

**LOS CAMBIOS METODOLOGICOS DEL BALANCE DE PAGOS DE
LA REPUBLICA ARGENTINA Y EL DESEMPEÑO OBSERVADO EN
1998**

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

INDICE

INTRODUCCION	3
LOS CAMBIOS METODOLOGICOS RECIENTES	4
Cambios en la Cuenta Capital y Financiera	4
Cambios en la Cuenta Corriente	6
Cambios en la Cuenta Reservas	8
Cuadros complementarios de flujos y sus modificaciones.	8
Cuadros de activos	8
Cuadros de pasivos	9
EL IMPACTO CUANTITATIVO DE LOS CAMBIOS METODOLOGICOS RECIENTES	9
Síntesis del impacto cuantitativo de los cambios metodológicos	10
El desempeño del balance de pagos en 1992-98 a la luz de las nuevas cifras	10
El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos en las distintas partidas	12
Impacto sobre la cuenta corriente	13
Impacto sobre la cuenta de capital y financiera	15
EL DESEMPEÑO DE LAS CUENTAS EXTERNAS EN 1998	15
La cuenta corriente	16
La cuenta de mercancías	18
La renta de la inversión	21
Intereses	21
Utilidades y dividendos	22
La cuenta de capital y financiera y la variación de reservas	22
La inversión directa	24
Amortizaciones	27
EL BALANCE DE PAGOS POR SECTORES Y LA ACUMULACION DE RESERVAS	28
La evolución de la deuda externa	32
CONCLUSIONES	33

LOS CAMBIOS METODOLOGICOS DEL BALANCE DE PAGOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA Y EL DESEMPEÑO OBSERVADO EN 1998.

Introducción

En este informe se describen y examinan los cambios introducidos por el Ministerio de Economía, durante 1998, en la metodología de estimación del balance de pagos de la Argentina y su impacto sobre las cuentas del sector externo para el período 1992-1998. Se analiza también, en mayor detalle, la evolución de dicho balance en el año 1998, comparándolo con el registro del año precedente.

Es un aspecto central de este estudio caracterizar el papel del sector público en el conjunto de las transacciones económicas entre residentes y no residentes en el país. En particular, se presta atención a los servicios de la deuda pública externa, a la evolución de los pasivos del gobierno con el resto del mundo y a sus efectos en el desempeño macroeconómico.

El propósito de un examen detenido del comportamiento de las cuentas externas del país como el que aquí se presenta es el de suministrar elementos para el análisis de solvencia financiera externa. Estos pueden, además, contribuir a la tarea de identificar y caracterizar los posibles escenarios relativos a la evolución futura del endeudamiento externo de los agentes económicos residentes y, en particular, del sector público.

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

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

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

En la sección cuarta se aborda la evolución del endeudamiento externo público y privado y se analizan algunos aspectos de importancia relativos a la relación entre la deuda pública y el desempeño macroeconómico. Finalmente, cierra el trabajo una sección que resume las principales conclusiones.

Los cambios metodológicos recientes

El Ministerio de Economía, en 1999, dio a publicidad una serie de cambios que prácticamente completan la reforma de la metodología del balance de pagos de la Argentina iniciada en 1995. Este proceso apuntó esencialmente a adecuar la estructura del balance y los métodos de estimación a las propuestas y lineamientos del quinto Manual del Balance de Pagos publicado por el FMI en 1993.

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

Cambios en la Cuenta Capital y Financiera

Las mejoras más importantes introducidas en la última reforma metodológica del balance de pagos se refieren a la cuenta de capital y financiera, y en particular a las partidas que reflejan los movimientos de capitales del sector privado no financiero.

La mayor parte de estos cambios se asientan en nuevas estimaciones de los activos de dicho sector contra no residentes, como también de pasivos privados con no residentes que anteriormente no se estimaban. En el pasado se contaba con una cuantificación "residual", indirecta, del valor de los activos del sector privado no financiero en el exterior y no se relevaba la deuda comercial y directa de ese sector con bancos del exterior. De hecho, las variaciones de dichos activos período a período (así como de los pasivos no relevados) eran reflejadas en el balance de

pagos, en forma neta, en una cuenta obtenida también de manera residual (es decir, era la partida que "cerraba" el balance), denominada "Otros Movimientos de Capital". Esta cuenta agregaba también, en la práctica, además de la variación de

los activos externos netos del sector privado (en rigor no estimados), los errores y omisiones netos incurridos en las estimaciones de todas las demás variables de las cuentas corriente y de capital y financiera. Esta partida residual, reflejo de las carencias informativas ya referidas, resultaba además muy abultada en algunos períodos, tiñendo así de imprecisión al conjunto del balance de pagos.

Esa medición indirecta de los activos externos del sector privado no financiero y de sus variaciones ha sido sustituida ahora por mediciones independientes de diversos conceptos: inversiones directas en el exterior por parte de residentes, depósitos bancarios del mismo carácter, otros activos con devengamiento de renta (inversiones de cartera) y activos sin devengamiento de renta. Estas mediciones, realizadas en base a información de diversas fuentes, internas e internacionales, ha sido realizada con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional.

Las nuevas estimaciones utilizan diversas fuentes de datos del exterior así como de agentes locales, en sustitución del cálculo anterior, agregado y residual, basado únicamente en los datos relativos a las restantes cuentas del balance de pagos. Cabe destacar que tanto las estimaciones de estos acervos cuanto las relativas a sus remuneraciones deben realizarse utilizando supuestos, los que se fundan en informaciones sujetas a rangos probablemente amplios de error. A título de ejemplo, considérese el siguiente: ciertas tenencias de títulos de Argentina en fondos y cuentas del exterior pertenecen indirectamente a residentes, que son sus tenedores finales. Detectar la residencia de los tenedores finales es importante para decidir si tales papeles constituyen deuda externa o no, pero no se cuenta con información precisa al respecto. Para estimar tales tenencias “se realizó una medición de opinión de los principales operadores internacionales del país y del exterior que poseen conocimiento del mercado inversor argentino. Los porcentajes promedio de esta medición son aplicados a los valores de las series de deuda externa en títulos y a las participaciones accionarias de no residentes...”. La utilización de opiniones de operadores para dar valores concretos a las cifras del balance de pagos ilustra acerca de la potencial imprecisión de algunas de ellas, y señala un ámbito en el que puede esperarse que se siga avanzando en el futuro, mediante la introducción de mejores formas de medición.

En lo que se refiere a pasivos para los cuales no se contaba con información (deudas comerciales y deudas directas con bancos y con proveedores), se indica que son ahora relevados recurriendo a información contable de empresas y también

por medio de encuestas a las mismas. Asimismo se incorporaron nuevas cuentas que reflejan las inversiones en cartera de no residentes en acciones y las deudas con las matrices.

Vale destacar que este último cambio (una estimación más completa de los pasivos privados) significa también una modificación considerable en las cifras de la deuda externa privada presentadas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Al cierre de setiembre de 1998, por ejemplo, la deuda externa bruta del sector privado no financiero era, según las series anteriores, de U\$S 18.016 millones y, en la nueva estimación, ha pasado a U\$S 34.163 millones, es decir, es aproximadamente 90% más elevada.

Además aparece, al mismo nivel que “Activos” y “Pasivos”, la cuenta “Otros Financiamientos”, bajo la cual figuran las ventas a no residentes de activos financieros internos: Títulos públicos y Acciones del sistema financiero.

En las cuentas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) se observa la desaparición de la partida “Variación tipo de pase de Activos de Reserva”, que se incluía “sobre la línea” erróneamente, por cuanto corresponde a un cambio de valuación y no a un egreso o ingreso de fondos asociado a una transacción de capital. De acuerdo con las recomendaciones del Manual del Balance de Pagos del FMI no corresponde contabilizar en el balance de pagos los ajustes de valuación de stocks.

En lo que se refiere a las cuentas del “Sector Bancario: Otras Entidades Financieras”, se observa una mayor desagregación de las variaciones de los activos y pasivos, ahora informadas en las cuentas “Bonos y Títulos” y “Acciones y Otras Participaciones de Capital”.

Las cuentas del “Sector Público no Financiero” exhiben las emisiones de títulos públicos, los depósitos e inversiones en el exterior y las operaciones de los Entes Binacionales. Asimismo se incorporaron las nuevas cuentas Atrasos y Otros Financiamientos.

La partida residual “Otros Movimientos de Capital” ha desaparecido, sustituida por una cuenta de movimientos de capitales privados mucho más rica. Complementariamente, ha reaparecido la partida “Errores y Omisiones Netos”, que “cierra” el Balance de Pagos, separada ahora de la cuenta de capital y financiera.

Cambios en la Cuenta Corriente

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

Estos rubros estaban ausentes (o incorporados en "Otros Servicios") en la presentación anterior. Es de destacar que la cuenta Servicios empresariales, profesionales y técnicos incluye los honorarios a operadores no residentes de empresas residentes adquirió, con el tiempo, una significación cuantitativa no desdeñable, particularmente en lo que se refiere a egresos, próximos a los U\$S 500 millones anuales.

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

Se incorpora la cuenta "Rentas", que engloba la partida "Rentas de la inversión" (que existía y se mantiene), con un nuevo ítem llamado "Otras rentas", de significación cuantitativa menor. Este último rubro comprende los sueldos, salarios y otras prestaciones que las personas físicas no residentes perciben por el trabajo que realicen para un residente, como débito, y los sueldos del personal local de las embajadas, como crédito.

En la cuenta Renta de la Inversión se presentan ahora datos del ítem "Utilidades y dividendos - Sector Privado no Financiero - Crédito", es decir, relativos a los ingresos por inversiones directas y de cartera de ese sector en el resto del mundo. Esta partida en realidad figuraba en la estructura de cuentas anterior, pero en las celdas de datos aparecía la leyenda "no disponible", mientras que en la presentación reciente se cuenta con las correspondientes cifras.

También en Renta de la Inversión, las anteriores cuentas "Utilidades y dividendos - Débito - Sector Financiero" y "Utilidades y dividendos - Débito - Sector Privado no Financiero" aparecen ahora desagregadas, distinguiendo la renta

pagada sobre las inversiones directas de la correspondiente a inversiones de cartera.

Por otra parte se avanzó en el cumplimiento más estricto del criterio de devengamiento al incluir los flujos de devengamientos de intereses no vencidos en el período que anteriormente escapaban al cómputo, correspondientes a las obligaciones de los sectores público y privado. La contrapartida de estos asientos en cuenta corriente es, consecuentemente, la inclusión de flujos equivalentes pero de signo contrario, en la cuenta de capital correspondiente.

Cambios en la Cuenta Reservas

La cuenta “Variación de Reservas Internacionales”, que aparece “debajo de la línea” en la presentación corriente del balance de pagos y se interpreta como el resultado del balance de pagos, se presenta ahora desagregada en dos partidas: Reservas Internacionales del BCRA y Ajuste por tipo de pase.

La cuenta “Reservas Internacionales del BCRA” corresponde a la variación de las reservas internacionales de la autoridad monetaria (es decir, a la variación del correspondiente stock), que no coincide normalmente con el resultado del balance de pagos por diferencias de valuación. Esas diferencias de valuación son las que se vuelcan en “Ajuste por tipo de pase”. Esta última partida no se incluía anteriormente debajo de la línea, sino que, como se indicó más arriba, estaba incorporada en la cuenta de capital del BCRA, de manera inadecuada.

Cuadros complementarios de flujos y sus modificaciones.

Los cuadros que se mencionan a continuación presentan la apertura de la Cuenta de Capital y Financiera en: “Inversiones Directas”, “Inversiones en Cartera” y “Otras Inversiones”.

“Inversiones Directas” incorpora un conjunto de nuevas cuentas que reflejan las inversiones de este carácter realizadas en cada período, por residentes del Sector Privado no Financiero y del Sector Financiero, en el exterior.

Se incluyen los nuevos cuadros “Inversiones de Cartera” (por sector) y “Otras Inversiones” que corresponde a operaciones de préstamo con bancos. La cuenta “Deuda con Matrices y Filiales”, actualmente presenta estimaciones.

Cuadros de activos

El cuadro “Activos y Pasivos con no Residentes del Sistema Financiero” fue sustituido por uno nuevo y más abarcativo designado “Activos Externos del Sector Privado Financiero y No Financiero”. Los principales cambios en relación con la versión anterior son las siguientes:

No se incluyen ahora las cuentas que detallaban los pasivos externos del Sector Financiero (las cifras correspondientes de todos modos aparecen en otros dos cuadros: el de Inversiones Directas, y el que presenta la Deuda Externa Bruta por Sector Residente).

Se incorporaron los activos del Sector Privado no Financiero, sobre los que anteriormente no se contaba con datos. La estructura de activos del sector es la siguiente: Inversión Directa - Inmobiliaria; inversión Directa - Otras en Empresas; Depósitos; Activos con Devengamiento de Renta y Activos sin Devengamiento de Renta.

Cuadros de pasivos

En el cuadro “Estimación de la Deuda Externa Bruta por Sector Residente”, los cambios en relación con la versión anterior son la incorporación de la línea “Deuda Refinanciada en el Plan Financiero 1992” y la apertura de nuevas cuentas relativas al endeudamiento del Sector Privado no Financiero, tales como Acreedores Oficiales, Deuda Bancaria Directa y Proveedores y Otros.

Se incorpora el cuadro “Estimación del Perfil de Vencimientos de la Deuda Externa del Sector Financiero”.

En el cuadro “Estimación del Perfil de Vencimientos de la Deuda Externa del Sector Privado no Financiero” se incluye ahora la línea “Bancos”, con los sub - ítems: Bancos Participantes y Deuda Bancaria Directa (que constituye una cuenta nueva). En el mismo cuadro se incorpora también la cuenta “Proveedores y otros”.

El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos recientes

En esta sección se examina el impacto cuantitativo de los cambios metodológicos descriptos. Se presenta inicialmente una visión sintética de los principales efectos de estas variantes y luego se examinan, en mayor detalle, en dos planos: se enfoca el comportamiento de las grandes cuentas a lo largo del

período 1992-1998 y posteriormente se considera, en una versión más desagregada del balance, cómo se descomponen las variaciones de las grandes

cuentas. Para ello se comparan los datos de un único año (1997), obtenidos con la metodología anterior y con la nueva.

Síntesis del impacto cuantitativo de los cambios metodológicos

La nueva metodología del balance de pagos arroja cifras del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos mayores que las anteriores. Para los últimos años la diferencia ronda valores equivalentes a un punto del PIB y la diferencia acumulada del lapso 1992-1998 asciende a más de U\$S 11.600 millones.

La contrapartida de ese mayor déficit estimado para la cuenta corriente es un mayor superávit estimado para la cuenta de capital; vale decir que los ingresos netos de capital son mayores con el nuevo cómputo que con el anterior, para casi todos los períodos anuales. Para el lapso 1992-98 la diferencia acumulada asciende a U\$S 17.491 millones. Si a eso se le suma el saldo acumulado de la nueva cuenta "Errores y Omisiones Netos", que es negativo y próximo a los U\$S 6.000 millones, se alcanza una cifra muy semejante a la diferencia en el cómputo del déficit en cuenta corriente.

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

En lo que se refiere a la cuenta de capital, el grueso de las diferencias se debe a la mejor estimación de los movimientos de capitales privados y a la separación de la partida "Errores y Omisiones Netos", que antes estaba subsumida de hecho en la cuenta de capital y financiera.

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

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

**Cuadro N° 1 Cuenta Corriente
(en millones de U\$S)**

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia
1992	-5.441	-5.488	-47
1993	-7.644	-8.003	-359
1994	-10.077	-10.949	-872
1995	-2.849	-4.938	-2.089
1996	-3.993	-6.468	-2.475
1997	-9.332	-12.036	-2.704
1998	-11.636	-14.730	-3.094
Acumulado 1992-98	-50.972	-62.612	-11.640

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

Cuadro N° 2 Cuenta Capital y Financiera (en millones de U\$S)

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia	Errores y Omisiones
1992	8.546	8.960	414	-198
1993	12.124	13.496	1.372	-1.243
1994	10.638	12.451	1.813	-820
1995	2.780	6.518	3.738	-1.682
1996	7.775	11.998	4.223	-1.648
1997	12.394	16.590	4.196	-1.281
1998	15.078	17.263	2.185	905
Acumulado 1992-98	69.335	87.276	17.491	-5.967

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

Cuadro N° 3 Cuenta Corriente (porcentaje del PIB a precios corrientes)

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia
1993	3,23	3,38	0,15
1994	3,91	4,25	0,34
1995	1,10	1,91	0,81
1996	1,47	2,38	0,91
1997	3,19	4,11	0,92
1998	3,90	4,94	1,04

Fuente: 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 11/06/99, "Informe de Avance del Nivel de Actividad".
- Para la cuenta corriente del balance de pagos: MEYOSP, Presentación de la Actualización Metodológica del Balance de Pagos, abril de 1999.

Como ya se indicó, el déficit de cuenta corriente es sistemáticamente más elevado con la nueva forma de cómputo que con la anterior. La diferencia entre ambas estimaciones ha sido creciente, tanto en dólares corrientes (Cuadro N° 1) cuanto medida como porcentaje del PIB (Cuadro N° 3). La diferencia acumulada en el período 1992-98 es de U\$S 11.640 millones. Como porcentaje del producto, dicha diferencia fue superior a un punto en 1998 (cuando se ubica en 1,04%).

El déficit en cuenta corriente, que con las cifras anteriores nunca alcanzó a 4% del PIB, con los nuevos cálculos supera ese nivel en tres períodos anuales: 1994, 1997 y 1998. Medido como porcentaje del producto, el déficit de 1998 es el más elevado de la serie del Cuadro N° 3, (4,94 %).

La contrapartida del mayor déficit en cuenta corriente es un mayor ingreso estimado de capitales. En el Cuadro N° 2 se constata que en el acumulado de 1992-98, la cuenta de capitales arrojó un saldo positivo que supera en U\$S 17.491 millones al obtenido con la metodología anterior. Sin embargo, la diferencia acumulada en la cuenta "Errores y Omisiones" alcanza a un valor negativo de U\$S 5.967 millones. Sumando estas dos últimas cifras (es decir, consolidando la cuenta de capital del período con la cuenta "Errores y Omisiones Netos") se obtiene una cifra de U\$S 11.524 millones, que es, como cabe esperar, aproximadamente igual al mayor déficit acumulado en cuenta corriente, con las formas de cómputo nuevas.

Si bien este dato no se presenta en el Cuadro N° 2, cabe mencionar que el grueso de la diferencia en los saldos acumulados de la cuenta de capital corresponde al sector privado no financiero. En efecto, éste explica una diferencia positiva de U\$S 16.998 millones frente a un total de U\$S 17.491. Esto implica que el 97% de la diferencia en los saldos acumulados de la cuenta de capital y financiera atribuibles a cambios metodológicos se debe a las modificaciones en los flujos de capital correspondientes a dicho sector.

El impacto cuantitativo de los cambios metodológicos en las distintas partidas

La comparación del balance de pagos completo de un año, calculado con las metodologías antigua y nueva permite observar, cuenta por cuenta, como han impactado los cambios que se examinan aquí. Los datos para el año 1998

calculados con la metodología anterior no se han publicado completos, sino sólo hasta el tercer trimestre. Del cuarto trimestre sólo se han dado a conocer los datos de las grandes cuentas, pero no su desagregación. Por ello, para comparar el balance de pagos en una versión desagregada, con las dos formas de cómputo, se toman a continuación las cifras de 1997, completas en ambas versiones. (Ver Cuadros N° 4 y N° 5).

Impacto sobre la cuenta corriente

Como se observa en el Cuadro N° 4, la cuenta corriente calculada con la nueva metodología arroja, para 1997, un déficit superior en U\$S 2.701 millones al cómputo anterior.

La cuenta de mercancías registra un cambio insignificante. Las partidas de servicios reales, en cambio, explican un 32% de la variación del saldo. Pesa allí apreciablemente la inclusión de nuevos ítems de servicios, mencionada más arriba, que explican una significativa variación, tanto del cómputo de ingresos (que son 44,9 % más elevados que los estimados anteriormente) como de egresos (35,4 % más elevados que en la metodología anterior).

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

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

Cuadro N° 4 - Cuenta Corriente en 1997
(en millones de U\$S)

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia	Variación (%)
Cuenta corriente	-9.335	-12.036	-2.701	
Mercancías	-2.162	-2.123	39	
Exportaciones fob	26.392	26.431	39	
Importaciones fob	-28.554	-28.554	0	
Servicios reales	-3.306	-4.178	-872	
Exportaciones de serv.	3.110	4.509	1.399	44,9
Importaciones de serv.	-6.416	-8.687	-2.271	35,4
Rentas	NE	-6.171		
Renta de la inversión	-4.213	-6.166	-1.953	
Intereses	-1.774	-4.100	-2.326	
Ganados	5.363	4.656	-707	-13,2
Pagados	-7.137	-8.756	-1.619	22,7
Utilidades y divid.	-2.439	-2.066	373	
Ganados	136	776	640	
Pagados	-2.575	-2.842	-267	
Otras rentas	NE	-5	-5	
Transferencias corrientes	346	436	90	

NE: partida inexistente en la presentación anterior.

Fuente:

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

Cuadro N° 5 -
Cuenta Capital y Financiera en 1997
(en millones de U\$S)

	Metodología Anterior	Metodología Nueva	Diferencia
Cuenta de Capital y Financiera	12.397	16.590	4.193
Sector Bancario	-1.419	-1.456	-37
BCRA	-798	-586	212
Otras entidades financieras	-621	-870	-249
Sector Público no Financiero	7.637	7.932	295
Sector Privado no Financiero	9.997	10.114	117
Otros Movimientos de Capital	-3.818	NE	3.818
Errores y Omisiones netos	NE	-1281	
Variación de Reservas Internacionales	3.062	3.273	211
Reservas Internacionales del BCRA	NE	3.062	
Ajuste por tipo de pase	NE	-211	

(*) Incluye también Errores y Omisiones y Variación de Reservas.
NE: partida inexistente en la otra presentación.

Fuente:

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

Impacto sobre la cuenta de capital y financiera

La revisión de la cuenta de capital y financiera arroja diferencias aún mayores que las observadas en la cuenta corriente. El saldo anual contabilizado con la nueva metodología supera en U\$S 4.193 millones al anterior (Cuadro N° 5) : la diferencia se concentra sustancialmente en la desaparición de la cuenta "Otros Movimientos de Capital", debido a que en la versión anterior el saldo negativo de la cuenta corriente estaba subestimado, porque, eran subestimados el saldo negativo de la cuenta de servicios reales y los pagos de intereses al exterior.

Con la metodología anterior, la subestimación del déficit en cuenta corriente se reflejaba en un saldo negativo correspondiente en la cuenta "Otros Movimientos de Capital", calculada de modo residual. Al aumentar el déficit en cuenta corriente con la reforma metodológica reciente, la contrapartida es una mayor entrada de capitales. La partida residual, en este caso, se hace mucho menor y en la nueva metodología pasa a ser, más apropiadamente, "Errores y Omisiones Netos".

EL DESEMPEÑO DE LAS CUENTAS EXTERNAS EN 1998

En la descripción de la evolución reciente del balance de pagos deben tomarse en cuenta diversos eventos, particularmente externos, que constituyen verdaderos hitos de la historia económica mundial y regional del fin de la década. En primer lugar, cabe recordar que en el tercer trimestre de 1997 se agravó la situación de algunas economías del sudeste asiático, lo que llevó a una generalizada suba de las primas de riesgo sobre las deudas de las llamadas economías emergentes. En la región latinoamericana eso se vinculó, además, con un ataque especulativo contra el real, la moneda del Brasil, que llevó a ese país a reaccionar mediante una suba muy fuerte de las tasas de interés internas. Esto condujo a la economía brasileña, rápidamente, a un cuadro recesivo que repercutió de manera perceptible en los flujos de comercio exterior de los países vecinos, en particular de la Argentina.

Un segundo hito fue la crisis rusa de agosto de 1998, que también contribuyó a provocar una nueva suba de las primas de riesgo así como un nuevo ataque

especulativo contra el real y otra ronda de subas de las tasas de interés en el Brasil y de contracción económica en ese país. Tanto las turbulencias del tercer trimestre de 1997 cuanto las que se asociaron a la crisis rusa tensaron los mercados financieros internacionales y tornaron más escaso y caro el financiamiento disponible. Se produjo también, en el período, una considerable declinación de los precios de las exportaciones y si bien los precios de importación se movieron asimismo en baja, lo hicieron en menor proporción, por lo que declinaron perceptiblemente los términos del intercambio. Finalmente, a comienzos de 1999, se produjo una drástica modificación de la política cambiaria en el Brasil, con una fuerte depreciación del real frente al dólar y, por ende, frente al peso, que también tendría impacto sobre los flujos comerciales.

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

La cuenta corriente

El déficit de cuenta corriente del año 1998, de U\$S 14.730 millones fue, como puede constatarse en los Cuadros N° 1 y N° 3, el más alto registrado en los años '90, tanto en dólares corrientes cuanto como porcentaje del PIB.

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

Las partidas de "Rentas de la Inversión", por su parte, tienen mucha menos asociación con el ciclo económico. Estas cuentas son estructuralmente deficitarias por dos razones: el país es receptor neto de inversión extranjera directa, por un lado, y es un deudor neto, por otro. Por estas características, las partidas de utilidades y dividendos, e intereses netos, son sistemáticamente deficitarias. Adicionalmente, como sobre las rentas de la inversión gravitan decisivamente, en el corto plazo, los stocks (de deuda y de inversión directa) acumulados en períodos anteriores, la misma tiene un comportamiento perceptiblemente inercial, con

tendencia a un déficit creciente y, como ya se indicó, escasamente sensible al ciclo de actividad interna.

En efecto, en los datos del Cuadro N° 1 se percibe con claridad que el déficit de cuenta corriente registrado en los años noventa tendió a aumentar rápidamente en la fase de expansión económica de 1991-94 (lo que se debió en especial al comportamiento de las transacciones de mercancías), para contraerse con la recesión de 1995 y volver a expandirse de forma veloz con la recuperación económica comprendida entre 1996 y mediados de 1998.

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

El Cuadro N° 6 presenta las distintas partidas de la cuenta corriente del balance de pagos de los años 1997 y 1998 y las correspondientes variaciones en los saldos.

Cuadro N° 6
Cuenta Corriente, período 1997 - 1998, Nueva metodología
(en millones de U\$S)

	1997	1998	Diferencia	Variación (%)
Cuenta corriente	-12.036	-14.730	-2.694	
Mercancías	-2.123	-3.223	-1.100	
Exportaciones fob	26.431	26.221	-210	-0,8
Importaciones fob	-28.554	-29.444	-890	3,1
Servicios reales	-4.178	-4.281	-103	
Exportaciones de serv.	4.509	4.601	92	
Importaciones de serv.	-8.687	-8.882	-195	
Rentas	-6.171	-7.614	-1.443	
Renta de la inversión	-6.166	-7.608	-1.442	
Intereses	-4.100	-5.084	-984	
Ganados	4.656	5.055	399	8,6
Pagados	-8.756	-10.139	-1.383	15,8
Utilidades y divid.	-2.066	-2.524	-458	
Ganados	776	829	53	6,8
Pagados	-2.842	-3.353	-511	17,9
Otras rentas	-5	-6	-1	
Transferencias corrientes	436	388	-48	

NE: partida inexistente en la presentación anterior.

Fuente:

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

Se observa un aumento de U\$S 2.694 millones en el desequilibrio en cuenta corriente. Un 40% de ese incremento se explica por el aumento del déficit en la

cuenta de mercancías (U\$S 1.100 millones), y un 53% (U\$S 1.443 millones) por el mayor desequilibrio del rubro "Renta de la Inversión".

La cuenta de mercancías

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

Cuadro N° 7

Variaciones de Precios y Cantidades del comercio de bienes
Período 1997 - 1998

	Precio	Cantidad
Importaciones	-5,3	8,9
Exportaciones	-9,4	8,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

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

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

Cabe también señalar, considerando una perspectiva de mayor plazo, que la caída de los términos del intercambio (es decir, del cociente entre los precios de exportación e importación) observada a partir de 1996 simplemente revierte la extraordinaria suba observada en el período anterior. Como se observa en el Cuadro N° 8, los términos del intercambio de 1998 no son bajos en comparación histórica. En realidad, considerando promedios anuales, fueron aún levemente

superiores a los registros de 1993 y 1994, más allá de lo que indican las variaciones observadas en algunos precios de mercancías específicas. Las variaciones interanuales en los precios medios para diversas categorías del comercio se presentan en el Cuadro N° 9. Se destaca la declinación de los precios de los combustibles y del valor unitario de los bienes primarios vendidos al exterior.

Cuadro N° 8
Evolución de los términos del intercambio (promedios anuales)

Año	1993=100
1990	89,8
1991	92,5
1992	97,2
1993	100,0
1994	101,5
1995	101,8
1996	109,8
1997	108,3
1998	103,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Cuadro N° 9
Evolución de los precios del comercio en 1998 (%)

Categoría	Variación del precio
Exportaciones primarias	-12,1
Exportaciones de MOA (*)	-7,8
Exportaciones de MOI (**)	-2,9
Exportaciones de Combustibles	-29,9
Importaciones de Bienes de Capital	-3,1
Importaciones de Bienes Intermedios.	-7,7
Importaciones de Combustibles	-26,3
Importaciones de piezas y accesorios	-3,2
Importaciones de Bienes de Consumo	-2,0

(*) MOA: Manufacturas de origen agropecuario

(**) MOI: Manufacturas de origen industrial

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

Cuadro N° 10

Crecimiento trimestral interanual de las exportaciones de bienes, en términos reales (%).

Trimestre	Crecimiento
1997.1	18,1
1997.2	16,3
1997.3	14,8
1997.4	11,2
1998.1	11,9
1998.2	15,3
1998.3	6,4
1998.4	-1,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

El comportamiento trimestral de los flujos de comercio se observa en los Cuadros N° 10 y N° 11. En lo relacionado con las exportaciones (Cuadro N° 10) se percibe que la tendencia a su desaceleración se manifiesta ya en el segundo semestre de 1997, cuando se inicia el proceso recesivo en el Brasil, aunque esa tendencia a la pérdida de dinamismo está atenuada, en el segundo trimestre de 1998, por el impacto de la extraordinaria cosecha de ese año. Luego, la contracción es mucho más marcada y la evolución se hace negativa en el último trimestre de 1998.

Cuadro N° 11

Crecimiento trimestral interanual de las importaciones de bienes, en términos reales (%).

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

El ritmo de expansión de las importaciones (Cuadro N° 11) también tiende a atenuarse en el segundo semestre de 1997, aunque presentando siempre tasas de aumento muy superiores a las de las ventas de bienes al resto del mundo. La desaceleración se hace abrupta en el segundo semestre de 1998, cuando se inicia la recesión en Argentina. En el último trimestre del año, la contracción del flujo real de compras de bienes al resto del mundo supera el 5%. De manera que el año 1998 concluyó con una franca retracción de los flujos de comercio del país.

En materia de servicios reales surge del Cuadro N° 6 un comportamiento poco dinámico, con incrementos de exportaciones e importaciones próximos al 2% en el año, y un leve aumento del déficit.

La renta de la inversión

Intereses

Los Cuadros N° 12 y N° 13 presentan los flujos de ingresos y egresos de intereses. En primer lugar (Cuadro N° 12) sobresale el nivel de los intereses obtenidos por el BCRA, (U\$S 1.237 millones), como consecuencia de la expansión de las reservas de divisas de la autoridad monetaria¹. Se observa también el significativo nivel de los ingresos del sector privado no financiero por sus activos financieros contra no residentes, de U\$S 2.502 millones.

Cuadro N° 12

Intereses ganados, por sector
(En millones de U\$S)

Sector	1997	1998	Variación
BCRA	1.054	1.237	183
Otras Entidades Financieras	684	981	297
Público no Financiero	404	335	-69
Privado no Financiero	2.514	2.502	-12
Total	4.656	5.055	399

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos. 1992-93 anual y 1994-98 trimestral, 1999.

Los egresos de intereses crecieron más que los ingresos. El valor de este concepto se vincula con los devengamientos del sector público (U\$S 5.487 millones) y del sector privado no financiero (U\$S 2.915 millones). Estos últimos fueron los de mayor crecimiento, (se incrementaron en U\$S 570 millones, equivalentes a un 24,3%), acorde con la muy rápida tasa de expansión de la deuda externa privada y a la suba del costo del endeudamiento externo en el período.

¹ Los intereses obtenidos por el Banco Central merced a la colocación de parte de las reservas de divisas en activos externos líquidos rentables constituye la forma que asume el señoreaje bajo el régimen de convertibilidad. Estos ingresos se perderían en caso de que el régimen monetario evolucionase hacia una dolarización unilateral.

Cuadro N° 13
Intereses pagados, por sector
(En millones de U\$S)

Sector	1997	1998	Variación
BCRA	279	265	-14
Otras Entidades Financieras	1.206	1.472	266
Público no Financiero	4.926	5.487	561
Privado no Financiero	2.345	2.915	570
Total	8.756	10.139	1.383

Fuente: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-98 trimestral, 1999.

Utilidades y dividendos

Mientras que los ingresos en concepto de utilidades y dividendos son de poca significación, los egresos alcanzaron los U\$S 3.353 millones y se expandieron alrededor de 18% en relación con la estimación del año precedente (Cuadro N° 14). Si bien esa tasa de crecimiento es muy elevada cabe destacar que resulta de comportamientos muy desiguales de las utilidades y dividendos correspondientes al sector privado no financiero (que sólo aumentaron un 6,6%) y del sector financiero, que se multiplicaron por más de tres, aunque son de cuantía relativamente menor.

Esta elevada tasa de incremento de las utilidades y dividendos de no residentes en el sector financiero se asocia al proceso de transferencia de activos del sector, que fue muy intenso en el año 1997, y se está reflejando actualmente en la cuenta corriente del balance de pagos.

Cuadro N° 14 - Utilidades y dividendos pagados, por sector
(En millones de U\$S)

Sector	1997	1998	Variación
Financiero	145	478	333
Privado no Financiero	2.697	2.875	178
Total	2.842	3.353	511

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

La cuenta de capital y financiera y la variación de reservas

Las necesidades de financiamiento - flujo del año 1998 fueron de U\$S 18.168 millones y provienen de sumar el déficit en cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales del período. El financiamiento surge de ingresos netos

de capital por U\$S 17.263 millones. La diferencia entre las referidas necesidades de financiamiento y el saldo de la cuenta de capital y financiera correspondió a los "Errores y Omisiones Netos", por U\$S 905 millones.

El nuevo endeudamiento público neto, de U\$S 9.349 millones (Cuadro N° 15), aportó un 54% del saldo de la cuenta de capital y financiera y 51% de las necesidades de financiamiento mencionadas. El sector privado no financiero, por su parte, generó un 30,6% de los recursos netos de capital. Es de destacar que el endeudamiento público cambió sensiblemente su perfil dentro del año: mientras que en los primeros tres trimestres predominó la colocación de bonos en el cuarto, luego de la crisis rusa y cuando los mercados financieros externos se cerraron por un breve período, el papel central lo jugaron los recursos recibidos merced al apoyo del BID y el BIRF².

Un hecho muy destacado es que mientras que el sector público incrementó su captación de recursos financieros externos en relación con lo observado en el año anterior, en U\$S 1.417 millones, el sector privado no financiero evidenció un marcado movimiento en el sentido contrario. En efecto, el financiamiento obtenido por este sector, en términos netos, cayó a casi la mitad de lo registrado en 1997. La declinación alcanzó a U\$S 4.829 millones y se vincula, en buena medida, con las mayores dificultades para colocar deuda privada en los mercados internacionales, dado el clima financiero desfavorable que se configuró como consecuencia de las sucesivas crisis (del sudeste de Asia, de Rusia, de Brasil), ya mencionadas.

Por su parte, los ingresos del sector financiero (sin el BCRA) superaron los U\$S 2.600 millones debido, principalmente, a la transferencia hacia el país de parte de los requisitos de liquidez, de depósitos en el Deutsche Bank en Nueva York, acatando disposiciones al respecto por parte de la autoridad monetaria. En efecto, los depósitos referidos declinaron en U\$S 1.474 millones en el período, lo que corresponde a más de la mitad de los ingresos netos de capitales del sector financiero que registra el balance de pagos³.

² MEYOSP, Informe Económico, Año 8, Número 28, abril de 1999, página 93.

³ Al respecto véase MEYOSP, Informe Económico, Año 8, Número 28, abril de 1999, cuadro 8.4, página 153.

Cuadro N° 15
Cuenta Capital y Financiera, período 1997 - 1998, Nueva metodología (*)
(en millones de U\$S)

	1997	1998	Diferencia
Cuenta de Capital y Financiera	16.590	17.263	673
Sector Bancario	-1.456	2.629	4.082
BCRA	-586	-512	74
Otras entidades financieras	-870	3.141	4.011
Sector Público no Financiero	7.932	9.349	1.417
Sector Privado no Financiero	10.114	5.285	-4.829
Errores y Omisiones netos	-1.281	905	2.186
Variación de Reservas Internacionales	3.273	3.438	165
Reservas Internacionales del BCRA	3.062	3.442	
Ajuste por tipo de pase	-211	4	

(*) Incluye también Errores y Omisiones y Variación de Reservas.
 NE: partida inexistente en la otra presentación.

Fuente:

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

La inversión directa

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

En el Cuadro N° 16 se presentan, para el período 1992-98, las proporciones en que la IED y las de otro tipo participaron en la cobertura de las necesidades de financiamiento flujo. Se observa que, más allá de una marcada variabilidad de año a año, la inversión directa cubrió más de 30% de esas necesidades de financiamiento a lo largo de todo el período considerado. Sin embargo, es también de notar que esa participación es menor en los últimos años y en 1998 alcanzó sólo a poco más de 20%.⁴

⁴ Los porcentajes del cuadro 16 no suman 100 por la discrepancia resultante de la partida "Errores y Omisiones Netos".

Cuadro N° 16

Financiamiento de la cuenta corriente del balance de pagos y de la acumulación de reservas (FF), 1992-1998, (Porcentajes).

	IED / FF	Inv. de Cartera y Otras / FF
1992	36,7	65,5
1993	16,8	93,3
1994	21,3	85,7
1995	77,7	57,1
1996	47,7	68,2
1997	32,2	76,2
1998	20,6	74,4
Acumulado 1992-1998	30,9	76,5
Acumulado 1997-1998	25,9	75,2

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

El Cuadro N° 17 presenta los datos relativos a la inversión directa desagregados por sector, y a la inversión de cartera y otras. Se observa que la IED explica algo menos del 29% del saldo de la cuenta de capital y financiera acumulado en el lapso 1992-98. Es claro que el papel del sector público es más importante a comienzos del período, debido a la concentración de ingresos por privatizaciones, pero luego declina. Los ingresos de IED captados por el sector gobierno superan los U\$S 1.100 millones al año, en promedio, en 1992-95, para caer a poco más de U\$S 500 millones anuales en 1996-98.

Cuadro N° 17

Apertura de la Cuenta Inversión, Nueva metodología 1992-1998
(En millones de dólares)

	IED Sector Gobierno (a)	IED Sector Financiero (b)	IED Sector Privado No-Fciero. (c)	Total IED (d) (d) = (a)+(b)+(c)	Inv.Cartera (e)	Cta Capital y Financiera (f) = (d) +(e)
1992	2.342	198	678	3.218	5.742	8.960
1993	916	419	724	2.059	11.437	13.496
1994	122	-23	2.381	2.480	9.971	12.451
1995	1.072	321	2.363	3.756	2.762	6.518
1996	481	101	4.355	4.937	7.061	11.998
1997	752	603	3.569	4.924	11.666	16.590
1998	334	1.024	2.382	3.740	13.523	17.263
Ac. 1992/98	6.019	2.643	16.452	25.114	62.162	87.276
Ac. 1997/98	1.086	1.627	5.951	8.664	25.189	33.853

(a): Incluye al BCRA.

(c): También comprende "otras rentas" y "transferencias corrientes".

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

El sector privado no financiero, en cambio, muestra un saldo de IED creciente, que alcanza un pico de U\$S 4.355 millones en 1996 - año que registra también el máximo de la IED total -, para luego declinar, y perceptiblemente en el último. De modo que en 1998, y pese al importante ingreso de inversión directa captado por el sector financiero, la IED aportó apenas 21,7% del financiamiento total reflejado por la cuenta de capital, bastante por debajo de la media de todo el período considerado.

Al examinar el papel de los ingresos de capitales en concepto de IED, es útil considerar su composición, según se refleja en el Cuadro N° 18.

El componente más importante para el conjunto del período 1992-98 estuvo constituido por los cambios de manos, con casi 44% de todos los ingresos: en los primeros años predominaron los asociados a las privatizaciones mientras que en la segunda mitad de la década adquirieron gran relevancia los efectuados por empresas privadas y bancos. Se observa una tendencia creciente de estas operaciones, que pasan de U\$S 2.525 millones a U\$S 3.721 millones entre 1995 y 1997, aunque luego declinan en 1998, a U\$S 2.020 millones.

Cuadro N° 18

Apertura de la Cuenta Inversión Extranjera Directa, Nueva metodología 1992-1998
(En millones de dólares)

	Reinversión de Utilidades	Aportes	Deuda con Matrices y Filiales	Cambios de Manos	Total
1992	813	474	371	2.726	4.384
1993	870	628	248	1.017	2.763
1994	840	1.287	315	990	3.432
1995	609	1.649	496	2.525	5.279
1996	355	2.002	1.245	2.911	6.513
1997	815	2.544	1.014	3.721	8.094
1998	697	2.921	59	2.020	5.697
Acumulado 1992-98	4.999	11.505	3.748	15.910	36.162

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

El segundo rubro en importancia son los Aportes, que crecen sistemáticamente, de U\$S 474 millones en 1992 a U\$S 2.921 millones en 1998. Resulta lógico que, con el paso del tiempo, a medida que la propiedad extranjera de activos productivos locales gana participación, los cambios de manos cedan terreno y se incrementen los nuevos aportes de capital a empresas ya adquiridas por no residentes. Las deudas con matrices y filiales, por su parte, mostraron también una tendencia

francamente creciente, muy especialmente en 1996 y 1997, aunque declinaron abruptamente en 1998, a sólo U\$S 59 millones.

La mas llamativa de las series que se comentan es la "Reinversión de Utilidades", que presenta valores relativamente estables, entre U\$S 609 millones y U\$S 870 millones, con la única excepción del año 1996. (Ver Cuadro N° 19).

Cuadro N° 19 - Utilidades devengadas, Nueva metodología 1992-1998
(En millones de dólares)

Año	Utilidades Totales (1)	Reinversión (2)	Remisión (1)-(2)	Remisión Sobre Total	Remisión Sobre Stock de IED(*)	"Tasa de Utilidad" (**)
1992	1.133	813	320	28,2%	Nd	nd
1993	1.678	870	808	48,2%	5,1%	7,2%
1994	1.820	840	980	53,8%	5,5%	10,1%
1995	1.893	609	1.284	67,8%	5,8%	8,5%
1996	1.762	355	1.407	79,9%	5,1%	6,4%
1997	2.353	815	1.538	65,4%	4,7%	7,2%
1998	2.570	697	1.873	72,9%	4,7%	6,4%
Acumulado 1992-98	13.209	4.999	8.210	62,2%		

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

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

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

La relativa estabilidad de este flujo resulta notable habida cuenta del crecimiento sostenido del acervo de inversión extranjera directa en el país que haría, en principio, esperar un comportamiento creciente de la reinversión. En realidad, en tanto las utilidades totales sí presentan una tendencia a incrementarse (debido al aumento del stock de IED, ya que no a mayores tasas de utilidad, según sugieren las estimaciones presentadas en el Cuadro N° 18), la relativa constancia de los volúmenes de reinversión indica que lo que crece es la remisión de utilidades al exterior, como se observa en el mismo Cuadro. En efecto, la proporción de las utilidades remitidas sobre el total, según puede estimarse a partir de los datos del balance de pagos, promedia más de 62% para el período 1992-98, pero con una tendencia marcadamente creciente. El total de las utilidades remitidas en ese lapso

alcanza a U\$S 8.210 millones, equivalentes a aproximadamente un tercio de los ingresos totales por inversión directa estimados para los mismos años.

Amortizaciones

Los flujos de la cuenta de capital y financiera hasta aquí comentados son netos, vale decir que corresponden a las diferencias entre los ingresos brutos y los egresos, que incluyen las amortizaciones. El examen de estas últimas completa el análisis de la cuenta de financiamiento.

Cuadro N° 20
Amortizaciones (1995-1998) y Vencimientos (1999 - 2003)
 (En millones de dólares)

Año	Monto
1995	5.441
1996	7.582
1997	9.398
1998	10.110
1999	12.449
2000	15.144
2001	13.321
2002	13.316
2003	10.489

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

Como puede observarse en el Cuadro N° 20, los vencimientos de deuda de mediano y largo plazo se incrementan año a año y pasan de U\$S 5.441 millones, en 1995, a U\$S 10.110 millones en 1998. Para el año 1999 se prevén vencimientos por U\$S 12.449 millones a los que cabría adicionar compromisos de corto plazo próximos a U\$S 21.500 millones; de estos últimos, casi 65% corresponden a obligaciones del sector financiero. La suma de estas magnitudes implica un total de pasivos exigibles de residentes, para 1999, de U\$S 33.949 millones.

El balance de pagos por sectores y la acumulación de reservas

Atribuyendo el balance comercial al sector privado, el balance en cuenta corriente puede desagregarse, del mismo modo que la cuenta de capital y financiera, por sector. Tal desagregación se presenta en el Cuadro N° 21.

Cuadro N° 21
Apertura de la cuenta corriente por sector económico, 1992 -1998
 (En millones de dólares)

	Sector Público	Sector Financiero	Sector Privado no Financiero	Cuenta Corriente

	(a)	(b)	(c)	(a)+(b)+(c)
1992	-2.509	-243	-2.736	-5.488
1993	-1.981	-577	-5.445	-8.003
1994	-2.284	-403	-8.262	-10.949
1995	-2.834	-982	-1.122	-4.938
1996	-3.470	-721	-2.277	-6.468
1997	-3.878	-542	-7.616	-12.036
1998	-4.247	-875	-9.608	-14.730
Acumulado 1992-1998	-21.203	-4.343	-37.066	-62.612
Acumulado 1997-1998	-8.125	-1.417	-17.224	-26.766

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

Se observa que los tres sectores considerados presentan resultados sistemáticamente deficitarios en cuenta corriente, aunque con comportamientos que se diferencian en el tiempo. El sector público muestra un desequilibrio también sistemáticamente creciente, que alcanza un máximo en 1998, de U\$S 4.247 millones. El sector financiero es el que presenta el déficit menor, de U\$S 620 en promedio anual.

El sector privado no financiero, entre tanto, es el que muestra el resultado más variable, dado el comportamiento cíclico del resultado del comercio ya mencionado. Como registra el Cuadro N° 21, es a partir de 1996 que el déficit de cuenta corriente de este sector se expandió notablemente y explica la casi totalidad del incremento del déficit total observado en 1997 y el 74% del aumento del desequilibrio en 1998. Alrededor de 60% del déficit de cuenta corriente acumulado en el período considerado se originó en este sector⁵.

Si bien los tres sectores son sistemáticamente deficitarios en cuenta corriente, lo contrario sucede con la cuenta de capital y financiera: con escasas excepciones (en particular el registro del sector privado no financiero en 1995), los tres sectores registran saldos netos positivos. Sin embargo, el superávit más significativo acumulado en el período corresponde al sector público, que explica casi

⁵ Por otra parte, cabe destacar que el déficit del sector privado no financiero es disminuido por la contabilización, en el balance de pagos, de los flujos de renta sobre los activos externos del sector, renta que en 1998 sumó alrededor de 2500 millones de dólares. Si bien contabilizar esos flujos de esa forma es conceptualmente correcto, es dudoso que esos fondos puedan considerarse, en su totalidad al menos, parte de la oferta flujo de divisas disponibles para el financiamiento de las necesidades de moneda extranjera de las actividades internas. Esto se debe en parte a que una fracción difícil de estimar de esos activos se encuentra invertida en el exterior probablemente por razones fiscales, de manera que puede conjeturarse la existencia de cierta segmentación en las carteras del sector privado.

50% de ese saldo, mientras que el sector privado no financiero explica menos de 42% de ese total. A pesar de ello, los ingresos de capitales privados han tendido a superar a los públicos en la mayor parte de los años, con tres excepciones: el período del Tequila, el inicio de la recuperación posterior (1995-96), y el año 1998. Es decir que los datos sugieren que el endeudamiento público ha tendido a cumplir un papel compensatorio, especialmente incrementándose de manera perceptible en los años en que el financiamiento externo al sector privado se hizo menos fluido o incluso negativo.

Cuadro N° 22

Apertura de la cuenta capital y financiera por sector económico, 1992 -1998
(En millones de dólares)

	Sector Público (a)	Sector Financiero (b)	Sector Privado no Financiero (c)	Cuenta Capital y Fciera. (a)+(b)+(c)
1992	1.226	1.016	6.718	8.960
1993	3.991	1.370	8.135	13.496
1994	4.413	1.612	6.426	12.451
1995	7.639	2.525	-3.646	6.518
1996	9.883	-1.048	3.163	11.998
1997	7.346	-870	10.114	16.590
1998	8.837	3.141	5.285	17.263
Acumulado 1992-1998	43.335	7.746	36.195	87.276
Acumulado 1997-1998	16.183	2.271	15.399	33.853

(a): Incluye al Banco Central

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

Debe destacarse, asimismo, que mientras que el período expansivo comprendido entre comienzos de los noventa hasta 1994 estuvo alimentado en

gran medida por los ingresos de capitales privados, en la expansión de 1996-1998, pese a que estos 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.

Los Cuadros N° 21 y N° 22 pueden agregarse de manera de reflejar sectorialmente el resultado del balance de pagos, según se muestra en el Cuadro N°.23, que también puede interpretarse como la contribución de cada sector residente a la acumulación de reservas.

Cuadro N° 23
Apertura de la balanza de pagos por sector económico, 1992 -1998
(En millones de dólares)

	Sector Público (a)	Sector Financiero (b)	Sector Privado no Financiero (c)	Errores y Omisiones (d)	Balace de Pagos (*) (a)+(b)+(c)+(d)
1992	-1.283	773	3.982	-198	3.274
1993	2.010	793	2.690	-1.243	4.250
1994	2.129	1.209	-1.836	-820	682
1995	4.805	1.543	-4.768	-1.682	-102
1996	6.413	-1.769	886	-1.648	3.882
1997	3.468	-1.412	2.498	-1.281	3.273
1998	4.590	2.266	-4.323	905	3.438
Acumulado 1992-1998	22.132	3.403	-871	-5.967	18.697
Acumulado 1992-1994	2.856	2.775	4.836	-2.261	8.206
Acumulado 1995-1998	19.276	628	-5.707	-3.706	10.491

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

Así, en el año 1998 la acumulación de reservas fue de U\$S 3.438 millones⁶. La contribución del sector público fue de U\$S 4.590 millones e 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 contribuyó a financiar los déficit de otros sectores y la acumulación de reservas). El sector

privado no financiero, en cambio, tuvo un resultado total deficitario, de U\$S 4.323 millones, es decir que contribuyó negativamente a la acumulación de reservas. El sector financiero, debido en parte a la transferencia de requisitos de liquidez desde el exterior, tuvo también una contribución positiva de U\$S 2.266 millones. Cabe destacar la modificación del resultado del sector privado no financiero entre 1997 y 1998, de U\$S 6.821 millones.

Pero el hecho estilizado probablemente más notable resulta de considerar los saldos acumulados del lapso 1992-98. En dicho período las reservas de divisas de las autoridades monetarias se incrementaron, de acuerdo con el balance de pagos, en U\$S 18.697 millones. La contribución del sector público fue de U\$S 22.132 millones, mientras que el sector privado no financiero tuvo una contribución negativa

⁶ Ese número corresponde al resultado del Balance de Pagos. Entre tanto, el BCRA presenta un stock de reservas, al cierre del año, superior al de inicio en U\$S 3.442 millones, que resultan de adicionar al resultado del balance de pagos los ajustes de valuación. Entre tanto, las reservas de todo el sistema financiero (considerando al BCRA y al resto de las entidades financieras), crecieron bastante menos: U\$S 1.968 millones. Esto se debe a que se redujeron los requisitos de liquidez de los bancos, depositados en Nueva York. (En otros términos, el incremento de reservas del BCRA estuvo alimentado, en parte, por la transferencia de parte de los requisitos de liquidez, desde depósitos en Nueva York).

de U\$S 871 millones⁷. Esto quiere decir que, en una perspectiva temporal de largo plazo, se constata que la acumulación de deuda pública permitió financiar la acumulación de reservas. Si se observa la evolución posterior al Tequila, entre tanto, la conclusión se acentúa: en el lapso 1995-98 se acumularon reservas por U\$S 10.491 millones, pero la contribución del sector privado no financiero resultó negativa, por U\$S 5.707 millones, mientras que la realizada por el sector público casi duplica la acumulación de reservas producida efectivamente (es decir que la deuda pública financió la acumulación de reservas y además generó divisas para cubrir el déficit externo del sector privado no financiero).

La evolución de la deuda externa

Entre 1992 y 1998 la economía argentina generó un déficit de cuenta corriente acumulado de U\$S 62.612 millones (Cuadro N° 1). Además, acumuló reservas internacionales de la autoridad monetaria por U\$S 18.697 millones (Cuadro N° 23), lo que hace un total de "necesidades de financiamiento flujo" de U\$S 81.309 millones. De éstos, U\$S 25.114 millones pudieron cubrirse con ingresos netos por inversión directa (Cuadro N° 18). En principio la diferencia, de U\$S 56.195 millones, debió cubrirse con colocación neta de deuda. Sin embargo, a esto habría que adicionar el saldo acumulado de la cuenta "Errores y Omisiones Netos", U\$S 5.697 millones (Cuadro N° 23) en el período, lo que llevaría al nuevo endeudamiento neto del lapso considerado a U\$S 61.892 millones.⁸

Se observa, entonces, que el elevado nivel de las necesidades de financiamiento del país en el período ha llevado a la deuda externa a expandirse a

un ritmo también alto. La tasa media anual de crecimiento del endeudamiento total entre 1991 y 1998 asciende a 12,4%, y ha sido levemente más elevada a partir de 1994 (es decir, en el período financieramente más difícil que se abre con la crisis de México de diciembre de ese año).

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

⁷ Que asciende en realidad a U\$S -6.838 millones si se atribuye el total de los "Errores y Omisiones Netos" al sector privado no financiero.

⁸ Esta cifra difiere de la variación de los stocks de la deuda externa, fundamentalmente, por razones de valuación.

Este ritmo de endeudamiento fue, por otro lado, muy superior a la tasa de expansión del producto bruto interno. En efecto, frente a tasas de variación de las obligaciones financieras externas del país superiores a 12%, el crecimiento del PIB a precios corrientes entre 1993 y 1998 fue de sólo 4,74% anual y bajó en 1995-99 a una cifra del orden de sólo 2,3% en promedio (aproximadamente, asumiendo una contracción de 3,5% en 1999).

Como consecuencia de estos comportamientos, la relación "deuda externa/PIB" de la Argentina aumentó en más de 15 puntos entre 1993 y 1998 (Cuadro N° 24), pasando de 28,5 % a 44,2 %. Esa evolución, como la de otros indicadores de endeudamiento en el período reciente (Cuadro N° 25), pone en evidencia una clara tendencia al deterioro de la posición financiera externa de la economía nacional.

Cuadro N° 24

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

Sector	1993	1998
Público (*)	22,0	26,4
Financiero (**)	3,3	7,1
Privado no Financiero	3,2	10,7
Total	28,5	44,2

(*) Incluye al Banco Central.

(**) Excluye al Banco Central.

- **Fuente:** Elaboración propia en base a los datos de: MEYOSP, Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos, 1992-93 anual y 1994-1998 trimestral, 1999, y
- Para el PIB: MEYOSP, Sistema de Cuentas Nacionales. Argentina. Año Base 1993. Estimaciones trimestrales y anuales: Años 1993-1997, junio de 1999,
- Para el PIB de 1998: MEYOSP, Comunicado de prensa del 11 de junio de 1999 titulado "Informe de Avance del Nivel de Actividad".

Cuadro N° 25

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

1992	1994	1996	1998
5.00	4.93	4.33	5.03

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

Conclusiones

- Las mejoras metodológicas mas importantes introducidas en la última reforma del balance de pagos se refieren a la cuenta de capital y financiera y ,en particular, a las partidas que reflejan los movimientos de capitales del sector privado no

financiero. La mayor parte de estos cambios se asientan en nuevas estimaciones de los activos y pasivos de dicho sector, que anteriormente no se estimaban. En especial la deuda externa de este sector, al 30 de septiembre de 1998, alcanzó a U\$34.163 millones, mientras que con la anterior estimación era de U\$18.016 millones.

- La nueva metodología del balance de pagos arroja cifras del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos mayores que las anteriores. Para los últimos años la diferencia ronda valores equivalentes a un punto del PIB y la diferencia acumulada del lapso 1992-1998 asciende a más de U\$11.600 millones.
- La contrapartida de ese mayor déficit estimado para la cuenta corriente es un mayor superávit estimado para la cuenta de capital. Para el lapso 1992-98 la diferencia acumulada asciende a U\$17.491 millones. Si a eso se le suma el saldo acumulado de la nueva cuenta "Errores y Omisiones Netos", que es negativo y próximo a los U\$6.000 millones, se alcanza una cifra muy semejante a la diferencia en el cómputo del déficit en cuenta corriente.
- Las partidas de mayor contribución al déficit en cuenta corriente son las importaciones de servicios (cuya reestimación lleva a un mayor déficit en la cuenta de servicios reales a pesar de la también significativa variación positiva del valor de las exportaciones de servicios debida al cambio metodológico), y los mayores pagos de intereses. Estos últimos se abultan por la mejor - y más completa - estimación de la deuda privada y también por la incorporación de intereses devengados no vencidos que no se computaban.
- El déficit de cuenta corriente del año 1998, de U\$14.730 millones fue el más alto registrado en los años '90, tanto en dólares corrientes cuanto como porcentaje del PIB. Se observa un aumento de U\$2.694 millones en el desequilibrio respecto de 1997. Un 40% de ese incremento se explica por el aumento del déficit en la cuenta de mercancías (U\$1.100 millones) y un 53% (U\$1.443 millones) por el mayor desequilibrio del rubro "Renta de la Inversión".
- Es de resaltar el nivel de los intereses obtenidos por el BCRA, (U\$1.237 millones), como consecuencia de la expansión de las reservas de divisas de la autoridad monetaria. Se observa también el significativo nivel de los ingresos del sector privado no financiero por sus activos financieros contra no residentes, de U\$2.502 millones.
- Los egresos de intereses crecieron más que los ingresos. El valor de este concepto se vincula con los devengamientos del sector público (U\$5.487 millones) y del sector privado no financiero (U\$2.915 millones). Estos últimos fueron los de mayor crecimiento, (se incrementaron en U\$570 millones,

equivalentes a un 24,3%), acorde con la muy rápida tasa de expansión de la deuda externa privada y a la suba del costo del endeudamiento externo en el período.

- Los ingresos en concepto de utilidades y dividendos son de poca significación; los egresos, por su parte, alcanzaron los U\$S 3.353 millones y se expandieron alrededor de 18% en relación con la estimación del año precedente.
- Las necesidades de financiamiento - flujo del año 1998 fueron de U\$S 18.168 millones y provienen de sumar el déficit en cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales del período. El financiamiento surge de ingresos netos de capital por U\$S 17.623 millones. La diferencia entre las referidas necesidades de financiamiento y el saldo de la cuenta de capital y financiera correspondió a los "Errores y Omisiones Netos", por U\$S 905 millones.
- El nuevo endeudamiento público neto, de U\$S 9.349 millones aportó un 54% del saldo de la cuenta de capital y financiera y 51% de las necesidades de financiamiento mencionadas. El sector privado no financiero, por su parte, generó un 30,6% de los recursos netos de capital.
- La inversión extranjera directa (IED) cubrió mas de 30 % de las necesidades de financiamiento - flujo del período 1992-1998.
- La apertura de la IED para el período 1992-1998 muestra un predominio de los Cambios de Manos, asociados y, en segundo término, los Aportes de Capital.
- Mientras que las utilidades devengadas por la IED crecieron, la reinversión se mantuvo relativamente estable. Como contrapartida, se observa el incremento de la remisión de utilidades.
- En 1998 la acumulación de reservas fue de U\$S 3.438 millones. La contribución del sector público fue de U\$S 4.590 millones e 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 contribuyó a financiar los déficit de otros sectores y la acumulación de reservas). El sector privado no financiero, en cambio, tuvo un resultado total deficitario, de U\$S 4.323 millones, es decir que contribuyó negativamente a la acumulación de reservas. El sector financiero, debido en parte a la transferencia de requisitos de liquidez desde el exterior, tuvo también una contribución positiva de U\$S 2.266 millones. Cabe destacar la modificación del resultado del sector privado no financiero entre 1997 y 1998, de U\$S 6.821 millones.
- El hecho estilizado probablemente más notable resulta de considerar los saldos acumulados del lapso 1992-98. En dicho período las reservas de divisas de las

autoridades monetarias se incrementaron, de acuerdo con el balance de pagos, en U\$S 18.697 millones. La contribución del sector público fue de U\$S 22.132 millones, mientras que el sector privado no financiero tuvo una contribución negativa de U\$S 871 millones. Esto quiere decir que, en una perspectiva temporal de largo plazo, se constata que la acumulación de deuda pública permitió financiar la acumulación de reservas.

Fecha de finalización del Informe: 22 de Septiembre de 2000.