

Argentina: política económica y financiamiento externo

Lic. Elda Molina Díaz *

El trabajo analiza la situación del financiamiento externo en Argentina vinculada con las políticas económicas aplicadas en el país. Se comprueba el carácter contradictorio de esa relación puesto que el modelo argentino depende fuertemente de la entrada de recursos externos para mantener su estabilidad, sin embargo, las consecuencias de ese movimiento de fondos provocan exactamente lo contrario.

Se ofrece, además, un análisis por tipo de flujo financiero para la década de los años noventa, donde se evidencia que de forma general todos los flujos han sido vulnerables a la situación de crisis e incertidumbre que enfrenta la economía argentina.

EL PRESENTE trabajo analiza la situación del financiamiento externo en Argentina, no solo desde la perspectiva de los flujos financieros externos sino teniendo en cuenta la relación del movimiento de esos flujos con las políticas económicas aplicadas en el país.

Es interesante, desde este ángulo, abordar el estudio del financiamiento externo hacia la economía argentina analizando tres períodos bien diferenciados, aunque el énfasis estará en los años noventa.

Finales de los años setenta y principios de los ochenta

A partir 1975, cuando el modelo de desarrollo seguido por Argentina en la postguerra hizo crisis, se aplicaron múltiples políticas de estabilización con diferentes concepciones teóricas y mecanismos operativos.

* Investigadora agregada del Centro de Investigaciones de Economía Internacional de la Universidad de La Habana.

La política más importante aplicada en el período por el entonces ministro de Economía, Martínez de Hoz, fue el Plan de Estabilización de 1978, cuya pieza central fue la aplicación de las “pautas cambiarias”, consistentes en devaluaciones anticipadas, asumiendo que en un contexto de creciente integración con la economía internacional si se preanunciaba una tasa de devaluación, la ley de la paridad del poder de compra induciría a una convergencia entre la tasa de inflación interna y la internacional. Para proteger las reservas internacionales se establecían pautas para la emisión de crédito interno.

En cuanto al orden externo se aplicaron políticas de reforma estructural orientadas a liberalizar los mercados y a profundizar el proceso de apertura, que provocaron una fuerte entrada de fondos privados. Estos flujos si bien tuvieron efectos positivos en la estabilización de corto plazo y consecuencias permanentes en el ahorro, la inversión y el proceso de intermediación financiera, provocaron también un aumento fabuloso en el nivel del endeudamiento externo del país.

El gobierno pudo resistir bastante tiempo la situación, debido a la gran cantidad de reservas y al acceso privilegiado al mercado internacional de capitales, pero finalmente se produjo la crisis financiera.

Esta situación, sumada a los desequilibrios que se producen debido a la liberalización, repercutió en el plano interno, donde, de todos modos no había resultado la política aplicada, pues durante el período crece la inflación, se pierde credibilidad en la capacidad de las autoridades para cumplir con la política aplicada y el resultado fue la reversión de la reforma, introduciéndose nuevamente un estricto control sobre las importaciones y las transacciones externas.

Década de los años ochenta

Al igual que toda América Latina, Argentina sufre la crisis de la deuda y el racionamiento del crédito y de todas las entradas de capital.

Las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente se cubrieron, por una parte, con entradas de capital de fuentes voluntarias pero estas fueron mínimas, por lo que se produce un incremento espectacular del financiamiento compensatorio (aunque mucho de lo que se contabilizó como tal en el balance de pagos era en realidad capitalización de los atrasos en los pagos del servicio de la deuda). Mientras esto ocurría por una parte, por otra se estaba produciendo una salida permanente de capitales privados vía fuga de capitales.

La inversión extranjera directa incrementa su participación respecto a la década anterior, pero marcada por dos influencias básicas: en primer lugar, el programa

de capitalización de deudas implementado a partir de 1984 y posteriormente profundizado en 1987, y en segundo lugar, por el proceso de privatizaciones iniciado a finales de los años ochenta.

Si bien los intentos estabilizadores implementados durante esa etapa (entre los que se inscriben los llamados "planes populistas" como el Plan Austral de 1985; el Plan Primavera de 1988; y el BONEX posteriormente) fueron relativamente exitosos en cuanto al sector externo, no mejoraron los desbalances internos, sobre todo la inflación y los déficits en las cuentas del gobierno, por el contrario se profundizaron. Con ello se deteriora severamente la confianza de los agentes económicos en la políticas del gobierno, afectando sus expectativas.

Década de los años noventa

Después de todos estos intentos estabilizadores Argentina logra reducir la inestabilidad macroeconómica a partir de 1991 con el Plan de Convertibilidad.

El Plan sostiene un tipo de cambio fijo 1 a 1 del peso respecto al dólar e impone condiciones rigurosas a la emisión de nuevo dinero por el Banco Central de la República de Argentina. Toda la masa monetaria debe tener cobertura en dólares y el Banco puede poner en circulación pesos solo si dispone del equivalente en dólares.

Los cambios en las condiciones internacionales, más los ocurridos al interior del país, posibilitaron el retorno del capital.

En el plano internacional el hecho más significativo fue la reducción de las tasas de interés internacionales y la desactivación de la crisis de la deuda.

Desde el punto de vista interno sobresalió el éxito del Plan de Convertibilidad y la profundización del proceso de reformas que incluía: transformación estructural del sector público (reducción del peso económico del Estado), desregulación del sistema financiero y del mercado de valores, y medidas relativas al manejo de la política monetaria.

De esta forma, el mercado financiero argentino se convirtió en uno de los más abiertos y menos regulados del mundo, lo que sumado a una economía en rápido crecimiento y al mantenimiento de la paridad unitaria peso-dólar hizo que retornara al país parte del capital fugado, y dinero extranjero a los mercados de acciones, deuda y banca.

Sin embargo, esta situación de "estabilidad" se vio afectada en 1995, con mayor intensidad en la primera parte del año, cuando la crisis financiera mexicana de finales de 1994 se expandió al país.

El impacto de la crisis se dio en Argentina en dos vertientes: la crisis de confianza que se produjo a partir de la creencia de que lo sucedido en México podía ocurrir en otros países de la zona y el colapso del frágil sistema financiero argentino.

Debido a ello se produjeron fuertes flujos de salida e interrupción de los flujos de entradas de capitales, caídas bursátiles, bajas en las cotizaciones de los bonos de deuda, masivo retiro de depósitos, etc. todo lo cual creó problemas de liquidez en el sistema financiero y una consecuente disminución en las reservas internacionales.

En el orden interno la situación se enfrentó con un fuerte proceso de reestructuración del sistema financiero realizado por el Banco Central con el objetivo de fortalecerlo, resultado de lo cual el número de entidades financieras quedó reducido en más de un tercio debido fundamentalmente a un proceso de fusiones entre entidades bancarias (hoy 20 bancos reúnen más del 80% de los depósitos) y por otro lado aumentó de forma considerable la participación de bancos extranjeros en el mercado.

Por el lado externo la salida neta de capitales privados fue mitigada por un fuerte ingreso de financiamiento compensatorio del FMI, del gobierno de Estados Unidos y de fuentes oficiales multilaterales.

Con esto se recupera bastante rápido la confianza en el sistema financiero del país y si bien Argentina resultó uno de los países latinoamericanos más afectados (si no el más), los flujos comenzaron a retornar desde finales de 1995, por lo que puede decirse que la primera prueba de fuego del Plan de Convertibilidad había pasado. El ajuste recayó en una contracción drástica de la producción y el empleo.

Con la crisis financiera internacional desatada a partir de la crisis asiática y la cesación de pagos de Rusia, en 1998, los flujos de financiamiento externo, en general, sufren nuevamente una caída y a la vez se incrementa su costo.

Esta vez, sin embargo, el impacto no fue tan profundo para Argentina lo cual puede constatarse al analizar la transferencia neta de recursos. Los recursos continúan entrando al país, que recibe más del 50 % de las entradas netas de la región.

Transferencia Neta de Recursos
(miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
América Latina	4,3	25,9	30,9	8,2	17,6	19,2	32,6	19,0
Argentina	-1,6	6,1	9,2	7,4	-0,5	4,3	8,3	9,9

* *estimado*

Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. *CEPAL, 1998.*

La experiencia del "efecto Tequila" permitió una rápida reacción de las autoridades que actuaron de forma preventiva contratando fondos de contingencia en instituciones internacionales y bancos privados extranjeros, para paliar los efectos de una eventual salida de capitales con la consecuente reducción drástica de liquidez y aumento de las tasas de interés a las que el sistema de convertibilidad da lugar.

Por otra parte, el sistema bancario argentino había quedado reforzado con las medidas tomadas a partir de 1995.

Comparación del efecto de las crisis mexicana y asiática sobre la economía argentina

Indicadores	Crisis mexicana	Crisis asiática
Índices bursátiles (Merval)	dism. en 46,5 %	dism. en 27,2 %
Activ. Industrial ¹ (primer trimestre después de la crisis)	dism. un 1 %	aum. un 1,2 %
Reservas Internacionales	dism. un 30 %	aum. un 5 %
M3 ² (Moneda nacional y extranjera)	dism. un 15 %	aum. un 6,4 %
Tasas de interés por préstamos en pesos a empresas	aum. 30,9 ptos	aum. 7,5 ptos
Volumen total de préstamos al sector privado	dism. un 6 %	aum. un 5 %
Volumen total de depósitos	dism. un 14,6 %	aum. un 6,2 %
Riesgo-País (Comparando spreads de bonos FRB con los de Bonos del Tesoro de EU de igual duración: aumento del precio – aumento del riesgo)	aum. 1 204 ptos. básicos	aum. 348 ptos. básicos ³

Fuente: "Comparación de las crisis asiática y mexicana", en *Actividad Macroeconómica. Marzo, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos Secretaría de Política Económica, 1998.*

Aunque la crisis asiática no tuvo el mismo impacto que la mexicana, esta le presenta la segunda prueba de fuego al Plan de Convertibilidad.

El principal problema que enfrenta en estos momentos la economía argentina a mediano plazo es mantener la competitividad y la confianza.

Las divisas asiáticas se han recuperado algo con respecto a las grandes caídas sufridas durante la segunda mitad de 1997, pero todavía muestran valores reales menores a los de los últimos años, lo que conlleva a una pérdida de competitividad relativa de las economías latinoamericanas.

Otros países como Chile, México, Brasil, tienen regímenes cambiarios que posibilitan las devaluaciones nominales de sus monedas y posiblemente

considerarán esto dentro de sus programas de ajuste, sin embargo, Argentina no puede hacerlo con la Ley de Convertibilidad.

La sobrevaloración del peso argentino, que se refuerza con los programas de privatización pero que en definitiva es intrínseco al Plan de Convertibilidad, se hará sentir aún más fuerte si sus vecinos deprecian sus monedas. Hasta ahora, al parecer la única vía para enfrentar esta situación es la de restablecer la competitividad mediante un ajuste que restrinja precios y salarios, lo que requiere de altas tasas de desempleo durante períodos prolongados.

Así es como la economía argentina está manteniendo la convertibilidad en medio de la recesión. Su posterior mantenimiento y la profundidad de la crisis dependerán de la posibilidad del país de acceder a los capitales internacionales y evolución del plan de estabilidad brasileño (capacidad de llevar el ajuste sin deprimir más su moneda), factores que están estrechamente relacionados con la confianza, que de hecho se ha visto deteriorada.

Esto último se constata al analizar algunos indicadores como:

- los *spreads* de la deuda en pesos con respecto a la deuda en dólares (que indican la estimación de los mercados del riesgo de devaluación).
- los *spreads* de la deuda en dólares comparando los bonos emitidos por el gobierno argentino respecto a bonos de igual plazo de los Estados Unidos (que indican la valoración del riesgo de incumplimiento por parte del gobierno argentino).
- la volatilidad del riesgo país, susceptible también al efecto contagio de los mercados de capitales externos (cada vez que una crisis irrumpe en un país emergente, las tasas de interés en Argentina se disparan).

Argentina es un país que carece prácticamente de herramientas de política para manejar su economía y para restablecer esa confianza. En ese entorno se propuso entonces la dolarización, como medida desesperada para restablecerla, puesto que con ella se eliminaría totalmente el riesgo de devaluación además de que se reduciría el riesgo de incumplimiento del sector público y su incidencia en la deuda pública y en las tasas de interés.

La preocupación por la confianza está dada porque el modelo argentino depende fuertemente de la entrada de recursos externos para mantener su estabilidad. Sin embargo, la masiva entrada de capitales tiene consecuencias contradictorias al producirse en un marco de bajo nivel de ahorro interno y de formación de capital, con una estrategia de apertura y un tipo de cambio mantenido fijo artificialmente, pues provoca un crecimiento del déficit en cuenta corriente y consecuentemente una presión a la devaluación de la sobrevalorada moneda nacional y al incremento de la inflación.

Así se produce un círculo vicioso donde la vulnerabilidad endógena exige contar con crecientes capitales externos que a su vez refuerzan la tendencia anterior.

De todos modos, resulta difícil pronosticar la continuidad y permanencia de la afluencia de recursos a largo plazo, por cuanto dicha afluencia en los noventa ha dependido principalmente de elementos de carácter temporal.

De manera general, todos los flujos han sido vulnerables a las situaciones de crisis y a la incertidumbre de lo que pasará con la moneda argentina.

Comportamiento de cada tipo de flujo

Inversión Extranjera Directa (IED)

En términos generales la afluencia neta de IED hacia Argentina en los noventa muestra una recuperación notoria respecto a los niveles de los ochenta. El crecimiento promedio anual en la actual década (alrededor del 12 %) duplica las cifras de los ochenta.¹

Este logro se explica por varios factores como:

- incentivos especiales a la inversión;
- políticas de reforma estructural (privatizaciones, desregulación progresiva de mercados y de la actividad económica, apertura comercial y financiera);
- estabilidad macroeconómica;
- recuperación de la demanda interna;
- renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady y políticas de conversión de deuda en capital;
- fortalecimiento y dinamismo de la integración comercial y económica del país con los demás miembros del Mercosur.

Este crecimiento ha tenido importante incidencia al interior del país, lo cual se aprecia al comparar la IED neta ingresada respecto al Producto Interno Bruto (PIB) y como % de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en los ochenta y los noventa, triplicándose las relaciones en la última década.

	IED como % del PIB	IED como % de FBCF
Promedio 1980-1989	0,5	2,4
Promedio 1990-1996	1,6	8,2

Fuente: Inversión extranjera en América Latina y el Caribe. *Informe CEPAL, 1997.*

¹ Existen dificultades para obtener cifras confiables y homogéneas sobre la IED, difieren de una fuente a otra (FMI, BM, fuentes nacionales) e incluso las de una misma fuente han sufrido modificaciones importantes una vez revisadas.

Sin embargo, si bien Argentina continúa siendo uno de los destinos fundamentales de la inversión directa dentro de la región, su participación relativa ha tendido a disminuir progresivamente en el curso de la década de 1990.

Ingresos netos de IED
(miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
América Latina	11,0	13,3	11,6	24,5	26,9	37,6	57,1	53,2
Argentina	2,4	4,0	3,3	3,0	4,6	4,9	6,7	5,8
Participación en el total regional								
por ciento	21,8	30,1	28,4	12,4	17,1	13,0	11,7	10,9

* *estimado*

Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y Caribe. *CEPAL, 1998.*

Si se compara su participación con la de otros países de la región, se observa esta pérdida de importancia relativa.

Participación en el ingreso neto de IED de A. Latina (1997)

Brasil	30 %
México	19 %
Argentina	10 %
Chile	8 %

Fuente: Inversión extranjera en América Latina y el Caribe. *Informe CEPAL, 1997.*

Existe un conjunto de factores que explican esta pérdida de dinamismo en un contexto regional que evoluciona en sentido contrario:

- término de la primera fase del programa de privatización de empresas públicas;
- avance de instrumentos alternativos de financiamiento externo (inversión en cartera);

- dura competencia con Brasil en cuanto a localización de Empresas Transnacionales (ET) orientadas regionalmente en el marco del Mercosur;
- golpe que sufrió la economía en 1995.

Otro análisis significativo que debe hacerse sobre la IED es teniendo en cuenta las transacciones que le dieron origen. De 1992 a 1996 se distribuyen de forma equitativa las distintas opciones, aunque predominan las que implican transferencia de activos (54 %).

compras, absorciones y fusiones	26,2 %
privatizaciones	28 %
reinversión de utilidades	23,7 %
nuevos capitales	22,2 %

Fuente: Inversión Extranjera en A. Latina y el Caribe. *CEPAL, 1997.*

El peso relativo de cada componente ha ido variando. La privatización, que había tenido gran importancia hasta 1994, comienza a disminuir en 1995 ya que no es aconsejable mantenerla en las magnitudes anteriores dada la fuerte salida de capitales que se produce en ese año. Aunque el gobierno decide darle un nuevo impulso en 1997, una vez restablecido el equilibrio de las principales variables del sector externo, no alcanza los niveles anteriores pues hay que tener en cuenta que los activos son finitos y ya se había privatizado una buena parte de las principales empresas.

A partir de 1994 el ingreso de capitales considerado como inversión directa se ha producido fundamentalmente vía fusiones y adquisiciones de empresas privadas locales por inversionistas extranjeros.

Este fenómeno en Argentina está tomando un carácter interesante y poco común en el resto de la región. En el marco de la globalización de los mercados de capitales y la consolidación de nuevos instrumentos financieros, la compra de activos se produce a través de fondos de inversión que centralizan la actividad de las empresas, configurándose verdaderos *holdings* o consorcios fundados en complejas alianzas estratégicas entre empresas de distintas nacionalidades y grupos empresariales, y entidades financieras locales.²

² Tradicionalmente las ET se han insertado mediante instalación de subsidiarias en la economía receptora.

– Destino sectorial de la IED:

Desde finales de los años cincuenta hasta finales de los ochenta, como en la mayoría de los países latinoamericanos que alcanzaron un mayor grado de industrialización, la IED en Argentina se dirigió prioritariamente al sector manufacturero.

En los años ochenta la distribución de la IED sufrió cambios importantes aunque la industria manufacturera fue el principal destino, sin embargo, surgieron otros sectores de interés como: explotación de gas, petróleo y servicios financieros, en la primera mitad de los años ochenta y en la segunda mitad la agroindustria.

En los años noventa, en el primer semestre se destacaron entre los principales sectores receptores de IED el de electricidad, gas y agua, como consecuencia de la privatización de las mayores empresas pertenecientes al Estado en esos rubros. También el sector petrolero fue importante receptor, con descenso en la manufactura.

En el segundo semestre continúan entre las más importantes: petróleo, gas y derivados, comunicaciones, construcción, minería, en ese orden decreciente. Desde 1994, con la reducción de las privatizaciones y el auge de las adquisiciones, se aprecia una recuperación del sector manufacturero como destino de la IED.

De todas formas la mayoría de los nuevos flujos de IED que se dirigen a sectores que producen bienes para la exportación se localizan en actividades vinculadas a recursos naturales fundamentalmente, por lo que pudiera decirse que la IED no está transformando la pauta exportadora del país hacia una producción con mayor valor agregado.

– Origen geográfico:

Además de la diversificación en la distribución sectorial de la IED y de las modalidades de inserción, también han habido cambios en cuanto al origen de los inversionistas.

Si bien Estados Unidos se mantiene en el primer lugar, ha presentado una tendencia decreciente en los últimos años. Europa mantiene su importancia, aunque sus flujos anuales igualmente han declinado. No obstante sus fuertes oscilaciones de año en año, los países latinoamericanos y caribeños son los que han incrementado su importancia como inversionistas en Argentina para finales de la década, destacándose Chile en primer lugar dentro de América Latina y cuarto en general en 1998.

- Inversiones intraregionales:

Por último, hay que destacar el papel de Argentina como inversionista dentro de la propia región, donde es responsable del 20 % aproximadamente de las inversiones intraregionales. Argentina es el segundo país en importancia, después de México, en la compra de activos privados latinoamericanos y segundo después de Chile en la compra de activos estatales.

**IED Intraregional originada en Argentina
por modalidad de inversión - 1997**
(millones de dólares)

IED en compra de activos privados		IED en compra de activos estatales		IED total por compra de activos	
Monto	% total intrareg.	Monto	% total intrareg.	Monto	% total intrareg.
794	22,8	1 185	24,3	1 979	23,7

Fuente: Inversión extranjera en América Latina y el Caribe. *Informe CEPAL, 1998.*

Los destinos fundamentales de esta inversión son: Venezuela 936 millones de dólares, Brasil 580, Bolivia 265 y 180 Chile.

Inversión Extranjera en Cartera (IEC)

Para América Latina, en general, la IEC se ha caracterizado por fluctuaciones de año en año, o sea, la IED ha presentado mayor estabilidad ya que las ET están más interesadas en las ganancias a largo plazo derivadas fundamentalmente de la producción de bienes y servicios, y por tanto, sus motivaciones para invertir están basadas también en puntos de vista de largo plazo: crecimiento, estructura productiva y comercializadora del país receptor, eficiencia, menores riesgos, etc., mientras la IEC está más interesada en los rápidos retornos financieros y son afectadas por las fluctuaciones de corto plazo.

Así, se destacó la caída en 1995 de estos flujos por la crisis mexicana, sin embargo se recuperaron fuertemente al año siguiente y las economías emergentes volvieron a ganar acceso a los mercados internacionales de capital.

A finales de 1997 y principios de 1998 hubo una nueva afectación inducida por la caída en las bolsas asiáticas y la crisis financiera rusa. Los capitales de los inversionistas internacionales comenzaron a emigrar desde los mercados emergentes hacia los mercados desarrollados, refugiándose principalmente en las bolsas de Estados Unidos y Europa Occidental, las cuales experimentaron, en el período de julio de 1997 a junio de 1998 importantes crecimientos en las cotizaciones de sus títulos.

De todos modos, a diferencia de lo que ocurre en los países subdesarrollados de conjunto, en varios de los países latinoamericanos los flujos de IEC superan a los de IED.

Entre esos países se destaca Argentina como uno de los más activos en la emisión de títulos. Los fondos obtenidos por esta vía se hicieron determinantes superando a la IED y a los préstamos a partir de 1993 (a partir de esa fecha los mecanismos de inversión en cartera sustituyeron a los de inversión directa incluso en el caso de la adquisición de las empresas públicas privatizadas) y como sucedió para América Latina en su conjunto, han sido vulnerables a los *shocks* externos en dos ocasiones.

**Flujos promedios de IED e IEC de 1992 a 1997
(miles de millones de dólares)**

	IED	IEC
Argentina	4,3	10,0
Chile	2,4	0,8
México	8,2	10,7
Brasil	6,3	11,9

Fuente: World Investment Report, *United Nations*, 1998.

La inversión en acciones y en bonos ha mostrado comportamientos diferentes.

Inversión accionaria

Las empresas argentinas son las más activas, entre las latinoamericanas en general, en cuanto a la emisión de acciones. La principal compañía emisora, del país y de la región, es YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales) con emisiones en 1997 por un importe de 1 000 millones de dólares. De todos modos la inversión accionaria se vio más afectada con la crisis asiática que la de títulos de deuda.

Se produjo un retiro de fondos de la Bolsa de Buenos Aires, que se manifestó a través de la baja de las cotizaciones y en la disminución de los volúmenes operados; aunque Argentina no estuvo entre los países más afectados siendo menores sus caídas que las del resto de la región, la repercusión más fuerte fue en Brasil, Chile y Venezuela.

**Índices de precios en dólares
de las Bolsas de Valores
(Índices junio 97=100)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
América Latina	49,0	51,0	77,4	76,2	62,5	72,5	90,6	53,9
Argentina	70,0	50,7	84,9	63,6	69,1	82,1	96,3	64,9

* *estimado*

Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y Caribe. CEPAL, 1998.

A pesar de la crisis el mercado local se mantuvo bastante activo: ingresaron cuatro nuevas empresas a cotizar sus títulos en la Bolsa, nueve de las ya listadas ampliaron su capital a través de emisiones de acciones, se promovieron otras alternativas de inversión, entre otros aspectos.

Inversión en títulos de deuda

El financiamiento a través de la emisión de bonos es actualmente la principal fuente de financiamiento de Argentina, emisor más importante de América Latina desde 1997. Estos flujos se han orientado fundamentalmente a financiar operaciones del gobierno central y en menor medida a empresas.

**Emisión internacional de Bonos
(miles de millones de dólares)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
América Latina	7,2	12,6	28,8	18,2	23,4	47,2	54,4	33,7
Argentina	0,8	1,6	6,3	5,3	6,3	13,7	14,8	12,9
Participación de Argentina en el total regional								
por ciento	11,1	12,7	21,9	29,1	26,9	29,0	27,2	38,3

* *estimado*

Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. CEPAL, 1998.

Tanto la emisión de deuda soberana como la colocación de títulos de empresas se vieron afectadas en 1998 con la crisis asiática y el *default* ruso, sobre todo las segundas, pero en general la afectación en Argentina no fue tan pronunciada como en otros países.

Aunque se deterioró el indicador riesgo-país ³, las autoridades habían venido utilizando el criterio de programar las emisiones de deuda antes de que surgiera la necesidad de fondos. Así, cuando se retrajo la demanda de títulos el gobierno pudo abstenerse de colocar papeles sin enfrentarse a una iliquidez aguda. Al atenuarse la turbulencia financiera el gobierno volvió a realizar operaciones de colocación de bonos.

El deterioro del indicador Riesgo-País significó que el gobierno tuvo que pagar mayores *spreads*. Estos experimentaron un incremento de 100 puntos básicos sobre los niveles pre crisis como promedio.

Sin embargo, a lo largo de la década han ido mejorando las condiciones de las emisiones: alargamiento de los plazos promedios de las emisiones soberanas, pasando de ocho años como promedio en 1996, a quince a finales de 1997, así como tasas de interés más bajas.

En estos momentos más del 70 % de la deuda pública está denominada en bonos de mediano y largo plazo y solo un 3 % en deuda de corto plazo (Ver Tabla de Deuda Pública).

Se ha observado además cierta diversificación de las fuentes de financiamiento en cuanto a monedas. Aunque la mayor parte continúa siendo en dólares aumentan las colocaciones en monedas europeas, sobre todo en Euros.

Colocaciones por monedas

	1996	1998
USD	40	38
Euro	11	26
DEM	20	21
ITL	13	10
resto	16	5

Fuente: "Actividad económica y mercados financieros", Informes No. 7 y 8, sept y nov, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Argentina 1998.

³ Ratings crediticios de Argentina:

	Corto plazo		Largo plazo	
	M. Nac.	M. Ext.	M. Nac.	M. Ext.
S & S	A3	B	BBB-	BB
Moody's	NP	NP	Ba3	Ba3

Fuente: "Actividad económica y mercados financieros", Informes No. 7 y 8, sept. y nov, Ministerio de Economía y obras y servicios públicos, Argentina, 1998.

Por otra parte se ha desarrollado un mercado local de títulos sustentado en la gran expansión de los inversionistas institucionales.

Préstamos bancarios y deuda externa

La afluencia neta de préstamos bancarios hacia América Latina se ha ido acrecentando paulatinamente desde 1995 pero con montos moderados, tendiendo a concentrarse en algunos países y orientarse preferentemente al sector privado.

Los mayores flujos se dirigen a Argentina, Brasil, Chile y en menor medida a Ecuador y Perú.

La crisis asiática afectó también la entrada de estos flujos así como las condiciones de otorgamiento que se vieron deterioradas, sobre todo por la ampliación de los márgenes sobre las tasas de interés.

En el caso particular de Argentina no fue posible obtener datos concretos sobre préstamos bancarios externos, por lo que haremos el análisis vinculándolo a los insuficientes datos publicados sobre la deuda externa.

Los préstamos han perdido importancia con el incremento de la IED y luego con la IEC. En los años noventa se destacó el financiamiento bilateral y multilateral recibido por el gobierno para salir de la situación de crisis de 1995 y a partir de ese año, como para la región en su conjunto, se ha observado un crecimiento paulatino pero moderado de estos.

Lo más significativo es, quizás, que los préstamos son bastante importantes para el sector privado, sobre todo a corto plazo, aunque realmente el financiamiento de mayor peso para este sector lo constituyen los préstamos bancarios internos y desde el exterior, la colocación de deuda a través de obligaciones negociables, papel comercial, euronotas, etcétera.

Sin embargo, estos datos no se incluyen en las estadísticas de la deuda externa que ofrece CEPAL, que solo compila en la deuda externa total desembolsada, la deuda bruta acumulada del sector público y algunas partidas de la deuda del sector privado. No incluye la deuda de corto plazo del sector privado y por tratarse de deuda bruta tampoco la acumulación de activos en el exterior por parte del sector privado.

Según otras fuentes, como el Bank of International Settlements, la deuda a corto plazo representó más del 24,58 % de la deuda total a mediados de 1990 y a mediados del 1997 representaba más del 53 % de la deuda total y el 121 % de las reservas.

El sector público, por su parte, se financió fundamentalmente a través de colocaciones de bonos en moneda extranjera, mientras que los préstamos alcanzaron solo casi un 22 % del total de la deuda del sector.

Deuda pública al 30 de sept de 1998

Tipo de acreedor	mm. usd	% del total
Bilaterales y Multilaterales	23,7	21,6
Bonos	78,5	71,8
Letras de Corto Plazo	3,1	2,8
Otros	4,1	3,8
Total	109,4	100,0

Fuente: "Actividad Económica y Mercados financieros", Informe No. 8, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Argentina, 1998.

Esa es una de las razones por las cuales la deuda externa ha continuado creciendo pero a ritmos decrecientes desde 1995 ya que la financiación del sector público en los mercados internacionales de bonos ha permitido mejorar el perfil de vencimiento de la deuda y reducir el costo del financiamiento.

Deuda Externa Total Desembolsada (miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
América Latina	452,4	469,0	523,1	556,7	606,2	627,2	650,0	697,8
Argentina	58,4	59,1	67,8	79,1	89,3	99,5	110,2	118,2
Participación de Argentina en el total regional								
Por ciento	12,9	12,6	12,9	14,2	14,7	5,8	16,9	16,9
Ritmo de crecimiento de la deuda argentina								
Por ciento		1,2	14,2	16,6	12,9	11,4	10,7	7,2

* *estimado*

Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. CEPAL, 1998

Conclusiones

El modelo argentino depende fuertemente de la entrada de recursos externos para mantener su estabilidad, sin embargo, esa entrada cuantiosa tiene consecuencias contradictorias porque dada en un marco de bajo nivel de ahorro

interno y de formación de capital, con una estrategia de apertura y un tipo de cambio mantenido fijo artificialmente, provoca un crecimiento del déficit en cuenta corriente y consecuentemente una presión a la devaluación de la sobrevalorada moneda nacional.

Esta vulnerabilidad endógena exige contar con crecientes capitales externos que a su vez refuerzan la tendencia anterior y así se produce un círculo vicioso.

Sin embargo, resulta difícil pronosticar la continuidad y permanencia de la afluencia de recursos en el largo plazo, por cuanto dicha afluencia en los años noventa ha dependido principalmente de elementos de carácter temporal.

De manera general, todos los flujos han sido vulnerables a la situación de crisis y a la incertidumbre de lo que pasará con la moneda argentina.

Por tipo de flujo la inversión extranjera directa dejó de crecer al ritmo que lo hacía cuando la privatización llegó a sus límites y también por el desarrollo de la inversión de cartera que provocó una disminución del interés de los inversionistas internacionales en la primera. En estos momentos crece fundamentalmente por compras, fusiones o adquisiciones, o sea, que tampoco se trata de nueva inversión.

Por otra parte, la IED vinculada a la producción para la exportación está sujeta a una evaluación de riesgo mayor por parte de los inversionistas ya que siendo Brasil el principal mercado y país eje del Mercosur, las exportaciones argentinas han quedado en una situación dependiente de los aciertos y errores de las autoridades brasileñas. Esta situación de incertidumbre se acrecienta con la crisis puesto que se duda de la competitividad de las exportaciones argentinas si los otros países devalúan sus monedas.

Finalmente, el importante incremento de las inversiones en la explotación de recursos no renovables tampoco indica que pueda sustentarse en el tiempo la afluencia creciente de inversión directa.

Los préstamos han crecido de forma leve y todo parece indicar que lo continuarán haciendo de forma moderada pues las ventajas inminentes de los títulos son muy atractivas.

Así, la inversión en cartera, definitivamente predominante, parece que persistirá como la principal fuente de financiamiento al menos para el mediano plazo, aun cuando su comportamiento ha demostrado la total dependencia de estos flujos respecto al desenvolvimiento de los mercados financieros, los cuales a su vez son muy vulnerables a choques externos, o sea, que cualquier cambio en los mercados financieros modifica las expectativas de los inversionistas y puede provocar una cuantiosa salida de capitales.

Bibliografía

- Mario Zejan y Rubén Tansini: *El impacto de la crisis asiática en el cono sur latinoamericano*. Taller Uruguayo-Sueco, Ministerio de Economía y Planificación, marzo, Argentina, 1999.
- “Actividad Económica y Mercados Financieros”. Informe No. 7, Septiembre; Informe No. 8, Noviembre, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, 1998.
- Argentine Economic Update*. No.7, Boletín bimensual. Año 2, Septiembre, Argentina, 1998.
- Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*. CEPAL, 1998.
- “Comparación de las crisis asiática y mexicana”, en *Actividad Macroeconómica*. Ministerio de economía y obras y servicios públicos, Argentina, 1998.
- Estudio Económico de América Latina y Caribe*. CEPAL, 1997.
- Informe: La inversión extranjera en América Latina y Caribe*. CEPAL, 1997, 1998.
- Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.* Reporte anual y estados financieros. Ejercicio No. 70, 1997-1998.
- Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*. Agosto, Argentina, 1998.
- World Investment Report*, 1998. United Nations. Trends and Determinants.