

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ARGENTINA

**DIRECCION NACIONAL DE CUENTAS INTERNACIONALES
SUBSECRETARIA DE PROGRAMACION MACROECONOMICA
SECRETARIA DE PROGRAMACION ECONOMICA Y REGIONAL**

Indice

LA POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

1. Introducción	3
2. La posición de inversión internacional al 31 de diciembre de 1998	5
2.1 La composición de los activos y pasivos externos	7
2.2 La posición de inversión internacional por sector residente	8
3. La evolución de la posición de inversión internacional en el período 1991-1998	11
3.1 La evolución de los activos y pasivos externos	12
3.2 La evolución de la posición de inversión internacional por sector residente	14
4. La posición de inversión internacional considerando valores de mercado de la deuda externa por bonos. (Metodología internacional)	16
5. Anexo estadístico	18
6. Anexo metodológico	26

LA POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

1. Introducción

La Posición de Inversión Internacional (PII) es un estado estadístico que trata de reflejar el saldo neto de los activos y pasivos a valor de mercado¹ de los sectores residentes con el exterior. Los activos y pasivos externos están constituidos por los activos reales y financieros de existencia legal y efectiva que poseen los residentes de la economía frente a no residentes y viceversa.

La determinación de la residencia de deudores y acreedores es, al igual que en las estimaciones del balance de pagos, un elemento esencial para la estimación de la posición externa. Residente es toda persona física o jurídica cuyo centro de interés económico o actividad principal se encuentra dentro de la frontera del país. Internacionalmente, se acepta que una persona física se presume residente del país si permanece o tiene intención de permanecer en el país por un año o más. En el caso de personas jurídicas, la residencia se considera dada cuando estas producen una cantidad significativa de bienes o prestan una cantidad significativa de servicios en el país, para lo cual deberán mantener un establecimiento productivo durante un año o más.

La variación de la PII en un período refleja el efecto de las transacciones en cuenta corriente del balance de pagos y los cambios de valuación (por precios, por tipo de cambio y otros ajustes), que afectan la medición de los activos y pasivos respecto a la moneda de cuenta.

La PII se estima siguiendo las normas internacionales contenidas en la Quinta Edición del Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional, excepto para la valuación de los pasivos externos instrumentados en bonos y la deuda no instrumentada refinanciada en el Plan Financiero 1992. Estas obligaciones son valuadas en este trabajo a valores nominales residuales.

La valuación a precios de mercado de los bonos de deuda, establecida en las normas del Manual, permite homogeneizar la medición de obligaciones con distintas condiciones financieras en materias de tasa de interés y plazos del servicio de capital e intereses. Sin embargo, su aplicación en países como Argentina, que en el período 1991-1998 registraron variaciones significativas en la tasa de riesgo país, introduce un elemento distorsivo en la exposición de los resultados globales. La magnitud del efecto depende obviamente del cambio registrado y de la volatilidad de la tasa de riesgo soberano.

Al aplicarse el criterio de valor de mercado, un aumento en la tasa de riesgo país (caída en las cotizaciones) implica una reducción de los valores de los pasivos

¹ A partir de esta publicación, la Subsecretaría de Programación Macroeconómica dependiente de la Secretaría de Programación Económica y Regional, inicia la presentación de las estimaciones de la posición de inversión internacional de Argentina (PII). Las estimaciones son realizadas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

de deuda externa y por ende una disminución de la posición pasiva neta en la posición de inversión internacional². Una disminución en la tasa de riesgo país (aumento de las cotizaciones), tiene el efecto contrario al subir las cotizaciones de los papeles de deuda.

Adicionalmente a la valuación de los bonos a valor nominal residual adoptada en este trabajo, se presentan complementariamente las mediciones de la posición de inversión internacional considerando las obligaciones instrumentadas en bonos a valores de mercado (criterio internacional).

La serie presentada en esta oportunidad, comprende la PII a fin de cada año para el período 1991-1998³. Los detalles metodológicos de las estimaciones, fuentes y criterios de valuación utilizados, pueden consultarse en el anexo de la presente publicación.

En primer término comentaremos, la estimación de la PII al 31 de diciembre de 1998 y los hechos que explican los cambios respecto a la estimación de fines de 1997, y luego, los elementos salientes de la evolución de la PII en los últimos siete años.

2 Es decir que un país por el sólo hecho de desmejorar la valuación de la deuda en los mercados internacionales, registraría una mejora (disminución de la posición pasiva neta) en la PII.

3 La actualización será anual y su publicación se efectuará dentro de los seis meses del cierre del año calendario.

2. La posición de inversión internacional al 31 de diciembre de 1998⁴

La PII de los residentes en Argentina se estimó negativa (posición pasiva neta) en Dls. 64.715 millones a fines de 1998 (cuadro 1), con un aumento de los pasivos netos con el exterior de Dls. 11.580 millones respecto a diciembre de 1997⁵.

Cuadro 1

Estimación de la posición de inversión internacional : resumen por concepto								
- en millones de dólares a fin del periodo -								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII)	-8.645	-9.618	-15.111	-30.174	-37.161	-40.513	-53.135	-64.715
Activos externos	66.618	71.937	86.345	89.000	102.327	117.194	133.300	139.000
Reservas Internacionales	7.886	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249
Inversiones directas	6.107	7.332	8.086	9.148	10.696	12.374	16.041	18.184
Inversiones en cartera	15.077	15.112	20.377	19.139	22.526	26.562	28.890	29.757
Otros activos externos	37.548	38.502	42.411	44.681	53.142	58.513	65.562	64.810
Pasivos externos	75.263	81.555	101.456	119.174	139.488	157.707	186.435	203.715
Inversiones directas	11.524	15.822	17.932	22.319	27.828	32.634	40.979	47.007
Inversiones en cartera	7.532	11.245	48.791	56.221	60.257	72.638	87.301	93.823
participaciones de capital	1.207	1.916	10.257	10.102	11.597	13.730	19.070	14.297
bonos de deuda externa	6.325	9.329	38.534	46.119	48.660	58.908	68.231	79.526
Otros pasivos externos (*)	56.207	54.488	34.733	40.634	51.403	52.435	58.155	62.885

(*) Incluye financiación por intereses devengados no vencidos.

Los cambios en la PII en 1998 están dados principalmente por el déficit en cuenta corriente del balance de pagos de Dls. 14.528 millones⁶ y el aumento de Dls. 2.270 millones en la deuda externa por las variaciones de los tipos de pase de las monedas en que se contrajo la deuda respecto a la moneda de cuenta, el dólar estadounidense (Cuadro 2)⁷. Estos efectos fueron atenuados por las variaciones

netas de precios, que significaron una disminución neta de pasivos de Dls. 5.812 millones. De este monto, Dls. 4.563 millones correspondieron al efecto de la

⁴ Considerando las obligaciones instrumentadas en bonos a valores nominales residuales más intereses capitalizados.

⁵ Se incluyen actualizaciones en las estimaciones de las series de balance de pagos a incorporar en las publicaciones del mes de diciembre de las "Estimaciones trimestrales de balance de pagos y de activos y pasivos externos". La versión actualizada del cuadro resumen de las estimaciones anuales 1992-1998 se incluye en el anexo estadístico.

⁶ El saldo de la cuenta corriente del balance de pagos más los errores y omisiones de estimación, son equivalentes a los movimientos de la cuenta capital y financiera y a la variación de reservas internacionales. Estos dos últimos, registran los cambios en los activos y pasivos externos que componen la PII, que no están originados en variaciones de precios o en los tipos de cambio.

⁷ Las revaluaciones de las monedas respecto al dólar estadounidense, implican un aumento de la deuda en términos de dólares. Mientras que las devaluaciones de las monedas, tienen el efecto inverso.

disminución de las cotizaciones de las acciones en las inversiones en cartera de no residentes; Dls. 482 millones a cambios en las valuaciones de inversiones directas en Argentina; y Dls. 557 millones a la diferencia entre valores nominales y efectivos en las operaciones de compra de deuda^{8 9}.

Cuadro 2

Variación de la Posición de Inversión Internacional	
- en millones de U\$S -	
	1998/1997
Variación en la PII	-11.580
Déficit cuenta corriente	14.528
Aumento deuda por tipos de pase	2.270
Variaciones de precios	-5.812
Activos	-210
Pasivos por inversión en cartera	-4.563
Pasivos por inversión directa	-482
diferencia entre VNR y VM en operaciones con papeles de deu	-557
Otros	25
Errores y omisiones de balance de pagos	569

Las variaciones en la deuda externa por los cambios en los tipos de pase de las monedas en que se contrajo la deuda, afectó básicamente los pasivos del sector público (no financiero y el Banco Central), cuya deuda externa presenta, como muestra el cuadro 3, una canasta de monedas más diversificada.

⁸ Se incluyen en este monto, las compras de títulos por cancelaciones de operaciones "Repos". Estas operaciones consisten en la venta de títulos públicos en cartera del Gobierno con cláusula de recompra a una fecha futura con un precio prefijado. Al venderse los títulos a un no residente, las obligaciones pasan a formar parte de la deuda externa a valor nominal residual. Al recomprarse, se reduce la deuda externa y los títulos pasan a formar parte de la cartera del Tesoro. Al efectuarse las operaciones a valores inferiores a los valores nominales residuales, cuando se venden los títulos, la deuda aumenta en valores nominales por encima del valor efectivo de la operación. El efecto contrario opera cuando se cancela la transacción con la compra del título.

⁹ La compra de no residentes de bonos públicos en el mercado secundario, a residentes del sector privado, implica un aumento de la deuda externa del sector público equivalente al valor nominal residual de los títulos. Al registrarse en el balance de pagos las transacciones a valor efectivo, se produce una diferencia entre los flujos del balance de pagos y la variación de la posición, debido a que esta última computa las obligaciones en títulos a valor nominal residual.

Cuadro 3

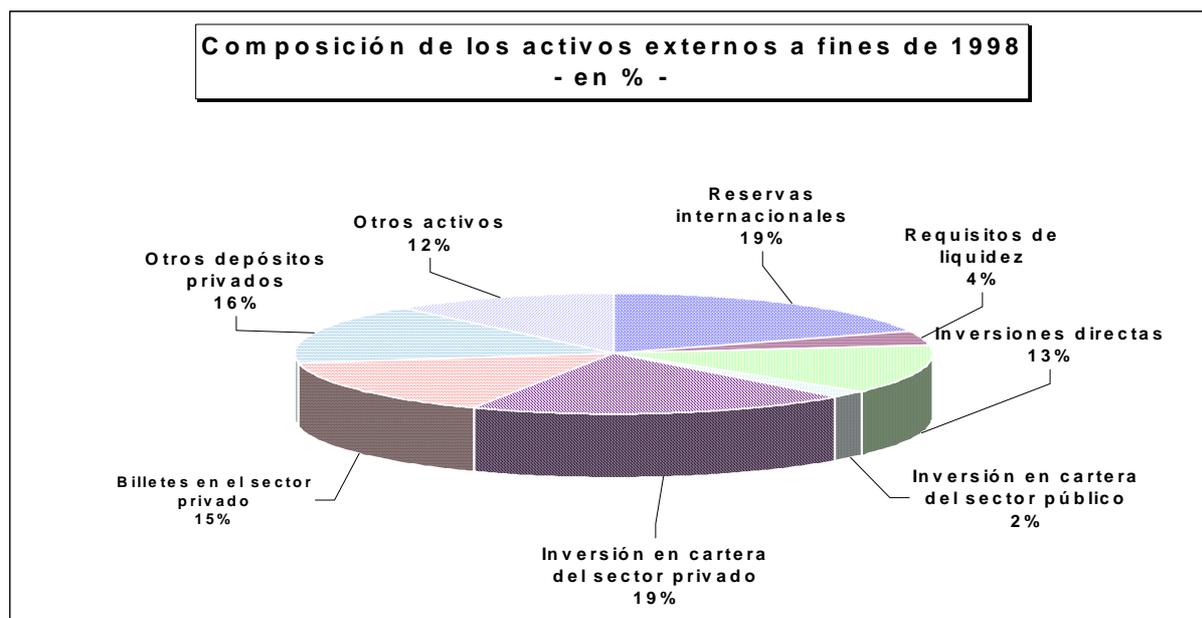
Deuda externa por moneda a diciembre de 1998				
-Composición por principales monedas-				
	sectores			
	privado	público	financiero	total
Total	100%	100%	100%	100%
Dólares	94%	60%	97%	74%
DM	0%	14%	0%	9%
Yenes	2%	9%	2%	6%
Otras	4%	17%	1%	11%

2.1 La composición de los activos y pasivos externos

Siguiendo la clasificación conceptual del Manual de Balanza de Pagos, los activos y pasivos con el exterior de la PII son agrupados en las categorías de: activos de reserva internacional, inversiones directas, inversiones en cartera y otros activos y pasivos con el exterior.

Los activos externos fueron estimados en Dls. 139.000 millones a fines de 1998. La participación de cada una de las categorías de activos se muestra en el gráfico 1, donde los "otros activos", que representan alrededor del 47%, fueron desagregados en sus principales componentes. Las reservas internacionales del BCRA y las inversiones en cartera del sector privado representan cada una el 19%, le siguen en orden de importancia los depósitos, billetes e inversiones directas del sector privado con el 16%, 15% y 13%, respectivamente. La categoría residual de los otros activos, donde se incluyen los créditos por la financiación de represas bilaterales, créditos comerciales, otros activos bancarios y los aportes de capital a organismos internacionales, representa un 12%.

Gráfico 1

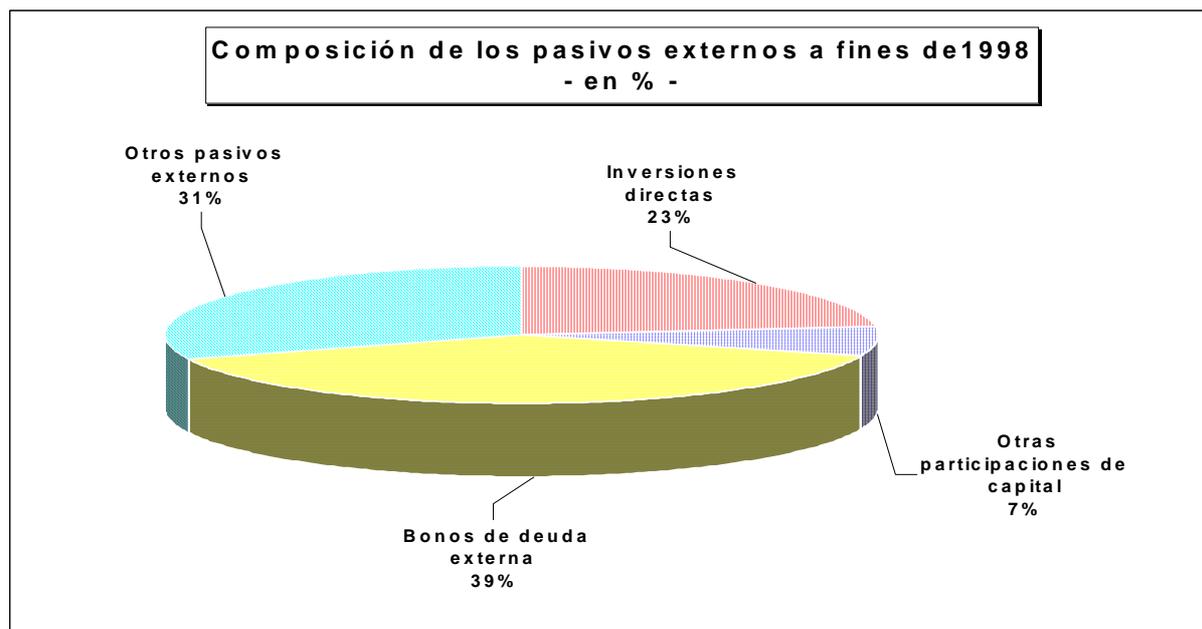


El aumento de Dls. 5.700 millones de los activos externos en 1998, se registró básicamente en las reservas internacionales del BCRA (Dls. 3.442 millones), y en

las inversiones directas (Dls. 2.143 millones). Por su parte, los requisitos de liquidez de las entidades financieras integrados en el exterior, descendieron en Dls. 1.474 millones en 1998¹⁰, al registrarse una mayor proporción en la constitución de pasivos pasivos en el Banco Central.

Por su parte, los pasivos externos fueron estimados a fines de 1998 en Dls. 203.715 millones. Como se muestra en el gráfico 2, un 30% correspondió a inversiones directas y otras participaciones de capital, un 39% a inversiones en cartera en bonos y el restante 31%, a otros pasivos.

Gráfico 2



El aumento en los pasivos externos en 1998 fue de Dls. 17.280 millones. La mayor variación se dio en la tenencia de bonos por parte de no residentes, Dls. 11.295 millones. Las inversiones directas en Argentina crecieron en Dls. 6.028 millones, y los “otros pasivos” en Dls. 4.730 millones. Por su parte, la tenencia de no residentes de acciones de empresas argentinas, disminuyó Dls. 4.773 millones debido básicamente a la caída de las cotizaciones.

2.2 La posición de inversión internacional por sector residente

La PII por sector residente muestra la posición activa (pasiva) neta de cada sector frente a los no residentes.

Los cambios en la PII sectorial no guardan una relación unívoca con los flujos sectoriales de la cuenta financiera del balance de pagos. Esto se debe, no sólo a los cambios de valuación (por tipos de cambio y precios) que no se incluyen en los registros del balance de pagos, sino también a que la asignación sectorial en la cuenta financiera, se realiza en función del sector residente que recibe el financiamiento o que realiza la operación con el exterior, pudiendo estas operaciones

¹⁰ Los requisitos de liquidez en el exterior están incluidos en los rubros “disponibilidades” (por los depósitos) e “inversiones en cartera” (por los títulos en caución).

afectar la PII del sector que realiza la operación o la de otro sector residente. Un ejemplo lo constituye las operaciones en el mercado secundario con bonos públicos entre no residentes y residentes del sector privado. La emisión de un bono del sector público que suscribe el sector privado residente, se refleja en el balance de pagos y en la PII solo si estos bonos son transferidos posteriormente a un no residente en el mercado secundario. La transferencia del bono a un no residente implica un financiamiento que recibe el sector privado y un aumento de la deuda externa del sector público (la deuda pública total no cambia) y por ende, un aumento en el pasivo neto de la PII del sector público. El efecto inverso se produce si un residente compra a un no residente bonos públicos en el mercado secundario. En este caso, tenemos una operación en la cuenta financiera del sector privado del balance de pagos y una caída en la deuda externa del sector público.

Asimismo, en las privatizaciones, las transacciones se registran en el balance de pagos en la cuenta financiera del sector público, mientras que en la PII, se incluyen como pasivos por inversiones directas o en cartera del sector privado.

En la composición de la PII por sector residente (cuadro 4), se aprecia que la posición pasiva neta de la economía estimada a fines de 1998 (Dls. 64.715 millones), refleja básicamente la PII del sector público no financiero que totalizó pasivos netos por Dls. 70.321 millones.

Cuadro 4

Estimación de la posición de inversión internacional: resumen por sector								
- en millones de dólares a fin del período -								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	-8.645	-9.618	-15.111	-30.174	-37.161	-40.513	-53.135	-64.715
Sistema financiero	-1.119	348	6.167	4.940	-97	4.230	6.777	7.289
Banco Central	1.668	4.048	11.755	11.750	9.738	13.322	16.762	20.702
Activos	8.981	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249
Pasivos	7.313	6.943	3.716	4.282	6.225	6.423	6.045	5.547
Otras entidades	-2.787	-3.700	-5.588	-6.810	-9.835	-9.092	-9.985	-13.413
Activos	3.666	4.300	6.065	6.566	7.464	11.153	17.362	16.236
Pasivos	6.453	8.000	11.653	13.376	17.299	20.245	27.347	29.649
Sector Público no financiero	-42.650	-38.841	-42.214	-49.395	-52.442	-58.844	-61.053	-70.321
Gobierno Central y entes públicos nacionales	-42.626	-38.810	-42.166	-49.224	-52.056	-57.721	-58.902	-68.318
Activos	3.961	5.892	8.642	8.558	9.568	9.573	9.272	8.538
Pasivos	46.587	44.702	50.808	57.782	61.624	67.294	68.174	76.856
Gobiernos locales y otros entes públicos locales	-24	-31	-48	-171	-386	-1.123	-2.151	-2.003
Activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos	24	31	48	171	386	1.123	2.151	2.003
Sector Privado no financiero	35.124	28.875	20.936	14.281	15.378	14.101	1.141	-1.683
Activos	50.010	50.754	56.167	57.844	69.332	76.723	83.859	87.977
Pasivos	14.886	21.879	35.231	43.563	53.954	62.622	82.718	89.660

El sector público no financiero registró en 1998 un aumento de su posición neta deudora externa de Dls. 9.268 millones, de los cuales Dls. 2.096 millones correspondieron al aumento de la deuda externa por la variación de los tipos de cambio de las monedas respecto al dólar estadounidense, y Dls. 1.200 millones (valores nominales residuales) a la disminución de la deuda externa por la venta neta de títulos públicos de no residentes a residentes en el mercado secundario. El resto de la variación en la PII del sector, Dls. 8.242 millones, más los ingresos

externos por privatizaciones, Dls. 351 millones, reflejaron básicamente el uso de recursos externos para financiar el déficit global del sector público nacional y local, del orden de los Dls. 5.800 millones, la cancelación de financiamiento interno del Gobierno Nacional en el orden de los Dls. 1.200 millones, y el aumento de activos internos (depósitos bancarios por Dls. 1.370 millones, bonos en cartera por unos 300 millones, y el aumento de créditos netos de fondos fiduciarios en el orden de los Dls. 380 millones).

Por su parte, la PII activa neta del Banco Central se incrementó en Dls. 3.940 millones por el aumento de Dls. 3.442 millones en las reservas internacionales debido a la mayor demanda de base monetaria, y por la cancelación de pasivos con el Fondo Monetario Internacional por Dls. 654 millones¹¹.

Las entidades financieras (excluido el Banco Central), incrementaron en 1998 sus pasivos externos netos en Dls. 3.428 millones. El aumento se dio principalmente bajo la forma de líneas de crédito del exterior, Dls. 1.115 millones, colocaciones de bonos, Dls. 1.097 millones, inversiones directas en el sistema financiero, Dls. 1.164 millones, y por la disminución en los activos en el exterior en Dls. 1.126 millones (debido, básicamente, a la caída de la integración de requisitos de liquidez en el exterior). Estos aumentos fueron compensados con la caída de los depósitos de no residentes de Dls. 470 y de las inversiones en cartera en acciones por las menores cotizaciones. El aumento en las fuentes de financiación externa conjuntamente con el aumento de los depósitos locales en Dls. 8.505 millones y otras fuentes, permitieron incrementar el nivel de créditos en alrededor de Dls. 10.500 millones y aumentar los activos netos de las entidades con el Banco Central en Dls. 2.284 millones.

La PII del sector privado no financiero pasó de un activo neto estimado de Dls. 1.141 millones a fines de 1997 a un pasivo neto de Dls. 1.683 millones a fines de 1998. Esta variación de Dls. 2.824 millones estuvo por debajo de los ingresos netos de Dls. 5.556 millones de la cuenta financiera. La diferencia se explica básicamente por la compra neta de títulos públicos a no residentes (Dls. 1.070 millones a valor de mercado) y la caída de Dls. 4.563 millones¹² en las cotizaciones de las acciones de no residentes. A su vez, la financiación del déficit de la cuenta corriente del sector privado no financiero, de alrededor de Dls. 9.400 millones, se explica por la cuenta financiera del sector, la cancelación de financiamiento interno del sector público con el sector privado, el pago de intereses de la deuda y el aumento del crédito bancario interno.

En términos generales, desde el punto de vista del balance de pagos, los sectores público y financiero ingresaron fondos por la cuenta financiera por encima de las necesidades de la cuenta corriente (Dls. 5.200 millones) y el aumento de reservas de estos sectores (Dls. 3.200 millones), cubriendo en parte las necesidades de la cuenta corriente del sector privado no financiero.

¹¹ En los pasivos del BCRA se incluyen los pasivos con el Fondo Monetario Internacional, cuyo financiamiento es traspasado al Tesoro Nacional, y pasivos de reserva con el BIS. Al 31 de diciembre de 1998 no se registraban deudas con el BIS.

¹² Caída de los pasivos por inversión en cartera.

3. La evolución de la posición de inversión internacional en el período 1991-1998

En el período 1991-1998, la PII deudora neta de Argentina, pasó de Dls. 8.645 millones en 1991 a Dls. 64.715 millones estimados a fines de 1998 (cuadro 1 anexo). El aumento del pasivo neto respondió a las nuevas condiciones creadas para las economías emergentes a principios de la década, con el restablecimiento del crédito externo a partir de la regularización de los pagos de los países endeudados que significó la implementación del Plan Brady. Esto, unido a la disponibilidad de financiamiento en los mercados internacionales y el plan de reformas estructurales en la economía del país, concluyó en el ingreso de capitales externos bajo sus distintas modalidades, permitiendo financiar los déficits de balance de pagos y el aumento de reservas internacionales y de otros activos externos.

La acumulación neta de déficits en cuenta corriente de Dls. 62.531 millones en los últimos siete años, explica básicamente la evolución de la PII, como puede observarse en los gráficos 3 y 4.

Gráfico 3

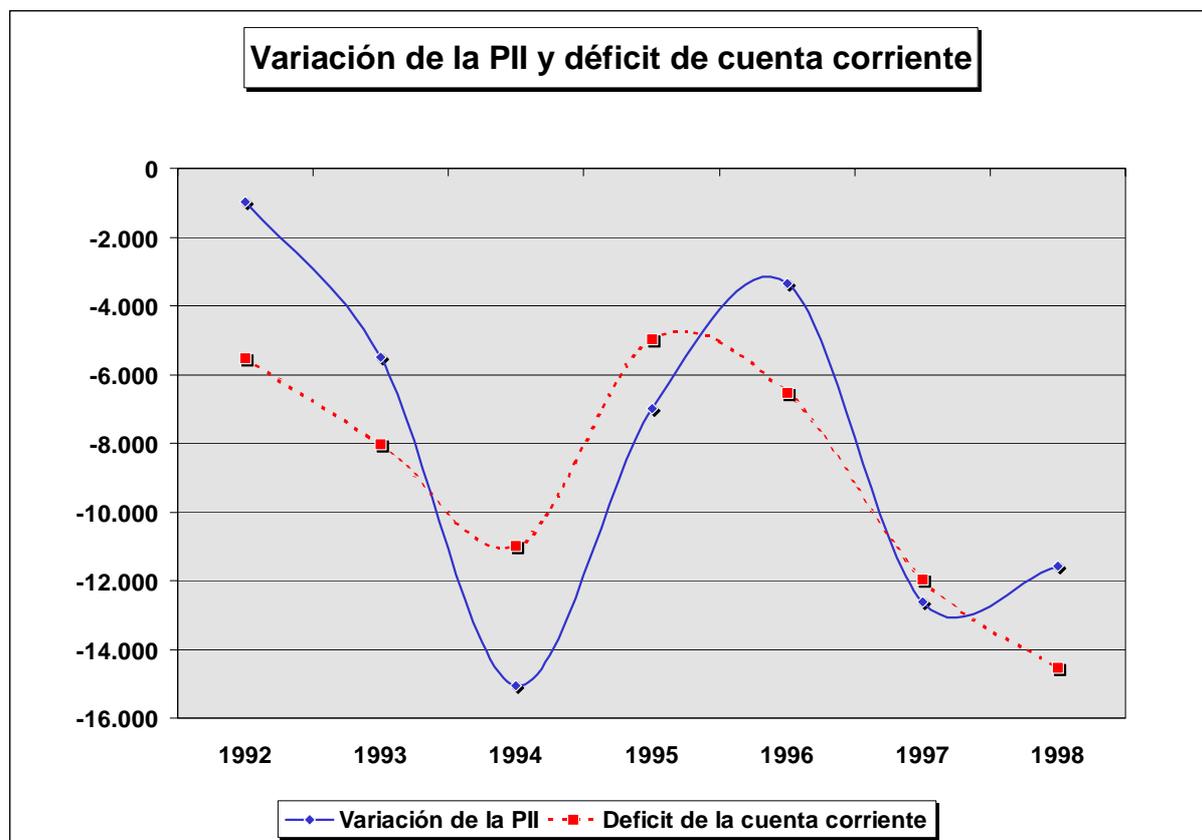
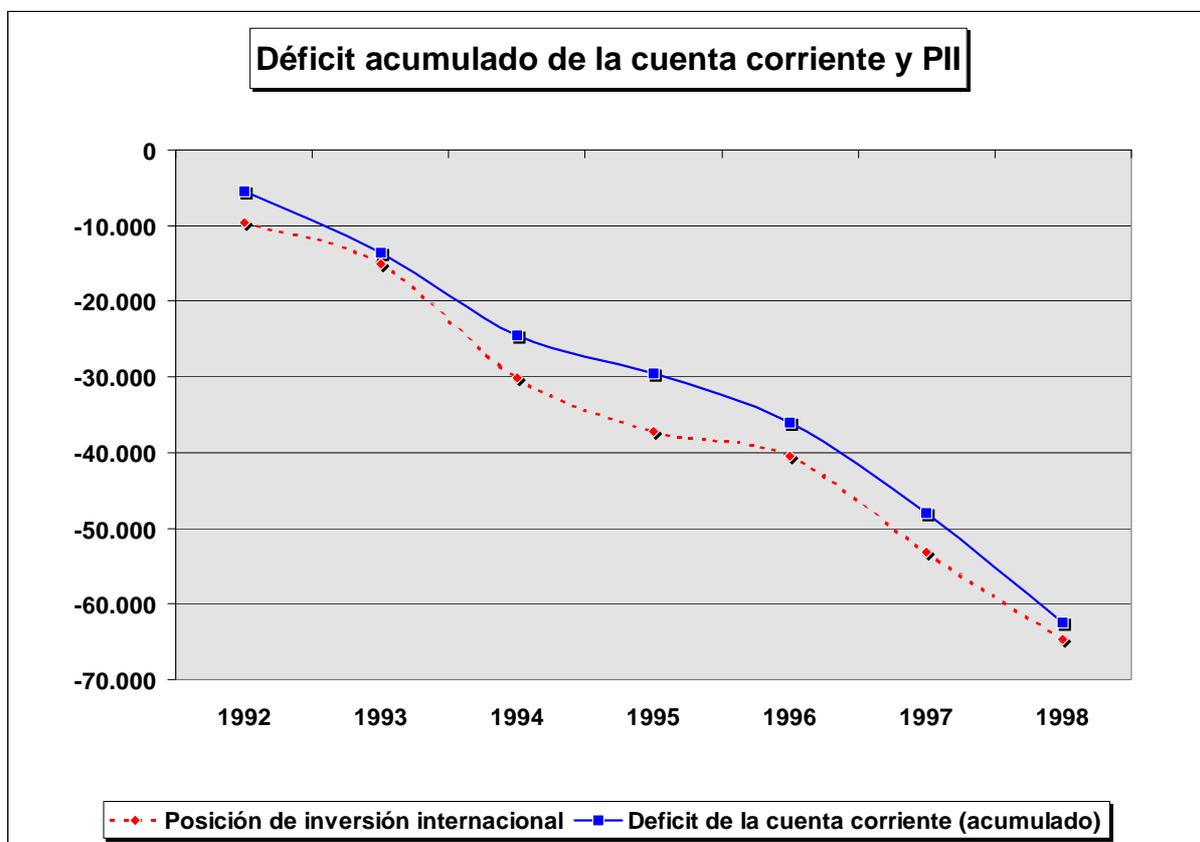


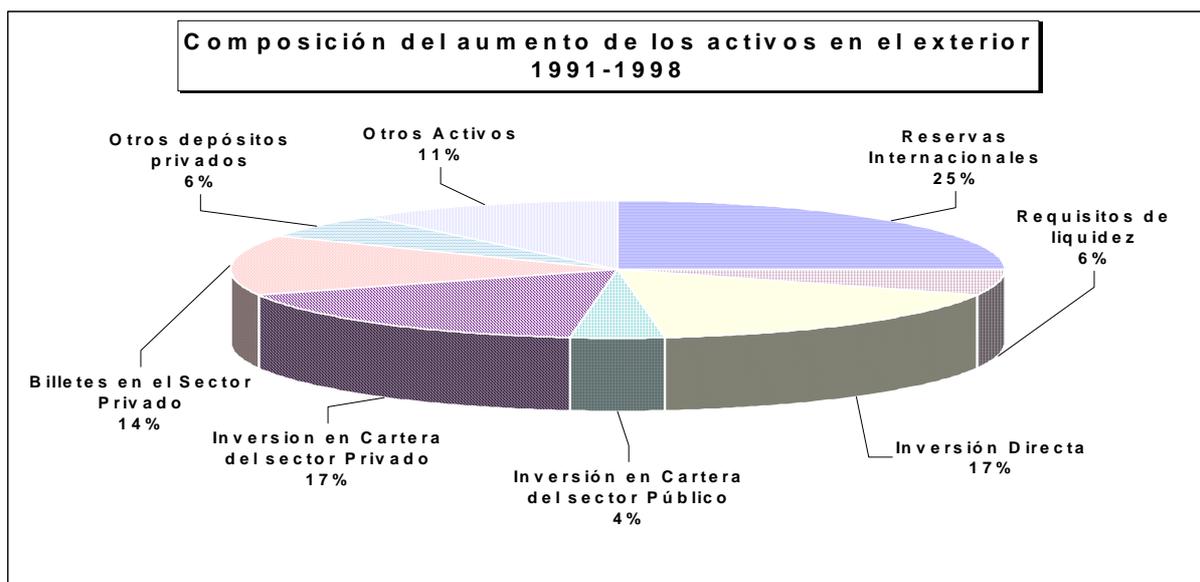
Gráfico 4



3.1 La evolución de los activos y pasivos externos

Las reservas internacionales del BCRA crecieron Dls.18.363 millones entre 1991-1998 como consecuencia de la mayor demanda de base monetaria. Este aumento representó el 25% del total del incremento en los activos externos de Dls. 72.382 millones (gráfico 5). También sobresalieron las inversiones directas en el exterior y las inversiones en cartera del sector privado en bonos y acciones, que significaron cada uno el 17%, de las variaciones en los activos externos del período.

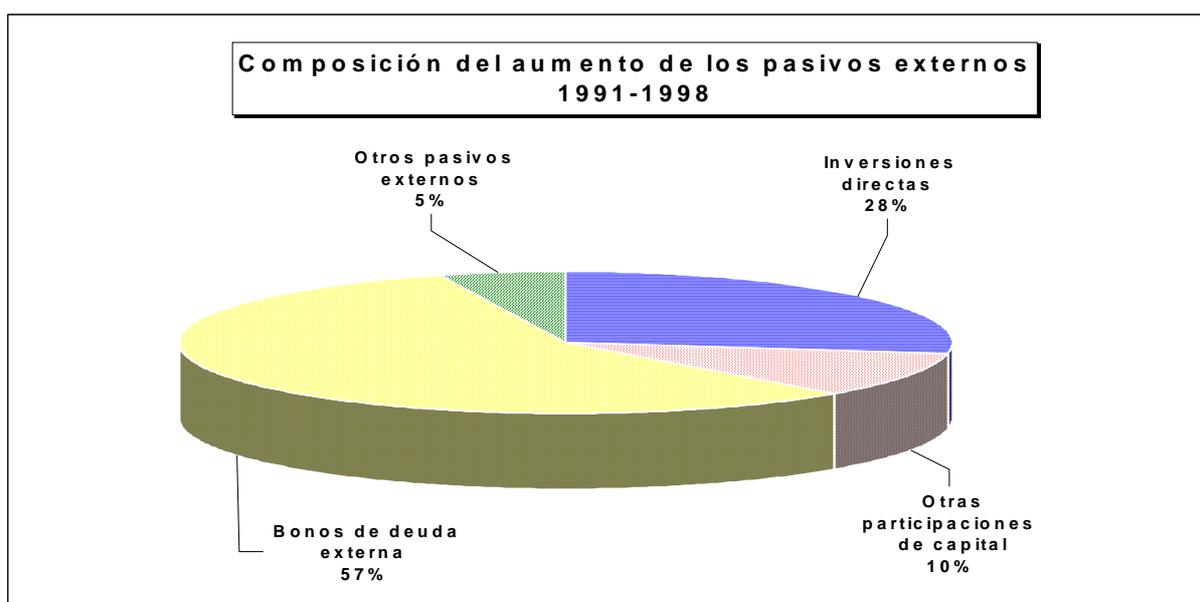
Gráfico 5



El aumento en los activos externos de residentes y los Dls. 62.531 millones de déficits acumulados en cuenta corriente, fueron financiados con el crecimiento de Dls. 128.452 millones en los pasivos externos.

Del aumento en los pasivos externos de la economía, Dls. 73.201 millones, es decir un 57%, correspondieron al aumento de la deuda externa en bonos, y otro 5% a "otros pasivos". Estos aumentos (en bonos y de "otros pasivos"), están influenciados por la refinanciación en bonos de la deuda no instrumentada negociada en el Plan Financiero 1992, equivalente a un 16% del aumento de los pasivos externos. Por su parte, las inversiones directas en Argentina y las inversiones en cartera de no residentes en acciones, representaron el 28% y el 10%, respectivamente (gráfico 6).

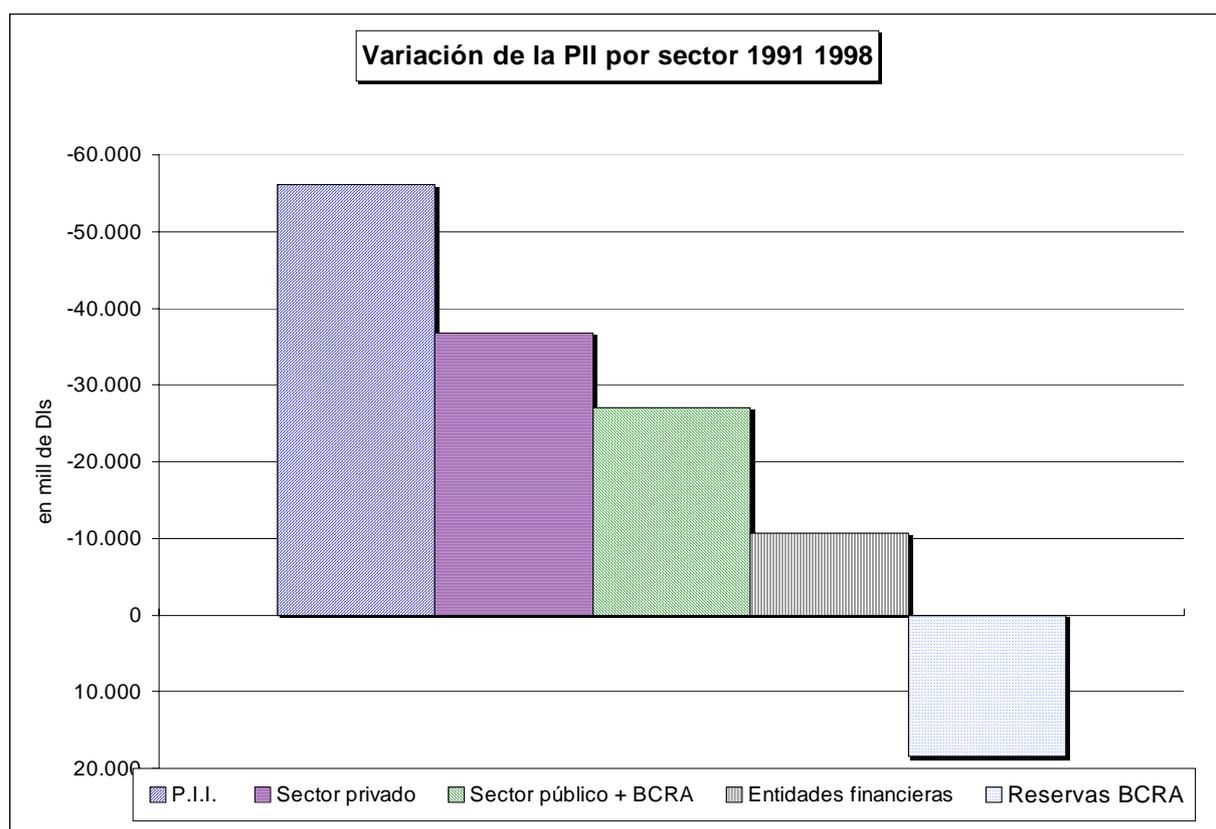
Gráfico 6



3.2 La evolución de la posición de inversión internacional por sector residente

En el análisis de la evolución de la PII por sector residente en el período 1991-1998, considerando separadamente la variación de reservas internacionales del Banco Central (gráfico 7), se observa que los sectores privado y público no financieros, fueron los que registraron los mayores aumentos en la posición pasiva neta.

Gráfico 7



El Sector Público, excluidas las reservas del Banco Central, incrementó su posición deudora de Dls. 48.868 millones a fines de 1991, a Dls. 75.868 millones a fines de 1998. Esta variación, como se explicó anteriormente, no incluye el efecto de las privatizaciones del orden de los Dls. 9.500 millones¹³ (aumento de pasivos externos del sector privado), y si computa las compras netas en el mercado secundario de títulos públicos por parte de no residentes del orden de los Dls. 1.260 millones a valores nominales residuales (financiamiento externo al sector privado que afecta el endeudamiento externo del sector público).

El sector privado no financiero registró una fuerte participación en el aumento de los pasivos netos de la economía. De una posición acreedora de Dls. 35.124 millones a fines de 1991 pasó a una posición deudora de Dls. 1.683 millones a fines de 1998. En este período, los activos externos del sector privado no financiero

¹³ Bajo la forma de inversiones directas y en cartera realizadas por no residentes.

fueron estimados en Dls. 87.977 millones a fines de 1998, con un aumento de 76% respecto a fines de 1991, Dls. 37.967 millones. Por el lado de los pasivos, el aumento fue de Dls. 74.774 millones, de los cuales el 43% correspondió a deuda externa, 42% a inversiones directas y 15% a inversiones en cartera en acciones.

Por su parte, el sistema financiero, excluyendo el Banco Central, aumentó su posición pasiva neta de Dls. 2.787 millones a fines de 1991 a Dls.13.413 millones a fines de 1998, con aumentos de Dls. 12.570 millones en los activos, y de Dls. 23.196 millones en los pasivos. En el primer caso, se destacaron los depósitos en el exterior principalmente los vinculados con la constitución de los requisitos mínimos de liquidez en el Deutsche Bank Nueva York, mientras que entre los pasivos sobresalieron la obtención de líneas de crédito y la colocación de títulos y acciones.

4. La posición de inversión internacional considerando valores de mercado de la deuda externa por bonos.

Si se aplican los criterios del Manual de Balance de Pagos sobre la valuación de los pasivos de deuda instrumentados en bonos a valor de mercado, la posición pasiva neta de la economía a fines de 1998 se reduce a Dls. 58.246 millones frente a los Dls. 64.715 millones estimados si las deudas por bonos son valuados a valores nominales residuales. En todo el período de la serie, la variación de la PII con bonos a valor de mercado se estima en un aumento del pasivo neto de Dls. 71.869 millones.

Cuadro 5

Estimación de la posición de inversión internacional :								
resumen por concepto con bonos de deuda a valor de mercado								
- en millones de dólares a fin del periodo -								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
PII Con bonos de deuda a valor de mercado	13.623	6.063	-9.418	-15.822	-27.131	-34.955	-49.460	-58.246
Activos externos	66.618	71.937	86.345	89.000	102.327	117.194	133.300	139.000
Reservas Internacionales	7.886	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249
Inversiones directas	6.107	7.332	8.086	9.148	10.696	12.374	16.041	18.184
Inversiones en cartera	15.077	15.112	20.377	19.139	22.526	26.562	28.890	29.757
Otros activos externos	37.548	38.502	42.411	44.681	53.142	58.513	65.562	64.810
Pasivos externos con bonos de deuda a valor de mercado (1)	52.995	65.874	95.763	104.822	129.458	152.149	182.760	197.246
Inversiones directas	11.524	15.822	17.932	22.319	27.828	32.634	40.979	47.007
Inversiones en cartera	4.164	8.870	43.098	41.869	50.227	67.080	83.626	87.354
Participaciones de capital	1.207	1.916	10.257	10.102	11.597	13.730	19.070	14.297
Bonos de deuda externa	2.957	6.954	32.841	31.767	38.630	53.350	64.556	73.057
Otros pasivos externos (2)	37.307	41.182	34.733	40.634	51.403	52.435	58.155	62.885
(1) Para los años 1991 y 1992 incluye deuda refinanciada en el plan financiero 1992 (Plan Brady).								
(2) Incluye financiación por intereses devengados no vencidos.								

Las principales diferencias en las variaciones de la PII de aplicar distintos criterios de valuación de los bonos, se observa en los primeros años de la serie.

Cuadro 6

Variación de la posición de inversión internacional							
- en millones de dólares a fin del periodo -							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Con bonos de deuda a valor nominal residual	-973	-5.493	-15.063	-6.987	-3.352	-12.622	-11.580
Con bonos de deuda a valor de mercado	-7.560	-15.481	-6.404	-11.309	-7.824	-14.505	-8.786
Diferencia	-6.587	-9.988	8.659	-4.322	-4.472	-1.883	2.794

En los años 1992 y 1993, la PII con bonos a valor de mercado registra una caída mayor, como consecuencia de la mejora en las cotizaciones de los bonos argentinos a partir de la regularización de los pagos externos a partir del Plan Financiero 1992 y del programa de reformas económicas de principios de la década. En 1994, al estallar la crisis mejicana, se produce un efecto inverso. En los años 1995-1997 también se produce una mejora en las cotizaciones de los bonos con lo que se incrementa el pasivo neto de la PII. Finalmente, a fines de 1998 con el aumento de la tasa riesgo país, se produce un efecto inverso.

5. Anexo estadístico

Indice

Cuadro 1: Estimación de la Posición de Inversión Internacional por sector y concepto para el período 1991-1998.

Cuadro 2: Estimación de los factores que explican la variación de la PII en 1998.

Cuadro 3: Estimación simplificada de los factores que explican la variación anual de la PII en el período 1991-1998.

Cuadro 4: Estimaciones anuales del balance de pagos 1992-1998. Cuadro resumen.

Cuadro 1

ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL: Por sector y concepto para el período 1991-1998 (1) - en millones de dólares a fin del período -								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (TOTAL)	-8.645	-9.618	-15.111	-30.174	-37.161	-40.513	-53.135	-64.715
SISTEMA FINANCIERO	-1.119	348	6.167	4.940	-97	4.230	6.777	7.289
BANCO CENTRAL	1.668	4.048	11.755	11.750	9.738	13.322	16.762	20.702
Activos externos	8.981	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249
Reservas internacionales	7.886	10.991	15.471	16.032	15.963	19.745	22.807	26.249
Otros	1.095	0	0	0	0	0	0	0
depósitos indisponibles	765	0	0	0	0	0	0	0
líneas de crédito país/país	330	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos externos	7.313	6.943	3.716	4.282	6.225	6.423	6.045	5.547
Inversión de cartera	527	492	0	0	0	0	0	0
títulos (BCRA notes)	527	492	0	0	0	0	0	0
Otros	6.786	6.451	3.716	4.282	6.225	6.423	6.045	5.547
organismos internacionales (F.M.I., BID, BIRF, BIS)	2.543	2.346	3.617	4.212	6.172	6.385	6.015	5.527
Bancos: TCA, TCDF, GRA	4.111	3.969	0	0	0	0	0	0
otros	132	136	99	70	53	38	30	20
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	-2.787	-3.700	-5.588	-6.810	-9.835	-9.092	-9.985	-13.413
Activos externos	3.666	4.300	6.065	6.566	7.464	11.153	17.362	16.236
Inversión directa	928	921	921	1.106	1.236	1.466	1.494	1.451
Inversión en cartera	82	27	64	78	167	615	1.291	930
acciones	14	16	51	65	106	99	214	48
títulos	68	11	13	13	61	516	1.077	882
Otros activos	2.656	3.352	5.080	5.382	6.061	9.072	14.577	13.855
depósitos y disponibilidades	1.674	2.473	4.032	3.983	3.639	5.776	8.283	6.443
otros	982	879	1.048	1.399	2.422	3.296	6.294	7.412
Pasivos externos	6.453	8.000	11.653	13.376	17.299	20.245	27.347	29.649
Inversión directa	1.334	1.393	1.748	1.955	2.528	3.001	4.507	5.671
Inversión en cartera	153	868	3.014	3.434	3.532	5.563	7.315	7.833
títulos	108	781	1.991	2.812	2.513	3.978	5.064	6.161
acciones	45	87	1.023	622	1.019	1.585	2.251	1.672
Otros pasivos	4.966	5.739	6.891	7.987	11.239	11.681	15.525	16.145
organismos internacionales	300	301	295	327	331	502	459	431
depósitos	184	323	1.031	1.706	1.727	1.603	2.822	2.354
líneas de crédito	3.038	4.104	4.312	5.225	7.374	6.948	7.407	8.522
otros	1.444	1.011	1.253	729	1.807	2.628	4.837	4.838

**ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL:
Por sector y concepto para el período 1991-1998 (1) (continuación)**
- en millones de dólares a fin del periodo -

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	-42.650	-38.841	-42.214	-49.395	-52.442	-58.844	-61.053	-70.321
Gobierno Central y otros entes públicos nacionales	-42.626	-38.810	-42.166	-49.224	-52.056	-57.721	-58.902	-68.318
Activos externos	3.961	5.892	8.642	8.558	9.568	9.573	9.272	8.538
Inversión en cartera	0	134	2.150	3.406	3.499	3.497	3.189	2.609
títulos en garantía Plan Financiero 1992	0	134	2.150	3.406	3.499	3.384	2.911	2.436
otros títulos en garantía	0	0	0	0	0	113	278	173
títulos de libre disponibilidad	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos	3.961	5.758	6.492	5.152	6.069	6.076	6.083	5.929
aportes a organismos internacionales	950	977	983	1.037	1.051	1.096	1.112	1.129
depósitos de fondos fiduciarios	0	0	0	0	496	360	453	274
depósitos de fideicomisos	0	308	429	118	60	0	0	0
depósitos indisponibles	0	819	0	0	0	0	0	0
otros depósitos	0	106	1.126	83	111	138	152	181
créditos por financiación de entes binacionales	3.011	3.218	3.624	3.659	4.178	4.363	4.300	4.329
líneas de crédito país/país	0	330	330	255	173	119	66	16
Pasivos externos	46.587	44.702	50.808	57.782	61.624	67.294	68.174	76.856
Inversión en cartera	5.252	6.391	31.604	36.792	37.942	45.702	48.302	54.822
Otros pasivos	41.335	38.311	19.204	20.990	23.682	21.592	19.872	22.034
organismos internacionales	6.460	5.612	7.709	7.973	9.807	10.196	10.956	13.838
deuda refinanciada en el Plan Financiero 1992	22.559	21.547	0	0	0	0	0	0
bancos	1.549	951	1.271	1.567	1.709	1.140	992	983
acreedores oficiales	9.022	9.180	9.735	10.863	11.548	9.952	7.737	7.101
proveedores y otros	1.745	1.021	489	587	618	304	187	112
Gobiernos locales y otros entes públicos locales	-24	-31	-48	-171	-386	-1.123	-2.151	-2.003
Activos externos	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos externos	24	31	48	171	386	1.123	2.151	2.003
Inversión en cartera	4	4	18	117	323	793	1.650	1.568
Otros pasivos	20	27	30	54	63	330	501	435
bancos	0	0	0	0	0	208	331	273
acreedores oficiales	20	27	30	54	63	90	147	152
proveedores y otros	0	0	0	0	0	32	23	10
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO	35.124	28.875	20.936	14.281	15.378	14.101	1.141	-1.683
Activos externos	50.010	50.754	56.167	57.844	69.332	76.723	83.859	87.977
Inversión directa	5.179	6.411	7.165	8.042	9.460	10.908	14.547	16.733
inmobiliaria	4.280	4.524	4.787	5.096	5.358	5.589	5.735	5.840
empresas	899	1.887	2.378	2.946	4.102	5.319	8.812	10.893
Inversión en cartera	14.995	14.951	18.163	15.655	18.860	22.450	24.410	26.218
Otros activos	29.836	29.392	30.839	34.147	41.012	43.365	44.902	45.026
depósitos	17.173	15.304	14.612	15.912	19.033	20.710	21.154	21.322
financiamiento comercial	1.554	1.586	1.698	2.050	2.280	2.473	2.748	2.650
activos sin devengamiento de renta	11.109	12.502	14.529	16.185	19.699	20.182	21.000	21.054
Pasivos externos	14.886	21.879	35.231	43.563	53.954	62.622	82.718	89.660
Inversión directa	10.190	14.429	16.184	20.364	25.300	29.633	36.472	41.336
Inversión en cartera	1.596	3.490	14.155	15.878	18.460	20.580	30.034	29.600
títulos de deuda	434	1.661	4.921	6.398	7.882	8.435	13.215	16.975
acciones (2)	1.162	1.829	9.234	9.480	10.578	12.145	16.819	12.625
Otros pasivos	3.100	3.960	4.892	7.321	10.194	12.409	16.212	18.724
organismos internacionales	225	255	346	499	635	764	839	842
bancos	1.817	2.465	2.885	4.460	6.707	8.395	11.660	13.481
agencias oficiales	457	457	792	1.304	1.807	2.115	2.360	2.408
proveedores y otros	601	783	869	1.058	1.045	1.135	1.353	1.993

(1) Cifras provisionales.

(2) Valor de mercado

Cuadro 2

ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL: Factores que explican las variaciones en 1998						
- en millones de dólares a fin del periodo -						
	1997	1998				
	saldo final	transacciones	variación precios	variación tipo de cambio	otros ajustes	saldo final
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (TOTAL)	-53.135	-15.097	5.812	-2.270	-25	-64.715
SISTEMA FINANCIERO	6.777	-509	1.185	-164	0	7.289
BANCO CENTRAL	16.762	4.102	0	-162	0	20.702
Activos externos	22.807	3.438	0	4	0	26.249
Reservas internacionales	22.807	3.438	0	4	0	26.249
Otros	0					0
Pasivos externos	6.045	-664	0	166	0	5.547
Inversión en cartera	0	0	0	0	0	0
títulos (BCRA notes)	0					0
Otros	6.045	-664	0	166	0	5.547
organismos internacionales (F.M.I., BID, BIRF, BIS)	6.015	-654	0	166	0	5.527
bancos: TCA, TCDF, GRA	0	0	0	0	0	0
otros	30	-10	0	0	0	20
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	-9.985	-4.611	1.185	-2	0	-13.413
Activos externos	17.362	-1.126	0	0	0	16.236
Inversión directa	1.494	-43				1.451
Inversión en cartera	1.291	-361				930
acciones	214	-166				48
títulos	1.077	-195				882
Otros activos	14.577	-722	0	0	0	13.855
depósitos y disponibilidades	8.283	-1.840				6.443
otros	6.294	1.118				7.412
Pasivos externos	27.347	3.485	-1.185	2	0	29.649
Inversión directa	4.507	1.756	-592		0	5.671
Inversión en cartera	7.315	1.111	-593	0	0	7.833
acciones	5.064	1.097	0			6.161
títulos	2.251	14	-593			1.672
Otros pasivos	15.525	618	0	2	0	16.145
organismos internacionales	459	-28				431
depósitos	2.822	-470		2		2.354
líneas de crédito	7.407	1.115				8.522
otros	4.837	1				4.838

**ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL:
Factores que explican las variaciones en 1998 (continuación)**

- en millones de dólares a fin del periodo -

	1997	1998				saldo final
	saldo final	transacciones	variación precios	variación tipo de cambio	otros ajustes	
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	-61.053	-8.097	784	-1.930	-25	-70.321
Gobierno Central y otros entes públicos nacionales	-58.902	-8.282	784	-1.893	-25	-68.318
Activos externos	9.272	-961	227	0	0	8.538
Inversión en cartera	3.189	-855	259	0	16	2.609
títulos en garantía Plan Financiero 1992	2.911	-751	260		16	2.436
otros títulos en garantía	278	-104	-1			173
títulos de libre disponibilidad	0					0
Otros activos	6.083	-106	-32	0	-16	5.929
aportes a organismos internacionales	1.112	8	9			1.129
depósitos de fondos fiduciarios	453	-180	1			274
depósitos de fideicomisos	0	0				0
depósitos indisponibles	0	0				0
otros depósitos	152	45			-16	181
créditos por financiación de entes binacionales	4.300	71	-42			4.329
líneas de crédito país/país	66	-50				16
Pasivos externos	68.174	7.321	-557	1.893	25	76.856
Inversión en cartera	48.302	5.717	-557	1.360		54.822
Otros pasivos	19.872	1.604		533	25	22.034
organismos internacionales	10.956	2.800		82		13.838
deuda refinanciada en el Plan Financiero 1992	0	0				0
bancos	992			-9		983
acreedores oficiales	7.737	-991		330	25	7.101
proveedores y otros	187	-205		130	0	112
Gobiernos locales y otros entes públicos locales	-2.151	185	0	-37	0	-2.003
Activos externos	0					0
Pasivos externos	2.151	-185	0	37	0	2.003
Inversión en cartera	1.650	-117		35		1.568
Otros pasivos	501	-68	0	2	0	435
bancos	331	-70		12		273
acreedores oficiales	147	2		3		152
proveedores y otros	23	0		-13		10
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO	1.141	-6.491	3.843	-176	0	-1.683
Activos externos	83.859	4.136	-17	-1	0	87.977
Inversión directa	14.547	2.209	-23	0	0	16.733
inmobiliaria	5.735	128	-23			5.840
empresas	8.812	2.081	0			10.893
Inversión en cartera	24.410	1.802	6			26.218
Otros activos	44.902	125	0	-1	0	45.026
depósitos	21.154	169	0	-1	0	21.322
financiamiento comercial	2.748	-98	0	0	0	2.650
activos sin devengamiento de renta	21.000	54	0	0	0	21.054
Pasivos externos	82.718	10.627	-3.860	175	0	89.660
Inversión directa	36.472	4.754	110		0	41.336
Inversión en cartera	30.034	3.474	-3.970	62	0	29.600
títulos de deuda	13.215	3.698		62		16.975
acciones	16.819	-224	-3.970			12.625
Otros pasivos	16.212	2.399	0	113	0	18.724
organismos internacionales	839	2		1	0	842
bancos	11.660	1.734		87		13.481
agencias oficiales	2.360	23		25		2.408
proveedores y otros	1.353	640				1.993

Cuadro 3

ESTIMACION DE LA POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL : estimación simplificada de los factores que explican las variaciones de la PII para el período 1992-1998

- en millones de dólares a fin del periodo -

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL AI INICIO	-8.645	-9.618	-15.111	-30.174	-37.161	-40.513	-53.135
POSICION DE INVERSIÓN INTERNACIONAL AI FINAL	-9.618	-15.111	-30.174	-37.161	-40.513	-53.135	-64.715
VARIACION DE LA POSICION	-973	-5.493	-15.063	-6.987	-3.352	-12.622	-11.580
Conciliación de la Posición (a+b-c-d-e)	-973	-5.493	-15.063	-6.987	-3.352	-12.622	-11.580
(a) Flujos de balance de pagos (cuenta corriente)	-5.521	-8.030	-10.992	-4.985	-6.521	-11.954	-14.528
(b) Errores y omisiones de balance de pagos	-140	-1.205	-879	-1.865	-1.308	-1.523	-569
(c) Variaciones por cambios en los tipos de pase entre monedas	-1.259	-481	1.202	1.162	-1.680	-2.993	2.270
activos de reserva	-169	230	-121	33	-100	-211	4
deuda del sector público	-1.433	-246	1.080	1.195	-1.775	-2.994	2.096
sector privado	5	-5	1	0	-5	-210	178
(d) Variación por cambios en los precios de cotización	-3.325	-3.097	1.897	-1.168	-2.693	2.252	-5.812
activos	1.858	3.829	-3.572	758	1.700	937	210
inversión directa	59	50	49	51	78	11	-23
inversión de cartera	1.647	3.710	-3.739	204	1.693	880	6
otros activos privados	0	0	0	0	0	0	0
activos públicos	152	69	118	503	-71	46	227
pasivos	-498	2.709	-2.375	598	-573	3.539	-5.045
inversión directa	-86	-653	897	194	-1.716	-410	-482
inversión de cartera en acciones	-412	3.362	-3.272	404	1.143	3.949	-4.563
inversión de cartera (otra)	0	0	0	0	0	0	0
otra inversión	0	0	0	0	0	0	0
diferencia entre VNR y valor mercado en operaciones con papeles de deuda	-969	-1.977	700	-1.008	-420	-350	-557
rescates y canje de deuda			177	-140	-304	-450	-426
compra venta de títulos	415	754	523	-868	-116	100	-131
conversiones de deuda	-1.384	-366					
descuento de deuda		-2.365					
(e) Otras Variaciones no identificadas	-104	-164	93	143	-104	-114	25
nota: El signo (-) indica una disminución del pasivo.							

Cuadro 4

Estimaciones del Balance de Pagos: Cuadro resumen (1)							
- en millones de dólares -							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Cuenta corriente	-5.521	-8.030	-10.992	-4.985	-6.521	-11.954	-14.528
Mercancias	-1.396	-2.364	-4.139	2.357	1.760	-2.123	-3.117
Exportaciones fob	12.399	13.269	16.023	21.161	24.043	26.431	26.441
Importaciones fob	13.795	15.633	20.162	18.804	22.283	28.554	29.558
Servicios	-2.463	-3.221	-3.692	-3.326	-3.366	-4.178	-4.288
Exportaciones de s/ reales	3.019	3.188	3.428	3.855	4.428	4.509	4.646
Importaciones de s/ reales	5.482	6.409	7.120	7.181	7.794	8.687	8.934
Rentas	-2.393	-2.931	-3.567	-4.529	-5.331	-6.089	-7.514
Renta de la inversion	-2.404	-2.942	-3.578	-4.539	-5.339	-6.084	-7.507
Intereses	-1.476	-1.504	-1.770	-2.467	-3.311	-4.095	-5.097
Ganados	2.003	2.087	2.986	3.870	3.989	4.655	5.091
Pagados	3.479	3.591	4.756	6.337	7.300	8.750	10.188
Utilidades y Dividendos	-928	-1.438	-1.808	-2.072	-2.028	-1.989	-2.410
Ganados	336	491	462	528	462	830	838
Pagados	1.264	1.929	2.270	2.600	2.490	2.819	3.248
Otras Rentas	11	11	11	10	8	-5	-7
Transferencias corrientes	731	486	406	513	416	436	391
Cuenta capital y Financiera	8.935	13.485	12.553	6.748	11.711	16.750	18.535
Sector Bancario	1.304	-1.694	1.993	4.617	-173	-1.074	3.613
BCRA	288	-3.064	444	1.922	1.003	-586	-512
Otras entidades financieras	1.016	1.370	1.549	2.695	-1.176	-488	4.125
Sector Público no Financiero	938	7.055	4.044	5.799	8.933	7.985	9.366
Gobierno Nacional (2)	1.506	6.421	4.417	6.269	8.751	6.768	9.527
Gobiernos Locales	31	875	190	394	646	1.593	149
Empresas y otros	-599	-241	-563	-864	-464	-376	-310
Sector Privado No Financiero	6.693	8.124	6.516	-3.668	2.951	9.839	5.556
Errores y Omisiones Netos	-140	-1.205	-879	-1.865	-1.308	-1.523	-569
Variación de Reservas Internacionales	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.273	3.438
Reservas Internacionales del BCRA	3.105	4.480	561	-69	3.782	3.062	3.442
Ajuste por tipo de pase	-169	230	-121	33	-100	-211	4
ITEM DE MEMORANDUM							
Importaciones CIF.	14.983	16.873	21.675	20.200	23.856	30.450	31.404

(1) Cifras provisionales. Las actualizaciones respecto a las cifras publicadas hasta el 30 de setiembre último, afectan principalmente la cuenta capital y financiera y los errores y omisiones de estimación. Estos cambios radican básicamente en la incorporación de nuevas cifras de inversiones directas en el año 1997 sobre la base de los resultados de la encuesta anual y de revisiones de informaciones del sistema financiero que permitieron mejorar las imputaciones de las cuentas con no residentes.

(2) En 1993 se incluye la cancelación de deuda refinanciada en el marco del Plan Financiero 1992. La emisión correspondiente figura registrada en el Sector Público no Financiero (Gobierno Nacional) junto con el resto de la deuda refinanciada.

6. Anexo metodológico

METODOLOGIA DE ESTIMACIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL(PII).

Indice

INTRODUCCIÓN	26
ACTIVOS EXTERNOS	
a. Activos de reserva internacional	26
b. Inversión directa en el exterior	27
c. Inversión en cartera	29
d. Otros activos	30
PASIVOS EXTERNOS	
a. Inversión directa	32
b. Inversiones en cartera en títulos	32
c. Inversiones en cartera en acciones	34
d. Otros pasivos	34

Anexo metodológico

METODOLOGIA DE ESTIMACIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL(PII).

Introducción

La confección de la posición de inversión internacional de Argentina, parte en general de las estimaciones de activos y pasivos externos considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos, que son ajustados para llevarlos a valor de mercado, de acuerdo a los criterios internacionales contenidos en la Quinta Edición del Manual de Balance de Pagos del Fondo Monetario Internacional¹⁴.

Las metodologías de estimación de los activos y pasivos externos, son descritas en el trabajo “ Metodología de Estimación del Balance de Pagos”, publicada por la Secretaría de Programación Económica y Regional del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, en abril de 1999.

En este trabajo, a efectos de facilitar su lectura juntamente con las aclaraciones correspondientes a las valuaciones utilizadas en cada caso, se efectúa una síntesis de las metodologías de estimación contenidas en el mencionado trabajo.

ACTIVOS EXTERNOS

Están constituidos por los activos reales y financieros de existencia legal y efectiva¹⁵ que poseen los residentes de la economía frente a no residentes. Podemos distinguir, siguiendo las clasificaciones internacionales, cuatro grupos de activos de residentes argentinos: activos de reserva internacional, inversión directa, inversión de cartera y otros activos.

a. Activos de reserva internacional

“Esta categoría comprende los activos sobre el exterior bajo el control de las autoridades monetarias, las cuales pueden disponer de ellos de inmediato para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos, para regular

¹⁴ Excepto para la deuda externa en bonos y para los años 1991 y 1992, para la deuda incluida en el Plan Financiero 1992, que se presentan a valores nominales residuales y adicionalmente, se estiman a valores de mercado .

¹⁵ Por ejemplo la apertura de una línea de crédito no implica la existencia de crédito.

indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios mediante la intervención en los mercados cambiarios modificando el tipo de cambio, y para otros fines”¹⁶.

El concepto de reservas internacionales del balance de pagos y de la posición de inversión internacional, comprende los activos externos líquidos del Banco Central tales como el oro y DEG, las divisas y colocaciones de libre disponibilidad (que abarca títulos de crédito frente a no residentes en forma de depósitos bancarios, valores públicos, otros bonos, instrumentos del mercado monetario) y las posiciones acreedoras netas de los convenios de pago (Aladi y convenio bilateral con Brasil) que entrañan crédito recíproco¹⁷. Los stocks de reservas internacionales al cierre de cada período a los tipos de pase actualizados, son informados por el Banco Central.

b. Inversión directa en el exterior

Este tipo de inversión refleja el objetivo, por parte de una persona física o jurídica residente de una economía (inversor directo), de obtener una participación duradera en una empresa residente de otra economía (empresa de inversión directa).

b.1. Sistema financiero

Comprende las filiales en el exterior de las entidades financieras residentes. La información de las entidades, a valor contable, es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades bancarias.

b.2. sector privado no financiero

Las inversiones directas del sector, incluyen las inversiones inmobiliarias y las otras inversiones en participaciones en el capital de empresas del exterior.

b.2.1. Inversiones Inmobiliarias

La estimación de estas inversiones se basa en los datos obtenidos sobre las inversiones en la ciudad de Punta del Este, Uruguay. A partir de esta estimación, se supone, debido a la falta de información representativa, que las inversiones hechas en el resto de los países (básicamente en Estados Unidos, Brasil y Europa), guarda cierta relación con las realizadas en Uruguay.

Para la estimación del stock a valor de mercado en un momento determinado, se parte del saldo inicial más los flujos de edificaciones, amortizados 2% por año y ajustados por el IPC de EE.UU., y luego se suman los flujos correspondientes a

¹⁶ Manual de Balanza de Pagos, op. cit., párrafo 424.

¹⁷ En la definición no se incluyen las tenencias de títulos públicos nacionales computados dentro de este concepto, a los efectos de la Ley de Convertibilidad. Asimismo el BCRA publica separadamente la porción de reservas que tienen su contrapartida en los depósitos del Gobierno Nacional.

terrenos (sin amortizar) ajustados por dicho IPC. Para la estimación del valor de mercado de las inversiones realizadas en otros países, se supuso que estas equivalen a un 50% de las realizadas en Uruguay.

b.2.2. Otra Inversión Directa:

Las estimaciones se realizan sobre la base de la información obtenida de los balances de las empresas argentinas y, en algunos casos, considerando los balances de las empresas del exterior.

El valor incorporado en la PII corresponde a los valores de libro de las inversiones. El valor de libros se ha considerado como la alternativa más adecuada para valorar estos activos de acuerdo a las normas internacionales, dadas las dificultades que implica calcular un valor de mercado individual o sectorial de las empresas involucradas¹⁸.

c. Inversión en cartera

Refleja la tenencia de títulos de deuda¹⁹ emitidos por gobiernos y entes privados extranjeros, y participaciones en el capital accionario²⁰ en sociedades del exterior con características transitorias negociables en mercados organizados. Las mediciones cubren las tenencias del sector privado no financiero, el sistema bancario, y el sector público no financiero.

c.1. sistema financiero

Comprende las tenencias en cartera de títulos públicos y privados emitidos en el exterior (que no correspondan a operaciones de pasivos con el BCRA) y las participaciones accionarias en empresas del exterior, cuya información es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades bancarias. Los títulos con cotización se encuentran valorados al precio de mercado de cierre, y los títulos sin cotización se encuentran valorados a valor nominal más intereses devengados.

c.2. sector público no financiero

Comprende las inversiones realizadas en títulos públicos, relacionados con inversiones de depósitos en garantía de capital y de intereses del Plan Financiero

¹⁸ Se analizaron y continúan analizando alternativas de medición como ser el uso de índices de cotizaciones bursátiles globales y sectoriales. Los principales problemas para la elaboración de una metodología de estimación sobre la base de los índices bursátiles, son la representatividad de los índices y su alta volatilidad.

¹⁹ Los títulos pueden ser bonos, instrumentos del mercado monetario, instrumentos financieros derivados. Confieren al tenedor el derecho de recibir renta.

²⁰ Documentos que confieren al titular derecho sobre las sociedades anónimas.

1992, y de otras operaciones a futuro, y con inversiones transitorias. La información para la Administración Central y los gobiernos locales es provista por la Secretaría de Hacienda. Las garantías de capital del Plan Financiero 1992, se valúan considerando sus restricciones de negociación, a valor de compra más intereses implícitos calculados a la tasa vigente en el momento de la compra. Las inversiones transitorias en valores públicos están valoradas a precio de mercado.

c.3. sector privado no financiero:

La estimación de las inversiones de cartera del sector privado no financiero²¹, se realizó en dos etapas. En primer término, se estimó el portafolio a fines de 1997 a valores de mercado e históricos. Esto se realizó sobre la base de informaciones o estimaciones basadas en datos de distintas fuentes como ser el Departamento del Tesoro de EE.UU, Deutsche Bundesbank., Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Superintendencia de Seguros de la Nación, Comisión Nacional de Valores, Encuesta a Operadores Internacionales, y flujos por operaciones con bonos y acciones del balance de pagos; y luego se construyó la serie hacia atrás a valores históricos, siguiendo el comportamiento de series con datos conocidos.

Para llevar la estimación de los valores históricos de las series a valores de mercado, se elaboró un índice de valor de mercado de las inversiones en cartera del sector, considerando los índice de precios de acciones y bonos de EEUU²² y de Argentina²³. Los ponderadores utilizados estuvieron dados por la proporción de las inversiones en acciones y bonos a fines de 1997, en países desarrollados (aplicados a los índices de EEUU) y en países en desarrollo (aplicados a los índices de Argentina).

El valor de mercado surge de aplicar la siguiente fórmula a partir de los valores de la serie a valores históricos y el índice de cotizaciones mencionado en el párrafo anterior.

$$IC_t = IC_{t-1} \left(\frac{IIC_t}{IIC_{t-1}} \right) + (VH_t - VH_{t-1}) * \left(\frac{IIC_t}{(IIC_t + IIC_{t-1}) / 2} \right)$$

donde:

IC_t: inversiones en cartera a fin del período t en millones de dólares a valor de mercado.

IIC_t: índice de cotización de las inversiones en cartera a fin del periodo t

²¹ La metodología de estimación de los activos externos del sector privado no financiero, fue elaborada con la asistencia técnica del Dto. de Estadística del Fondo Monetario Internacional.

²² Para EEUU se uso el índice de acciones Dow Jones y el del Bono del Tesoro a tres años de plazo.

²³ Para Argentina se usaron el índice de acciones Merval, y para los bonos, un ponderado de los índices de cotización de los Bonos con Descuento del Plan Financiero 1992, y Euronotas y Bonos Globales en dólares. En la ponderación, se utilizó la participación de estos bonos en la cartera de títulos en dólares en manos de no residentes.

VH_t: inversiones en cartera a fin del período t en millones de dólares a valor histórico

d. Otros activos

Es una categoría residual, que cubre los instrumentos financieros no incluidos en inversión directa, de cartera o activos de reserva. En esta presentación se agrupan en: disponibilidades que no constituyen activos de reserva, y el resto de activos no incluidos en otras categorías.

d.1. Disponibilidades que no son activos de reserva

d.1.1. sistema financiero

Comprende las tenencias de divisas en billetes que las entidades bancarias poseen como encaje técnico, y los depósitos bancarios en entidades del exterior, en su mayor proporción constituidos para cubrir requisitos de liquidez. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.1.2. sector público no financiero

Comprende los excedentes transitorios de moneda extranjera depositados en el exterior.

d.1.3. sector privado no financiero

La estimación de billetes del sector se basa en la fijación de un nivel a fines de 1997, basado en la medición de dos indicadores que dan una idea del orden de magnitud de la variable. Los indicadores utilizados fueron: a) los envíos netos de billetes de EEUU ajustados por los ingresos y egresos de billetes por Viajes y las tenencias de los bancos y el Banco Central²⁴, y b) el cálculo de una demanda hipotética de dólares para transacciones, utilizando como base un periodo en el que la dolarización era poco significativa y ajustándola por la difusión del uso de las tarjetas de crédito²⁵. Teniendo en cuenta las limitaciones de ambas estimaciones (filtraciones en el envío neto de billetes y la demanda de reserva de valor no medida en el segundo caso), se supuso un stock en un punto intermedio (Dls. 21000 millones a fines de 1997), que se actualiza por la tasa de variación de los envíos netos de billetes ajustados²⁶.

²⁴ La suma de estos envíos, ajustados para reflejar la tenencia del sistema bancario y los gastos de turismo, equivale a 34.737 millones de dólares para 1996, partiendo de un stock inicial de 5.000 millones para 1987 (Cf. "Dollarization in Argentina", Steve Kamin y Neil Ericsson).

²⁵ El stock de moneda extranjera demandada equivale a 17.000 millones de dólares para 1996.

²⁶ Para mayor detalle ver el trabajo "Metodología de Estimación del Balance de Pagos", DNCI, abril de 1999.

La serie de depósitos de residentes no bancarios, se basa en los datos recopilados por el Bank for International Settlements (BIS), y los depósitos de no residentes en el sistema bancario de Uruguay, sobre la base de los datos proporcionados por el Banco Central de Uruguay (BCU). La valuación es a los tipos de pase actualizados respecto al dólar estadounidense.

d.2. Financiamiento comercial

Comprende los activos con el exterior de las empresas exportadoras argentinas vinculados con el financiamiento comercial directo. La estimación se realiza sobre la base de una encuesta que abarca a las principales empresas exportadoras del país que informan el saldo de sus créditos a no residentes a fin de cada año calendario.

d.3 Otros activos

d.3.1 sistema financiero:

Comprende los préstamos y otros créditos del sistema financiero local con no residentes. La información es obtenida de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.3.2 sector público no financiero

Comprende los aportes del sector público a organismos internacionales, y los activos correspondientes al país de los entes binacionales (Yacyreta y Salto Grande), valuados a valores contables actualizados por las variaciones en los tipos de cambio.

PASIVOS EXTERNOS

Comprende los activos reales en el país y obligaciones financieras de residentes, de propiedad o adeudados a no residentes, respectivamente. Al igual que los activos, pueden asumir conceptualmente la forma de inversión directa, de cartera, y otros pasivos no comprendidos en las anteriores definiciones²⁷. Dentro de las inversiones en cartera por bonos y de los otros pasivos se incluyen los intereses devengados no vencidos por las obligaciones incluidas en estas categorías²⁸.

²⁷ Las obligaciones que no constituyen participaciones de capital por inversiones en cartera e inversiones directas, constituyen la deuda externa bruta del país. En las estadísticas de deuda externa de Argentina, no se incluyen las obligaciones con las matrices y filiales incluidas en las cifras de inversiones directas de no residentes en el país.

²⁸ Los intereses devengados no vencidos no están incluidos en las estadísticas publicadas de deuda externa.

a. Inversión directa

El stock de inversión directa pasiva comprende las participaciones de capital - con idénticas características que en el caso activo- en el sector bancario, compañías de seguros y AFJP, y en el sector privado no financiero residentes.

a.1. sistema financiero

Comprende las participaciones mayores al 10% de no residentes en el patrimonio de las entidades financieras residentes. El stock a valor de libros surge de la información provista por los balance mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

a.2. sector privado no financiero²⁹

Comprende las inversiones directas en el sector privado no financiero que se elabora en base a las informaciones de balances, de la encuesta anual de inversiones directas, y de las Superintendencias de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones y Compañías de Seguros. El valor de las inversiones directas incorporado en la PII corresponde a los valores de balance de las empresas de inversiones directas. Al valor de libros se lo ha considerado como la alternativa más adecuada para valorar estos activos de acuerdo a las normas internacionales, dada las dificultades que implica calcular un valor de mercado individual o sectorial de las empresas involucradas³⁰. Los pasivos con matrices y filiales, incluidos dentro del computo de las inversiones directas, al estar valuados a valor de libros, están valuados a valor nominal residual más intereses capitalizados a tipos de cambio actualizados.

b. Inversiones en cartera en títulos

Comprende los títulos de deuda emitidos por el sistema financiero, el sector público no financiero, y el sector privado no financiero, en poder de no residentes. Según el Manual de Balanza de Pagos, estos pasivos se deben valorar según los precios de mercado vigentes, cuando exista un mercado organizado o sean negociables de inmediato; o mediante el cálculo del valor presente neto de la corriente de pagos futuros, cuando no se cumplan aquellas condiciones.

En la posición presentada, se incluyen los títulos de deuda a valor nominal residual más intereses capitalizados y, adicionalmente se estiman a valores de mercado siguiendo el criterio establecido en el Manual.

La valuación a precios de mercado permite homogeneizar la medición de obligaciones con distintas condiciones en materia de tasa de interés y plazos del

²⁹ Para una mayor información, la metodología de estimación de la IED puede consultarse en el trabajo “Inversión directa en Argentina 1992-1995” publicada por la Secretaría de Programación Económica.

³⁰ No obstante, se sigue analizando alternativas para el cálculo de valores de mercado alternativos al uso del valor contable.

servicio de capital e intereses. Asimismo, la medición a valores de mercado debería ser extensiva bajo estos criterios, a la medición de los restantes pasivos de la deuda.

En los países como Argentina, que en el período 1991-1998 registran variaciones significativas en la tasa de riesgo país, la aplicación de un valor de mercado a una parte de la deuda externa, introduce un elemento distorsivo en la evaluación de los resultados globales. La magnitud del efecto depende obviamente del cambio registrado en el período y del grado de volatilidad de la tasa de riesgo soberano. Al aplicarse el criterio de valor de mercado, un aumento en la tasa de riesgo país (caída en las cotizaciones) implica una reducción de los valores de los pasivos de deuda externa y por ende una mejora en la posición de inversión internacional. Una disminución en la tasa de riesgo país (aumento de las cotizaciones), tiene el efecto contrario.

A los efectos de presentar las cifras que resultarían de aplicar el criterio internacional, adicionalmente a la valuación de los bonos a valor nominal residual adoptada en este trabajo, también se presentan las mediciones de las obligaciones instrumentadas en bonos a valores de mercado.

b.1. sistema financiero

Las inversiones en cartera en títulos de deuda emitidos por el sector bancario comprenden las colocaciones de bonos, obligaciones negociables y papeles comerciales. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras y de las declaraciones semestrales del sistema bancario (Comunicación B 6510). La valuación a valor de mercado de los bonos emitidos por el sector, se obtiene a partir de descontar el flujo de fondos de fondos futuros a la tasa de la curva de rendimientos del sector público para un plazo similar a la vida promedio de la deuda por bonos del sector³¹. La valuación a valores de mercado está disponible a partir del año 1998³².

b.2. sector público no financiero

Para el sector público no financiero se computa el stock de deuda colocada bajo la forma de títulos a no residentes por el sector público no financiero nacional o provincial. La fuente primaria de información es la Oficina de Registro de la Deuda Pública de la Secretaría de Hacienda y la encuesta de obligaciones externas de Gobiernos Locales. Para estimar la residencia del tenedor de los títulos emitidos se supone que las colocaciones de Euronotas, Bonos del Plan Financiero 1992, Bonex Global y otros títulos colocados primariamente en el exterior, se consideran en poder de no residentes, a excepción de las tenencias del sector bancario, las administradoras de fondos jubilación y pensión, las compañías de seguros, y el

³¹ La información disponible, permite considerar que la tasa utilizada, brinda una buena aproximación en el rango relevante.

³² Se siguen analizando alternativas de valuación, hasta tanto se tengan las cotizaciones de una muestra representativa de los bonos emitidos por el sector.

sector público. Las tenencias de los restantes títulos (Bonex, Bote, Botesos, Bocones, Bic y otros colocados internamente), son consideradas en poder de residentes excepto por las tenencias con domicilio en el exterior informadas por Caja de Valores.

Para estimar el valor de mercado de los bonos del sector público, se consideraron las cotizaciones de mercado disponibles a fin de cada año. En los últimos años, las obligaciones con cotizaciones disponibles representaron alrededor del 80% del total de la deuda por bonos³³. Para los bonos donde no se dispuso de la cotización al cierre, se aplicó el valor promedio resultante en % del valor nominal residual, de los bonos con valores de mercados conocidos.

b.3. sector privado no financiero

Los títulos de deuda emitidos por parte de empresas locales, se miden mediante encuestas suponiendo que las colocaciones realizadas en el exterior están en manos de no residentes. La encuesta sobre emisiones de títulos abarca las colocaciones de obligaciones negociables, bonos y papeles comerciales.

Para estimar el valor de mercado de los bonos, se estimó un valor de cotización, considerando la vida promedio a cada fecha y la relación que para esa fecha, se registró en la curva de rendimientos del sector público para un bono de vida promedio similar³⁴. La valuación a valores de mercado está disponible a partir del año 1994 inclusive.

c. Inversiones en cartera en acciones

Con referencia a la estimación del stock de inversión de no residentes en acciones que no constituyen inversión directa, los datos surgen de los registros a fin de cada trimestre que presenta la Caja de Valores S.A. para las acciones de empresas residentes que cotizan en la BCBA y de los bancos depositarios para las empresas residentes que cotizan ADR en los mercados de valores de Estados Unidos, que se suponen en mano de no residentes. La valuación se realiza a valores de mercado considerando las cotizaciones de las acciones a fin del período considerado.

d. Otros pasivos

Comprende rubros no incluidos en partidas anteriores, como ser deudas con organismos internacionales, gobiernos y agencias gubernamentales, bancos y proveedores, y depósitos. Como los restantes pasivos de deuda externa, se valúan a valor nominal residual más intereses capitalizados. Para los años 1991 y 1992, la

³³ Para los años anteriores, el % de deuda con cotizaciones disponibles es mayor.

³⁴ Se siguen analizando alternativas de valuación, hasta tanto se tengan las cotizaciones de una muestra representativa de los bonos emitidos por el sector.

deuda incluida en la refinanciación del Plan Financiero 1992, se presenta adicionalmente a valores de mercado. En esta categoría se incluye la financiación por los intereses devengados no vencidos.

d.1. sistema financiero

Comprende los depósitos de no residentes en el sistema financiero local, las líneas de crédito tomadas por entidades residentes en el exterior, la financiación otorgada por organismos internacionales a entidades residentes, y las obligaciones diversas con no residentes de estas entidades. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras.

d.2. sector público no financiero

Comprende los préstamos al sector público de organismos internacionales, bancos, agencias oficiales y gobiernos. La información es provista por la Secretaría de Hacienda.

d.3. sector privado no financiero

Comprende los préstamos de distintas fuentes no instrumentados bajo la forma de bonos o títulos (préstamos de organismos internacionales, bancos, proveedores, agencias oficiales). La información es provista por los organismos correspondientes y por una encuesta realizada a fin de cada semestre calendario a un directorio de las empresas del sector.