

EL INGRESO DE CAPITALES EN LA CONVERTIBILIDAD

Un análisis de su efecto sobre la tasa de crecimiento del producto

Gabriel Frontons y Cristian Iunnisi*

RESUMEN: A partir de la puesta en vigencia del plan de convertibilidad, la Argentina puso en marcha una serie de transformaciones económicas que posibilitaron el ingreso del país a los mercados internacionales de capitales. Los autores estudian la relación existente entre ingreso de capitales y la tasa de crecimiento del producto bruto interno para economías que funcionan con tipo de cambio fijo, analizando los aspectos teóricos y la evidencia empírica observada en Argentina en los últimos nueve años.

ABSTRACT: *The entrance of capitals in the pegged rate exchange system. an analysis of its effect on the growth rate of the product.*

From the moment the plan of a pegged rate exchange system (convertibility) was enforced, Argentina set forth a series of economic transformations that made the entering of this country in the international capital markets possible. The authors study the relation between the entrance of capital and the growth rate of the Gross National Product in economies that use a pegged rate of exchange, by analyzing the theoretical aspects and the empiric evidence observed in Argentina along the last nine years.

Introducción

El presente artículo tiene como objetivo estudiar la importancia que posee el ingreso de capitales externos para una pequeña economía abierta que opera con tipo de cambio fijo, mercado de capitales interno poco desarrollado y dependiente del ahorro externo.

Comenzamos nuestro análisis brindando las herramientas teóricas de una economía que funciona bajo un régimen de caja de conversión. Bajo este tipo de arreglo cambiario el ingreso de capitales provoca

una expansión del nivel de actividad económica. Cuando los fondos se retiran del país opera el efecto inverso, contracción en el nivel de actividad y aumento en la tasa de desempleo.

Basándonos en estos aspectos, se evalúa la experiencia surgida del Plan de Convertibilidad implementado en Argentina a comienzos de la década del 90 hasta el tercer trimestre del año 2000, considerando la influencia del ingreso de capitales sobre la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno. En virtud de ello, dividimos este período en cuatro etapas interpretando el

* *Gabriel Frontons* es Licenciado en Economía en la Universidad Nacional de Rosario. Profesor de Economía en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano.
Cristian Iunnisi es Licenciado en Economía en la Universidad Nacional de Rosario. Graduado en 1998 con el mejor promedio de la promoción. Profesor de Macroeconomía y de Economía Monetaria en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano.

conjunto de variables que relacionan el flujo de capitales con el cambio en el nivel de actividad económica.

1) Marco teórico

La caja de conversión es un régimen cambiario perteneciente a la categoría de tipo de cambio fijo más extremo. Se destaca porque el tipo de cambio nominal queda fijo por Ley y requiere que el Banco Central mantenga el 100% de reservas en moneda fuerte¹. La característica principal de los tipos de cambios fijos es la baja posibilidad del Banco Central de crear dinero para financiar el déficit fiscal. Si las autoridades económicas desearan aplicar una política monetaria expansiva se encontrarán con una caída en las reservas internacionales en poder del Banco Central, sin generar aumentos en el producto. Esto es así, porque la autoridad monetaria controla el tipo de cambio pero no puede influir sobre la cantidad de dinero, que es determinada a través de la demanda de saldos monetarios por parte del público.

Bajo un esquema de tipo de cambio fijo para la balanza de pagos se cumple que:

Ingreso de Capitales = Déficit de la Cuenta Corriente + Variación de las Reservas Internacionales

En este contexto, si los países poseen importantes déficits de cuenta corriente, especialmente generados por el pago de intereses de la deuda externa, la reducción en el ritmo de ingreso de capitales produce una crisis de financiamiento, aumentando el riesgo de que la autoridad monetaria no pueda mantener su promesa con respecto a la paridad cambiaria. Por lo tanto, el país registrará altas tasas de interés reflejando este riesgo, se reducirá la inversión y aumentará la

probabilidad de insolvencia de las empresas del sector privado. De lo anterior se deduce que si el déficit de Cuenta Corriente permaneciera constante a lo largo del tiempo, un corte repentino (en la literatura económica, sudden stop) en el ingreso de capitales al país, provoca una caída de las reservas internacionales, aumentando el riesgo de devaluación y las tasas de interés domésticas, reduciendo la inversión y el nivel de producto.

El ingreso de capitales (F_k) está determinado por el diferencial de la tasa de interés doméstica con respecto a la internacional, como puede observarse en la siguiente ecuación:

$$F_k = F_k (i = i^* + k)$$

Donde i es la tasa de interés doméstica, k es la prima de riesgo e i^* es la tasa de interés internacional. La prima de riesgo se encuentra determinada por el déficit fiscal y el stock de reservas internacionales (R). Cuando aumenta el déficit fiscal aumenta la prima de riesgo a causa de la mayor probabilidad de que el sector público no pueda honrar los vencimientos comprometidos de su deuda (aumenta el riesgo soberano²). El stock de reservas actúa inversamente sobre la prima de riesgo, dado que su disminución implica menor respaldo de la base monetaria y mayor probabilidad de variación en el tipo de cambio (aumenta el riesgo cambiario³).

Habrán ingresos capitales ($F_k > 0$) cuando los rendimientos de los activos domésticos superan el retorno de los activos externos, para un nivel dado de prima de riesgo. Si $F_k < 0$, hay salida de capitales, ya que los activos del país rinden menores tasas que los activos externos.

Si el país puede acceder al mercado internacional de capitales en condiciones favorables, el ingreso de fondos externos

genera un círculo virtuoso como puede verse en la figura 1.

Lo anterior implica que el mayor ingreso de capitales se traduce en un incremento de las reservas del BCRA y por lo tanto en la base monetaria, generando un aumento en la cantidad de dinero (M) y una reducción en las tasas de interés domésticas, estimulando el consumo (C) y la inversión (I) y expandiendo el producto. La expansión económica resultante reduce el déficit fiscal y disminuye la prima de riesgo de las obligaciones del sector público, lo que genera mayor confianza internacional en el país realimentando el proceso de ingreso de capitales.

Cuando se detiene el ingreso de capitales se genera un círculo vicioso que culmina con una caída en el nivel de producto como se observa en la figura 2:

La salida de capitales o corte abrupto en el ingreso tienen como determinantes los siguientes factores: a) Causas exógenas: crisis en otros países emergentes que se trasladan a la economía doméstica y/o suba en la tasa de interés de los Estados Unidos y b) Causas endógenas: condiciones econó-

micas internas que elevan el riesgo de invertir en activos domésticos de este país.

a) Las crisis en otros países emergentes genera un efecto que en la literatura se conoce como “contagio”. Esto significa que al producirse una crisis en alguna economía emergente y dependiente de capitales externos, los inversores extranjeros tendrán la percepción de que hay un mayor riesgo global en el corto plazo, no reconociendo los diferentes riesgos asociados a cada país. Es decir, que los fondos son trasladados desde activos financiero de los países emergentes hacia activos de economías desarrolladas buscando minimizar riesgos y grado de exposición.

Un alza en la tasa de interés de corto plazo por parte de la Reserva Federal provoca un cambio de portafolio de los inversores internacionales desde los mercados emergentes hacia los Estados Unidos lo que implica una reducción en la demanda de los activos financieros domésticos (bonos y acciones) y una disminución del flujo financiero hacia este grupo de países.

Figura 1. Ingreso de capitales. El círculo virtuoso.

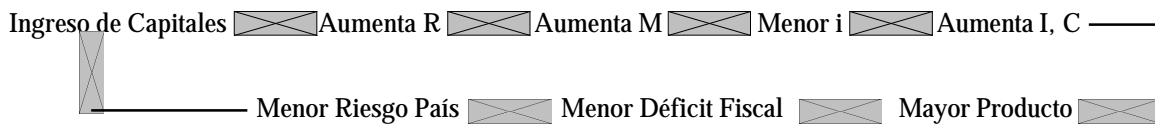
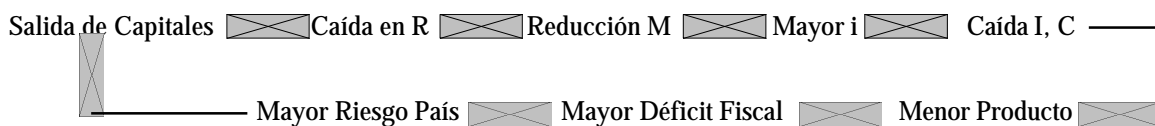


Figura 2. Salida de capitales. El círculo vicioso.



b) Con respecto a las causas endógenas se pueden mencionar: aumento sostenido en los niveles de déficit fiscal y de deuda pública, caída en las reservas, falta de solidez del sistema financiero, incertidumbre política y económica que elevan el riesgo de invertir en activos financieros domésticos.

Cualquiera sea la causa, el freno en el ingreso de capitales provoca una caída en el nivel de reservas internacionales causando una reducción en la cantidad de dinero, mayores tasas de interés domésticas, más bajo nivel de inversión y un menor nivel producto. Esta caída en el producto bruto genera un alza en el riesgo soberano que dificulta el acceso del sector público y del sector privado a los mercados internacionales de capitales, contrayendo aún más el ingreso de fondos desde el exterior.

2) La experiencia argentina.

En esta sección analizamos cuatro etapas atravesadas por la economía argentina a partir de 1992 y hasta el tercer trimestre de 2000, desde la perspectiva de la influencia del ingreso de capitales sobre la actividad económica. Las etapas definidas son las siguientes:

- a) Primera etapa: Expansión económica 1992-1994
- b) Segunda etapa: Recesión de 1995
- c) Tercera etapa: Recuperación y expansión 1996-1998
- d) Cuarta etapa: Contracción 1999-2000.

a) Primera etapa: Expansión económica 1992-1994.

A comienzos de 1991, el país puso en marcha un conjunto de reformas

estructurales, entre las que se destacaron la ley de convertibilidad, la apertura económica, el proceso de privatizaciones y un nuevo perfil político frente al orden mundial. Estas medidas permitieron que el país volviera a ser atractivo como destino de inversiones, mejorando el desempeño del sector productivo.

Las condiciones vigentes durante este período en los mercados internacionales de capitales, relevantes para la marcha de la economía argentina y para otros países emergentes, acompañaron en forma favorable el proceso de transformación económica iniciado. Las tasas de interés de corto plazo implícitas en los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (US Treasury a un año de plazo) se mantuvieron en niveles reducidos, oscilando entre un 3,61% en diciembre de 1992 a 4,35% en marzo de 1994 (Véase Gráfico 3 en Anexo). A partir de esta fecha la Reserva Federal revierte su política monetaria expansiva, ante la firmeza del crecimiento económico y el temor a presiones inflacionarias. Este factor exógeno (bajas tasas de interés internacionales), sumado a las condiciones endógenas mencionadas precedentemente, se reflejaron en una reducción apreciable en los niveles de riesgo soberano y cambiario. (Véase Gráfico 4 y 5 en Anexo). Ello permitió un fluido acceso de los sectores de la economía nacional a los mercados financieros internacionales. Se observó, entonces, una entrada neta de capitales extranjeros destinados tanto a inversiones de cartera como productivas (comienzan a ponerse en marcha numerosos proyectos de inversión impulsados por el proceso de modernización económica).

La cuenta capital de la balanza de pagos evidenció saldos superavitarios durante los tres años, alcanzando 8.984 millones en 1992, 13.541 millones en 1993,

Cuadro 1: Algunos indicadores seleccionados

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Sept. 2000
Sector Real									
Tasa Crecimiento PBI	9,6%	5,7%	5,8%	- 2,8%	5,5%	8,1%	3,9%	- 3%	- 0,5% *
Tasa Crecimiento Inversión	33,5%	16%	14%	-13%	9%	17,7%	6,6%	-12,8%	- 10,8% *
Sector Externo									
Resultado Cta. Corriente	- 5.715	- 8.158	-11.159	- 5.196	- 6.844	- 12.323	-14.611	- 12.255	-7.043
Balanza Comercial	- 1.396	- 2.364	- 4.139	2.357	1.760	- 2.133	- 3.117	- 771	2.068
Intereses Pagados	3.477	3.593	4.760	6.360	7.345	8.824	10.316	11.246	9.176
Dividendos Pagados	1.327	1.975	2.378	2.674	2.581	2.858	3.196	2.606	2.198
Resultado Cuenta Capital	8.984	13.541	12.731	7.149	12.405	17.249	17.145	14.614	6.119
Sector Privado No Financiero	6.740	8.161	6.680	- 3.308	3.546	10.198	4.189	2.333	2.303
Sector Público	940	7.074	4.058	5.840	9.032	8.125	9.343	10.898	7.096
Var. Reservas Internacionales	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.998	3.258	- 309	- 1.043

Fuente: Ministerio de Economía – BCRA. Valores en millones de dólares. (*) Cifras provisorias año 2000. INDEC.

y 12.731 millones de dólares en 1994, como puede observarse en el cuadro 1. El ingreso de capitales acumulado en esta etapa 35.256 millones de dólares, permitió solventar un déficit en cuenta corriente de 25.032 millones e incrementar las reservas internacionales en 8.206 millones.

El sector privado no financiero obtuvo un ingreso neto de capitales por 21.581 millones de dólares acumulado, representando el 61% del saldo total de la cuenta capital, mientras que el sector público no financiero tuvo un ingreso neto de 12.072 millones de dólares (4.000 millones promedio anual) y el sector financiero tuvo un ingreso neto de 1.602 millones de dólares.

A través del sistema de creación de dinero impuesto por la Ley de Convertibilidad, el total de recursos monetarios de la economía creció en forma abrupta durante este período, a causa del mayor circulante en poder del público y de los mayores stocks de depósitos bimonetarios, hasta alcanzar el 22% del PBI en 1994. Este crecimiento de la masa de recursos disponibles posibilitó también el aumento en el flujo de préstamos totales a un nivel de

72.021 millones, mientras que los dirigidos al sector privado no financiero alcanzaron 52.029 millones de dólares en diciembre de 1994. La tasa de interés activa en pesos para empresas de primera fluctuó entre 8,21% y 13,56% y en dólares osciló entre 7,05% y 9,80% en este período (Gráfico 6 del Anexo). Las tasas pasivas para los depósitos a 60 días fluctuaron entre 9,18 y 13,80% en pesos y entre 6,19% a 7,79% en dólares.

La deuda externa mostró un aumento de 22.890 millones de dólares, pasando de 62.766 millones en 1992 a 85.656 millones de dólares a fines de 1994. Por su parte, la deuda del sector privado no financiero creció a un ritmo del 57% promedio anual, destacándose la colocación de bonos y títulos y la deuda bancaria directa con valores de 6.286 millones de dólares y 3.927 millones de dólares en 1994 respectivamente. Mientras que la deuda contraída por el sector público creció al 10% anual y el total de la deuda del sector financiero mostró un crecimiento anual del 28,91% durante este trienio. (Véase Cuadro 2)

La combinación de mayor oferta monetaria y bajos niveles de tasas de interés,

Cuadro 2: EVOLUCIÓN DEUDA EXTERNA ARGENTINA. PERIODO 1992 - 2000.

Sector	1.991	1.992	1.993	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000 (*)
Sector Público No Financiero y BCRA	52.739	50.678	53.620	67.002	73.511	74.803	82.406	85.991	85.913
Bonos y Títulos	5771	6,879	31.594	37.978	46,079	4,273	55,320	59,004	60,878
Deuda Refinanciada Plan 1992	26670	25,516	0	0	0	0	0	0	0
Organismos Internacionales	7962	7,104	10.501	15.088	15,710	16,121	18,476	20,167	19,371
Acreedores Oficiales	9042	9,207	9,765	11.609	10,040	7,881	7,248	5,754	4,726
Bancos Comerciales	1549	951	1,271	1,709	1,346	1,318	1,240	940	809
Proveedores y Otros	1745	1,021	489	618	336	210	122	126	129
Sector Privado No Financiero	3521	5.568	9.708	17.918	20.589	28.990	35.093	36.600	36.537
Bonos y Títulos Privados	434	1,623	4,828	7,752	8,278	12,936	16,614	16,936	17,343
Organismos Internacionales	223	253	345	632	757	834	836	1,187	1,175
Acreedores Oficiales	454	452	789	1,806	2,105	2,350	2,392	2,282	2,541
Bancos Participantes	118	196	273	640	1,165	1,135	981	1,312	1,182
Deuda Bancaria Directa	1691	2,261	2,604	6,043	7,160	10,412	12,332	12,510	11,788
Proveedores y Otros	601	783	869	1,045	1,124	1,323	1,938	2,373	2,508
Sector Financiero (Sin BCRA)	5074	6.520	8.881	13.627	15.659	20.589	22.306	23.628	25.216
Bonos y Títulos	109	780	1,991	2,516	3,978	5,064	6,161	6,349	6,862
Líneas de Créditos	3037	4,104	4,312	7,249	6,948	7,407	8,522	9,781	7,871
Organismos Internacionales	299	301	295	331	501	459	431	499	461
Depósitos	184	323	1,030	1,728	1,603	2,822	2,354	2,630	3,241
Obligaciones Diversas	1445	1,012	1,253	1,803	2,629	4,837	4,838	4,369	6,781
Totales	61.334	62.766	72.209	98.547	109.759	124.382	139.805	146.219	147.666

Fuente: Ministerio de Economía. (*) Setiembre 2000. En millones de dólares.

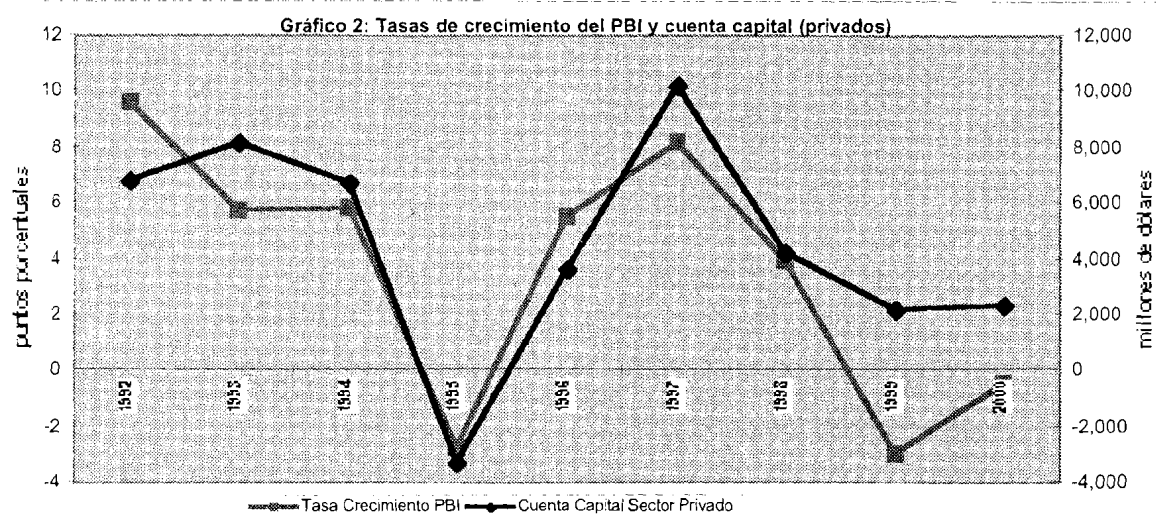
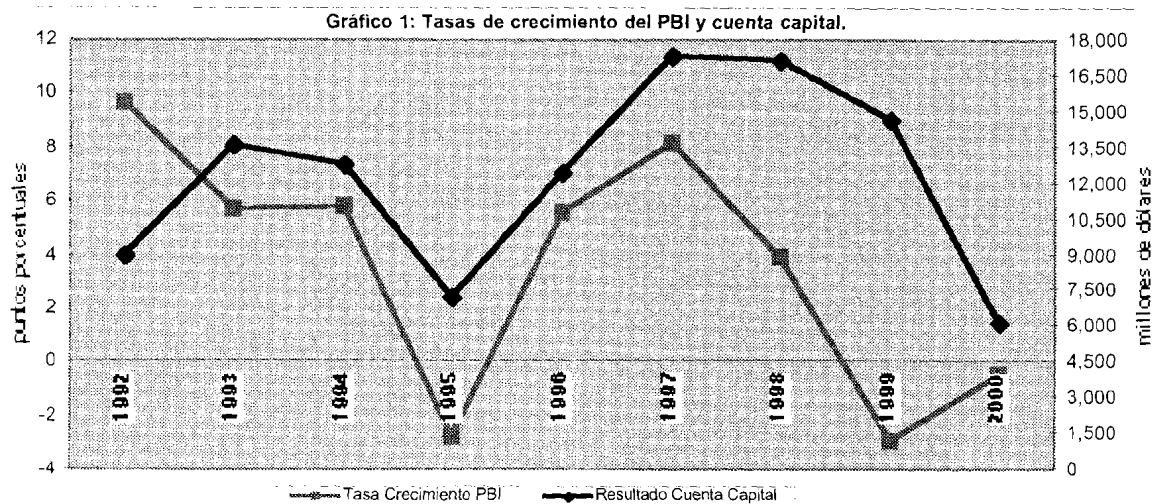
posibilitaron el aumento de la inversión durante este período a un ritmo de crecimiento promedio del 21,1% anual.

Del análisis se desprende que las altas tasas de inversión de este período y el creciente nivel de actividad económica (7% promedio anual) se vieron fuertemente favorecidos por el mayor ingreso de capitales. La tasa de crecimiento del producto bruto interno alcanzó un nivel máximo de 9,6% en 1992 y un mínimo de 5,7% durante 1993. (Véase Gráficos 1 y 2)

b) Segunda etapa: Recesión 1.995. La crisis de financiamiento

Desde el primer trimestre de 1.994 comenzaron a manifestarse distintos factores exógenos a la economía argentina que hacia fines de ese año afectaron la credibilidad y

la solvencia del sistema financiero. Entre ellos debemos citar el aumento de las tasas de los bonos del tesoro norteamericano y la devaluación de la moneda mexicana. Esta situación generó una fuerte suba en los niveles de riesgo soberano de los bonos domésticos, repercutiendo en el mercado local a través de las tasas de interés activas y pasivas⁴. La tasa de los bonos de Estados Unidos a un año alcanzó su valor máximo de 7,17% en diciembre de 1994, tomando luego una lenta trayectoria descendente hasta ubicarse en 5,14% hacia fines de 1995. El riesgo soberano creció hasta su nivel máximo de 1.600 puntos básicos en febrero de 1995. Las tasas de interés del mercado financiero subieron fuertemente durante gran parte del año, la tasa activa para empresas de primera línea en pesos alcanzó 33.67% y la tasa de interés pasiva en pesos a 60 días 19.25% en marzo de 1995. Además, en abril 1995 se observó un aumento del



riesgo cambiario que llegó a 965 puntos básicos. (Véase Gráficos 4 y 5 en Anexo).

La balanza de pagos observó una reducción en el ingreso neto de fondos provenientes del exterior a 7.149 millones de dólares en este año y una notable contracción del déficit de cuenta corriente (53% menor con respecto al año anterior), provocado por el ajuste recesivo (las importaciones cayeron 9% mientras que los saldos exportables subieron 32%). Como se puede apreciar en el Cuadro 1, el superávit en la cuenta capital permitió financiar el déficit comercial de 5.196 millones de dólares y la reducción de las reservas internacionales de 102 millones de dólares.

Un aspecto importante a destacar es que 1995 marca un punto de inflexión con respecto al pago de intereses al exterior. En este año, los intereses pagados alcanzaron 6.360 millones de dólares, aumentando 33% con respecto al año anterior, a causa del aumento en el stock de la deuda externa y de las mayores tasas de interés internacionales vigentes.

El comportamiento de la cuenta capital sufrió no solo aquel impacto, sino también un cambio de actitud por parte del sector privado que revirtió su fuerte posición de tomador neto de fondos en el período anterior, mostrando una salida neta de fondos por 3.308 millones de dólares durante este

Cuadro 3: Reservas internacionales, pasivos financieros del BCRA y préstamos.

Período	Oro, Divisas, Colocaciones a Plazo (*)	Títulos Públicos	Reservas Internacionales BCRA (1)	Pasivos Financieros (2)	Pas. Financieros respaldados por Reservas Líquidas (3)	Recursos Monetarios (4)	Préstamos		
							Sector Privado	Sector Público	Total
12/94	15392	1864	17256	15267	100.8	57744	52029	19992	72021
06/95	11093	2405	13498	13186	84.1	51243	50421	22587	73008
12/95	15049	2543	17592	16405	91.7	56392	51296	24547	75843
06/96	16251	2666	18917	17683	91.9	63437	51878	26986	78864
12/96	17503	1793	19296	18169	96.3	67389	54938	27159	82097
06/97	19501	1865	21366	19835	98.3	76502	58808	28267	87075
12/97	22482	1826	24308	22401	100.4	82149	64234	29039	93273
06/98	22923	1712	24635	22635	101.3	89643	67874	31370	99244
12/98	24906	1618	26524	24692	100.9	91844	72206	30829	103035
06/99	23243	1510	24753	23348	99.6	94343	70865	32815	103680
09/99	21915	1521	24753	21941	99.9	94588	70599	33779	104378
12/99	26407	1424	27831	26307	100.4	94496	70528	34621	105149
06/00	25867	1508	27375	25735	100.5	95733	68339	33837	102176
09/00	24890	1395	26285	24545	101.4	96897	67865	34833	102698

(*) No incluye las divisas que son contrapartida de la cuenta "Otros Depósitos del Gobierno", las que tampoco se incluyen en los Pasivos Financieros. Para obtener la Variación en las Reservas internacionales del balance de pagos corresponde incluir a esta columna Otros Depósitos del Gobierno.

(1) Corresponde a la suma de Oro, Divisas y otras colocaciones a plazo y otros y los Títulos Públicos.

(2) Es la suma de la Circulación Monetaria y la Posición Neta de Pases.

(3) Corresponde al cociente de Oro, Divisas, colocaciones a plazo y otros y los Pasivos Financieros.

(4) Constituido por los billetes y monedas en circulación y los depósitos totales en pesos y dólares.

FUENTE: B.C.R.A. - En millones de dólares.

año. El sector público, en cambio, captó 5.840 millones de dólares superando el promedio de ingreso neto del período anterior y el sector financiero tuvo un saldo superavitario de fondos ingresados desde el exterior por 4.617 millones de dólares.

Estos acontecimientos se reflejaron en la evolución de las reservas internacionales en poder del BCRA, que mostraron una caída desde 17.256 millones en diciembre de 1994 a 13.498 millones de dólares en junio de 1995, para alcanzar 17.592 millones en diciembre de 1995. Mientras que el total de recursos monetarios de la economía se redujo en una cifra cercana a los 1.352 millones entre diciembre de 1994 y diciembre de 1995 (Véase Cuadro 3).

A pesar que entre diciembre de 1.994 y diciembre de 1995 el stock de préstamos creció en 3.800 millones de dólares, se debe aclarar que esto se produjo por un fuerte incremento de los fondos tomados por el sector público (4.500 millones), y por la reducción de los captados por el sector privado de la economía (700 millones). Esta situación muestra la fuerte contracción del nivel de actividad y el desplazamiento del financiamiento entre sectores (Véase Cuadro 3). Al finalizar el tercer trimestre de 1995, la caída anual de los préstamos al sector privado alcanzó su máximo al descender 1.000 millones de dólares (2,55%).

El déficit fiscal global alcanzó 1.373 millones de dólares, triplicando su valor con respecto al año anterior, ocasionado por la

reducción en los ingresos de 1,54% y por el incremento del gasto público de 0,59%.

Durante 1995 la deuda externa se incrementó en 12.891 millones de dólares

Cuadro 4: SECTOR PUBLICO

Rubros	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	(*)2000
Ingresos Totales	50.726	51.078	50.293	47.668	55.376	56.726	58.455	43.309
Gastos Totales	47.996	51.364	51.666	52.933	59.653	60.800	63.224	47.217
Resultado Global	2.730	-286	-1.373	-5.265	-4.277	-4.074	-4.768	-3.907
Resultado sin Privatizaciones	2.207	-1.019	-2.544	-5.889	-4.582	-4.170	-7.348	-3.980
Gastos Primarios (S/Intereses)	45.082	48.214	47.583	48.325	53.908	54.139	55.000	40.336
Superávit Primario Total	5.644	2.864	2.710	-657	1.468	2.587	3.455	2.973
Superávit Primario s/Priv.	5.121	2.131	1.538	-1.281	1.162	2.490	876	2.901

Fuente: Ministerio de Economía. En millones de dolares. (*) Datos hasta Setiembre.

con respecto al año anterior, donde el sector público aumentó su endeudamiento en 5.728 millones, el sector privado no financiero en 4.335 millones y el sector financiero en 2.828 millones de dólares.

La evolución conjunta de éstas variables macroeconómicas, terminaron retrayendo recursos a la actividad privada y como se puede apreciar en el Cuadro 1, el producto bruto interno mostró una caída del 3% anual, mientras que la inversión se redujo 13%.

c) Tercera etapa: La recuperación y expansión de 1996-1998.

Superada la crisis financiera del período anterior las distintas tasas del Tesoro de los Estados Unidos fluctúan en un rango de valores más reducidos.

Los indicadores de riesgo soberano declinan paulatinamente a lo largo de 1996 (con respecto a los valores del año anterior) hasta mediados de octubre de 1997 donde aumentan fuertemente a causa de las crisis que afectaron a varios países emergentes, en especial del Sudeste Asiático. Los indicadores muestran niveles descendentes hasta agosto de 1998 donde una nueva crisis provocada por la reprogramación de venci-

mientos de la deuda rusa (default) y la devaluación de su moneda, potenció nuevamente los valores de riesgo soberano, alcanzando a fines de 1998 un nivel similar a los máximos de 1995 (1.374 puntos básicos).

Las tasas de interés locales presentaron una trayectoria acorde a la evolución del nivel de riesgo país, dentro de valores moderados, pero sin llegar a los máximos de la segunda etapa. La tasa de interés activa en pesos para empresas de primera línea se mantuvo en niveles aceptables hasta alcanzar un nivel mínimo de 7,66% en junio de 1997, para luego comenzar a crecer lentamente hasta alcanzar un pico de 16,94% en setiembre de 1998.

La cuenta capital del balance de pagos refleja esta situación, ya que su saldo altamente positivo crece en forma sostenible durante este trienio, captando un flujo total de 46.799 millones de dólares. El nivel de requerimientos de fondos externos del país para este período de tres años fue tomado principalmente por el sector público que obtuvo un ingreso neto acumulado de 26.500 millones de dólares. Por su parte, el sector privado tuvo un superávit de la cuenta capital de 17.933 millones de dolares para el mismo trienio. No obstante, durante 1998 el

sector privado se encontró con mayores restricciones financieras de los mercados mundiales y registró un saldo positivo en la cuenta capital de sólo el 24% del total de esa cuenta (4.189 millones de dólares). Las condiciones financieras internacionales permitieron al país obtener un acceso adecuado a los mercados de capitales durante gran parte de ésta etapa, salvo en los momentos provocados por las crisis desatadas en otros países emergentes⁵.

También se debe remarcar que los intereses pagados al exterior alcanzaron 26.485 millones de dólares durante el trienio (8.828 millones promedio anual), constituyendo el principal determinante del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (11.259 millones promedio anual).

El déficit fiscal de esta etapa ascendió a 13.616 millones de dólares (4.538 millones promedio anual). La deuda externa del sector público aumentó por un valor superior a 15.000 millones hasta alcanzar 82.406 millones de dólares a fines de 1998, destacándose que entre 1997 y 1998, la deuda pública creció 7.600 millones de dólares principalmente a través de la colocación de títulos públicos y bonos. La deuda del sector privado no financiero aumentó 6.103 millones en el mismo período.

Las principales variables monetarias evolucionaron en forma positiva, pero en menor medida que el período de expansión anterior. De acuerdo al Cuadro 1 la variación de reservas internacionales del BCRA mostró un crecimiento de 2.735 millones de dólares en promedio anual, mientras que la totalidad de recursos monetarios se elevó en una cifra superior a 35.000 millones de dólares (19,4% promedio anual). Por su parte el total de préstamos aumentó a una tasa del 10,9% promedio anual, ampliando su volumen en 27.192 millones, lo que llevó su stock a 103.000 millones de dólares a fines de 1998.⁶

Durante este período, la mayor liquidez del mercado y el bajo nivel de tasas prevaleciente, posibilitarán el crecimiento de la inversión en 11,1% promedio anual, destacándose el año 1997 con un aumento en la inversión del 17.7%. (Véase Cuadro 1).

La tasa de crecimiento promedio del producto bruto interno durante esta etapa fue de 5,83% (inferior al promedio 1991-1994), con un pico de 8,1% durante el año 1997, y un mínimo de 3,9% en 1998. Estas tasas de crecimiento guardan una estrecha conexión con las fluctuaciones de las variables comentadas y reflejan las distintas circunstancias por las que atravesó el proceso de financiamiento de la economía en general y en particular las del sector privado. El crecimiento registrado durante 1998 estuvo inducido por el sector público (por su fuerte captación de financiamiento), más que por el sector privado, que padeció dificultades en su financiación interna y externa, aumentando la incertidumbre con respecto a la futura toma de decisiones.

d) Cuarta etapa: Contracción 1999-2000.

A pesar de definir el comienzo de este período a partir de 1999, se debe puntualizar que desde mediados de 1998 se produjeron acontecimientos internos y externos que dieron origen a esta etapa de retracción económica.

Nuevas alzas en las tasas de descuento implícitas en los bonos del Tesoro de los Estados Unidos fueron impulsadas a lo largo de 1999 por la Reserva Federal ante las mayores expectativas inflacionarias⁷. A la sucesión de crisis financieras internacionales del período anterior (Rusia y Sudeste Asiático), se suma a comienzos de 1999, la devaluación de la moneda por parte de Brasil, provocando una reducción en la deman-

da de productos de varios sectores de la economía.

El creciente nivel de endeudamiento estatal con el resto del mundo repercute en el sector externo de nuestra economía, imponiendo una pesada carga en la cuenta corriente por los mayores intereses a pagar. Durante 1999 tales obligaciones ascendieron a 11.246 millones de dólares (el triple de la etapa 1992-1994), mientras que el nivel de compromisos por intereses pagados al exterior alcanzó 9.176 millones a setiembre 2000.

El deterioro en los indicadores sobre capacidad de repago de la deuda⁸, comenzaron a tener efecto sobre los crecientes spread entre los rendimientos de los bonos Brady y los emitidos por el Tesoro Norteamericano, reflejando el tenso clima financiero en los países emergentes y las dificultades locales para atender las obligaciones contraídas. Las tasas de interés locales reaccionaron en ese sentido, acentuando tanto el riesgo cambiario como crediticio. El riesgo soberano creció a 1.212 puntos básicos en julio de 1999, para luego mantenerse entre 800 y 900 puntos. (Véase gráficos 3, 4 y 5 en Anexo).

Con respecto a los factores endógenos, se destaca el elevado y creciente nivel de déficit presupuestario y su paralelo impacto sobre el total de la deuda externa pública. El déficit fiscal de 1999 superó los 4.000 millones de dólares, situando el endeudamiento estatal externo en el orden de los 85.991 millones de dólares, especialmente a través de la mayor colocación de títulos públicos. Durante el año 2000 la situación fiscal continúa deteriorándose pese a los esfuerzos de la autoridad económica de reducción de gastos e incremento de impuestos. El déficit fiscal a setiembre de 2000 alcanzó los 3.807 millones de dólares. (Véase cuadro 4).

Este conjunto de hechos externos e internos provocaron ciertas restricciones y desplazamientos en los flujos financieros provenientes del exterior, visualizado tanto por la importante disminución en el saldo positivo de la cuenta capital, como por el cambio en su composición según sector económico. El resultado global de la cuenta capital de la balanza de pagos fue de 14.614 millones de dólares en 1999 (2.531 millones de dólares menos que el año anterior), de los cuáles sólo 2.333 millones de dólares (15%) fueron destinados al sector privado, mientras que el sector público captó 10.898 millones de dólares⁹. Con respecto al año 2000, la situación se repite sólo atenuada por el superávit comercial alcanzado.

La fuerte caída de importaciones (especialmente en bienes de capital), provocó una sustancial reducción del déficit de balanza comercial de 1999 con respecto al año anterior. Mientras que en el año 2000 se obtiene un superávit comercial producto de la caída en el nivel de actividad (2.068 millones de dólares a setiembre 2000)

Las reservas internacionales del B.C.R.A. mostraron un fuerte retroceso, pasando de un stock de 24.692 en diciembre de 1998 a 21.941 en junio de 1999, para volver a crecer a fines de 1999 a 26.977 millones. Hacia setiembre de 2000, el total de reservas internacionales en el BCRA se contraen hasta el nivel alcanzado en diciembre de 1998. A pesar de ello el comportamiento del total de recursos monetarios creció mostrando aceptables tasas. (Véase cuadro 3).

Con respecto a la evolución del nivel de préstamos otorgados por el sistema financiero, el stock a noviembre de 2.000 se situaba en similar nivel al alcanzado a fines de 1998, es decir 103.000 millones. Un aspecto interesante a remarcar es la trayectoria según destino, ya que los préstamos dirigidos al sector público se incrementaron notablemente (13%), es decir en 3.700 millo-

nes de dólares, mientras que el total de préstamos dirigidos al sector privado mostraron una reducción por un importe similar.

Esta etapa de estancamiento de la economía argentina, muestra la existencia del círculo vicioso, donde el ingreso de capitales se redujo fuertemente con respecto a la etapa anterior, mientras que el producto bruto interno a finales del año 2.000 se asimila al alcanzado en 1.997. La inversión bruta fija descendió 11,8 % promedio anual, acentuando el desempleo. (Véase Gráficos 1 y 2).

3) Conclusión

Del análisis surge que existe un estrecho vínculo entre ingreso de capitales y tasa de crecimiento del producto bruto interno. Como se puede apreciar, los períodos 1995 y 1.999-2.000 muestran tasas de crecimiento negativas del producto bruto interno como respuesta a menores o negativos flujos de fondos externos. En cambio en los restantes años analizados, se observan tasas de crecimiento del producto positivas en función a los mayores superávits obtenidos

en la cuenta capital.

La evidencia empírica muestra que períodos de menor ingreso o de salida de capitales se encuentran asociados a contracciones en el nivel de actividad económica, generando mayor déficit fiscal sumado a caídas en las reservas que elevan el riesgo soberano y desalientan la entrada de nuevos capitales.

Mientras que períodos con mayor ingreso de capitales están relacionados con expansiones en el nivel de producto, provocando menor déficit fiscal y aumento de reservas en poder del BCRA, menor prima de riesgo y por lo tanto, el país atrae nuevamente más capitales.

Resulta interesante puntualizar que los esquemas de tipo de cambio fijo requieren una adecuada conducta fiscal que elimine el déficit fiscal o lo mantenga en niveles bajos, evitando el aumento sostenido de la deuda pública. De no ser así, aumenta la dependencia de la financiación externa y la economía quedará expuesta a los shocks internacionales que reducen el flujo de fondos hacia los países emergentes.

ANEXOS - GRÁFICOS 3, 4, 5 y 6

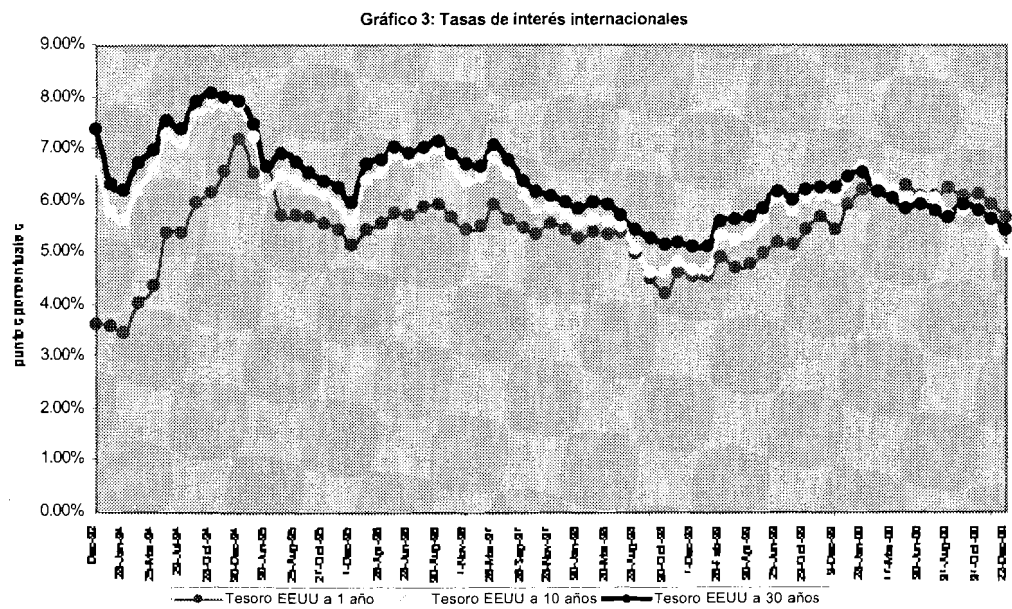


Gráfico 4: Evolución del Riesgo Soberano.

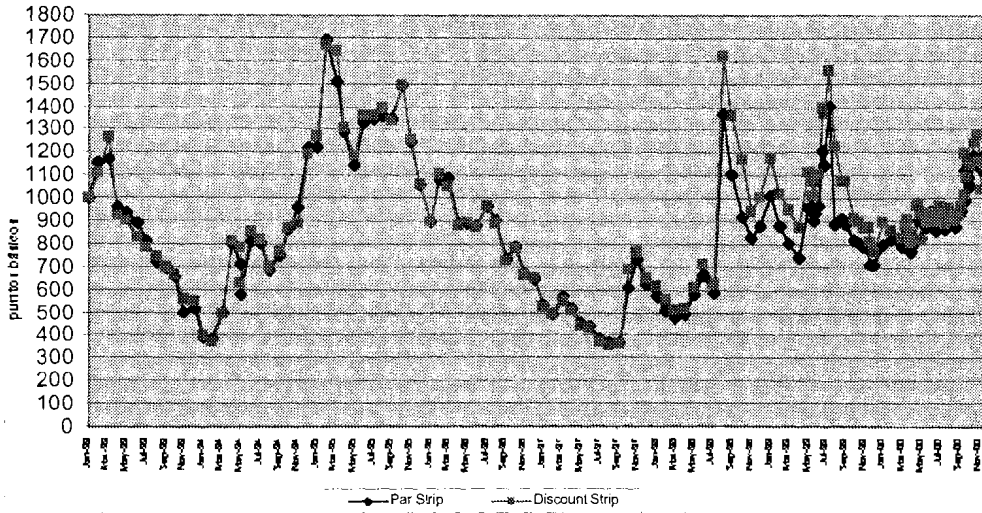


Gráfico 5: Evolución Riesgo Cambiario.
(Diferencial de rendimiento depósitos Pesos-Dolar).

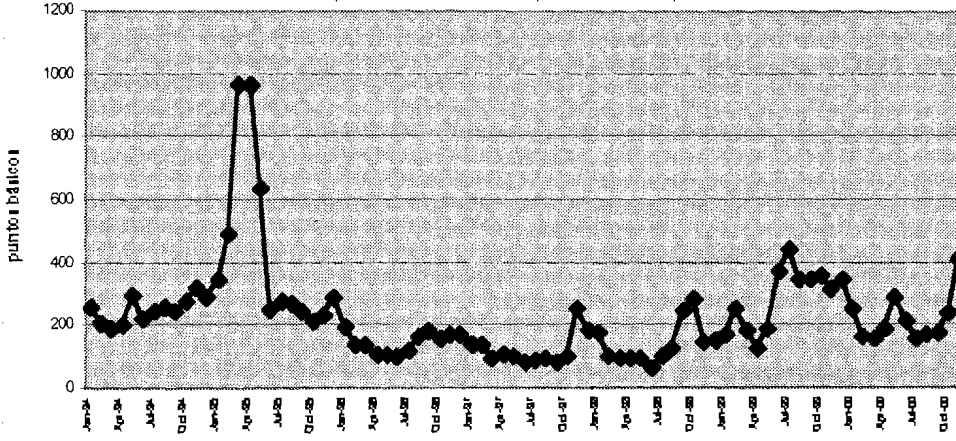
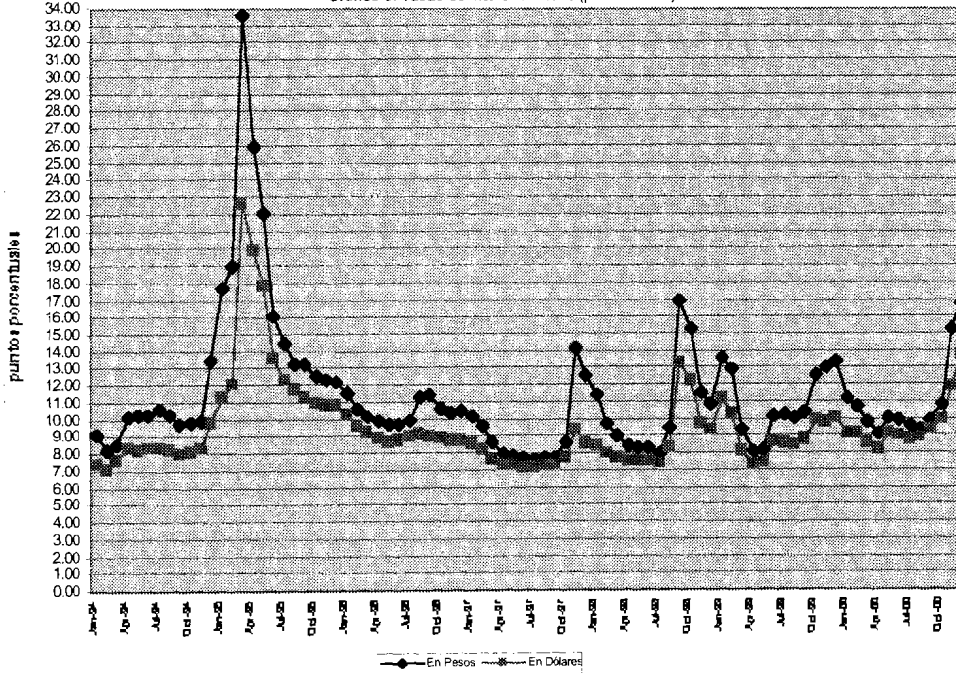


Gráfico 6: Tasas de Interes Activas (primera línea).



NOTAS

- ¹ Cfr. GARCÍA, Valeriano. *Para entender la Economía Política y la Política Económica*. CEMLA, 2000.
- ² Se define riesgo soberano como el diferencial de rentabilidad entre los Bonos Brady Argentinos y los emitidos por el tesoro de los Estados Unidos para iguales plazos de maduración.
- ³ El riesgo cambiario se mide como el diferencial de rendimiento entre un depósito en moneda local con respecto a otro en dólares a igual plazo de vencimiento.
- ⁴ Las tasas pasivas internas no sólo se incrementaron, sino que además se amplió la diferencia entre la pagada por los depósitos en pesos y en dólares, para iguales plazos de duración (riesgo cambiario). (Véase Gráfico 6 en Anexo)
- ⁵ En especial octubre-noviembre de 1997, y agosto-octubre de 1998, períodos de mayor incertidumbre en general.
- ⁶ Sobresale el tercer trimestre de 1997 por ser el de mayor incremento interanual tanto de los recursos monetarios como de los préstamos.
- ⁷ El control de la tasa de inflación ante el fuerte crecimiento de su economía, es un objetivo de política económica del gobierno de los Estados Unidos. Su principal herramienta la constituye la política monetaria.
- ⁸ Entre ellos: Exportaciones/PBI, Tasa Crecimiento Endeudamiento/Tasa de Crecimiento PBI, Intereses a pagar/Superavit Cuenta Capital, etc. Todos ellos son continuamente monitoreados por calificadoras de riesgo y acreedores.
- ⁹ La diferencia pertenece al sector financiero.

BIBLIOGRAFÍA

- B.C.R.A. *Boletín Monetario y Financiero*. Varios números.
- CALVO, Guillermo. *Capital Flows: Emerging Issues*. University of Maryland, 02/05/99.
- CALVO, Guillermo. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The simple economics of sudden stop", en *CEMA, Journal of Applied Economics*, Vol. 1 (Nov.1998), 35-54.
- DI BELLA, Gabriel y CIOCCHINI, Francisco "La corrida bancaria de 1995", en *Boletín de Lecturas Sociales y Económicas*. UCA. Año 2, N° 7.
- DAMIL, Mario. *El balance de pagos y la deuda externa bajo la convertibilidad*. Buenos Aires, Universidad de Palermo, 2000.
- GARCÍA, Valeriano. *Para entender la Economía Política y la Política Económica*. CEMLA, 2000.
- KIGUEL, Miguel "The Argentine Currency Board". CEMA, Documento de Trabajo n° 152, Julio 1999.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA "Informe Económico". Varios números.
- PERRY, Guillermo. (Ed.) "Currency Boards and External Shocks. How much pain, how much gain?" en *World Bank Latin American and Caribbean Studies*, 1997.
- RODRIGUEZ, Carlos "Implicancias Macroeconómicas del Plan de Convertibilidad", en AVILA, Jorge (Comp.) y otros. *Convertibilidad. Fundamentos y fundamentación*. CEMA Instituto Universitario, 1997.
- SACHS, Jeffrey y LARRAÍN, Felipe. *Macroeconomía en una economía global*. Prentice Hall. 1995.