, esa relación tendió todo el tiempo a desmejorar. Es decir que en las expansiones económicas la relación DCC/X ha evolucionado desfavorablemente y de manera muy rápida, lo que se debe en gran medida a la muy alta elasticidad-ingreso que muestran las importaciones de bienes de la Argentina. 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 diversos factores ya señalados, ha sido mucho menos marcado en la recesión reciente que en la de mediados de la década.

Esta última constatación es de gran relevancia porque el nivel persistentemente elevado del déficit en cuenta corriente, aún en la recesión, puede establecer un condicionamiento marcado sobre una próxima expansión de la economía. Si, como ha

sido regla en las expansiones anteriores, también en la próxima la cuenta corriente se deteriora rápidamente, lo mismo sucederá con un indicador de vulnerabilidad como el que se ha señalado, el que podría rápidamente alcanzar nuevamente niveles “pico” como los registrados antes del Tequila o superiores, lo que puede comprometer la continuidad de la expansión o su ritmo.

En este sentido, cabe señalar que el ritmo y el “aliento” (o la sostenibilidad) de una eventual próxima expansión dependerán en buena medida de lo que suceda con los precios del comercio exterior. Si continúan en los deprimidos niveles actuales, no parece plausible esperar una expansión de intensidad comparable a las vividas en 1991-94 ó 1996-98.

A pesar del nivel relativamente elevado que mantiene el cociente DCC/X en los últimos períodos, se constata también en el cuadro 2A que en la actualidad es todavía inferior al registrado antes de la crisis del Tequila. En el segundo trimestre de 1999 alcanzaba a 45%. Sube, en cambio, a casi 54% si se excluyen del cómputo de la cuenta corriente del balance de pagos los ingresos (estimados) obtenidos por el sector privado no financiero a partir de sus tenencias (estimadas) de activos financieros externos (columna DCC\*/X del cuadro 2A).

Esa cuenta de intereses cobrados no sólo es de menor confiabilidad estadística que otras partidas del balance de pagos, sino que además esos ingresos devengados difícilmente puedan considerarse parte de la oferta regular de divisas disponible para financiar las actividades internas de producción y consumo. En consecuencia, al excluir esos ingresos del cómputo se obtiene una medida probablemente más adecuada de las necesidades de financiamiento efectivas derivadas de dichas actividades<sup>7</sup>. De cualquier forma, el perfil temporal de la serie DCC\*/X es semejante al de DCC/X. También declina levemente en 1999 en relación con el “máximo local” alcanzado a fines de 1998, pero se mantiene en un nivel relativamente elevado, aunque inferior al pico registrado en 1994.

La relación DCC/X de la Argentina se presenta nuevamente en el cuadro 5, junto con los mismos cocientes obtenidos para otros países de la región latinoamericana, para el período 1992-98. En primer lugar, se observa que el cociente en cuestión estimado para la Argentina se ha mantenido todo el tiempo bastante por encima del valor del mismo indicador para la región en su conjunto (primera columna de la derecha del cuadro). En realidad la diferencia entre el indicador para nuestro país y el promedio de la región ha venido incrementándose desde el mínimo observado en 1995.

En 1998, considerando los países grandes del área incluidos en la tabla, sólo Brasil tiene un registro más elevado. Sin embargo, ese es el único de los países

---

<sup>7</sup> Este punto fue presentado y analizado en: Auditoría General de la Nación, Gerencia de Deuda Externa, Indicadores de solvencia externa para la economía argentina. Estimación y ajustes en función de la nueva metodología del balance de pagos, julio de 1997.



considerados en que el indicador declina en 1998, aunque muy levemente. El caso de Brasil resulta particularmente importante porque la evolución de la fragilidad externa de la economía brasileña repercute sin dudas sobre la Argentina a través de múltiples canales. No sólo en función de la multiplicidad de lazos económicos binacionales, sino también por la probable influencia que la visión de la región como un todo puede tener en las decisiones de los inversores y otros agentes económicos del exterior. Como se observa en la segunda columna del cuadro 5, las necesidades de financiamiento externo del Brasil, medidas como porcentaje de sus exportaciones, vinieron incrementándose ininterrumpidamente, año tras año, desde 1992, hasta 1997. Partiendo desde una situación relativamente equilibrada de la cuenta corriente hacia el inicio del plan Real, en 1994, el cociente DCC/X superó el 55% en 1997, nivel que es más elevado que el que México presentaba antes de la crisis de 1994, y muy similar al de la Argentina en la misma fecha. El registro brasileño de 1998 es algo mejor, como ya se indicó, pero sólo muy levemente. Este indicador revela en consecuencia, apropiadamente, uno de los puntos vulnerables de la economía del país vecino, que la llevarían finalmente a afrontar una abrupta depreciación de su moneda a comienzos del año 1999.

En el cuadro 5 se observa también el importante deterioro, en 1998, del indicador DDC/X calculado para Chile, país que fue muy afectado por el impacto de las crisis del sudeste de Asia sobre sus flujos de exportaciones. Es asimismo perceptible el aumento del mismo cociente en el caso de México, el que sin embargo es todavía muy inferior al promedio regional, luego del fuerte ajuste que siguió a la depreciación del peso de fines de 1994. Este país ha logrado, en efecto, mantener su cuenta corriente prácticamente equilibrada o con un muy pequeño déficit luego de esa crisis.

Un último comentario de esta sección corresponde al impacto de los cambios en la metodología del balance de pagos sobre los indicadores de solvencia definidos como cocientes de las exportaciones, como son los presentados en el cuadro 2A. Pese a que, como ya se señaló, el saldo deficitario de la cuenta corriente es, para todos los períodos anuales considerados, mayor con los procedimientos actuales de estimación que con los anteriores, los cocientes presentados en el referido cuadro no muestran un salto significativo de nivel en relación con los que se obtendrían con las cifras de las cuentas externas calculadas con los métodos precedentes (los que no se presentan aquí). La razón de ello es que el denominador de esos cocientes también es mayor con la metodología nueva. En efecto, las exportaciones consideradas en el cuadro 2A incluyen las referidas a servicios reales (como transporte, seguros y fletes, etc.). Y si bien las ventas externas de bienes son muy semejantes con ambas metodologías, las de servicios reales son considerablemente más elevadas según las estimaciones más recientes. Por lo tanto, el mayor déficit estimado para la cuenta corriente es en gran medida compensado, en el cálculo de indicadores como los discutidos en esta sección, por el también más elevado flujo estimado de ventas de servicios al resto del mundo.



***El déficit de la cuenta corriente del balance de pagos y las reservas de divisas***

La relación DCC/R (déficit en cuenta corriente sobre reservas de divisas) de la Argentina se presenta en el cuadro 3A, y en el cuadro 6 se observa el mismo cociente, obtenido para otros países de América Latina. El perfil de la serie DCC/R se asemeja en sus trazos gruesos al de la examinada anteriormente, en el caso argentino. Hay un empeoramiento de esa relación hasta 1994, una fuerte mejora en 1995 (a pesar de la declinación del acervo de reservas que siguió a la devaluación mexicana de diciembre de 1994, lo que pone en relieve la significativa magnitud del ajuste de la cuenta corriente operado en ese año), y una nueva y rápida suba posterior. En 1998 esa relación se ubica por entre 55 y 60%, y próxima a 70% si se considera la definición de la cuenta corriente que excluye los ingresos por intereses del sector privado no financiero (DCC\*/R).

Sin embargo, este indicador, a diferencia del que involucraba a las exportaciones, no empeora en 1998. Al contrario, mejora perceptiblemente desde el tercer trimestre, y continúa declinando en 1999. Se observa, por ejemplo, que retorna al nivel que tenía en 1992, al comienzo de la serie. Este comportamiento más favorable en el último período, en comparación con los indicadores examinados en la sección anterior, se asocia a que mientras que las exportaciones han tendido recientemente a declinar –debido al comportamiento marcadamente negativo de los precios medios de las mercancías exportadas por el país-, las reservas en cambio mantuvieron una tendencia creciente, aunque muy atenuada si se la compara con la observada luego de superado el impacto del tequila y hasta comienzos de 1998.

En comparación con otros países de la región, se observa que Argentina presentaba, a fines de 1998, necesidades de financiamiento (medidas como proporción de las reservas) superiores al promedio latinoamericano (cuadro 6), aunque en este caso eran inferiores a las de Brasil y Colombia, y muy próximas a las de México. Sin embargo, el apreciable acervo de reservas del Banco Central hace que la distancia entre el registro de la Argentina y la media regional sea mucho menor que cuando se considera como denominador de estos indicadores el flujo de exportaciones.

Por otro lado, cuando se toman en cuenta las reservas “ampliadas” (es decir, incluyendo también las reservas de divisas en poder de los bancos<sup>8</sup>), la relación DCC/R\* sigue mostrando un importante incremento en la fase posterior a 1995 –particularmente en el año 1997) y una perceptible declinación luego del tercer trimestre de 1998, volviendo a niveles inferiores al 40%, por debajo de los guarismos observados en los años 1992 a 1994 (columna DCC/R\* del cuadro 3B).

---

<sup>8</sup> Conformadas por los depósitos en moneda extranjera constituidos por los mismos en el exterior, en carácter de “requisitos de liquidez”, más la caja en dólares mantenida también por las instituciones financieras.

***Relación entre los pagos externos corrientes y las exportaciones***

En el cuadro 2A se presentan además diversos indicadores que involucran no ya el déficit en cuenta corriente, sino distintas definiciones de los “pagos externos corrientes”, expresados también allí como cociente de las exportaciones. Estos indicadores constituyen otra forma de evaluar el peso y la evolución de las necesidades de recursos en divisas enfrentada por la economía nacional.

Las distintas definiciones de tales pagos incluidas en ese cuadro y en otros que se examinan más adelante son las siguientes:

**PCT:** pagos corrientes totales (importaciones de bienes fob, más importaciones de servicios reales, más pagos de intereses, más pagos de utilidades y dividendos);

**PCN:** PCT menos intereses cobrados por el sistema financiero y por el gobierno;

**PFC:** pagos financieros corrientes (intereses pagados, más utilidades y dividendos);

**PFCN:** PFC menos intereses cobrados por el sistema financiero y por el gobierno.

Los indicadores PCT/X y PCN/X calculados para la Argentina (cuadro 2A) muestran algunas características que ya se señalaron en el caso de la relación entre el saldo en cuenta corriente y las exportaciones: se han incrementado fuertemente en los períodos de expansión y se han contraído únicamente en períodos recesivos. Sin embargo, nuevamente se percibe que la recesión iniciada a mediados de 1998 tuvo un efecto muy diferente a la provocada por el tequila. Por una parte, los pagos externos continuaron creciendo, medidos como proporción de las exportaciones, hasta fines de 1998, ya en plena recesión, para declinar sólo después, a lo largo del año 1999. En segundo lugar, la declinación observada a lo largo de este año ha sido de todos modos muy pequeña, manteniéndose en un nivel superior al promedio del año anterior, no demasiado distante del “pico” alcanzado en el año 1994. En 1999 los pagos externos corrientes totales del país superan al valor de las exportaciones en un porcentaje superior a 60%.

En la comparación con otros países de la región (cuadro 7), se constata nuevamente que el cociente de la Argentina es, en 1998, muy superior a la media latinoamericana (los registros son de 164.5 y 138.4%, respectivamente), y más elevado que los de todos los otros países incluidos en el cuadro, aunque muy semejante al del Brasil.

En el caso de este último país, se aprecia que la relación PCT/X declina levemente en 1998, luego de haber aumentado año tras año desde 1992, como se observara ya en el caso del saldo en cuenta corriente (medido como proporción de las exportaciones).

Ahora bien, el resto de la información volcada en el cuadro 2A permite percibir que el comportamiento reciente de los indicadores de pagos externos que se acaban de examinar, es decir, su muy leve declinación a pesar de la evidente contracción de las importaciones de bienes, se explica en parte por el comportamiento observado, desfavorable, de los cocientes que involucran únicamente pagos financieros (PFC/X y PFCN/X). Estos no sólo no han mejorado sino que continuaron deteriorándose como habían venido haciéndolo a lo largo del bienio anterior.

Una característica diferencial del comportamiento de los indicadores de pagos financieros deviene de la elevada respuesta de las importaciones de bienes al ingreso. Este factor da mayor variabilidad a los indicadores que las incluyen (es decir, los que involucran los pagos totales, financieros y no financieros). Los pagos financieros, en cambio, puesto que dependen en gran medida, en cada período, del acervo de deuda vigente al fin del período anterior, presentan una mayor “inercia”. De esta manera, los cocientes PFC/X y PFCN/X, por ejemplo, apenas declinaron en 1995.

En 1997 se observa una tendencia al alza que se acentúa en 1998-99. Los últimos registros de los cocientes PFC/X y PFCN/X son, en realidad, los máximos de las series incluidas en el cuadro 2A. Ambas relaciones aumentaron significativamente, en más de diez puntos porcentuales, entre el primer trimestre de 1997 y el segundo trimestre de 1999. La tendencia ascendente de estos cocientes en los últimos trimestres fue alimentada por la declinación de las exportaciones, por un lado, pero también por el creciente flujo de pagos financieros externos asociado a la rápida acumulación de deuda que se examinará más adelante en este informe.

En concreto, este comportamiento significa una creciente presión de los pagos financieros sobre el flujo de divisas que el país genera mediante las ventas de bienes y servicios al exterior.

En comparación regional (cuadro 9A), las cifras de la Argentina relativas a pagos financieros se presentan también entre las menos favorables. El registro PFC/X correspondiente a 1998 (40.7%) es muy superior a la media latinoamericana (de 23%), y más elevado que los de los restantes países del área incluidos en el cuadro, sin excluir a los fuertemente endeudados México y Brasil.

### ***Relación entre los pagos externos corrientes y las reservas***

Si se observan las relaciones entre los indicadores de pagos externos y las reservas (del Banco Central, o ampliadas incluyendo al resto de las entidades financieras) como se hace en los cuadros 3A y 3B, el panorama es más matizado que el que se obtiene comparando con el flujo de exportaciones. En especial si se considera la definición ampliada de reservas, se constata que los registros recientes de la Argentina,

para los indicadores PCT/R\* y PCN/R\*, presentan una declinación marcada desde el tercer trimestre de 1998, y se encuentran al final del período considerado en niveles que son mínimos de la serie presentada.

En cambio, los cocientes que se refieren únicamente a pagos financieros (PFC/R\* y PFCN/R\*) presentan una declinación mucho menor, tendiendo a permanecer relativamente estables en los últimos trimestres, y en niveles próximos a los promedios de todo el período examinado.

Cabe señalar que las series que vinculan pagos financieros con reservas, a diferencia de las que involucran también a las importaciones de bienes, registraron subas importantes en 1995, a raíz del comportamiento desfavorable de las reservas de divisas, frente a la “inercia” de los pagos financieros. Estos indicadores se ubican actualmente, considerando las reservas ampliadas, por debajo de los niveles de aquel año.

Al comparar los indicadores de pagos externos corrientes sobre reservas de la Argentina con otras economías de la región, la posición relativa del país es mucho mejor que cuando se consideran los cocientes que se refieren a las exportaciones (véase el cuadro 8). Dado el elevado nivel de tenencias de divisas determinado por la tendencia al aumento del grado de monetización, por la dolarización de los encajes bancarios y por la exigencia de respaldo en divisas sobre el circulante impuesta por la ley de convertibilidad, el cociente PCT/R de la Argentina, por ejemplo, se ha ubicado siempre por debajo de la media latinoamericana, si bien fue siempre superior a los registros de Chile, y en casi todos los años también a los del Brasil, entre los casos que se incluyen en el cuadro 8. En el promedio regional pesa de todos modos de manera importante, entre tanto, la muy desfavorable relación que ha presentado México a lo largo de todo el período considerado. En 1998 el cociente PXT/R de la Argentina era de casi 195%, frente a un promedio regional superior a 270%.

En cambio, si se toman en cuenta únicamente los pagos financieros (sobre reservas, cuadro 10A), la situación de la Argentina no es muy diferente a la del resto de la región. En efecto, si bien está algo por sobre el promedio regional, su registro en 1998 es muy semejante al de Brasil y Colombia, e inferior al de México, aunque mucho más elevado que el correspondiente a Chile.

### ***La carga de intereses de la deuda externa***

Los intereses de la deuda externa total, pública y privada, de la Argentina han presentado, desde 1993 y medidos como porcentaje de las exportaciones totales, una clara y persistente tendencia alcista (cuadro 2B).

Esa suba se hizo más acentuada desde mediados de 1998, debido a que la constante elevación del monto de pagos de servicios de la deuda coincidió entonces con la tendencia declinante del flujo de exportaciones. El cociente “intereses/exportaciones” se ubica por sobre 36% en el último trimestre incluido en el cuadro, en un nivel superior a todos los registros previos del período considerado, y diez puntos porcentuales por encima del guarismo observado dos años antes.

Un comportamiento algo menos desfavorable evidencian los indicadores de “intereses sobre reservas” (cuadro 3C). En efecto, si bien también ambos muestran incrementos luego de 1993, en 1998-99 han tendido a estabilizarse en torno a los niveles alcanzados a comienzos del año 1998.

En comparación intrarregional, el indicador INT/X confirma a la Argentina en una posición relativamente desfavorable. En el cuadro 9B puede constatar que ese cociente es el más alto entre los países considerados, mucho más elevado que los registros de México, Chile y Colombia, y también muy por encima del promedio regional, al que dobla. Si se observa en cambio el cociente entre los intereses de la deuda y las reservas, la situación de la economía nacional es menos desfavorable (cuadro 10B), con un registro de 38.8%, de todos modos superior a la media regional de 30.4% y también más alto que los restantes casos incluidos en la tabla, con excepción de México.

### ***Deuda externa, exportaciones, reservas y producto interno bruto***

Acaba de constatarse el elevado peso que los intereses de la deuda tienen sobre la disponibilidad de divisas del país. Ese rasgo es consecuencia del también elevado endeudamiento de la economía nacional, según surge, por ejemplo, de la comparación regional. El cuadro 11 pone en evidencia que la deuda externa de la Argentina equivalía en 1998 a más de 4 veces (424.9%) el valor de las exportaciones anuales del país, mientras que para América Latina en conjunto el endeudamiento era equivalente a poco más de dos veces (213.2%) el monto de las ventas anuales de bienes y servicios de los distintos países del área al exterior. De manera que este cociente, para la Argentina, casi duplica el de la región como un todo. Entre los países considerados aquí, sólo la Argentina y el Brasil tenían relaciones “deuda externa/exportaciones” superiores a 3 (de 4.2 y 3.7, respectivamente) en el año 1998.

La relación “deuda externa/exportaciones” es también un indicador que suele intervenir con una ponderación importante en las evaluaciones de riesgo país. En el cuadro 4, entre tanto, puede observarse el comportamiento de este cociente en los últimos trimestres. Se percibe la fuerte aceleración, que ha llevado al indicador a las proximidades del 500%, tocando por otra parte los niveles máximos de todo el período considerado.

Por otro lado, si se compara el valor de la deuda externa con el monto de reservas (cuadros 4 y 12), se constata nuevamente, por un lado, que la Argentina tiene una relación más elevada que la región en su conjunto, y superior a la de los restantes países considerados, con la excepción de México. Además, desde 1995 ese cociente se ha ubicado siempre por sobre el 500 por ciento.

El cuadro 13 presenta el indicador “deuda externa/producto interno bruto” calculado con las nuevas cifras de ambas variables. Se constata, en primer lugar, que esa relación ha venido creciendo todo el tiempo desde 1993. La relación deuda externa/PIB de 1998, de 44.3%, puede considerarse moderada en comparación internacional. Sin embargo, el incremento acumulado desde 1993 hasta 1998, que equivale a casi 16 puntos porcentuales del producto anual, es muy apreciable.

### ***Deuda pública e intereses de la deuda pública***

Se han calculado también algunos indicadores de la exposición financiera del sector público. En el cuadro 15 se presenta la relación “deuda pública/PIB”, y en el cuadro 16 la relación entre los intereses de la deuda pública y los ingresos corrientes del sector público nacional.



Se observa que la deuda pública, como proporción del producto, ha tendido también a crecer sistemática y rápidamente, superando en 1998 el 35.8% del PIB y ubicándose alrededor de 9 puntos del producto por sobre los guarismos del año 1993.

Tanto la trayectoria de la deuda externa señalada en la sección anterior cuanto la de la deuda pública que se menciona aquí, no parecen en principio sostenibles y sugieren que cabe esperar procesos de ajuste, fiscal y externo, que pongan límite a la expansión de los indicadores de vulnerabilidad que se han venido presentando.

Los intereses de la deuda del gobierno, por su parte, han venido creciendo período a período, desde 1993, medidos como proporción de los ingresos fiscales corrientes totales, y se ubicaron, en 1998, próximos a 12% del valor total de esos ingresos. Si se ajusta la definición de los ingresos corrientes del sector público, restándole las transferencias a Provincias y a la Ciudad de Buenos Aires, y las correspondientes a pasividades, se observa que los intereses superan en 1998 el 29% de esa definición de ingresos netos, presentando también una tendencia a incrementarse en el tiempo.

### ***Indicadores de liquidez***

En el cuadro 14 se presentan dos indicadores básicos de la posición de liquidez “sistémica”. La columna de la derecha está referida a la liquidez del sistema financiero, incluyendo al Banco Central. De modo que el numerador son las reservas totales en divisas del sistema (que incluyen los activos externos del Banco Central y las reservas en divisas de los bancos), y el denominador es el total de los recursos monetarios. Este indicador ilustra acerca de la capacidad del sistema bancario de hacer frente a un eventual aumento de la “preferencia por divisas” en la composición de las carteras, y es por ende crucial para evaluar su grado de vulnerabilidad financiera. La columna de la izquierda considera, en cambio, únicamente las reservas de divisas del Banco Central en el numerador.

En primer lugar, se observa que la posición de liquidez del sistema financiero, según se refleja en el indicador  $R^*/M3^*$ , que osciló en el período 1993-1998 en torno al 40% (nivel que puede considerarse elevado para estándares internacionales), ha declinado un tanto en los últimos trimestres. Sin embargo, todavía se mantiene por sobre el 35%. Ese elevado nivel de cobertura se debe, por una parte, a la propia vigencia de un régimen de convertibilidad, que impone que la base monetaria tenga respaldo en divisas. Y en segundo lugar, a los altos encajes (o “requisitos de liquidez”) vigentes, los que se mantienen en moneda extranjera o en colocaciones en moneda extranjera. Esos requisitos fueron reducidos en 1995 para hacer frente a la crisis desencadenada por la pérdida de reservas que siguió al “contagio” de la crisis originada en México, pero



volvieron a elevarse una vez absorbido ese impacto y superadas las consecuencias financieras más traumáticas de esa crisis<sup>9</sup>. Por su parte, el cociente entre las reservas del Banco Central y los agregados monetarios muestra también una tendencia levemente declinante en los últimos trimestres.

En materia de liquidez la Argentina ha tenido, a lo largo de los años noventa, relaciones menos desequilibradas que las que se fueron configurando por ejemplo en México, donde, en la fase expansiva anterior a diciembre de 1994, al creciente déficit de la cuenta corriente del balance de pagos se agregaba un deterioro persistente de la ya relativamente baja relación entre los activos líquidos del gobierno y del sistema financiero y los correspondientes pasivos de corto plazo.

La relación más favorable de la Argentina en este plano se debió en gran medida a lo reducido de la deuda pública de corto plazo, cuyo papel fue crucial en el desencadenamiento de la crisis mexicana. Puede afirmarse que este cuadro de liquidez relativamente favorable ha tendido a mantenerse en los últimos períodos considerados en este informe, más allá de la leve declinación de los indicadores examinados en esta sección.

### III. Síntesis y conclusiones

La información presentada en el trabajo muestra, en primer lugar, que los indicadores más habituales de fragilidad financiera externa de la Argentina que involucran variables de “flujo”, como el cociente entre el déficit en cuenta corriente y las exportaciones, que venían evolucionando de manera marcadamente desfavorable en el período 1996-98, han tendido a estabilizarse o a mejorar, aunque levemente, en el último año.

Como sucediera en 1995, la mejoría se debe centralmente a la recesión, con la consiguiente declinación de las importaciones. Pero mientras que en 1995 las exportaciones eran favorecidas por precios muy elevados y la expansión de la demanda brasileña, ambos factores han jugado en contra en los últimos tiempos. Esto hace que indicadores como el mencionado hayan mejorado muy poco, pese a la intensidad de la contracción económica.

---

<sup>9</sup> Además de esa elevada cobertura en reservas, hay que mencionar la existencia de mecanismos amortiguadores adicionales de los que podría disponerse en la eventualidad de una corrida contra bancos locales. Esto se refiere, en particular, a la disponibilidad de más de 7000 millones de dólares que un grupo de bancos ha acordado, con el Banco Central, prestar en caso de emergencia (contra garantía en títulos públicos). Esa línea, un “seguro de liquidez”, se mantiene abierta mediante el pago de una comisión anual.

Uno de los problemas que esto plantea es que la situación del sector externo es muy desfavorable al inicio de una nueva expansión, que parecen anticipar los indicadores de actividad disponibles a fines de 1999. Este elevado nivel de desequilibrio externo puede comprometer el ritmo y la sostenibilidad de la próxima expansión, si no mejoran sensiblemente los precios de exportación.

El déficit en cuenta corriente pasó de 19.7% de las exportaciones en 1995, a 46.9% en 1998, para declinar levemente luego, alcanzando a 45% en el segundo trimestre de 1999.

En las expansiones económicas observadas en los años noventa la relación DCC/X ha evolucionado desfavorablemente y de manera muy rápida, lo que se debe en gran medida a la muy alta elasticidad-ingreso que muestran las importaciones de bienes del país. 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.

Este último elemento debe destacarse, puesto que indica que, en ciertas circunstancias, particularmente si los mercados financieros externos están relativamente tensos, un creciente endeudamiento del sector público puede ser inducido por la necesidad de apuntalar el crecimiento económico, aunque ésta no constituya una estrategia sostenible en un plazo mediano o largo.

Por otro lado, si el financiamiento externo disponible declina, y el desequilibrio en cuenta corriente pasa a financiarse en parte con una caída de las reservas de divisas, se pone en marcha un mecanismo monetario contractivo de ajuste del balance de pagos: la declinación de reservas genera contracción del circulante y del crédito, cae con ello la demanda agregada y se reducen las importaciones. Este es el principal mecanismo de ajuste del balance de pagos en el corto plazo, frente a una insuficiencia de divisas, que opera en las presentes circunstancias de la economía argentina. En tal caso, el desequilibrio en cuenta corriente tiende a declinar con las importaciones, pero al costo de un menor nivel de actividad interna. En otros términos, 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, pese a lo indicado, se constata que la recesión de 1998-99 ha tenido un efecto relativamente moderado o leve sobre los indicadores de vulnerabilidad externa como DCC/X, lo que realza el hecho evidente de que además del nivel de actividad interno es crucial para el desempeño del sector externo el comportamiento de los precios internacionales y de la demanda internacional.

Los valores del indicador DCC/X (y de diversos otros analizados en el informe), para la Argentina, son muy elevados si se comparan, por ejemplo, con los registros de

otros países de la región latinoamericana. Ese último cociente fue de sólo 25.6% para el continente en su conjunto, en promedio, en 1998, frente a 46.9% de nuestro país, y únicamente el Brasil tenía, entre los países grandes del área, una relación “déficit de cuenta corriente/exportaciones” más desfavorable.

Los indicadores que toman en cuenta los “pagos corrientes” en lugar del déficit en cuenta corriente confirman las tendencias ya comentadas. Debe destacarse el comportamiento de los pagos financieros corrientes totales. El cociente entre esa variable (PFC) y las exportaciones viene evidenciando una tendencia al alza que se ha mantenido en los últimos trimestres. Los últimos registros de ese cociente son los máximos de los años noventa, y la relación aumentó significativamente, en 10 puntos porcentuales, entre el segundo trimestre de 1997 y el mismo período de 1999. Es decir que se observa una creciente presión de los pagos financieros sobre el flujo de divisas que el país genera mediante las ventas de bienes y servicios al exterior.

En comparación regional, las cifras de la Argentina relativas a pagos financieros se presentan también entre las menos favorables. El cociente PFC/X correspondiente a 1998 (40.7%) es muy superior a la media latinoamericana (de 23%), y más elevado que los registros de todos los casos nacionales aquí considerados. En comparación intrarregional, también el indicador de “intereses de la deuda/exportaciones” muestra a la Argentina en una posición relativamente desventajosa, con registros mucho más elevados que economías como la de México, Chile y Colombia y que duplican el promedio regional.

Ese elevado peso de los intereses de la deuda es consecuencia del también elevado endeudamiento de la economía nacional. La deuda externa de la Argentina equivalía en 1998 a más de 4 veces el valor de las exportaciones anuales del país, mientras que para América Latina en conjunto el endeudamiento alcanzaba valores equivalentes a poco más de dos veces el monto de las ventas anuales de bienes y servicios de los distintos países del área al exterior.

Por otra parte, si la deuda externa se compara con el PIB, la relación que presentaba la Argentina en 1998, de 44.3%, puede considerarse moderada en comparación internacional. Sin embargo, el incremento acumulado desde 1993 hasta 1998, que equivale a casi 16 puntos porcentuales del producto anual, es muy apreciable y puede en principio considerarse insostenible, aunque esto no significa que sea posible anticipar por qué mecanismos o en qué momento se ingresará en un sendero estable.

Se ha mostrado también en el trabajo que indicadores como “deuda pública/PIB” o “intereses de la deuda pública/ingresos públicos corrientes” han venido también incrementándose en el período reciente, señalando un progresivo deterioro de la solvencia o sostenibilidad financiera fiscal.

Por el contrario, cuando se examinan los indicadores de liquidez, como la relación entre las reservas totales del sistema financiero (incluyendo al Banco Central) y los pasivos monetarios totales del mismo sistema, el panorama de la economía argentina es diferente. La cobertura en reservas de los agregados monetarios totales, si bien ha declinado levemente en los últimos trimestres, se mantiene en un nivel que puede considerarse relativamente elevado para estándares internacionales.

Además de la existencia de una importante capacidad de amortiguación de una eventual situación de incremento de la preferencia por divisas en los portafolios privados, debe contabilizarse el hecho de que el proceso de concentración de la banca y los recientes cambios en la estructura de propiedad de las instituciones bancarias locales, a favor de una mucho mayor participación extranjera, hacen que la capacidad de respuesta de corto plazo ante un shock negativo resulte seguramente mayor que en el pasado. La mayor fortaleza del sistema bancario, y los relativamente satisfactorios indicadores de liquidez ya mencionados, jugaron un papel importante para evitar que los impactos del cambio desfavorable en el escenario financiero internacional que viene desarrollándose desde mediados de 1997, a partir de la sucesión de crisis económicas desencadenada en el sudeste de Asia, tuvieran un mayor impacto sobre la economía nacional. En efecto, si bien la economía ingresó en un cuadro recesivo desde mediados de 1998, los efectos monetarios y financieros internos de los shocks externos sufridos en el último bienio han sido hasta el momento mucho más moderados que los experimentados luego de la devaluación mexicana de 1994.

Otra constatación presentada en el trabajo, que se vincula con la cuestión de la liquidez que acaba de mencionarse, es la de que los indicadores de fragilidad de la Argentina no son tan desfavorables, en comparación regional, si se consideran las reservas de divisas, en lugar de las exportaciones, como denominador de los mismos. En realidad, dado el elevado nivel de tenencias de divisas determinado por la tendencia al aumento del grado de monetización, por la dolarización de los encajes bancarios y por la exigencia de respaldo en divisas sobre el circulante impuesta por la ley de convertibilidad, el cociente entre los pagos corrientes totales de la Argentina y las reservas, por ejemplo, se ha ubicado siempre por debajo de la media latinoamericana.

En síntesis, el panorama general de la situación actual que se ha trazado muestra rasgos de ambigüedad y algunos riesgos importantes. Por un lado, los datos del pasado reciente evidencian que si bien la tendencia al deterioro de la cuenta corriente se ha detenido (aunque al costo de la recesión), ese desequilibrio se ha mantenido de todos modos en un nivel elevado, en cualquiera de las medidas en que se le presente.

Esto último tiene dos consecuencias negativas de consideración. La primera es que la deuda externa continúa creciendo a un ritmo notable y, con ella, los indicadores que la involucran directamente (como "deuda externa/exportaciones"), o los que derivan de ella (como los que se refieren a los pagos de servicios de la deuda).

La segunda es que el déficit en cuenta corriente se encuentra en un “piso” elevado al comienzo de la expansión económica que se insinúa, a fines de 1999, en el comportamiento de los indicadores de actividad. Esto indica que a menos que las condiciones externas cambien muy favorablemente (los precios de exportación, en particular), el desequilibrio en cuenta corriente y los indicadores que lo involucran alcanzarán valores muy elevados, a medida que las importaciones se expandan a lo largo de la recuperación económica.

Pese a lo que se ha indicado, los indicadores de liquidez siguen siendo relativamente favorables, y probablemente la concentración e internacionalización de la banca operen, como se ha mencionado, en el mismo sentido que la liquidez, aumentando la capacidad del sistema financiero de enfrentar shocks adversos.

Esta última circunstancia contribuye a la estabilidad de la economía, pero no genera una tendencia “automática” a la corrección de los desequilibrios mencionados anteriormente, para cuyo tratamiento la política económica dispone actualmente de escasos instrumentos. Por ello puede argumentarse que, en la evolución de la vulnerabilidad externa de la economía argentina en el futuro próximo tendrán el papel decisivo los factores que configuran el contexto externo, en particular los precios de las mercancías exportadas e importadas por el país, la demanda externa y las tasas de interés internacionales.

**FECHA DE FINALIZACION DEL INFORME:** Buenos Aires, 29 de diciembre de 1999

## Referencias

Auditoría General de la Nación (1997), Gerencia de Deuda Externa, Indicadores de solvencia externa para la economía argentina. Estimación y ajustes en función de la nueva metodología del balance de pagos, julio.

MEyOSP (1999a), Sistema de Cuentas Nacionales. Argentina. Año Base 1993. Estimaciones trimestrales y anuales: Años 1993-1997, junio.

MEyOSP (1999b), Comunicado de prensa titulado "Informe de Avance del Nivel de Actividad", 11 de junio.

MEyOSP (1999c), Metodología de Estimación del Balance de Pagos, abril.

MEyOSP (1999d), Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril.

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

**ANEXO ESTADÍSTICO**



**CUADRO 1A. Déficit de la cuenta corriente del balance de pagos de 1993 a 1998, calculado con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (en millones de dólares)**

<b>Año</b>	<b>Metodología anterior (1)</b>	<b>Metodología nueva (2)</b>	<b>Diferencia (2)-(1)</b>
<b>1992</b>	5441	5488	47
<b>1993</b>	7644	8003	359
<b>1994</b>	10077	10949	872
<b>1995</b>	2849	4938	2089
<b>1996</b>	3993	6468	2475
<b>1997</b>	9332	12036	2704
<b>1998</b>	11636	14730	3094
<b>Acum. 92-98</b>	50972	62612	11640

Fuente:

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

**CUADRO 1B. Déficit de la cuenta corriente del balance de pagos de 1993 a 1998, calculado con la nueva metodología, con la anterior, y diferencia entre los saldos por cambios metodológicos (como porcentaje del PIB a precios corrientes).**

<b>Año</b>	<b>Metodología anterior (1)</b>	<b>Metodología nueva (2)</b>	<b>Diferencia (2)-(1)</b>
<b>1993</b>	3,23	3,38	0,15
<b>1994</b>	3,91	4,25	0,34
<b>1995</b>	1,10	1,91	0,81
<b>1996</b>	1,47	2,38	0,91
<b>1997</b>	3,19	4,11	0,92
<b>1998</b>	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.

**CUADRO 2A. ARGENTINA. PAGOS EXTERNOS CORRIENTES SOBRE EXPORTACION**

PERÍODO	PCT/X	PCN/X	PFC/X	PFCN/X	DCC*/X	DCC/X
1992	153,6%	150,1%	28,6%	25,1%	45,3%	35,6%
1993	164,5%	159,3%	30,6%	25,3%	56,3%	48,6%
1994	174,0%	168,4%	33,8%	28,1%	66,2%	56,3%
1995	137,5%	131,8%	33,6%	27,9%	29,7%	19,7%
1996	138,3%	132,8%	32,7%	27,1%	31,3%	22,7%
1997.I	140,2%	134,5%	32,7%	27,0%	33,1%	24,7%
1997.II	145,1%	139,1%	33,6%	27,6%	37,8%	29,5%
1997.III	150,6%	144,2%	35,0%	28,5%	42,8%	34,6%
1997.IV	155,3%	148,4%	35,0%	28,1%	47,0%	38,9%
1998.I	160,5%	153,1%	37,0%	29,6%	51,7%	43,5%
1998.II	161,7%	153,9%	37,7%	29,9%	52,6%	44,4%
1998.III	163,6%	155,4%	39,1%	31,0%	54,2%	46,0%
1998.IV	164,5%	156,2%	40,7%	32,4%	55,0%	46,9%
1999.I	163,2%	154,8%	41,2%	32,9%	53,6%	45,2%
1999.II	163,3%	154,8%	43,7%	35,2%	53,6%	45,0%

PCT: Pagos corrientes totales

PCN: Pagos corrientes netos de intereses cobrados por el sector público y por el sector financiero.

PFC: Pagos financieros corrientes totales

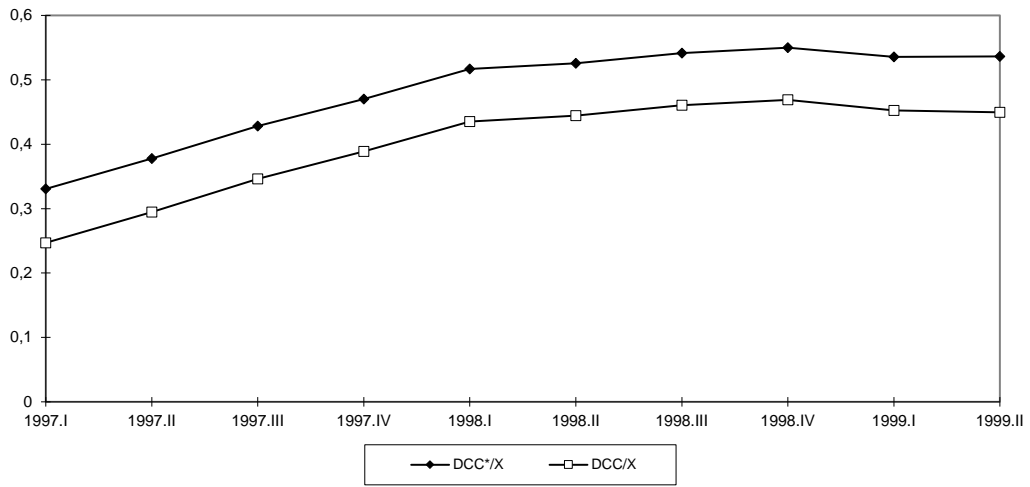
PFCN: Pagos financieros corrientes netos de intereses cobrados por el sector público y el sector financiero.

DCC\*: Déficit en cuenta corriente, neto de los ingresos estimados del sector privado no financiero por tenencias estimadas de activos financieros en el exterior.

DCC: Déficit en cuenta corriente.

NOTA: Las cifras trimestrales corresponden al cociente entre los flujos acumulados de cuatro trimestres.

**Gráfico 1. Argentina:**  
**Déficit de cuenta corriente sobre exportaciones**



**CUADRO 2B. ARGENTINA. INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA  
TOTAL (PÚBLICA Y PRIVADA) SOBRE EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>INT/X</b>
<b>1992</b>	22,6%
<b>1993</b>	21,8%
<b>1994</b>	24,5%
<b>1995</b>	25,3%
<b>1996</b>	25,6%
<b>1997.I</b>	25,9%
<b>1997.II</b>	26,6%
<b>1997.III</b>	27,5%
<b>1997.IV</b>	28,3%
<b>1998.I</b>	29,1%
<b>1998.II</b>	29,8%
<b>1998.III</b>	30,9%
<b>1998.IV</b>	32,8%
<b>1999.I</b>	34,4%
<b>1999.II</b>	36,5%

**CUADRO 3A. ARGENTINA. PAGOS EXTERNOS CORRIENTES SOBRE RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>PCT/R</b>	<b>PCN/R</b>	<b>PFC/R</b>	<b>PFCN/R</b>	<b>DCC*/R</b>	<b>DCC/R</b>
<b>1992</b>	221,1%	216,1%	41,1%	36,1%	65,2%	51,2%
<b>1993</b>	181,4%	175,7%	33,7%	28,0%	62,1%	53,6%
<b>1994</b>	191,7%	185,5%	37,2%	31,0%	73,0%	62,0%
<b>1995</b>	188,8%	181,0%	46,2%	38,3%	40,7%	27,1%
<b>1996</b>	196,7%	188,8%	46,5%	38,6%	44,5%	32,3%
<b>1997</b>	208,2%	198,9%	46,9%	37,6%	63,0%	52,1%
<b>1998.I</b>	222,5%	212,2%	51,3%	41,0%	71,6%	60,3%
<b>1998.II</b>	213,7%	203,4%	49,9%	39,6%	69,5%	58,7%
<b>1998.III</b>	214,2%	203,5%	51,2%	40,5%	70,9%	60,3%
<b>1998.IV</b>	194,8%	185,0%	48,2%	38,4%	65,1%	55,5%
<b>1999.I</b>	194,5%	184,5%	49,1%	39,2%	63,8%	53,9%
<b>1999.II</b>	182,2%	172,8%	48,7%	39,3%	59,9%	50,2%

R corresponde a las reservas del Banco Central, promedio entre las puntas de cada período.  
Los datos trimestrales corresponden al cociente entre los flujos acumulados de cuatro trimestres, y las reservas promedio entre las puntas de ese período.

**CUADRO 3B. ARGENTINA. PAGOS EXTERNOS CORRIENTES SOBRE RESERVAS AMPLIADAS**

<b>AÑO</b>	<b>PCT/R*</b>	<b>PCN/R*</b>	<b>PFC/R*</b>	<b>PFCN/R*</b>	<b>DCC*/R*</b>	<b>DCC/R*</b>
<b>1992</b>	193,8%	189,4%	36,1%	31,7%	57,2%	44,9%
<b>1993</b>	157,3%	152,3%	29,2%	24,2%	53,8%	46,5%
<b>1994</b>	163,5%	158,2%	31,7%	26,4%	62,2%	52,9%
<b>1995</b>	163,1%	156,3%	39,9%	33,1%	35,2%	23,4%
<b>1996</b>	165,1%	158,4%	39,0%	32,4%	37,3%	27,1%
<b>1997</b>	161,8%	154,6%	36,4%	29,2%	49,0%	40,5%
<b>1998.I</b>	165,2%	157,5%	38,1%	30,4%	53,2%	44,8%
<b>1998.II</b>	159,1%	151,5%	37,1%	29,5%	51,8%	43,7%
<b>1998.III</b>	161,9%	153,8%	38,7%	30,6%	53,6%	45,6%
<b>1998.IV</b>	150,0%	142,5%	37,1%	29,5%	50,1%	42,8%
<b>1999.I</b>	145,4%	138,0%	36,7%	29,3%	47,7%	40,3%
<b>1999.II</b>	136,3%	129,3%	36,4%	29,4%	44,8%	37,5%

R\* corresponde a las reservas del Banco Central (incluyendo títulos públicos del Gobierno Nacional en moneda extranjera) y del sistema bancario, promedio entre las puntas de cada período.

Los datos trimestrales corresponden al cociente entre los flujos acumulados de cuatro trimestres y las reservas promedio entre las puntas de ese período.

**CUADRO 3C. ARGENTINA. INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL (PÚBLICA Y PRIVADA) SOBRE RESERVAS**

<b>PERÍODO</b>	<b>INT/R</b>	<b>INT/R*</b>
<b>1992</b>	32,5%	28,5%
<b>1993</b>	24,1%	20,9%
<b>1994</b>	26,9%	23,0%
<b>1995</b>	34,8%	30,0%
<b>1996</b>	36,4%	30,5%
<b>1997</b>	37,9%	29,5%
<b>1998.I</b>	40,4%	30,0%
<b>1998.II</b>	39,3%	29,3%
<b>1998.III</b>	40,5%	30,6%
<b>1998.IV</b>	38,8%	29,9%
<b>1999.I</b>	41,0%	30,7%
<b>1999.II</b>	40,7%	30,5%

R y R\* corresponden a las reservas del Banco Central y del Banco Central más el sistema bancario, respectivamente. En ambos casos son promedios entre las puntas de cada período.

NOTA: Las cifras trimestrales corresponden al cociente entre el flujo de intereses acumulado de cuatro trimestres, y las reservas promedio entre las puntas del mismo período.

**CUADRO 7. AMÉRICA LATINA: PAGOS EXTERNOS CORRIENTES**  
**TOTALES/EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	153,6%	93,0%	112,7%	113,7%	155,2%	132,5%
<b>1993</b>	164,5%	106,6%	125,3%	130,6%	148,4%	132,2%
<b>1994</b>	174,0%	111,8%	110,4%	140,8%	151,7%	133,8%
<b>1995</b>	137,5%	148,9%	105,1%	144,0%	110,5%	125,0%
<b>1996</b>	138,3%	156,4%	126,6%	143,5%	110,2%	123,6%
<b>1997</b>	155,3%	167,0%	127,2%	146,1%	114,2%	130,8%
<b>1998</b>	164,5%	164,2%	135,5%	149,7%	120,6%	138,4%

**CUADRO 8. AMÉRICA LATINA: PAGOS EXTERNOS CORRIENTES**  
**TOTALES/RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	221,1%	231,7%	160,3%	151,5%	462,5%	279,3%
<b>1993</b>	181,4%	169,0%	146,7%	170,7%	409,9%	241,9%
<b>1994</b>	191,7%	156,0%	132,0%	216,5%	680,4%	262,5%
<b>1995</b>	188,8%	171,5%	141,5%	246,4%	839,4%	267,4%
<b>1996</b>	196,7%	153,4%	156,0%	234,0%	644,2%	246,6%
<b>1997</b>	208,2%	180,7%	148,8%	234,1%	578,4%	255,4%
<b>1998</b>	194,8%	211,0%	139,7%	250,3%	536,8%	271,6%

Las reservas corresponden a los promedios entre las puntas de cada período.

**CUADRO 9A. AMÉRICA LATINA: PAGOS FINANCIEROS EXTERNOS**  
**CORRIENTES/EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	28,6%	22,9%	19,8%	24,8%	21,7%	23,2%
<b>1993</b>	30,6%	26,3%	18,4%	22,6%	22,4%	23,3%
<b>1994</b>	33,8%	22,6%	21,1%	23,5%	22,0%	22,4%
<b>1995</b>	33,6%	28,0%	18,7%	26,1%	18,7%	22,1%
<b>1996</b>	32,7%	30,4%	18,9%	28,7%	16,6%	20,9%
<b>1997</b>	35,0%	35,0%	19,4%	28,1%	13,9%	21,1%
<b>1998</b>	40,7%	36,2%	17,0%	28,3%	14,3%	23,0%

**CUADRO 9B. AMÉRICA LATINA: INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA**  
**TOTAL/EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	22,6%	20,8%	11,4%	14,6%	17,5%	18,7%
<b>1993</b>	21,8%	21,8%	10,3%	12,3%	18,3%	18,1%
<b>1994</b>	24,5%	17,9%	8,2%	12,9%	16,7%	16,6%
<b>1995</b>	25,3%	20,5%	7,3%	13,6%	15,5%	16,6%
<b>1996</b>	25,6%	23,4%	7,0%	14,5%	12,7%	15,2%
<b>1997</b>	28,3%	23,9%	6,7%	14,8%	10,5%	14,5%
<b>1998</b>	32,8%	25,7%	7,7%	16,7%	10,5%	15,5%

La deuda externa total comprende la deuda pública y la privada.

**CUADRO 10A. AMÉRICA LATINA: PAGOS FINANCIEROS EXTERNOS**  
**CORRIENTES/RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	41,1%	57,0%	28,2%	33,0%	64,6%	48,9%
<b>1993</b>	33,7%	41,7%	21,5%	29,5%	61,7%	42,6%
<b>1994</b>	37,2%	31,5%	25,2%	36,1%	98,7%	44,0%
<b>1995</b>	46,2%	32,3%	25,2%	44,7%	142,0%	47,3%
<b>1996</b>	46,5%	29,8%	23,3%	46,8%	97,0%	41,7%
<b>1997</b>	46,9%	37,9%	22,7%	45,0%	70,4%	41,2%
<b>1998</b>	48,2%	46,5%	17,5%	47,3%	63,6%	45,1%

Las reservas corresponden a los promedios entre las puntas de cada período.



**CUADRO 10B. AMÉRICA LATINA: INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA  
TOTAL/RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	32,5%	51,7%	16,2%	19,4%	52,0%	39,4%
<b>1993</b>	24,1%	34,6%	12,0%	16,0%	50,4%	33,1%
<b>1994</b>	26,9%	25,0%	9,8%	19,8%	74,9%	32,6%
<b>1995</b>	34,8%	23,6%	9,8%	23,3%	117,7%	35,5%
<b>1996</b>	36,4%	23,0%	8,6%	23,6%	74,2%	30,3%
<b>1997</b>	37,9%	25,9%	7,8%	23,7%	53,2%	28,3%
<b>1998</b>	38,8%	33,0%	7,9%	27,9%	46,7%	30,4%

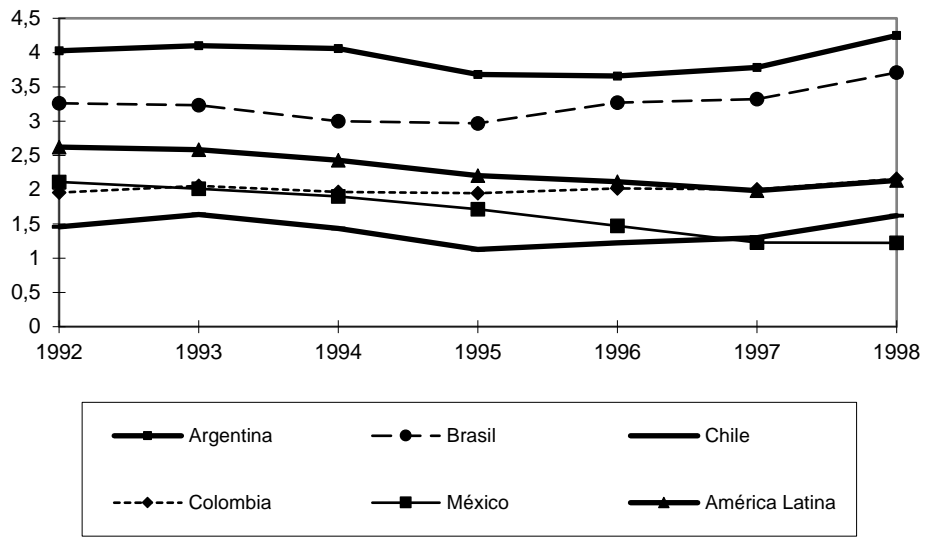
Las reservas corresponden a los promedios entre las puntas de cada período.  
La deuda externa total comprende la deuda pública y la privada.

**CUADRO 11. AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL/EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	402,5%	325,8%	145,8%	195,9%	211,2%	262,1%
<b>1993</b>	410,1%	323,1%	163,7%	205,5%	201,2%	258,1%
<b>1994</b>	405,8%	300,0%	143,4%	196,7%	189,8%	242,7%
<b>1995</b>	368,2%	296,8%	112,7%	194,8%	171,3%	220,2%
<b>1996</b>	365,8%	326,7%	122,4%	201,9%	147,1%	211,5%
<b>1997</b>	378,4%	331,9%	129,6%	200,2%	123,0%	198,5%
<b>1998</b>	424,9%	370,8%	161,9%	215,7%	122,3%	213,2%

La deuda externa total corresponde a los promedios entre las puntas de cada período.  
La deuda externa total comprende la deuda pública y la privada.

**Gráfico 2. América Latina:  
cocientes "deuda externa/exportaciones"**



**CUADRO 4. ARGENTINA. DEUDA EXTERNA TOTAL SOBRE EXPORTACIONES Y SOBRE RESERVAS.**

<b>AÑO</b>	<b>DXT/X</b>	<b>DXT/R</b>
1992	402,5%	579%
1993	410,1%	452%
1994	405,8%	447%
1995	368,2%	506%
1996	365,8%	520%
1997	378,4%	507%
1998.I	390,0%	541%
1998.II	395,4%	523%
1998.III	408,7%	535%
1998.IV	424,9%	503%
1999.I	446,4%	532%
1999.II	474,2%	529%

DXT incluye la deuda del sector privado no financiero.

DXT corresponde al promedio entre las puntas del período, excepto en la columna de la derecha. En este caso, el cociente DXT/R se elaboró con las cifras de fin de período para ambas variables.

Los datos trimestrales corresponden al período de doce meses cerrado en el trimestre.

**CUADRO 5. AMERICA LATINA: DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE/EXPORTACIONES**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
1992	35,6%	-15,3%	5,6%	-9,7%	44,1%	19,3%
1993	48,6%	0,0%	17,6%	21,1%	38,1%	22,8%
1994	56,3%	2,4%	4,5%	26,9%	41,3%	21,8%
1995	19,7%	34,7%	-0,8%	29,8%	1,8%	12,3%
1996	22,7%	44,7%	19,9%	33,9%	2,2%	12,4%
1997	38,9%	55,6%	19,7%	35,8%	6,1%	19,4%
1998	46,9%	54,1%	27,2%	38,4%	12,0%	25,6%

**CUADRO 6. AMÉRICA LATINA: DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE/RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
1992	51,2%	-38,0%	8,0%	-13,0%	131,3%	40,8%
1993	53,6%	-0,1%	20,6%	27,6%	105,2%	41,8%
1994	62,0%	3,3%	5,3%	41,4%	185,4%	42,8%
1995	27,1%	40,0%	-1,0%	51,0%	13,4%	26,3%
1996	32,3%	43,8%	24,5%	55,3%	12,9%	24,7%
1997	52,1%	60,2%	23,0%	57,4%	30,9%	37,9%
1998	55,5%	69,5%	28,0%	64,2%	53,4%	50,2%

Las reservas corresponden a los promedios entre las puntas de cada período.

**CUADRO 12. AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL/RESERVAS**

<b>AÑO</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>MÉXICO</b>	<b>AMÉRICA LATINA</b>
<b>1992</b>	579,3%	811,8%	207,5%	260,9%	629,5%	552,5%
<b>1993</b>	452,3%	512,0%	191,6%	268,7%	555,5%	472,3%
<b>1994</b>	447,0%	418,6%	171,4%	302,6%	851,8%	476,3%
<b>1995</b>	505,7%	341,8%	151,8%	333,3%	1301,4%	471,2%
<b>1996</b>	520,2%	320,5%	150,8%	329,2%	859,9%	422,0%
<b>1997</b>	507,1%	359,1%	151,6%	320,8%	623,0%	387,5%
<b>1998</b>	503,2%	476,5%	166,9%	360,7%	544,4%	418,3%

Los cocientes se refieren al fin de cada período.

La deuda externa total comprende la deuda pública y la privada.

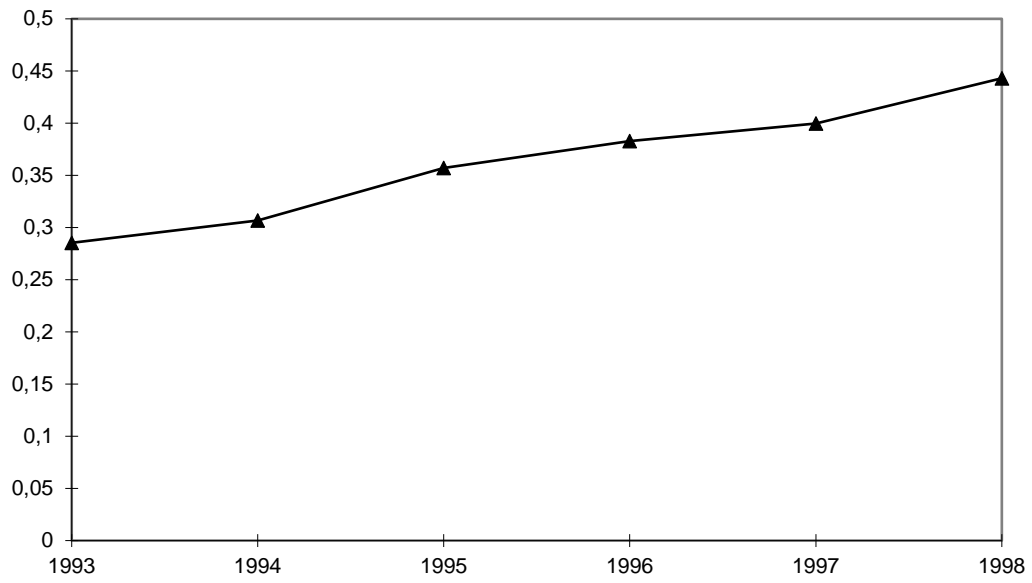
**CUADRO 13. ARGENTINA. DEUDA EXTERNA TOTAL SOBRE PIB**

<b>AÑO</b>	<b>DXT/PIB</b>
<b>1993</b>	28,5%
<b>1994</b>	30,7%
<b>1995</b>	35,7%
<b>1996</b>	38,3%
<b>1997</b>	40,0%
<b>1998</b>	44,3%

DXT incluye la deuda del sector privado no financiero.

DXT es el promedio entre puntas de cada período.

**Gráfico 3. Argentina:  
deuda externa sobre PIB**



**CUADRO 14. ARGENTINA: EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ**

<b>AÑO</b>	<b>R/M3*</b>	<b>R*/M3*</b>
<b>1993</b>	34,1%	39,6%
<b>1994</b>	31,9%	37,7%
<b>1995</b>	34,4%	39,1%
<b>1996</b>	33,4%	41,4%
<b>1997</b>	30,1%	39,9%
<b>1998</b>	30,8%	39,2%
<b>1999.I</b>	29,2%	37,6%
<b>1999.II</b>	28,3%	36,5%

R corresponde a las reservas del Banco Central.

R\* incorpora las reservas del conjunto del sistema financiero.

M3\* corresponde al total de los activos monetarios en circulación, incorporando los depósitos en moneda extranjera.

Los cocientes corresponden a fin de cada período.

**CUADRO 15. ARGENTINA. DEUDA PÚBLICA DOCUMENTADA TOTAL SOBRE PIB**

<b>AÑO</b>	<b>DGT/PIB</b>
<b>1993</b>	26,9%
<b>1994</b>	29,1%
<b>1995</b>	32,4%
<b>1996</b>	33,8%
<b>1997</b>	33,8%
<b>1998</b>	35,8%

DGT es la deuda pública documentada total, en promedio entre las puntas de cada período.

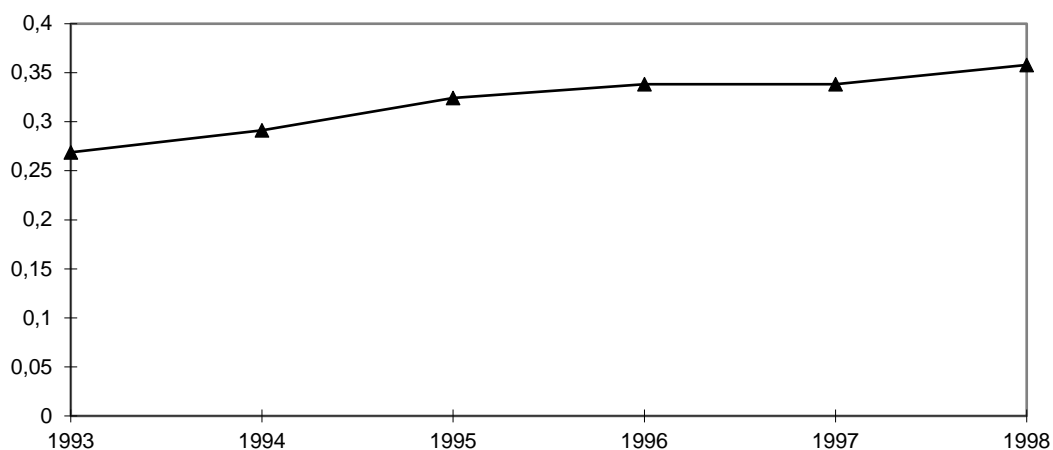
**CUADRO 16. ARGENTINA. INTERESES TOTALES DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE RECURSOS FISCALES CORRIENTES**

<b>AÑO</b>	<b>INTG/T</b>	<b>INTG/T*</b>
<b>1992</b>	8,2%	21,0%
<b>1993</b>	5,8%	15,0%
<b>1994</b>	6,7%	19,4%
<b>1995</b>	8,9%	24,7%
<b>1996</b>	9,0%	28,9%
<b>1997</b>	10,6%	26,0%
<b>1998</b>	11,8%	29,1%

INTG son los intereses totales del período, en cabeza del Sector Público Nacional. T son los recursos corrientes totales de cada período (incluye ingresos del Sistema de Seguridad Social).

T\* son los recursos corrientes totales en la definición precedente, pero netos de las transferencias a Provincias y a la Ciudad de Buenos Aires, y de las correspondientes a pasividades.

**Gráfico 4. Argentina:  
deuda pública sobre PIB**



**FUENTES DE LOS CUADROS Y GRÁFICOS DEL ANEXO ESTADÍSTICO:**

Los datos relativos al balance de pagos de la Argentina provienen de las Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos, elaboradas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, dependiente de la Subsecretaría de Programación Macroeconómica del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Los datos sobre otras economías latinoamericanas provienen de: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números, y de CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 1998.

Las cifras de deuda pública son las compiladas por la Auditoría General de la Nación, y las relativas a la deuda externa total y pública se obtuvieron de las Estimaciones Trimestrales ya mencionadas. Los datos monetarios provienen del Informe Económico publicado trimestralmente por el Ministerio de Economía.

**Gráfico 5. Argentina: intereses de la deuda pública sobre recursos fiscales corrientes**

