



UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA  
Escuela de Economía Empresarial  
MASTER EN FINANZAS

# **¿Qué Esconden los Movimientos de Capitales del Sector Privado en Argentina? Determinantes.**

CECILIA BASSO

**TESIS DE GRADUACION**

**TUTOR: FEDERICO STURZENEGGER**

**JUNIO DE 2002**

**Agradecimientos:** quisiera agradecer a Hugo Balacco, profesor de Econometría de la Universidad Nacional de Cuyo, por su instrucción sobre métodos econométricos, por su tiempo y dedicación, a María Lilia López quien leyó una versión preliminar del presente trabajo, por valiosos comentarios y a Federico Sturzenegger, por haber aceptado la tutoría del trabajo.

## **Resumen**

En el presente trabajo se estiman y analizan los movimientos de capitales en Argentina durante el periodo 1991–2001 teniendo en cuenta el contexto económico. Se analizan luego sus determinantes. Como hipótesis se plantea que éstos movimientos están determinados por factores internos, como el riesgo de invertir en el sector privado de Argentina, las perspectivas económicas y el nivel de solvencia; y factores externos como el rendimiento de los capitales en países industrializados y el efecto contagio del riesgo en países emergentes. Dado que el riesgo es una variable endógena del modelo, se lo estima utilizando variables instrumentales. Por último se presentan proyecciones realizadas con el modelo econométrico estimado.

## Indice

<b>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO II: DETERMINACIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE ....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO III: MEDICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADOS PARA ARGENTINA PARA EL PERIODO 1991 - 2001 .....</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO IV: DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITALES PRIVADOS .....</b>	<b>23</b>
<b>CAPÍTULO V: PROYECCIÓN Y CONCLUSIONES.....</b>	<b>29</b>
<b>ANEXO: DATOS UTILIZADOS .....</b>	<b>33</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>40</b>

## Capítulo I: Introducción

Entre 1991 y 2001 los flujos de capitales privados externos en Argentina fueron de aproximadamente 79 mil millones de dólares, 31 por ciento del PBI aproximadamente. En promedio entraron 7 mil millones de dólares por año (3 por ciento del PBI). Hasta el año 2000 estos flujos habían alcanzado 84 mil millones, más de 8 mil millones por año en promedio. Pero, a mediados del 2001 se revierte la tendencia positiva de los flujos, produciéndose una fuga de más de 10 mil millones (4 por ciento del PBI). Durante el periodo 1991 – 1998, estos fondos, al incrementar la capacidad prestable de los bancos, permitieron, entre otros factores, que el producto bruto interno de Argentina creciera mas de un 50 por ciento.

El presente trabajo tiene como objetivo enriquecer un trabajo reciente: *“Qué Esconden los Movimientos de Capitales del Sector Privado en Argentina? Fluctuaciones, Usos y Consecuencias”*; que cuantifica los movimientos de capitales privados de Argentina hasta 1999, analizando las consecuencias que originaron los mismos en la evolución de la economía de Argentina. En este trabajo se actualiza la medición de los Movimientos de Capitales y se analizan sus principales determinantes.

El estudio está organizado de la siguiente forma: en el capítulo II se desarrollan los conceptos de cuenta corriente necesarios para poder calcular, luego, los movimientos de capitales del sector privado que se miden en el capítulo III. El capítulo IV investiga los determinantes del ingreso de capitales en Argentina y en el capítulo V se presenta una proyección de los movimientos de capitales hasta el año 2003 y las conclusiones del trabajo.

## Capítulo II: Determinación de la Cuenta Corriente<sup>1</sup>

La cuenta corriente no es otra cosa que la restricción presupuestaria agregada (todos los sectores) de la economía de un país. La misma se define como la diferencia entre el nivel de ingreso de la economía y su nivel de absorción (consumo más inversión). Un déficit de cuenta corriente debe ser igual a la acumulación de pasivos externos netos.

En una economía interactúan el sector público y el sector privado, por lo tanto la restricción presupuestaria agregada de la economía debe surgir de las restricciones de ambos sectores:

- La restricción presupuestaria del sector privado tiene como fuentes de ingreso al producto ( $Q$ ), a los intereses percibidos por la deuda pública ( $rD_{-1}^g$ ) adquirida por sector privado en ejercicios anteriores, y al endeudamiento privado externo ( $\Delta D^{p*}$ ). Con estos recursos el sector privado puede consumir ( $C$ ), invertir ( $I^p$ ), pagar impuestos al sector público ( $T$ ), ocasionalmente adquirir deuda pública ( $\Delta D^g$ ) y pagar los intereses por los pasivos externos emitidos en los periodos anteriores ( $rD_{-1}^{p*}$ ).

$$Q + rD_{-1}^g + \Delta D^{p*} = C + I^p + T + \Delta D^g + rD_{-1}^{p*} \quad (1)$$

- Las fuentes de ingreso del sector público provienen de los impuestos<sup>2</sup> ( $T$ ), el endeudamiento interno ( $\Delta D^g$ ) y el externo ( $\Delta D^{g*}$ ). Con estos ingresos se debe financiar el consumo del sector público ( $G$ ), su inversión ( $I^g$ ) y los intereses de la deuda interna y externa de ejercicios anteriores ( $rD_{-1}^g$  y  $rD_{-1}^{g*}$ ).<sup>3</sup>

<sup>1</sup>SACHS, J. y LARRAIN, F. Macroeconomía en la economía global. México: Prentice Hall, 1993. Páginas: 146-176

<sup>2</sup> Que le cobra al sector privado

<sup>3</sup> Para el presente trabajo se asume que en el periodo bajo análisis se encuentra vigente la ley de convertibilidad. En caso de no cumplirse este supuesto habría que agregar la emisión de dinero como otra

$$T + \Delta D^g + \Delta D^{g*} = G + I^g + rD_{-1}^g + rD_{-1}^{g*} \quad (2)$$

Con las restricciones presupuestarias de ambos sectores es posible calcular la restricción de toda la economía:

$$Q - r(D_{-1}^{p*} + D_{-1}^{g*}) + (\Delta D^{p*} + \Delta D^{g*}) = C + G + (I^p + I^g) \quad (3)$$

Las fuentes de recursos de la economía provienen de la producción (Q) neta del servicio de pasivos externos netos<sup>4</sup> y del endeudamiento externo público y privado y con estos fondos se debe financiar tanto el consumo (C+G) como la inversión ( $I^p + I^g = I$ ). Definiendo al nivel de ingreso de la economía (Y)<sup>5</sup> como el nivel de producción (Q) neta del servicio de pasivos externos netos y agrupando el endeudamiento externo público y privado en  $\Delta D^*$  es posible simplificar la notación de la ecuación anterior:

$$Y + \Delta D^* = C + G + I \quad (3')$$

El déficit de la cuenta corriente (-CC) es igual a la acumulación de pasivos externos netos ( $\Delta D^*$ ), por lo tanto:

$$-CC = \Delta D^* = C + G + I - Y \quad (4)$$

Un déficit en cuenta corriente implica que el país tiene un nivel de consumo e inversión superior a su nivel de ingreso y por este motivo se incrementan los pasivos externos o reducen los activos externos.<sup>6</sup>

fuerza de ingresos del sector público. Además se está suponiendo que toda la deuda externa está en manos del sector externo y que toda la deuda interna está en manos del sector privado.

<sup>4</sup>  $r(D_{-1}^{p*} + D_{-1}^{g*}) = rD_{-1}^*$

<sup>5</sup> El nivel de ingreso no es otra cosa que el Producto Bruto Nacional (PBN)

<sup>6</sup> Debemos notar asimismo que la cuenta corriente no es exactamente igual al cambio de los activos externos netos. Hay una variedad de factores que dan cuenta de esta discrepancia: flujos de capital no registrados, que a veces en la balanza de pagos aparece en la categoría "errores u omisiones"; cambios de valoración de activos y pasivos existentes que afectan la posición de activos netos pero no la cuenta corriente; expropiaciones de activos externos; e incumplimientos de deudas internacionales.

Se puede simplificar aún más la ecuación (4) definiendo el nivel de absorción (A) de la economía como la suma de consumo, inversión y gasto público ( $A=C+I+G$ ):

$$-CC = \Delta D^* = A - Y \quad (5)$$

Por lo tanto, un déficit en la cuenta corriente implica que el nivel de absorción total de la economía supera su nivel de ingreso, y esto es lo que lleva a la economía a endeudarse.

Otra forma de analizar la ecuación (5) es utilizando los conceptos de ahorro e inversión. El nivel de ahorro de una economía surge de la diferencia entre el nivel de ingreso y su nivel de consumo (Público y privado):

$$S = Y - C - G.$$

Incluyendo esta definición de ahorro en la ecuación (5):

$$-CC = \Delta D^* = I - S \quad (6)$$

El déficit de cuenta corriente no es otra cosa que la brecha entre la inversión y el ahorro, por lo tanto cuando una economía pasa de un superávit a un déficit en cuenta corriente puede deberse tanto a una disminución en el nivel de ahorro (aumento en el consumo) como a un aumento en el nivel de inversión.

Por último, la cuenta corriente generalmente es asociada al comercio internacional, es decir con el nivel de exportaciones (X) e importaciones (IM) de un país. Específicamente la cuenta corriente puede ser expresada también como la diferencia de la Balanza comercial ( $BC = X-IM$ ) y los intereses de los pasivos externos netos emitidos en periodos anteriores.

$$CC = BC - rD_{-1}^* \quad (7)$$

Esta forma análoga de analizar la cuenta corriente surge de desagregar el nivel de absorción,  $A$ , en el gasto en bienes nacionales ( $A_d$ ) y en bienes importados.

$$A = A_d + IM . \quad (8)$$

Como todos los bienes producidos a nivel local deben venderse internamente o exportarse, la producción puede expresarse como:

$$Q = A_d + X . \quad (9)$$

Teniendo en cuenta la definición de balanza comercial<sup>7</sup>

$$BC = X - IM \quad (10)$$

Y utilizando las ecuaciones (8) y (9) la balanza comercial puede ser escrita como:

$$BC = X - IM = Q - A_d - IM = Q - A \quad (11)$$

Dadas la ecuación (5) y la definición de PBN, la cuenta corriente puede escribirse como:

$$CC = BC - rD_{-1}^* \quad (7)$$

Por lo tanto, un déficit de cuenta corriente puede deberse, tanto a un déficit en la balanza comercial como a un nivel de intereses de deuda externa mayor que el superávit comercial.

---

<sup>7</sup> Es decir, valor de las exportaciones menos valor de las importaciones.

En resumen, un déficit en cuenta corriente puede analizarse desde diferentes ópticas totalmente equivalentes entre sí. Es decir, un déficit en cuenta corriente implica que el país en cuestión:

- está incrementando sus pasivos externos netos.
- presenta un nivel de absorción (consumo e inversión) demasiado elevado para su nivel de ingreso
- tiene un nivel de inversión demasiado alto en relación a su nivel de ahorro
- muestra un superávit demasiado pequeño en relación a los intereses que debe pagar por sus pasivos externos.
- Genera un nivel insuficiente de exportaciones para afrontar su nivel de importaciones e intereses por sus pasivos externos netos.

### **Capítulo III: Medición de los Flujos de Capitales Privados para Argentina para el periodo 1991 - 2001**

Para medir los flujos netos de capitales entre el sector privado y el resto del mundo es posible utilizar las ecuaciones explicadas en el capítulo II ya que, los flujos de capitales tomaron la forma de pasivos externos y se incluyeron como una fuente de ingresos,  $\Delta D^{p*}$ , para el caso del sector privado y  $\Delta D^{s*}$  en el caso del sector público.

Los movimientos de capitales pueden ser positivos o negativos. Dado que hemos definido a  $D^*$  como pasivos externos netos:

- Cuando los flujos de capitales son negativos,  $D^{p*}$  está disminuyendo, es decir el sector privado de la economía reduce sus pasivos externos o aumenta sus activos externos netos financiando actividades del sector externo. En este caso, se produce una salida de capitales.
- Cuando los flujos de capitales tienen signo positivo, el sector externo está financiando al sector privado interno (está aumentando  $D^{p*}$ ). En este caso están entrando capitales.

Para el caso del sector privado, la restricción presupuestaria de este sector en la Argentina real es exactamente igual que la del Capítulo II, con la única diferencia que ahora el sector privado puede acumular base monetaria (BM). Por lo tanto sus fuentes de recursos son la producción más los intereses de la deuda del sector público adquiridos en ejercicios anteriores y el endeudamiento externo. Los usos de estos recursos son el consumo, la inversión, el pago de impuestos al sector público, la adquisición de nueva deuda pública, el pago de intereses de deuda externa emitida en ejercicios anteriores, y la acumulación de base monetaria.

$$Q + rD_{-1}^g + \Delta D^{p*} = C + I^p + T + \Delta D^g + rD_{-1}^{p*} + \Delta BM \quad (21)$$

La restricción presupuestaria del sector público en la Argentina es igual a la analizada en el Capítulo II con la única diferencia que se incluye a las Privatizaciones (P) como fuente de recursos<sup>8</sup>. De esta forma, los recursos del sector público son los impuestos que cobra al sector privado, el aumento de deuda pública interna y externa, y a las privatizaciones. Entre los usos se encuentra el consumo público, la inversión pública y los intereses pagados por la deuda interna y externa emitida en el periodo anterior.

$$T + \Delta D^g + \Delta D^{g*} + P = G + I^g + rD_{-1}^g + rD_{-1}^{g*} \quad (22)$$

Con estas dos ecuaciones es posible calcular la entrada de capitales privados compatible con la restricción presupuestaria de la economía, que es igual al déficit comercial (incluidos servicios reales), más la acumulación de base monetaria (igual al cambio en reservas en Argentina), más los intereses pagados por los pasivos externos netos privados emitidos en ejercicios anteriores, más los intereses pagados por el sector público al sector externo por la deuda emitida en ejercicios anteriores, menos el financiamiento público externo de este periodo, menos las privatizaciones.

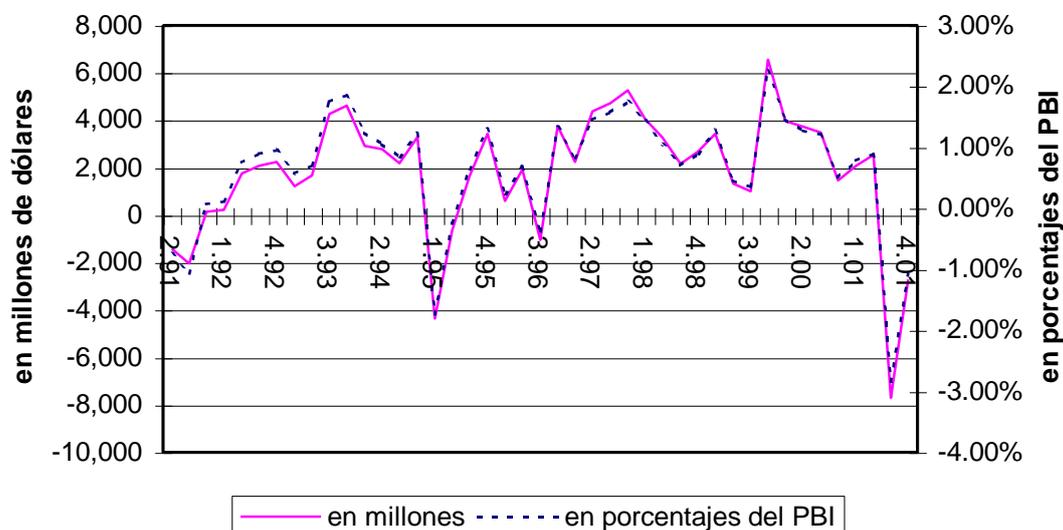
$$\Delta D^{p*} = -BC + \Delta BM + rD_{-1}^{p*} + rD_{-1}^{g*} - \Delta D^{g*} - P \quad (23)$$

A continuación se estima y analiza la evolución de los flujos de capitales privados para la economía de Argentina en el periodo 1991 - 2001

---

<sup>8</sup> Se supone que las mismas son compradas por el sector externo.

**Gráfico 1:**  
**Flujos de capitales privados para Argentina**  
**Segundo trimestre de 1991 – Cuarto trimestre de 2001<sup>9</sup>**



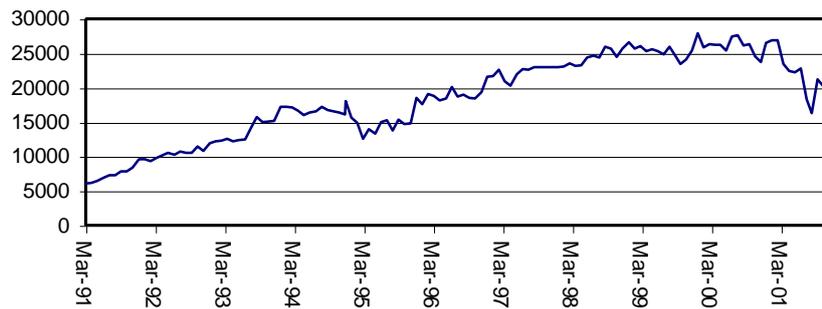
- ◆ En 1991, a partir del plan de convertibilidad, hubieron distintas corridas contra la moneda doméstica. Luego, el peso fue aceptado y el plan de convertibilidad y la estabilidad subyacente ganaron la confianza de los capitales extranjeros.
- ◆ Primer trimestre de 1992 – Cuarto trimestre de 1994  
A partir de 1992 comienza un periodo de entrada de capitales impresionante en relación al pasado. Según Rivas<sup>10</sup>, en el primer trimestre de 1985 la fuga de capitales llegaba a los mil millones de dólares y para el segundo trimestre de 1989 alcanzaba los dos mil millones. El escenario a partir de 1992 es totalmente opuesto. Para el cuarto trimestre de 1992 la entrada de capitales alcanza aproximadamente los dos mil millones de dólares<sup>11</sup>, casi un 1% del PBI y para el cuarto trimestre de 1993, alcanza los cuatro mil millones y medio de dólares, casi un 2% del PBI. Como consecuencia comienzan a acumularse las reservas y se aprecia el tipo de cambio real. (Gráficos 2 y 3)

<sup>9</sup> Datos en el Anexo. Página 30.

<sup>10</sup> RIVAS, C. From capital outflows to capital inflows: Argentina 1985-1992. Buenos Aires: Centro de estudios de América latina, 1993.

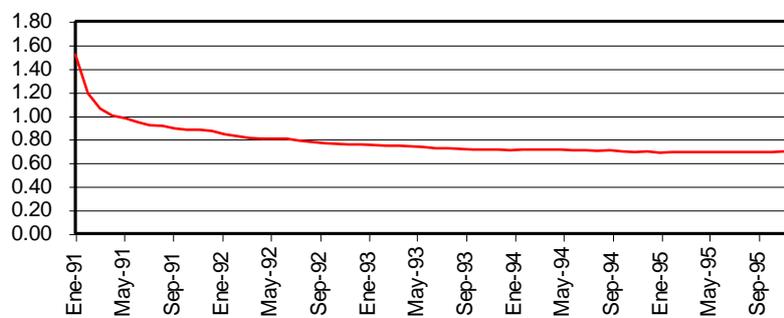
<sup>11</sup> En la medición de Rivas alcanza los 2,5 miles de millones.

**Gráfico 2: Reservas Acumuladas del Banco Central**



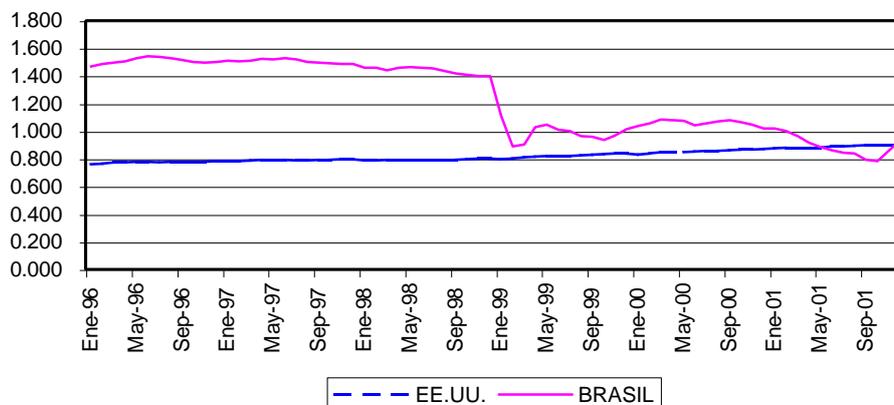
Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

**Gráfico 3 A: Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos**



Elaboración propia en base a datos del INDEC y de Estados Unidos (Bureau of Economic Analysis) hasta 1996.

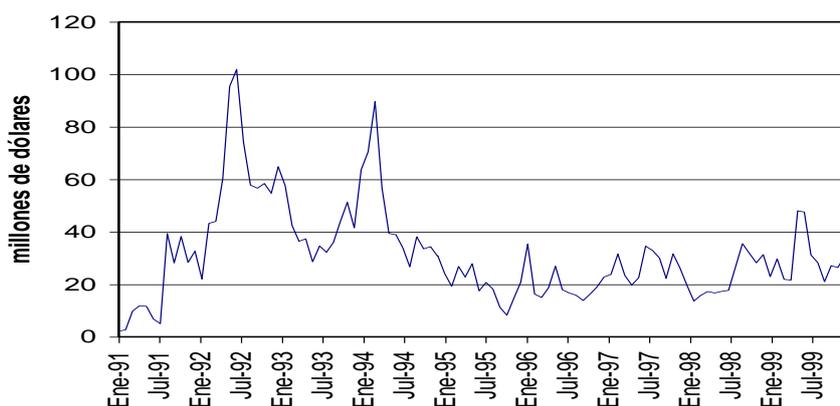
**Gráfico 3 B: Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos y Brasil**



A partir de 1996, elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

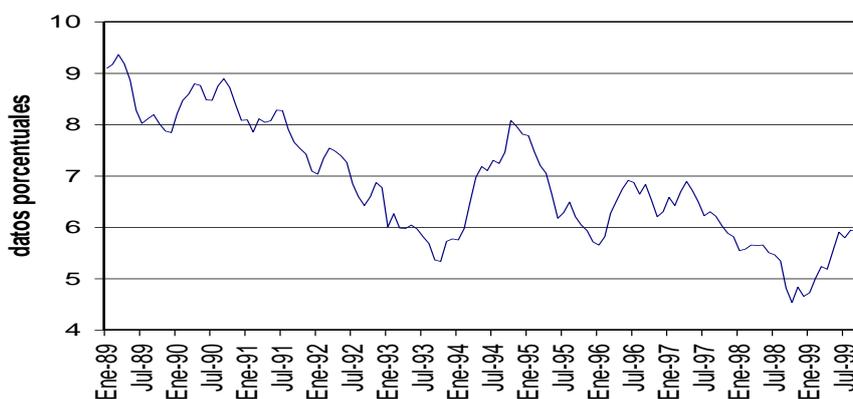
El boom de la bolsa, la caída de la tasa de interés de EEUU y el aumento de los términos del intercambio, son algunas de las características más importantes de este período (Gráficos 4 y 5). El fuerte crecimiento del ingreso, no visto en décadas anteriores, es acompañado por un gran incremento en la inversión y en el consumo (Gráfico 6). Estos son los reveladores de la vuelta a la confianza en la Argentina.

**Gráfico 4: Bolsa de Comercio - Volumen Diario en Millones de dólares**



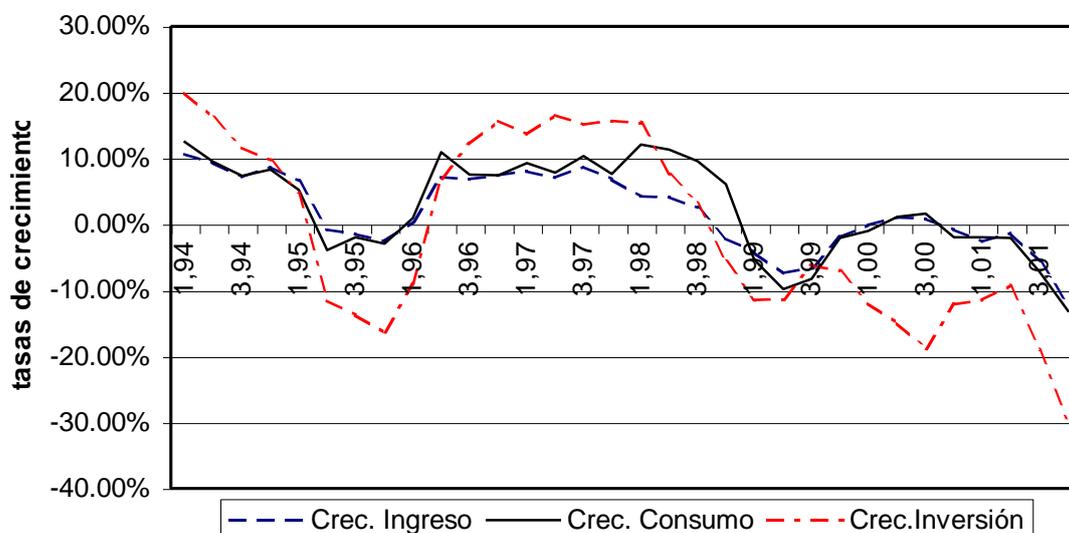
Elaboración propia en base a datos del Instituto de Economía de la UADE.

**Gráfico 5: Rendimiento de Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años**



Elaboración propia en base a datos de FIEL

**Gráfico 6: Tasas de crecimiento del ingreso, del consumo y de la inversión**



Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

◆ Primer y segundo trimestre de 1995 <sup>12</sup>

El 20 de diciembre de 1994 se devalúa el peso mexicano. Durante el primer trimestre de 1995 el sistema bancario argentino perdió 18% de sus depósitos y aproximadamente la mitad de sus reservas internacionales (Gráficos 7 y 2). En términos de flujos de capitales, para ese trimestre huyeron más de 4,5 miles millones de dólares, casi un 2 % del PBI. Para el segundo trimestre de ese año, los mercados financieros estaban más tranquilos y los capitales habían comenzado a volver, los precios de las acciones y el nivel de reservas internacionales comenzaron a recuperarse.<sup>13</sup>

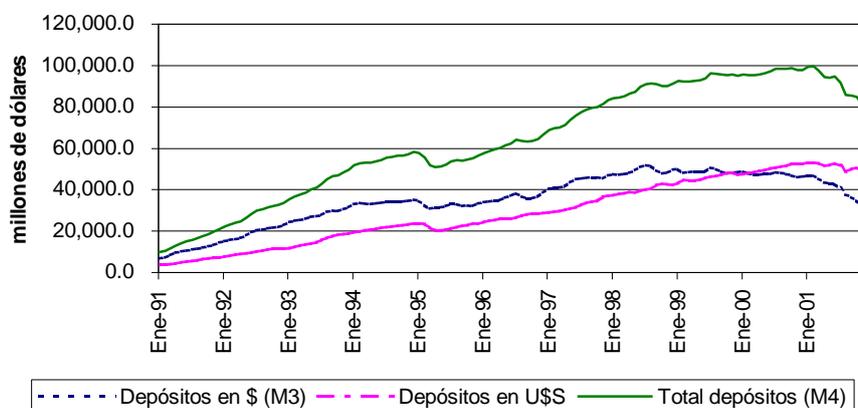
<sup>12</sup> Fuente: FERNANDEZ, R. Coment. En Calvo, G.; Goldstein, M.; Hochreiter, E. Ed. "Private capital flows to emerging markets after the mexican crisis". Washington: Institute for International Economics, 1996. Trata detenidamente los efectos del Tequila en Argentina.

<sup>13</sup>Según Fernández, el ataque especulativo, llamado efecto tequila, tuvo su parte exitosa en la Argentina ya que tuvieron que implementarse programas de soporte financiero internacional, que harían sus veces de un prestamista de última instancia; regulación y supervisión bancaria (aumentando las reservas de los depósitos de manera considerable) y ajuste fiscal. Pero el ataque especulativo contra el peso falló, ya que no se devaluó la moneda local.

Un ataque especulativo sobreviene cuando los agentes económicos consideran que, por alguna razón, las autoridades monetarias no estarán en condiciones de sostener el tipo de cambio nominal actual en el futuro. Este hecho determina que se incremente la tasa de devaluación esperada. BRODA, M. A.; SECCO, L. R. y RUTMAN J. I. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero 1997.

A mediados de mayo de ese año, se convoca a elecciones y el Presidente Menem es reelecto hasta diciembre de 1999.

**Gráfico 7: Depósitos**



Elaboración propia en base a datos de Carta Económica

◆ Tercer trimestre de 1995 – Cuarto trimestre de 1999<sup>14</sup>

A partir del tercer trimestre de 1995 sucedieron varias crisis que afectaron al país de diferentes maneras. Durante 1996 y 1997 el ingreso del país creció, pero a niveles inferiores que los primeros años del análisis (Gráfico 6). Aunque el crecimiento en la inversión volvió a ser considerable. La entrada de capitales para el cuarto trimestre de 1997 alcanzaba aproximadamente los 5 mil millones de dólares, un 1,7% del PBI.

<sup>14</sup>Fuente: BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, noviembre 1999.

BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, noviembre de 1997.

BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, setiembre 1998.

BRODA, M. A.; SECCO, L. R. y RUTMAN J. I. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, diciembre 1999.

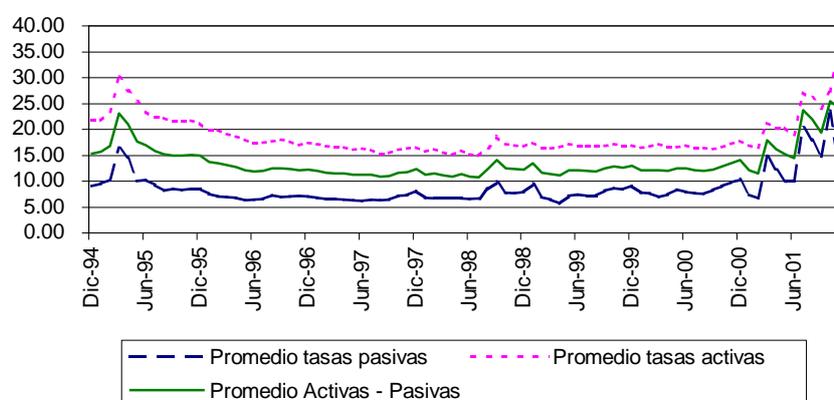
BRODA, M. A.; SECCO, L. R. y RUTMAN J. I. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero 1997.

EDWARDS, S. Contagion. World Economy Lecture. University of Nottingham. 1999. <<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world.economy5.pdf>>

El 26 de julio de 1996, luego de varios conflictos con el Presidente Menem, renuncia del Ministro de Economía Domingo Cavallo. La incertidumbre sobre la continuidad del modelo económico hace reaccionar al sector externo.

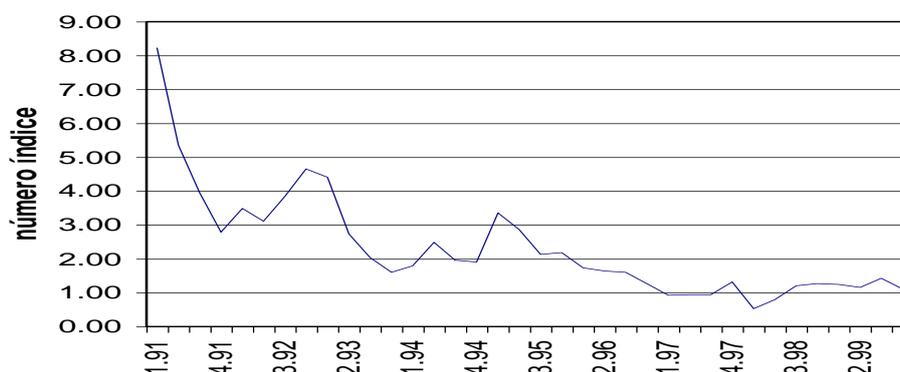
A principios de julio de 1997 Tailandia devaluó su moneda e inició un ataque especulativo en el sudeste asiático. La consecuente no fue transmitida a la Argentina, por lo tanto, no provocó cambios en las tasas de interés domésticas, en la bolsa, ni provocó salidas de capitales. (Gráficos 4 y 8)

**Gráfico 8: Tasas de interés domésticas**



Elaboración propia en base a datos de Carta Económica

Luego, a fines de octubre de 1997, un ataque especulativo a la caja de conversión de Hong Kong y el colapso del won coreano sí tuvieron su impacto en Argentina. Durante los días siguientes a este episodio las tasas de interés de Argentina subieron de forma significativa y la bolsa cayó dramáticamente (13.7 %) (Gráficos 4 y 8). El cambio en la tasa de interés afectó la prima de riesgo país (que es la diferencia entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés libre de riesgo) (Gráfico 9). Luego del salto, las tasas de interés domésticas tendieron a estabilizarse, pero no volvieron al nivel existente antes de la crisis de Hong Kong. Según Carta económica (1997), el hecho que Argentina resulte un país pequeño y abierto al mercado de capitales internacionales, y que el segundo round de ataques especulativos haya tenido como protagonista a Hong Kong, nación que posee un arreglo monetario similar al nuestro (Caja de Conversión), fueron dos elementos vitales para la formación del “efecto simpatía” con el que respondieron los agentes económicos sobre los activos de riesgo del país. (Gráfico 9)

**Gráfico 9: Prima de Riesgo**

Elaboración propia en base a datos de Carta Económica

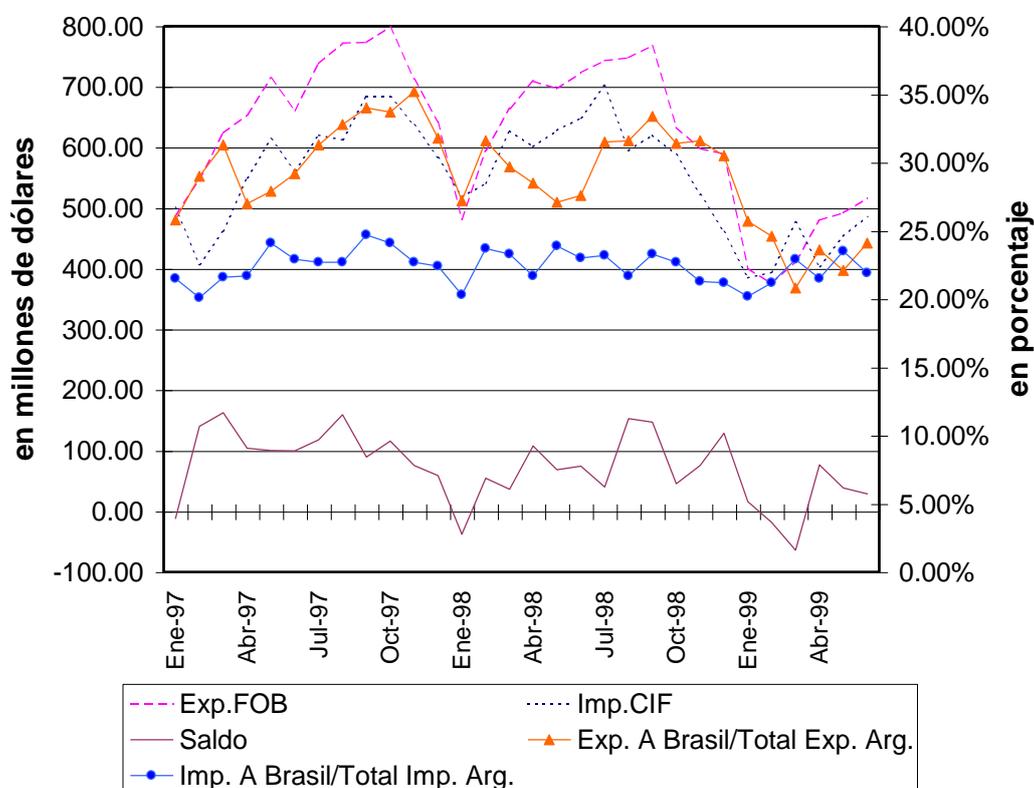
A pesar de los sobresaltos, 1997 fue un buen año en términos de entrada de capitales, el total anual fue de casi 16 mil millones, más de un 5 por ciento del PBI, es decir, en promedio, cerca de 4 mil millones por trimestre.

A mediados de agosto de 1998 la crisis cambiaria y la cesación de pagos de Rusia, que comenzó como un problema localizado en un país financieramente pequeño, se convirtió en una importante crisis internacional de liquidez. Inmediatamente después del “default” ruso las tasas de interés de Argentina crecieron repentinamente y el Merval cayó en picada. Afectando nuevamente la prima de riesgo (Gráficos 4 y 8). Esta crisis de confianza provocó un cierre virtual del mercado financiero internacional al financiamiento del sector público y privado. Para el tercer trimestre de 1998, la entrada de capitales era aproximadamente la mitad de lo que había sido en el año anterior, cerca de 2 mil millones. La economía argentina entró en una recesión, que fue profundizada luego con la crisis de Brasil.

La continuidad de la política cambiaria y el régimen monetario argentino se encuentran íntimamente más ligada a lo que suceda en Brasil que lo que suceda en otras partes del mercado financiero internacional, por ser Brasil el mayor socio comercial de Argentina. El 13 de enero de 1999 Brasil devalúa su moneda. Este episodio tuvo el mayor efecto en los mercados financieros

argentinos. Aunque éste efecto era el esperado ya que Brasil es el socio comercial más importante de Argentina y una importante fuerza financiera local.

**Gráfico 10: Comercio Argentino con Brasil**



Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

La crisis de Brasil de 1999 afectó a la economía adversamente en varios aspectos, ya que la devaluación del real deterioró la cuenta corriente local a través de la caída en los términos del intercambio, pero la disminución de la confianza detuvo parcialmente la entrada de capitales (Gráfico 10). La apreciación del tipo de cambio real bilateral con Brasil dificultó aún más el mejoramiento de la cuenta corriente. Como consecuencia de este aumento en las restricciones externas, disminuyó el ingreso y, junto con él, el consumo y la inversión.

Durante 1998 y 1999 la entrada de capitales alcanzó en promedio los 3 mil millones por trimestre (1% del PBI).

◆ Primer trimestre de 2000 – cuarto trimestre de 2001<sup>15</sup>

En este periodo se revierte la tendencia de los movimientos de capitales. El proceso de entrada de capitales se transforma en salida de capitales a partir del tercer trimestre del 2001. Durante este período la entrada de capitales fue de aproximadamente 3 mil millones por año en promedio.

Desde el tercer trimestre de 1998 empieza en la Argentina la más profunda recesión de la cual se tenga conocimiento. Entre 1999 y 2001 el PBI se contrajo más de un 14 por ciento, mientras que la inversión lo hizo más de un 40 por ciento. (Gráfico 6)

El 10 de diciembre de 1999 asume la presidencia Fernando de la Rúa quien se comprometió a defender el régimen cambiario y monetario vigente a esa fecha, la apertura económica y las privatizaciones.

La sucesión de shocks que dieron origen a la recesión económica que comenzó a fines de 1998 se encontraban parcialmente vigentes en el 2000. Las variables reales (caída de los términos de intercambio, apreciación real del dólar y devaluación real de Brasil) como las financieras (incremento de la aversión al riesgo de los inversores internacionales y aumento del riesgo emergente y estancamiento del crédito bancario al sector privado) se ubicaban en niveles que sugerían una recuperación de la economía. Pero los elementos subjetivos (las expectativas de inversores y consumidores) también afectaban la velocidad de recuperación. La calidad de la política económica condicionó

<sup>15</sup> BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2000.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, diciembre de 2000.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2001.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Análisis Sectorial: Sector Actividad y Precios. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, junio de 2001.

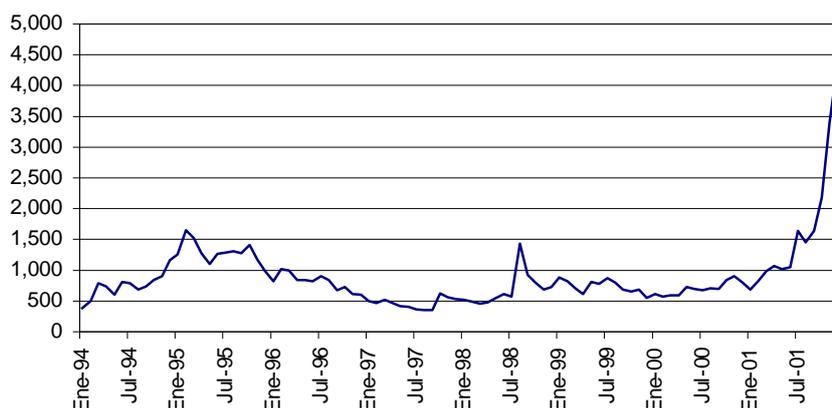
<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Análisis Sectorial: Sector Actividad y Precios. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2002.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

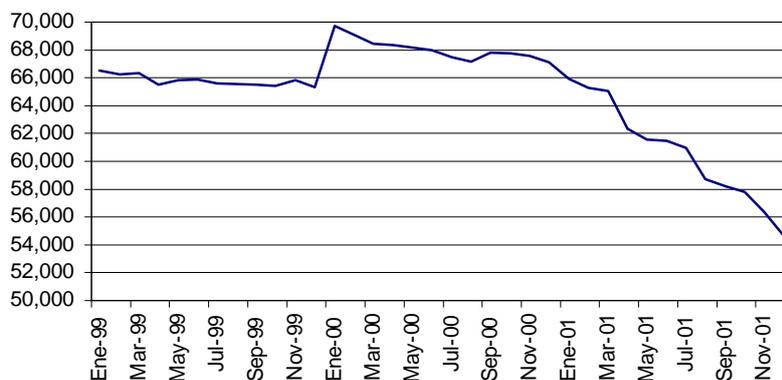
las expectativas, como también lo hicieron la evolución de las variables reales y financieras. La entrada de capitales en el cuarto trimestre del 2000 alcanzaba sólo los 1400 millones, menos de un 0,6 por ciento del PBI. (Gráficos 3, 11 y 12)

**Gráfico 11: Riesgo Argentino (EMBI\_AR)**



Elaboración Propia en base a datos de Carta Económica

**Gráfico 12: Créditos al Sector Privado**



Elaboración Propia en base a datos de Carta Económica

El 22 de febrero de 2001 se desata una crisis cambiaria en Turquía. Luego de una fuerte corrida contra la Lira Turca, el Banco Central de ese país anunció el abandono del tipo de cambio fijo y dejó flotar la moneda, contagiando a los mercados emergentes, incluida la Argentina.

Durante el 2001 el Banco Central de la República Argentina perdió cerca del 30 por ciento de sus reservas. Los depósitos en pesos comienzan a caer en febrero y, aunque la caída es menos abrupta que en 1995, la tendencia negativa no se revierte y la pérdida de depósitos es mayor. En marzo las tasas de interés internas comienzan a subir: la tasa de interés pasiva supera el 14 por ciento. A partir de julio estas tasas alcanzan valores superiores al 20 por ciento reflejando el incremento del riesgo país, que en octubre de este año alcanza los 1916 puntos básicos, convirtiendo a la Argentina en el país más riesgoso del mundo. En el tercer trimestre del 2001 la fuga de capitales privados era de 7714 millones de dólares. (Gráficos 3, 7 y 8)

Durante el segundo semestre de 2001 la salida de capitales representó más de 10 mil millones de dólares. La caída del PBI para ese semestre era de un 6,8 por ciento y la de la inversión de un 22,1 por ciento. El riesgo país siguió subiendo y superó los 4000 puntos básicos en diciembre. La crisis económica, financiera y política que atravesaba el país provocó la renuncia del Presidente Fernando de la Rúa el 21 de diciembre de ese año. (Gráficos 6 y 11)

## **Capítulo IV: Determinantes de los Flujos de Capitales Privados**

En este punto se analiza el efecto que tuvieron algunos factores en la determinación de los flujos de capitales en el periodo 1991-2001. Desde el punto de vista teórico los factores que afectarían son:

- El riesgo privado<sup>16</sup>: esta variable mide el mayor riesgo de invertir en el sector privado de la Argentina con respecto al mercado internacional. Una reducción en la prima de riesgo se traducirá en una entrada de capitales, es decir un mayor nivel de financiamiento para la economía (déficit en cuenta corriente).
- Las perspectivas de crecimiento económico futuro: esta variable puede representarse mediante la tasa de inversión de la economía respecto del PBI rezagada un período. La tasa de inversión de los periodos anteriores transmite información adicional sobre rendimientos futuros a los inversores extranjeros, además de señalar el grado de la irreversibilidad de la decisión de traer capitales a un país emergente. A mayores tasas de inversión, mayor crecimiento económico futuro, por lo tanto, mayores entradas de capitales.
- Un indicador de Solvencia: esta variable se representa a través del crecimiento de la deuda externa total respecto al PBI. La reestructuración de la deuda externa existente a principios de la década del '90 contribuyeron a atraer inversiones a la Argentina. Un menor crecimiento de la deuda significa menores posibilidades de default y mayores entradas de capitales.

---

<sup>16</sup> Según Broda, el riesgo del sector privado puede medirse como el spread de “la tasa de interés “prime” en dólares (para empresas de primera línea) argentina versus su par norteamericana” BRODA, M. A. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, abril de 1995.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomicahistoricos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

Para esta variable se tomó la tasa de interés nominal para préstamos a 90 días a empresas de primera línea, y la tasa en EEUU “3-Month AA Nonfinancial Commercial Paper”.

- El superávit fiscal trimestral en porcentajes del PBI (déficit): los inversores perciben que un incremento sostenido del déficit fiscal reduce la capacidad de repago de la mayor deuda resultante y aumenta las posibilidades de que el gobierno repudie su deuda. El sector privado se ve afectado por la posterior falta de crédito y refinanciación para el país. Esta variable puede interpretarse como otro indicador de solvencia. Se toma el superávit fiscal del mismo periodo; el superávit fiscal rezagado un período, para percibir el efecto del incremento continuo del déficit; y el superávit fiscal adelantado un período, para tomar las expectativas.
- La performance económica de los países industrializados: esta variable está representada por el rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 30 años.  
Diversos analistas indican que los factores externos jugaron un rol muy importante en la determinación de los movimientos de capitales en los países emergentes; aduciendo, que lo que sucede en los países industrializados, es uno de los factores explicativos de estos flujos. El menor crecimiento del PBI y los menores rendimientos en los mercados de capitales de esos países, contribuyen a que los capitales fluyan a los países emergentes.
- El efecto contagio de países emergentes: para esta variable se utilizó el índice EMBI elaborado por J.P. Morgan que mide el riesgo de invertir en países emergentes.

En el modelo presentado, la variable riesgo privado es endógena al sistema, ya que ésta es función del movimiento de capitales. Por lo tanto tuvo que construirse instrumentos que sustituyan a la misma. Para estimar el riesgo privado se utilizaron variables domésticas que no tienen un efecto directo sobre los movimientos de capitales, pero sí sobre el riesgo.

- El riesgo privado rezagado un periodo: representa la inercia, la reticencia al cambio de algunos precios de la economía.

- Dummy Cavallo: variable dummy que refleja la confianza que generaba Domingo Cavallo como ministro de economía durante el periodo 1991:1 – 1996:2.
- Elecciones 1995: variable dummy que representa el riesgo de las elecciones de mayo de 1995 agudizadas por el efecto tequila (1995:1 y 1995:2). La proximidad de una elección presidencial y la incertidumbre con respecto a la continuidad de las políticas económicas implementadas pueden causar percepción negativa entre los inversores.
- Riesgo Político: variable dummy que indica los períodos en que estuvo en peligro la continuidad del modelo económico, como fueron las renuncias de personajes relevantes, como el Ministro de Economía Domingo Cavallo y el Presidente Fernando De la Rúa. (1996:1, 1996:2, 2001:3 y 2001:4)

Luego de diversas regresiones, los resultados del análisis econométrico fueron los siguientes:

Dependent Variable: RIESGO PRIVADO  
Method: Least Squares  
Sample(adjusted): 1993:3 2001:4  
Included observations: 34 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIESGO PRIVADO(-1)	1.06	0.08	12.92	0.00
DUMMY CAVALLO	-2.09	0.81	-2.58	0.01
ELEC. 1995 TEQUILA	6.52	1.67	3.84	0.00
RIESGO POLÍTICO	2.87	1.32	2.17	0.04
R-squared	0.80	Mean dependent var		6.04
Adjusted R-squared	0.78	S.D. dependent var		4.57
S.E. of regression	2.16	Akaike info criterion		4.49
Sum squared resid	139.69	Schwarz criterion		4.67
Log likelihood	-72.27	Durbin-Watson stat		1.45
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: 1 lag				
F-statistic	2.88	Probability		0.10
Obs*R-squared	2.73	Probability		0.10
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: 2 lags				
F-statistic	1.45	Probability		0.25
Obs*R-squared	2.84	Probability		0.24
White Heteroskedasticity Test: No cross terms				
F-statistic	1.31	Probability		0.29
Obs*R-squared	6.44	Probability		0.26
White Heteroskedasticity Test: Cross terms				
F-statistic	1.58	Probability		0.18
Obs*R-squared	12.64	Probability		0.18
Series Residuals: Normality Test				
Jarque-Bera	1.13	Probability		0.57

Dependent Variable: MOVIMIENTOS DE CAPITALS  
Method: Two-Stage Least Squares  
Sample(adjusted): 1995:1 2001:3  
Included observations: 27 after adjusting endpoints  
Instrument list: DUMMY CAVALLO ELEC 1995 TEQUILA  
RIESGO POLITICO RIESGO PRIVADO(-1) I / PBI(-1)  
UST30 d(DET / PBI) EMBI DÉFICIT / PBI DÉFICIT / PBI(+1)  
DÉFICIT / PBI(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIESGO PRIVADO	-542.13	168.85	-3.21	0.00
I / PBI (-1)	521.50	193.01	2.70	0.01
d(DET / PBI)	-296.06	140.96	-2.10	0.05
DÉFICIT / PBI	-1205.62	1186.24	-1.02	0.32
DÉFICIT / PBI (1)	448.94	1000.90	0.45	0.66
DÉFICIT / PBI(-1)	-1952.98	1331.15	-1.47	0.16
UST30	-886.96	525.66	-1.69	0.11
EMBI	0.36	1.87	0.19	0.85
R-squared	0.74	Mean dependent var		2059.11
Adjusted R-squared	0.65	S.D. dependent var		2920.02
S.E. of regression	1735.97	Sum squared resid		57258033
Durbin-Watson stat	1.85			

El efecto contagio representado por el índice EMBI y el superávit fiscal en relación al PBI no resultan significativas. El superávit fiscal rezagado un periodo resulta significativo al un nivel del 16 por ciento, pero su signo es contrario al esperado.

Se plantea un modelo sin estas variables para poder luego hacer proyecciones.

Dependent Variable: MOVIMIENTOS DE CAPITALES  
 Method: Two-Stage Least Squares  
 Sample(adjusted): 1995:1 2001:4  
 Included observations: 28 after adjusting endpoints  
 Instrument list: DUMMY CAVALLO ELECC 1995 TEQUILA  
 RIESGO POLITICO RIESGO PRIVADO(-1) I / PBI (-1)  
 UST30 d(DET / PBI)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIESGO PRIVADO	-338.10	78.16	-4.33	0.00
I / PBI (-1)	572.42	176.41	3.24	0.00
d(DET / PBI)	-339.04	143.96	-2.35	0.03
UST30	-969.58	530.63	-1.83	0.08
R-squared	0.64	Mean dependent var		1888.25
Adjusted R-squared	0.60	S.D. dependent var		3004.69
S.E. of regression	1898.60	Sum squared resid		86512468
Durbin-Watson stat	1.69			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: 1 lag				
F-statistic	1.10	Probability		0.30
Obs*R-squared	0.04	Probability		0.84
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: 2 lags				
F-statistic	1.03	Probability		0.37
Obs*R-squared	1.21	Probability		0.55
White Heteroskedasticity Test: No cross terms				
F-statistic	0.37	Probability		0.93
Obs*R-squared	3.74	Probability		0.88
White Heteroskedasticity Test: Cross Terms				
F-statistic	0.70	Probability		0.74
Obs*R-squared	12.00	Probability		0.61
Series Residuals: Normality Test				
Jarque-Bera	0.10	Probability		0.95

Las variables presentadas en el modelo, son todas estadísticamente significativas a un nivel de significancia menor al 10 por ciento. El modelo no presenta problemas de correlación serial ni de heterocedasticidad y la serie residuos está distribuida normalmente.

Los resultados de la regresión econométrica se pueden interpretar de esta forma:

- Por un punto de disminución de la prima de riesgo privado, aumenta la entrada de capitales al país en aproximadamente 340 millones de dólares, lo que representa un 0,13 % del PBI, y un 0,63% de los créditos bancarios al sector privado del cuarto trimestre de 2001.
- Por un punto porcentual de aumento de la tasa de inversión de la economía, los flujos de capitales aumentan en el período siguiente mas de 570 millones de dólares, un 0,23 % del PBI, y más de un 1% de los créditos bancarios al sector privado.
- Por un punto porcentual de disminución de la tasa de endeudamiento externo, los flujos de capitales aumentan en 340 millones de dólares, un 0,13 % del PBI, y más de un 0,60 % de los créditos bancarios al sector privado.
- Cuando aumenta el de rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 30 años, salen capitales por casi 1000 millones de dólares, casi un 0,40 % del PBI y un 2 % de los créditos al sector privado.

	Coeficiente	En % del PBI	En % de Créditos
RIESGO PRIVADO	-338.10	-0.13%	-0.62%
I / PBI(-1)	572.42	0.23%	1.05%
D(DET / PBI)	-339.04	-0.13%	-0.62%
UST 30	-969.58	-0.39%	-1.78%

## **Capítulo V: Proyección y Conclusiones**

En este trabajo se intentó analizar las causas de los movimientos de capitales privados en Argentina entre 1995 y 2001.

Las variables determinantes de los movimientos de capitales en Argentina, según el modelo estimado, son el riesgo de invertir en el sector privado argentino, las perspectivas de futuro económico, el nivel de solvencia de la economía y la performance económica de los países industrializados.

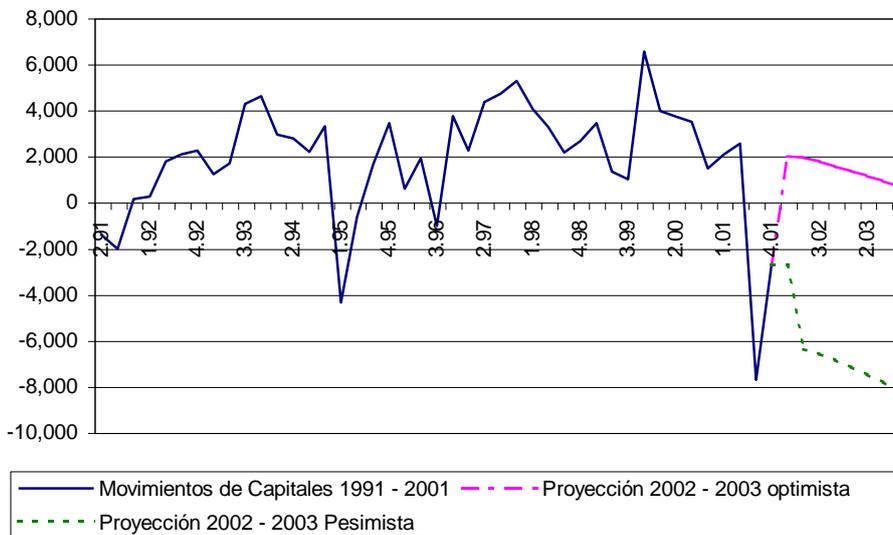
El efecto contagio de los países emergentes, no sólo es poco significativo estadísticamente, sino que además su coeficiente es muy pequeño, por lo que se podría deducir que las variables causantes de la salida de capitales son más bien endógenas. Por lo que se rechaza la hipótesis de que existe un efecto contagio de lo que suceda en los mercados de capitales emergentes, representado por el índice de bonos de países emergentes construido por J. P. Morgan.

Cabe destacar que superávit fiscal en relación al PBI no resulta significativo a niveles de significancia aceptables, contrariando la visión prevaleciente de el déficit fiscal es un variable en la determinación de los movimientos de capitales en Argentina.

### **Proyecciones**

Se hicieron dos proyecciones para los años 2002 y 2003. Para la proyección pesimista se tomaron las variables explicativas del modelo econométrico y se las proyectó a partir del cuarto trimestre del 2001, arrastrando la tendencia negativa que traían. Para la proyección optimista se tomaron estas mismas variables a partir del cuarto trimestre del 2000.

**Gráfico 13: Proyecciones de los Movimientos de Capitales para los años 2002 y 2003**



Proyecciones Pesimistas<sup>17</sup>

Fecha	Mov. Capitales	Riesgo Privado	I / PBI	DET / PBI	UST 30
1.02	-2725.00	25.44	13.00	56.18	5.16
2.02	-6389.11	26.40	13.14	56.94	5.11
3.02	-6616.81	27.36	13.19	57.70	5.07
4.02	-6872.37	28.32	13.16	58.46	5.03
1.03	-7168.95	29.27	13.09	59.22	4.98
2.03	-7495.54	30.23	12.97	59.98	4.94
3.03	-7844.07	31.19	12.83	60.74	4.90
4.03	-8208.67	32.15	12.66	61.50	4.85

-53320.52

<sup>17</sup> Datos proyectados a partir del año 2001.

Proyecciones Optimistas<sup>18</sup>

Fecha	Mov. Capitales	Riesgo Privado	I / PBI	DET / PBI	UST 30
1.02	1978.85	6.06	14.00	56.69	5.39
2.02	1936.10	6.55	16.78	57.48	5.35
3.02	1747.11	7.07	16.69	58.27	5.31
4.02	1547.28	7.62	16.60	59.06	5.27
1.03	1337.45	8.19	16.50	59.85	5.23
2.03	1118.11	8.79	16.40	60.64	5.19
3.03	889.51	9.42	16.30	61.44	5.15
4.03	651.82	10.07	16.21	62.23	5.11

11206.22

En el apéndice se presenta una tabla con los datos determinantes. Como puede observarse, el riesgo privado<sup>19</sup> traía una tendencia decreciente hasta el tercer trimestre del 2000. La proyección optimista refleja esta tendencia. A partir del cuarto trimestre del 2000, el riesgo privado crece rápidamente, esta tendencia se refleja en la proyección pesimista. Lo mismo sucede con la caída de la tasa de inversión: durante el 2000 es menos abrupta que durante el 2001, las proyecciones reflejan estas tendencias. En el 2001 se canjean bonos de la deuda pública externa por nuevos bonos con vencimientos posteriores y se reestructura la deuda en manos de bancos domésticos; además incrementa fuertemente el costo de financiamiento, por lo tanto el la tasa de crecimiento de la deuda externa total con respecto al PBI disminuye en el 2001. Esta disminución no era evidente durante el 2000, por lo tanto, para la proyección optimista la deuda externa total con respecto al PBI es mayor que para la proyección pesimista. El rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos tiene una explicación similar, pero las diferencias son irrelevantes.

La proyección pesimista indica que si las expectativas y la situación económica financiera del país no se revierten podrían haber salidas de capitales por más de 25 mil millones de dólares por año aproximadamente durante el 2002 y el 2003. Durante estos dos años se fugaría más del 50 por ciento de capitales que entraron en los once años que toma esta medición. Si mejoran las

<sup>18</sup> Datos proyectados a partir del año 2000.

<sup>19</sup> El mismo estaba definido como la diferencia entre la tasa de interés doméstica y la internacional.

condiciones y, por lo menos la variables estructurales, vuelven a tendencia que se veía a fines del 2000, la entrada de capitales sería de aproximadamente 5.500 millones por año, según la proyección optimista.

## Anexo: Datos utilizados

### A. Medición<sup>20</sup>

**Balanza Comercial (BC):** Se define como mercancías más servicios reales. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Estimación del Balance de Pagos. Cuadro resumen. (Abril, 2002) <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>

**Acumulación de base monetaria (dBm):** Se define como la variación de reservas internacionales. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Estimación del Balance de Pagos. Cuadro resumen. (Abril, 2002) <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>

**Intereses de los activos privados externos ( $-rD^{p*}_{-1}$ ):** Se definen como la suma de los intereses del Sector financiero, de otras entidades y del sector privado no financiero. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Estimación del Balance de Pagos. Renta de la inversión. (Abril, 2002) <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>.

**Intereses de la deuda pública externa ( $rD^{g*}_{-1}$ ):** Son los intereses de la deuda pública externa que aparecen en la cuenta Ahorro – Inversión – Financiamiento. Base caja. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Finanzas Públicas (Abril, 2002): <<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

**Endeudamiento externo del sector público ( $dD^{g*}$ ):** Hasta 1995 está medido como la diferencia entre el nuevo endeudamiento externo y las amortizaciones de la deuda externa. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Finanzas Públicas (Abril, 2002): <<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

A partir de 1995, la dirección de cuentas internacionales del Ministerio de Economía comienza a calcular este dato trimestralmente. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Estimación de la deuda externa bruta por sector residente. (Abril 2002) <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>

**Privatizaciones (P):** Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Finanzas Públicas (Abril, 2002): <<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

**Flujos de capitales privados externos ( $dD^{p*}$ ):** Definido en el capítulo III como  $dD^{p*} = -BC + dBM + rD^{p*}_{-1} + rD^{g*}_{-1} - dD^{g*} - P$ .

<sup>20</sup> Los datos anteriores a 1993 fueron provistos por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía.

**Tabla 1: Medición de los Flujos de Capitales Privados para Argentina**

fecha	Balanza Comercial	Acumulación de Base Monetaria	(-) Intereses Deuda Pública Externa (-1)	Intereses de los Activos Privados Externos (-1)	Endeudamiento Externo del Sector Público	Privatizaciones	Flujos de Capitales Privados Externos
2.91	1,547	818	47	422	405	684	-1,443
3.91	1,047	666	185	432	285	1,632	-2,051
4.91	-199	2,088	-63	464	971	1,710	133
1.92	-915	479	93	481	-456	2,014	224
2.92	-286	1,029	-137	514	-180	386	1,760
3.92	-1,165	523	-9	700	-9	328	2,078
4.92	-1,294	1,073	-119	629	96	780	2,239
1.93	-1,166	527	-113	471	1,024	38	1,215
2.93	-471	-169	-278	474	-621	9	1,665
3.93	-1,354	1,811	-162	924	-153	154	4,250
4.93	-2,095	2,312	-195	684	369	321	4,595
1.94	-2,771	-537	-274	500	76	14	2,918
2.94	-1,405	57	-427	998	-342	464	2,765
3.94	-1,801	-152	-421	615	498	3	2,184
4.94	-1,947	1,314	-522	984	1,342	146	3,279
1.95	-1,505	-5,895	-564	740	1,286	1	-4,373
2.95	1,184	2,393	-542	991	3,261	124	-643
3.95	-30	279	-502	982	30	131	1,631
4.95	-749	3,121	-645	1,178	1,348	915	3,431
1.96	-1,048	146	-546	891	2,040	13	578
2.96	552	1,270	-413	1,097	64	264	1,899
3.96	-531	-429	-423	1,091	2,592	71	-1,048
4.96	-795	2,895	-920	1,379	2,225	27	3,738
1.97	-1,710	-285	-497	1,112	508	302	2,225
2.97	-727	1,550	-526	1,546	-1	0	4,351
3.97	-1,852	-379	-627	1,305	-1,300	1	4,703
4.97	-2,282	2,387	-607	1,578	1,593	2	5,258
1.98	-2,674	-830	-819	1,682	229	83	4,034
2.98	-981	1,431	-629	1,496	1,272	9	3,256
3.98	-2,012	1,159	-680	1,501	3,203	0	2,149
4.98	-1,946	1,678	-764	1,767	3,495	5	2,655
1.99	-1,831	-1,008	-580	2,022	-1,784	1,780	3,429
2.99	-140	38	-647	1,804	518	794	1,317
3.99	-1,539	-1,877	-571	1,880	1,116	5	993
4.99	-1,440	4,048	-546	2,294	1,789	0	6,538
1.00	-1,278	-425	-659	2,344	-104	3	3,957
2.00	427	1,072	-497	2,341	-220	1	3,703
3.00	-524	-2,208	-381	2,083	-2,771	69	3,482
4.00	-355	1,121	-272	2,736	2,960	72	1,452
1.01	-1,006	-3,886	-723	2,650	-1,573	3	2,063
2.01	1,037	-1,439	-837	3,770	-403	3	2,532
3.01	1,413	-262	-852	1,479	8,317	54	-7,714
4.01	2,042	-6,497	-499	2,202	-3,113	1	-2,725

En millones de dólares.

**Tabla 2: Balanza Comercial**

fecha	Mercancías	Servicios Reales	Balanza Comercial
2.91	1635	-88	1547
3.91	1219	-172	1047
4.91	-24	-175	-199
1.92	-89	-826	-915
2.92	24	-310	-286
3.92	-684	-481	-1165
4.92	-701	-593	-1294
1.93	-127	-1039	-1166
2.93	-9	-462	-471
3.93	-888	-466	-1354
4.93	-1402	-693	-2095
1.94	-1470	-1300.6	-2770.6
2.94	-638.6	-766.86	-1405.46
3.94	-991.6	-809.5	-1801.1
4.94	-1038.7	-908.7	-1947.4
1.95	-295.8	-1209.5	-1505.3
2.95	1911	-727.4	1183.6
3.95	712.2	-741.8	-29.6
4.95	30	-779.2	-749.2
1.96	123.1	-1171.5	-1048.4
2.96	1289.8	-738.3	551.5
3.96	319.9	-850.6	-530.7
4.96	26.7	-821.4	-794.7
1.97	-305.3	-1405.1	-1710.4
2.97	195.8	-922.8	-727
3.97	-700.4	-1151.6	-1852
4.97	-1312.8	-969.6	-2282.4
1.98	-1198.9	-1475.3	-2674.2
2.98	-15.4	-965.9	-981.3
3.98	-906.4	-1105.6	-2012
4.98	-976.5	-969	-1945.5
1.99	-455	-1376.1	-1831.1
2.99	695.3	-835.6	-140.3
3.99	-535	-1004.4	-1539.4
4.99	-499.9	-939.9	-1439.8
1.00	170.1	-1447.9	-1277.8
2.00	1361.2	-934	427.2
3.00	509.8	-1034	-524.2
4.00	516.9	-872.1	-355.2
1.01	504	-1509.6	-1005.6
2.01	2046.4	-1009.9	1036.5
3.01	2358.6	-945.8	1412.8
4.01	2598.1	-556.1	2042

En millones de dólares

**Tabla 3: Intereses de los Activos Privados Externos**

Fecha	Intereses Crédito S. Privado				Intereses Débito S. Privado				Utilidades y Dividendos	Sector Privado Total
	Sector Financiero	Otras entidades	Sector No Financiero	Total	Sector Financiero	Otras entidades	Sector No Financiero	Total		
2,91				429				131	-251	47
3,91				393				103	-105	185
4,91				399				131	-331	-63
1,92				334				79	-162	93
2,92				294				119	-312	-137
3,92				272				114	-167	-9
4,92				233				148	-204	-119
1,93				247				159	-201	-113
2,93				221				179	-320	-278
3,93				199				168	-193	-162
4,93				202				164	-233	-195
1,94	181	20	472	673	184	125	210	519	-436	-282
2,94	205	21	473	699	209	149	226	584	-465	-350
3,94	187	23	473	683	229	170	242	641	-445	-403
4,94	187	32	473	692	251	190	268	709	-462	-479
1,95	235	40	634	909	293	227	326	846	-596	-533
2,95	223	48	609	880	323	244	351	918	-468	-506
3,95	229	57	596	882	329	240	379	948	-403	-469
4,95	313	77	596	986	329	237	406	972	-605	-591
1,96	267	81	562	910	301	230	428	959	-456	-505
2,96	280	89	586	955	301	224	441	966	-351	-362
3,96	315	109	622	1046	321	247	465	1033	-392	-379
4,96	320	123	630	1073	350	274	489	1113	-829	-869
1,97	358	125	605	1088	346	274	516	1136	-408	-456
2,97	414	160	526	1100	355	287	565	1207	-466	-573
3,97	465	187	642	1294	372	303	610	1285	-606	-597
4,97	491	202	650	1343	406	336	659	1401	-509	-567
1,98	532	236	677	1445	430	358	691	1479	-770	-804
2,98	572	271	662	1505	450	384	733	1567	-536	-598
3,98	610	272	769	1651	466	403	766	1635	-627	-611
4,98	505	203	850	1558	433	371	788	1592	-477	-511
1,99	497	176	682	1355	406	359	789	1554	-437	-636
2,99	497	191	686	1374	413	363	803	1579	-495	-700
3,99	542	216	785	1543	422	373	820	1615	-560	-632
4,99	589	232	801	1622	434	366	829	1629	-625	-632
1.00	563	178	849	1,590	439	391	940	1,770	-479	-659
2.00	622	220	895	1,737	434	388	956	1,778	-457	-497
3.00	685	255	906	1,846	460	415	976	1,851	-376	-381
4.00	673	253	911	1,837	493	444	974	1,911	-198	-272
1.01	579	212	873	1,664	528	423	934	1,885	-502	-723
2.01	412	155	790	1,357	496	387	936	1,820	-375	-837
3.01	286	97	751	1,134	492	349	879	1,720	-265	-852
4.01	167	35	661	863	538	300	834	1,672	310	-499

En millones de dólares.

Tabla 4: Endeudamiento Externo del Sector Público

Fecha	Financiamiento Externo	Amortizaciones	Financiamiento Externo - Amortizaciones
2.91	771,00	366	405,00
3.91	571,00	286	285,00
4.91	1.393,00	422	971,00
1.92	344,00	800	-456,00
2.92	334,00	514	-180,00
3.92	669,00	678	-9,00
4.92	1.090,00	994	96,00
1.93	1.702,50	678,8	1.023,70
2.93	926,20	1547,4	-621,20
3.93	987,70	1141	-153,30
4.93	2.335,10	1966,1	369,00
1.94	732,40	656,8	75,60
2.94	265,30	606,8	-341,50
3.94	951,10	453,4	497,70
4.94	2.659,90	1317,7	1.342,20

Fecha	Deuda Pública Externa	Endeudamiento Externo del Sector Público
Dic-94	61,268	
Mar-95	62,553	1,286
Jun-95	65,814	3,261
Sep-95	65,844	30
Dic-95	67,192	1,348
Mar-96	69,232	2,040
Jun-96	69,296	64
Sep-96	71,888	2,592
Dic-96	74,113	2,225
Mar-97	74,621	508
Jun-97	74,619	-1
Sep-97	73,319	-1,300
Dic-97	74,912	1,593
Mar-98	75,141	229
Jun-98	76,413	1,272
Sep-98	79,616	3,203
Dic-98	83,111	3,495
Mar-99	81,327	-1,784
Jun-99	81,845	518
Sep-99	82,961	1,116
Dic-99	84,750	1,789
Mar-00	84,646	-104
Jun-00	84,426	-220
Sep-00	81,654	-2,771
Dic-00	84,615	2,960
Mar-01	83,042	-1,573
Jun-01	82,640	-403
Sep-01	90,957	8,317
Dic-01	87,844	-3,113

En millones de dólares

## B. Determinantes

**Riesgo Privado:** diferencia entre la tasa de interés nominal para préstamos a 90 días a empresas de primera línea, y la tasa en EEUU “3-Month AA Nonfinancial Commercial Paper”. Fuente: ARGENTINA: BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. Información Estadística. (Abril 2002)

<<http://www.bcra.gov.ar/estadistica/estad000100.asp>>

ESTADOS UNIDOS: RESERVA FEDERAL. Rsearch and data: historical data. (Abril 2002) <<http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/m/cp3m.txt>>

**Inversión:** Inversión Bruta Interna en millones de pesos corrientes. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Nivel de Actividad. (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

**PBI:** Producto Bruto Interna a precios de mercado en millones de pesos corrientes. ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Nivel de Actividad. (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

**Deuda Externa Total:** Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. (Abril 2002): Estimación de la deuda externa bruta por sector residente.

<<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>

**Superávit Fiscal:** Resultado Global. Cuenta Ahorro – Inversión – Financiamiento. Base caja. Fuente: ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Finanzas Públicas (Abril, 2002): <<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

**UST 30:** Rendimiento de los Bonos del tesoro de Estados Unidos a 30 años. BRODA, M. A. Base de datos (Abril 2002)

<[http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores\\_archivos.asp](http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores_archivos.asp)>

**EMBI:** Índice de Bonos de Mercados Emergentes elaborado por J.P. Morgan. BRODA, M. A. Base de datos (Abril 2002)

<[http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores\\_archivos.asp](http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores_archivos.asp)>

Tabla 5: Determinantes

Fecha	Mov. Capitales	Riesgo Privado	I / PBI	DET / PBI	Superávit / PBI	UST 30	EMBI
1.94	2,918.00	4.77	20.00		0.08	6.66	595.00
2.94	2,765.00	4.49	19.00		0.46	7.44	796.00
3.94	2,184.00	3.91	20.00		-0.27	7.55	823.67
4.94	3,279.00	3.41	21.00	31.80	-0.36	7.95	906.67
1.95	-4,373.00	10.64	20.00	35.34	-0.30	7.52	1,373.33
2.95	-643.00	13.07	19.00	35.67	0.00	6.87	1,214.33
3.95	1,631.00	6.93	17.00	36.62	-0.46	6.66	1,158.67
4.95	3,431.00	6.22	18.00	37.66	0.20	6.14	1,147.00
1.96	578.00	5.25	18.00	40.15	-0.47	6.39	916.67
2.96	1,899.00	4.02	17.00	36.09	-0.29	6.92	782.67
3.96	-1,048.00	4.25	17.00	38.66	-0.54	7.00	681.33
4.96	3,738.00	3.95	19.00	39.12	-0.64	6.55	578.00
1.97	2,225.00	3.25	19.00	41.56	-0.47	6.89	468.00
2.97	4,351.00	2.22	18.00	38.65	-0.32	6.88	430.67
3.97	4,703.00	2.27	19.00	40.18	-0.19	6.43	365.67
4.97	5,258.00	3.71	20.00	41.40	-0.50	6.04	548.67
1.98	4,034.00	3.37	20.00	46.13	-0.43	5.89	487.67
2.98	3,256.00	2.66	20.00	43.43	-0.12	5.83	551.33
3.98	2,149.00	4.97	20.00	46.26	-0.37	5.31	1,166.00
4.98	2,655.00	6.58	20.00	48.04	-0.45	5.10	1,137.00
1.99	3,429.00	6.12	20.00	52.30	0.15	5.42	1,188.67
2.99	1,317.00	3.70	17.00	49.06	-0.08	5.78	1,001.33
3.99	993.00	4.21	18.00	49.87	-0.57	6.08	1,139.00
4.99	6,538.00	4.96	18.00	50.20	-1.15	6.34	875.67
1.00	3,957.00	3.92	18.00	53.12	-0.75	6.15	711.33
2.00	3,703.00	3.04	16.00	49.31	-0.10	5.94	734.33
3.00	3,482.00	3.02	16.00	50.17	-0.55	5.77	666.67
4.00	1,452.00	5.91	16.00	50.97	-1.00	5.61	768.00
1.01	2,063.00	5.37	17.00	54.98	-1.14	5.42	735.33
2.01	2,532.00	11.48	15.00	49.45	-0.76	5.77	761.00
3.01	-7,714.00	18.92	14.00	54.24	-0.30	5.44	944.00
4.01	-2,725.00	23.34	14.00	55.51	-1.08	5.19	957.67

## **Bibliografía**

ARGENTINA: BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. Información Estadística. (Abril 2002)

<<http://www.bcra.gov.ar/estadistica/estad000100.asp>>

ARGENTINA: INDEC. Manuscrito: Índice de Precios al Consumidor. Buenos Aires, junio 2000.

ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. (Abril, 2002): Estimación del Balance de Pagos. Cuadro resumen. (Abril 2002) <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales/>>

ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Dinero y Bancos. (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Finanzas Públicas (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Nivel de Actividad. (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

ARGENTINA: MINISTERIO DE ECONOMÍA, Secretaría de Política Económica. Información económica al día. Precios. (Abril, 2002):

<<http://www2.mecon.gov.ar/infoeco/>>

BRODA, M. A. Análisis Sectorial: Sector Actividad y Precios. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, junio de 2001.

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Análisis Sectorial: Sector Actividad y Precios. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2002. p32-p35

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2000. p1-p18

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, diciembre de 2000. p1-p25

<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Anticipo Editorial Carta Económica. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero de 2001. p1-p28  
<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A. Base de datos (Abril 2002)  
<[http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores\\_archivos.asp](http://www.estudiobroda.com.ar/indicadores_archivos.asp)>

BRODA, M. A. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, abril de 1995. p22  
<<http://www.estudiobroda.com.ar/cartaeconomica/historicos.asp?idperiodo=&PaginaInformes=1>>

BRODA, M. A y ESPERT, J. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, diciembre 1992. p. EE13

BRODA, M. A y ESPERT, J. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, julio 1994. p. EE1- p. EE15.

BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, noviembre de 1997. p1-p19.

BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, setiembre 1998. p1-p29.

BRODA, M. A. y SECCO, L. R. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, noviembre 1999. p1-p24.

BRODA, M. A.; SECCO, L. R. y RUTMAN J. I. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, febrero 1997. p1-p27.

BRODA, M. A.; SECCO, L. R. y RUTMAN J. I. Editorial. En Carta Económica. Estudio Broda. Buenos Aires, diciembre 1999. p1-p38.

CALVO, G.; LEIDERMAN, L. y REINHART, C. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. The role of external factors. IMF Staff Papers, vol 40, nº I., Washington, 1993. 44 págs.

CALVO, G.; LEIDERMAN, L. y REINHART, C. Capital inflows to Latin America. The 1970s and the 1990s. IMF Working Paper, WP/92/85, Washington, 1992. 18 págs.

EDWARDS, S. Contagion. World Economy Lecture. University of Nottingham. 1999.  
<<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world.economy5.pdf>>

ESTADOS UNIDOS: Bureau of Economic Analysis. National Income and Product Account. (Abril, 2002). <<http://www.bea.doc.gov>>.

ESTADOS UNIDOS: RESERVA FEDERAL. Research and data: historical data. (Abril 2002) <<http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/m/cp3m.txt>>

FERNANDEZ, R. Coment. En Calvo, G.; Goldstein, M.; Hochreiter, E. Ed. "Private capital flows to emerging markets after the mexican crisis". Washington: Institute for International Economics, 1996. 325 págs.

FIEL. Base de datos Data Fiel. Buenos Aires: FIEL.

INSTITUTO DE ECONOMÍA DE LA Universidad Argentina de la Empresa (UADE). Base de datos. Octubre de 1966 y febrero 2000.

LARRAIN,F; LABAN R. y CHUMACERO R. What determines capital inflows? An empirical analysis for Chile. En Larrain F. Ed. "Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises : Latin America in the 1990s (Development and Inequality in the Market Economy)" University of Michigan, 2001. **ctas** págs.

MARTIN, G.; LABEAGA, J.M.; MOCHON, F. Introducción a la econometría. Madrid: Prentice Hall Iberia, 1997.

MODY, A. y MURSHID, A. P. Growing up with capital flows. IMF Working Paper, WP/02/75, Washington, 2002. 31 págs.  
<<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15773.0>>

OKS, D.; GONZALEZ PADILLA, G. Determinantes del riesgo país en Argentina durante 1994 – 1999. Conferencia presentada en la XXXIV reunión anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Córdoba, 2000.

RIVAS, C. From capital outflows to capital inflows: Argentina 1985-1992. Buenos Aires: Centro de estudios de América latina, 1993. 15 págs.

RODRIGUEZ, C. Macroeconomic policies: Can we transfer lessons from LDC's. Invited paper for the XII World Congress of the Economic Association. Buenos Aires, Argentina. 1999. <<http://www.cema.edu.ar/pdf/show.pdf>>.

SACHS, J. y LARRAIN, F. Macroeconomía en la economía global. México: Prentice Hall, 1993. 789 págs.