

Crisis cambiarias y Contagio: El caso de Argentina y Brasil en los noventa

Autora: María Cecilia Gómez

1.Introducción

Durante el período comprendido entre los años 1994-2000, el mercado internacional de capitales se conmovió por tres episodios de crisis “contagiosas”: la crisis de México, la crisis de Asia y la crisis de Rusia. La propagación de estos episodios hacia regiones distantes en ocasiones sin que existan motivos aparentes, generó una intensa discusión con relación a los mecanismos responsables de su transmisión. Las relaciones comerciales tuvieron un importante papel en la difusión de la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de comienzos de los noventa. Sin embargo la crisis de México se propagó hacia países latinoamericanos que están en una misma región y que prácticamente no tienen relaciones comerciales. La crisis de Rusia, en agosto de 1998, se propagó hacia Brasil y Argentina, países distantes con los que Rusia no tiene relaciones comerciales significativas.

Sobre la base de que el contagio es un fenómeno de carácter sistemático (no aleatorio), diversos trabajos identificaron distintos mecanismos de propagación: canales comerciales y similitudes macroeconómicas (Eichengreen B, Rose, A y Wyplosz, 1994), proximidad geográfica (De Gregorio, J. Rodrigo O. Valdés ,1999), sobrevaluación del tipo de cambio y sistema bancario débil (Sachs, J, Tornell, A y Velasco, A.,1996) y relaciones de interdependencia que genera el mercado internacional de capitales (De Gregorio, J. Rodrigo O. Valdés ,1999, Kaminsky G Reinhart C ,2000).

En este trabajo, utilizando el marco teórico que proporcionan los modelos denominados de Segunda Generación de Crisis Cambiarias (Ozkan, F y Sutherland, A, 1994) , se muestra que durante la segunda mitad de la década del noventa Argentina y Brasil presentaban condiciones macroeconómicas similares de vulnerabilidad a un ataque especulativo, que actuaron como mecanismo de propagación de episodios de crisis internacionales. Además, la magnitud de su endeudamiento y la manera en que se financió constituyó otra fuente de contagio. Se muestra, además, las características específicas de cada país que explican las diferencias observadas en la evolución de sus economías y de los episodios que culminaron con la caída del real y del peso.

Está ordenado de la siguiente manera. En 2 se muestra que si bien Argentina y Brasil son los socios mayores del MERCOSUR, y por tanto existen razones de proximidad geográfica para la propagación de episodios de crisis a través del comercio, estas relaciones son un canal de impacto limitado. En la sección 3 se presenta una síntesis formal del Modelo de Ozkan y Sutherland, y se aplica para analizar condiciones similares de vulnerabilidad a un ataque especulativo, que actuaron como mecanismo de propagación hacia Argentina y Brasil . Utilizando el mismo marco teórico, en la sección siguiente se analiza la manera en que el mercado internacional de capitales, conjuntamente con las condiciones desarrolladas en 3, actuó como mecanismo de propagación de episodios de crisis hacia esos países. Finalmente se presentan las conclusiones del análisis realizado.

2 . Vínculos comerciales y canales de propagación

Después de la crisis del Sistema Monetario Europeo durante los años 1992-1993, diversos trabajos enfatizaron el papel de las relaciones comerciales en la difusión de episodios de crisis. Este canal opera cuando la devaluación de la moneda de un país reduce las exportaciones de otro, como consecuencia de su efecto en el nivel de competitividad, o cuando la devaluación está acompañada por una recesión, reduciendo la demanda de importaciones. En general, opera entre países que tienen entre sí estrechos vínculos comerciales o compiten en terceros mercados.

Argentina y Brasil son economías bastante cerradas. El grado de apertura de sus economías, medida por la relación de las exportaciones respecto del Producto Bruto Interno, si bien tuvo tendencia creciente durante los últimos años de la década, a fines de 1999 era del 9% en Brasil y del 8,24 % en Argentina. Respecto del destino, más del 50% del valor de las exportaciones de Brasil tenían como destino la Unión Europea y el Nafta (Cuadro 1). Dentro del Nafta, Estados Unidos era el socio comercial más importante de Brasil. Por ese motivo, no puede atribuirse la magnitud del impacto que tuvieron episodios de inestabilidad ocurridos en el resto del mundo a relaciones comerciales que Brasil sostenía con Méjico, Oriente o Rusia.

Tampoco pudo contagiarse a través de sus competidores en terceros mercados, ya que las exportaciones de Brasil tienen destinos muy diversificados. Se explica, así, que ninguno de los episodios de crisis internacionales afectó en forma apreciable el valor de las exportaciones, que tuvieron una tendencia creciente entre 1990 y 1998.

Tampoco pudo “contagiarse” en forma indirecta, a través de sus socios comerciales del MERCOSUR. Con excepción de los productos derivados de la soja, que compiten con las exportaciones de esos mismos productos de Argentina, Brasil no compite en terceros mercados con los integrantes del bloque. En los noventa la importancia relativa de productos derivados de la soja en Brasil era muy baja: representaron aproximadamente el 9% de las exportaciones totales .

Estudios econométricos en el tema (Heyman, D Navajas, F1993) muestran que los flujos de comercio entre los socios del MERCOSUR obedecen a la demanda de importaciones, que depende del nivel de actividad y del tipo de cambio del país de destino. De acuerdo con estas conclusiones, el único canal de propagación a través de relaciones comerciales entre los socios del bloque sería en situaciones de crisis en mercados financieros que provocaran el aumento de las tasas de interés domésticas, con efectos recesivos sobre el nivel de actividad. En ese caso, dada la importancia relativa de la economía brasileña, el contagio se dio a través de la demanda de importaciones de Brasil, que explica la reducción del valor de las exportaciones argentina hacia ese país, en ocasión del ataque especulativo que culminó con la caída del real.

La posibilidad de que Argentina se “contagie” por vínculos comerciales, guarda algunas diferencias respecto de Brasil. Si bien es un país “cerrado”, presenta un mayor grado de

integración dentro del MERCOSUR. Las exportaciones desde Argentina hacia el bloque y en particular hacia Brasil, tuvieron una importancia creciente durante el período que precede la devaluación del real (Cuadro 2). Hacia fines de los noventa, los principales destinos de las exportaciones eran Brasil (30%), la Unión Europea (21%) y el Nafta (19%).

En estas condiciones, la única posibilidad de contagio de Argentina a través de canales comerciales sería a través del comercio con Brasil. Sin embargo, estos canales de contagio comercial, tuvieron un impacto muy limitado.

Si bien el complejo oleaginoso de soja es uno de los rubros exportadores más importante de la Argentina, el impacto de una devaluación del real en el valor de las exportaciones de Argentina tuvo alcance limitado. En los hechos, medidas proteccionistas de algunos países y el derrumbe de los precios en el comercio internacional provocaron una transitoria reducción del valor de exportaciones de soja. Los motivos antes expuestos explican que las sucesivas devaluaciones del real, no afectaran en forma apreciable las exportaciones argentinas de soja al resto del mundo. De hecho, con posterioridad a la devaluación del real aumentó la participación de Argentina y de Brasil en el comercio mundial de aceite de soja.

El análisis precedente ha mostrado que la difusión o "contagio" de episodios internacionales de inestabilidad cambiaria de los noventa hacia estos países no puede atribuirse a los vínculos comerciales, que por sí solos, no permiten explicar la fuerte repercusión que tuvieron esas crisis en Argentina y Brasil.

3. Condiciones similares de vulnerabilidad a un ataque especulativo

De acuerdo con los modelos denominados de Segunda Generación de Crisis Cambiarias, expectativas negativas que se manifiesten en aumentos de tasas de interés pueden generar condiciones de equilibrio múltiple en el mercado cambiario, en presencia de condiciones de vulnerabilidad a un ataque especulativo. En esa situación, el aumento de las tasas de interés permite sostener la paridad, pero lo hace a un costo que se expresa en términos de otros objetivos de política: de equilibrio fiscal, de nivel de actividad y de ocupación. En presencia de un ataque especulativo la relación costo–beneficio determina las posibilidades de sostener la paridad. En presencia de un mecanismo que coordine expectativas, si la presión en el mercado cambiario es muy intensa, el costo de sostener la paridad puede ser tan alto que el gobierno se vea obligado a devaluar. Por el contrario, si la presión no es muy intensa logrará sostener la paridad al costo de una reducción momentánea del nivel de reservas o del nivel de actividad.

Veremos en primer lugar el marco teórico, con una síntesis del modelo (de segunda generación) de Otkan y Sutherland. Para posteriormente aplicarlo al caso del contagio de Argentina y Brasil, mostrando que estos países eran vulnerables a un ataque especulativo que se manifestara en aumentos de la tasas de interés.

Marco teórico: el modelo de Otzkan y Sutherland

Al comenzar la crisis del Sistema Monetario Europeo, en 1992, existía la creencia generalizada en mercados financieros internacionales de que las altas de interés de Alemania estaban generando una presión intolerable en algunos miembros del SEM, entre otros el Reino Unido, Italia y Francia. El modelo publicado en 1944 por Otzkan y Sutherland explica la situación que debieron enfrentar las autoridades económicas de estos países de la siguiente manera.

Suponiendo que la función objetivo del gobierno consiste en lograr cierto nivel de actividad o de ingreso (Y) que depende de la demanda agregada y que variaciones en la tasa de interés (i) afectan negativamente el nivel de dicha Demanda, mientras que las variaciones en el tipo de cambio lo hacen en sentido positivo, esto es:

$$Y = -\gamma i + \eta s \quad \gamma, \eta > 0. \quad (1)$$

Siendo s el logaritmo del tipo de cambio.

Se supone, además, que los precios permanecen constantes (no distingue entre variables expresadas en términos nominales y reales) y la variación de la tasa de interés (i) interna depende de la variación de la tasa de interés internacional (i^*) y de las expectativas de variación del tipo de cambio $E(s)$ de acuerdo con la siguiente relación:

$$i = i^* + E(s) \quad (2)$$

Si los países involucrados operan bajo un régimen de tipo de cambio fijo y al ser la tasa de interés internacional una variable exógena, sus variaciones pueden considerarse como una variable aleatoria (ε).

$$i^* = \varepsilon \quad (3)$$

Los shocks que afecten la tasa de interés internacional son transmitidos a la demanda interna a través de la tasa de interés doméstica. Para fijar el tipo de cambio el gobierno varía la oferta de dinero y por tanto la tasa de interés. Variaciones de la tasa de interés son tomadas en cuenta por los agentes en la formación de expectativas, con relación a un posible cambio de régimen.

De acuerdo con este modelo, condiciones exógenas interactúan con políticas macroeconómicas y expectativas generando condiciones de equilibrio múltiple en el mercado cambiario. El aumento en las tasas de interés domésticas ocasionadas por un shock exógeno no será compatible con objetivos de política (expresado en términos de equilibrio fiscal, de nivel de actividad y ocupación) y será tomada en cuenta por agentes racionales en la formación de expectativas respecto de las posibilidades de sostener la paridad. En esta situación la estrategia del gobierno estará condicionada por el costo de sostener el tipo de cambio, que es mayor cuanto mayor es la tasa de interés. En condiciones de tipo de cambio flexible no existe costo alguno, ya que los shocks son absorbidos por variaciones en el tipo de cambio.

Si la presión en el mercado cambiario es muy intensa, el costo de sostener la paridad puede ser muy elevado con relación al beneficio. En ese caso, la devaluación es el resultado esperado. En caso contrario, logrará sostener la paridad al costo de una reducción momentánea del nivel de actividad y ocupación.

De acuerdo con estos modelos, las economías son vulnerables a ataques especulativos autocumplidos aún cuando las políticas sean consistentes con el sostenimiento de la paridad ante un cambio en condiciones externas, bajo las cuales debería esperarse **mayor probabilidad de crisis cambiaria**. Este hecho marca una diferencia con modelos de primera generación, donde el ataque es el resultado **predecible** de políticas inconsistentes con el sostenimiento de la paridad.

Corresponde aclarar, sin embargo, que el Sistema Monetario Europeo continuó con su proceso a pesar de la crisis desatada, aún cuando el Reino Unido no forma parte del acuerdo de la Unión Monetaria Europea.

Extensiones del modelo de segunda generación presentado enfatizan otros hechos que pueden afectar la función objetivo del gobierno: el aumento del servicio de la deuda externa, la presencia de un sistema bancario débil, incapaz de sostenerse con altas tasas de interés sin generar una cadena de quebrantos, o presiones inflacionarias ocasionadas por expectativas de devaluación.

Veamos ahora las condiciones macroeconómicas domésticas de vulnerabilidad a un ataque especulativo

Episodios de inestabilidad generada en mercados financieros lejanos se manifestaron en aumentos de la tasa de interés de Argentina y Brasil (Cuadro 3): a comienzos de 1995, después de la devaluación del peso mejicano en diciembre de 1994; hacia fines de 1997, después de un período de relativa calma, las tasas de interés reciben el impacto de la crisis de Asia. Por último, desde septiembre de 1998 acusan el impacto de la crisis financiera de Rusia. Las tasas de interés de Brasil subieron mucho más que las de Argentina. El aumento de las tasas de interés fue consistente con la política cambiaria de estos países altamente endeudados y que requerían del financiamiento externo.

Además de las tasas de interés, otros indicadores, como el Índice EMBI, pusieron de manifiesto las expectativas de los mercados financieros respecto de estos países. En Argentina, por ejemplo, el nivel del índice riesgo-país se elevó en forma apreciable durante la crisis de México, de Rusia y durante el ataque especulativo que sufrió el real a comienzos de 1999. La crisis de Asia en 1997, prácticamente no se manifestó en este indicador.

El régimen cambiario de Argentina y Brasil

En el período de estudio, Argentina y Brasil tuvieron dos regímenes cambiarios diferentes: el régimen cambiario de Argentina establecido por la ley de Convertibilidad, que fijó un tipo de cambio convertible uno a uno con el dólar estadounidense. Esta Ley le otorgó rigidez al tipo de cambio y contribuyó a aumentar el costo (en términos políticos) de abandonar la paridad en presencia de un ataque especulativo. Argentina abandonó este régimen en enero de 2002 en medio de una profunda crisis económica con efectos sociales y políticos.

Desde la adopción del plan real a mediados de 1994, Brasil tuvo un régimen cambiario más flexible: de la banda de flotación pasó al tipo de cambio libre en enero de 1999, en ocasión de sufrir un ataque especulativo.

En los párrafos siguientes se desarrollan las condiciones iniciales y el costo de sostener la paridad en cada situación.

Condiciones Iniciales: El desequilibrio externo

Políticas de apertura comercial y financiera, conjuntamente con la rigidez de la política cambiaria, contribuyeron a generar un persistente desequilibrio en el sector externo de éstos países.

Un rasgo saliente de la economía de Argentina y de Brasil en la década del 90, era el **déficit persistente en Cuenta Corriente** (Cuadro 4). El origen de este déficit se explica por el efecto que tuvieron políticas simultáneas de apertura comercial y financiera adoptadas durante la década del noventa. El ingreso de capitales estimulado por la apertura financiera, ocasionó la sobrevaluación del tipo de cambio real (Gráficos 1 y 2), la reducción de la competitividad de las exportaciones y el aumento del coeficiente de importaciones de estos países.

El efecto que tuvo la sobrevaluación del tipo de cambio de otros países de América Latina como consecuencia de la crisis de México ("efecto Tequila") fue desarrollado en una serie de trabajos. (Dornbusch, R.Goldfajn I, Valdes, R, 1995 y Sachs, Tornell y Velasco, 1996).

A esta situación se sumó el egreso de divisas en concepto de pago de intereses correspondiente al ingreso de capitales en períodos precedentes. Esta fuente de desequilibrio no solo es importante por su magnitud, sino que a diferencia de las importaciones, es inflexible en situaciones de financiamiento adversas.

En estas condiciones, cuando por motivos exógenos se reducía el ingreso de capitales necesarios para financiar el déficit en Cuenta Corriente, el aumento de las tasas de interés por un lado permitía reducir la salida de capitales, pero por otra parte contribuyó a aumentar desequilibrios externos en períodos posteriores.

A lo largo de los noventa, con excepción de inversiones directas vinculadas con el proceso de privatizaciones de empresas públicas, el ingreso de capitales presentó un comportamiento volátil . La importancia creciente del ingreso de capitales de corto plazo, en particular, colocó al

sector externo de estas economías en situación de alta vulnerabilidad durante episodios de inestabilidad en mercados financieros internacionales.

En Argentina, por ejemplo, durante el período 1992- 1999, la entrada de capitales necesarios para financiar el déficit en cuenta corriente se redujo en dos ocasiones: en el año 1995 y en el año 1999, durante el Tequila y la crisis de Rusia (Cuadro 6). En ocasión de la crisis de Asia se reduce el ingreso de capitales destinados al sector bancario (año 1996 y 1997). El financiamiento externo del sector privado no financiero se reduce en los años 1998 y 1999 en ocasión de la crisis de Rusia y del ataque especulativo que sufriera el real de Brasil en enero de 1999. El sector público no financiero no registra el impacto de estos episodios, ya que se financiaba con préstamos no autónomos (FMI, BIRF, BIRD).

En Brasil, las inversiones en cartera se reducen bruscamente los tres últimos años de la década (Cuadro 5) . Los ítems registrados en el rubro "Otros movimientos de capitales " a corto, mediano y largo plazo, muestra fuertes fluctuaciones. Es importante notar que la cuenta capital del balance de pagos presenta una situación deficitaria en esos años. Solo las inversiones directas registran un saldo positivo. Las dificultades de Brasil para financiar su desequilibrio externo se reflejan en la acelerada reducción del nivel de reservas internacionales, en ocasión de la crisis de México, de la crisis financiera de Rusia y sobre todo durante el ataque especulativo que sufriera Brasil, hacia fines de 1998 y principios de 1999.

El costo de sostener de la paridad : desequilibrio fiscal, nivel de actividad y sistema bancario

En situaciones de inestabilidad en mercados financieros, el aumento de las tasas de interés, especialmente en Brasil, si bien contribuyó a detener la salida de capitales necesarios para financiar el desequilibrio externo y sostener la paridad, se lograba a un costo elevado, en términos de objetivos de política: de equilibrio fiscal, de nivel de actividad y de ocupación.

Desequilibrio del Sector Público

El pago de intereses de la deuda pública contraída en el exterior constituyó una fuente de desequilibrio fiscal de considerable magnitud: a lo largo del período, el superávit primario se convirtió en déficit operativo después del pago de intereses (Cuadros 7 y 8). En este sentido la situación de Argentina fue similar a la de Brasil. En el año 1999, el pago de intereses de la deuda pública de Argentina aumentó poco más del 260% respecto del año 1994.

En el nivel de actividad y de ocupación

La tasa de crecimiento del Brasil (Cuadro 9) comenzó a desacelerarse a partir del año 1994, registrando una tasa de crecimiento negativa en el **año 1998**. Es posible que los agentes hayan tomado en cuenta este dato.

La situación de Argentina fue similar a la de Brasil (Cuadro 10). Se observa el efecto negativo sobre la tasa de crecimiento del PBI durante los episodios de México (1995), de Rusia (1998) y de Brasil (1999). A ello se le suma la tendencia creciente de la tasa de desempleo y de subempleo, con niveles superiores a los dos dígitos.

En términos de los modelos de Segunda Generación de crisis cambiarias, es posible que agentes racionales hayan tomado en cuenta el costo que tenía para esos países sostener el tipo de cambio en situaciones de inestabilidad en mercados financieros, que ocasionaran el aumento de tasas de interés necesarias para sostener la paridad.

El sistema bancario de Brasil y Argentina.

Durante estos episodios, la debilidad del sistema bancario, al interactuar con condiciones macroeconómicas específicas de un país en la formación de expectativas de inversores, puede generar mecanismos que profundizan las condiciones adversas generadas por un aumento de tasas de interés en el sector real de la economía. Se sintetiza a continuación la situación del sistema bancario en Argentina y en Brasil y se explora la manera en que pudo contribuir a aumentar el costo de sostener la paridad.

Adviértase que la situación del sistema bancario Brasil guarda similitudes y diferencias con la de Argentina. En Brasil los depósitos bancarios estaban expresados en moneda local, lo cual le dio fortaleza al sistema: tuvieron una tendencia creciente a lo largo del período, que no se interrumpió en momentos de inestabilidad de los mercados financieros. Estos depósitos se redujeron únicamente durante el ataque especulativo en enero de 1999 (aproximadamente en un 23%) y luego se recomponen aceleradamente.

Por otra parte, la gran expansión de créditos del sistema bancario (Cuadro 11) a lo largo del período de estudio tuvo como principal destinatario al sector privado. El hecho que los créditos estuvieran expresados en moneda nacional le dio fortaleza al sistema, ya que en caso de devaluación no se comprometería el valor (en moneda nacional) de las deudas contraídas por el sector privado, y la relación entre activo y pasivo de los bancos.

Una manifestación de debilidad, en el caso de Brasil, se presentó a través de la relación M_2 /Reservas (Cuadro 12). Cuanto mayor es esta relación, más vulnerable es un país a un ataque especulativo que provoque el retiro masivo de depósitos en moneda interna y su transformación en moneda externa. Este indicador muestra la vulnerabilidad de la economía brasileña a una corrida de estas características hacia fines del año 1998 y durante el año 1999.

A diferencia de Brasil, cuyos depósitos estaban expresados en un 100% en moneda nacional, en Argentina los depósitos en moneda externa representaban más del 50% de los depósitos totales (cuadro 13) . Este hecho podía colocar al sistema bancario en una difícil situación en presencia de un ataque especulativo que ocasionara el retiro de depósitos expresados en moneda externa, o de una devaluación que provocara el aumento (en moneda nacional) de pasivos del sistema.

La tendencia creciente del volumen de depósitos bancarios de Argentina en el período de estudio sólo se interrumpió en ocasión de la crisis de México, a principios del año 1995. En ese

momento el promedio mensual de depósitos experimentó una reducción aproximadamente igual al 15%. Después de este episodio, el volumen de depósitos se recuperó rápidamente. Si bien esta recuperación puede ser interpretada como indicador de confianza por parte de los depositantes en el sistema bancario argentino, una lectura más minuciosa permite apreciar que una parte apreciable de los mismos estaban expresados en moneda externa.

Los préstamos, expresados también en moneda externa (Cuadro 14) se destinaron a financiar al sector público y al sector privado. La proporción de créditos en moneda extranjera contraídos por el sector privado argentino aumentó en forma apreciable durante la década de los noventa (en ocasión de los episodios de inestabilidad mencionados esta proporción superaba el 60%). En estas condiciones, una devaluación provocaría el aumento (en moneda nacional) de la deuda expresada en moneda externa del sector privado que percibe ingresos en moneda interna, lo cual incidía en la cartera morosa de los bancos. Si el gobierno argentino acudiera en auxilio de los bancos, esta ayuda agravaría en forma apreciable la magnitud déficit fiscal.

A modo de síntesis, puede afirmarse que el sistema bancario brasileño mostraba signos de fortaleza desde la perspectiva del aumento de la proporción de créditos incobrables en caso de devaluación, ya que la totalidad de los depósitos y de los préstamos están expresados en moneda interna. El nivel elevado de las tasas de interés de Brasil y de la proporción de liquidez ($M2/R$) hacían que estuviera más expuesto a un ataque especulativo que provocara el retiro masivo de fondos expresados en moneda interna y su cambio por moneda externa.

En Argentina el volumen de depósitos y créditos estaba expresado en un porcentaje considerable en moneda externa, y aunque las tasas de interés fueran inferiores a las de Brasil, resultaba más expuesta al descalce entre activos y pasivos del sistema bancario en caso de una devaluación.

En la sección 4 se mostrará que el sistema bancario, actuó como mecanismo de propagación de episodios de inestabilidad en mercados financieros, por su vulnerabilidad al retiro masivo de fondos en presencia de episodios de inestabilidad ocurridos en Argentina, en Brasil o en un tercer país.

4. Mercados financieros como mecanismo de propagación de episodios de crisis.

El contagio de crisis financieras operó también a través de canales financieros, y estuvo estrechamente vinculado con la magnitud y composición del endeudamiento externo de Argentina y Brasil.

Es sabido que el mercado internacional de capitales genera relaciones de interdependencia, en particular entre países que necesitan del financiamiento externo. Episodios de inestabilidad en mercados financieros internacionales se transmiten a través del volumen del flujo de activos financieros y su distribución entre mercados emergentes y maduros, afectando las alternativas de financiamiento de algunos países considerados "riesgosos". El flujo de capitales de corto plazo, en particular, presenta gran inestabilidad.

Las expectativas de inversores internacionales, se forman tomando en cuenta el comportamiento de algunos precios considerados clave: la tasa de interés de EEUU, la variación del precio de algún insumo crítico como el petróleo, la relación de precios entre las principales monedas, entre otros. Estos precios se relacionan con la inflación, la competitividad y el nivel de actividad de países centrales y determinan la distribución sectorial e internacional del flujo de capitales. En la formación de expectativas intervienen, además, episodios de inestabilidad que ocasionan la " fuga hacia mercados/refugio" y la consiguiente reducción de flujos de capital hacia países que son percibidos como "riesgosos".

Un análisis estadístico minucioso (Kaminsky, G y Reinhart, C,1999) muestra que diferentes episodios de alta inestabilidad durante la década de los noventa impactaron con distinta intensidad en el precio de activos financieros en diferentes regiones y, dentro de éstas, entre distintos países. Para esos autores los activos de Argentina y Brasil recibieron el impacto de la crisis de Méjico por estar en la misma región y de la crisis de Rusia, por su impacto en centros financieros internacionales. Sin embargo, a nuestro parecer durante estos episodios condiciones propias de cada país, en particular la magnitud del endeudamiento externo, sus condiciones y su composición, actuaron como mecanismos de propagación de episodios de inestabilidad en mercados financieros internacionales.

Magnitud y distribución sectorial de la deuda externa de Argentina y Brasil

Afines de la década de los noventa, el endeudamiento externo de estos países tuvo tendencia creciente (Cuadro 15), a pesar del proceso de privatizaciones de empresas públicas. Al final de la década la Deuda Externa de Brasil con relación al PBI era 0.46. Si se toma el tradicional coeficiente de deuda externa/exportaciones, esta relación era sumamente elevada: de 4.75 en 1998 aumentó a 5.03 en 1999. En esos años la deuda externa de Argentina en comparación con el PBI era de 0.5 y con relación a las exportaciones de 5.11 y 6.23, respectivamente.

Episodios de alta inestabilidad de mercados financieros internacionales se manifestaron en la cuenta capital del Balance de Pagos de estos países, con algunas diferencias. En Argentina la crisis de Méjico ocasionó la brusca reducción del nivel de reservas internacionales del Banco Central y la reducción de capitales destinados a financiar al sector privado no financiero. Durante la crisis de Asia se redujo el ingreso de capitales destinados al sector bancario. El financiamiento externo del sector privado no financiero se redujo en los años 1998 y 1999 en ocasión de la crisis de Rusia y del ataque especulativo contra el real de Brasil.

En este último país, la crisis de Méjico y luego la de Asia ocasionan una fuerte salida de capitales de corto plazo. Las inversiones en cartera presentaron gran volatilidad, y, a pesar del aumento de las inversiones directas (debido principalmente al proceso de privatizaciones) la cuenta capital fue deficitaria en los años 1997,1998 y 1999.

En cuanto al destino del endeudamiento externo, si discriminamos entre el sector público y el privado las diferencias son notorias. En Argentina financió por partes aproximadamente

iguales el sector público y el sector privado financiero y no financiero. En el último año de la década ya el 60% del déficit fiscal se financió con deuda externa, que alcanzó el 29% del PBI y el 58% de la deuda externa total (Cuadro 15). En Brasil, el 62% de la deuda externa total financió al sector privado, que en 1999 representaba el 27% del PBI. La deuda pública, por otro lado, representó en el mismo año el 38% de la deuda externa total y el 19% del PBI.

Composición de la deuda como fuente de contagio

Episodios de alta inestabilidad en mercados financieros influyeron en la **tasa de interés** internacional, cuyo reflejo incidió en el precio de bonos y en el volumen de depósitos y préstamos bancarios de países que se consideraban “riesgosos”. El impacto de estos hechos en Argentina y Brasil presenta similitudes y diferencias, de acuerdo con la forma en que cada país destinó y financió su deuda externa.

De acuerdo con la relación **(2)** del modelo de Otkan y Sutherland, el aumento de la tasa de interés internacional ocasionó el aumento de la tasa de interés interna de Argentina y de Brasil (Cuadro 3). Ya anteriormente se analizaron los costos de política que estos países debieron enfrentar para sostener la paridad en esas circunstancias.

Los **bonos** constituyeron una de las principales fuentes de financiamiento de la deuda externa de Argentina y en menor magnitud de Brasil. El *spread* (precio, costo) de estos activos financieros, es el que presenta mayor volatilidad en situaciones de inestabilidad de mercados financieros internacionales. En la década se puede verificar su papel como mecanismo de propagación de episodios de inestabilidad desde el resto del mundo hacia Argentina y en menor magnitud hacia Brasil.

Más del 50% de la deuda externa de Argentina se financió con bonos (Cuadro 17), de la cual aproximadamente el 60% estaba constituida por títulos públicos. Los bonos fueron, además, una importante fuente de financiamiento del sector privado no financiero y del sector financiero (un 47% y un 30% de la deuda externa de estos sectores). Por ese motivo, episodios de alta inestabilidad en mercados financieros comprometieron seriamente las posibilidades de financiamiento tanto del sector público como del sector privado argentino.

En Brasil, en cambio el 24% de la deuda externa se financió con bonos. Mientras que así se acumuló una parte apreciable de la deuda pública (poco más del 50%), el sector privado acudió a otras formas de financiamiento externo (menos del 1% de la deuda privada se financió con bonos).

El Sistema Bancario como fuente de contagio

Cuando un país sufre una crisis cambiaria, los bancos e inversores institucionales o privados en títulos comienzan a retirar fondos no solo en el país que está en dificultades, sino en otros países, por problemas de aversión al riesgo y con el fin de absorber las pérdidas ocasionadas en el país que tiene dificultades. El retiro de fondos que realizan los bancos puede alcanzar a varios países que súbitamente enfrentan restricciones crediticias. Cuanto mayor sea la

concentración del sistema bancario de un país, mayor es la probabilidad de contagio por este mecanismo.

En Brasil, el sector privado financió con préstamos de bancos extranjeros el 64% de la deuda externa registrada en el año 1998. En el caso del sector público estos guarismos son inferiores y alcanzan el 6% de la deuda externa registrada del sector público en ese año.

En Argentina, el 33% de la deuda externa del sector privado no financiero y el 30% de la deuda externa del sector financiero se financio, en 1998, con créditos de entidades financieras externas.

La distribución de los créditos según el origen de los bancos muestra algunas similitudes entre los dos países. Se observa un aumento significativo de la participación relativa de bancos de origen europeo y la concentración de acreencias de bancos de origen europeo, que supera el 70% tanto en Brasil como en Argentina. Esta tendencia a la concentración de acreencias en bancos de ese origen fue acompañada por una reducción de la participación de bancos de origen norteamericano. Entre los bancos de origen europeo, los británicos tienen una mayor participación relativa, seguidos por los de origen español y en tercer lugar se ubican los de origen suizo y alemán, correspondiendo en general a la tradicional participación de bancos de ese origen en el mercado bancario argentino. Esta concentración demostró agregar vulnerabilidad al denominado "efecto contagio": En presencia de dificultades en Brasil o en Argentina los bancos pueden retirar masivamente sus fondos con movimientos internos, del país socio con el fin de absorber pérdidas. Con ese mismo fin podrían retirar fondos simultáneamente de ambos, si las dificultades ocurrieran en un tercer país y ello aumentara su percepción de riesgo generalizado.

Respecto del nivel de exposición al riesgo, estimada por el BIS de acuerdo con el período de madurez de los préstamos y su distribución por sectores, era de 61.6 miles de millones de dólares sobre un total de 65.4 miles de millones en el caso de Argentina y de 53.8 miles de millones de dólares sobre un total de 64.9 en Brasil. Como principal destinatario, el sector privado brasileño sería el más afectado por episodios de inestabilidad que redujeran el volumen de préstamos bancarios.

La crisis de Brasil ocasionó la reducción de créditos en ese país, no en Argentina. Este hecho permite pensar que la expansión de créditos bancarios obedece a condiciones internas de cada país y no actuó, en ocasión de los episodios de crisis citados como fuente de contagio hacia Argentina.

5. Conclusiones

El análisis precedente permite concluir que durante el período bajo estudio Argentina y Brasil presentaron *condiciones macroeconómicas similares de vulnerabilidad a un ataque especulativo* y que estas condiciones actuaron como mecanismos de propagación durante episodios de inestabilidad en mercados financieros. Estas condiciones se relacionan con políticas **simultáneas y no coordinadas** de apertura comercial y financiera que implementaron estos países durante la década del 90. El ingreso de capitales y la apertura comercial hacia terceros países motivaron la sobrevaluación del tipo de cambio y el aumento

del coeficiente de importaciones, generando un persistente desequilibrio del sector externo, y la necesidad de financiamiento externo. En estas condiciones, cuando por motivos exógenos, vinculados con acontecimientos de alta inestabilidad sistémica, el aumento de las tasas de interés internacionales y la fuerte contracción del ingreso de capitales tuvieron impacto directo en la crítica expansión del déficit operativo del Sector Público.

Características específicas de la economía de Brasil y de Argentina explican las diferencias observadas en su evolución durante estos episodios. En primer lugar se debe mencionar el *régimen cambiario*. Así por ejemplo, el régimen de Caja de Conversión argentino significaba que el precio del ajuste, en presencia de una reducción del ingreso de capitales debía caer sobre la tasa de interés y el nivel de actividad internos. En Brasil, con un régimen cambiario más flexible (de la banda de flotación a la total liberalización del mercado cambiario) el ajuste se manifestó en la reducción del nivel de reservas internacionales y en variaciones del tipo de cambio.

Además del régimen cambiario, la forma de *financiamiento del déficit fiscal* explica las diferencias observadas. Argentina financió una proporción significativa de este déficit en el mercado internacional de capitales, mediante la colocación de títulos. Estos títulos, en particular después de 1996-1998, sólo en una pequeña proporción eran de corto plazo. El nivel bajo del indicador de riesgo-país de Argentina durante episodios de alta inestabilidad en mercados financieros internacionales (salvo en ocasión del denominado “ efecto Tequila”), hizo que su situación fiscal pareciera menos vulnerable cuando aparecieron las crisis cambiarias de Asia y de Rusia. La deuda pública brasileña, fundamentalmente de origen interno y a un plazo promedio muy bajo, resultó más vulnerable a variaciones de la tasa de interés. Como una parte significativa de la deuda interna brasileña está en títulos ajustables por tipo de cambio su situación fiscal resultó, además, vulnerable a devaluaciones.

En Brasil, la deuda externa contribuyó a financiar en mayor proporción al sector privado, a través del *sistema bancario*, en particular bancos extranjeros. La importancia del *crédito bancario* dentro de las obligaciones privadas externas de Brasil habría de generar una crisis con una dinámica diferente.

Otro aspecto que los distingue es la fuerte *dolarización del sistema bancario argentino*, que lo hizo más vulnerable a una crisis cambiaria que resultara en una fuerte devaluación.

Dentro del sistema bancario, la *concentración de cartas de crédito* de bancos del mismo origen, en particular de origen europeo, generó condiciones para el retiro masivo de depósitos tanto de Brasil como de Argentina, actuando como mecanismo de propagación de episodios exógenos de crisis cambiarias con efectos internacionales.

Una conclusión general que surge de este análisis del efecto de las principales crisis cambiarias internacionales sobre las economías de Argentina y de Brasil, basado en características comunes y específicas de cada país, es que episodios de alta inestabilidad en mercados financieros internacionales ocurridos durante el período bajo estudio impactaron de manera significativa pero diferente en la evolución económica de Brasil y de Argentina.

Anexo Cuadros Estadísticos.

Cuadro 1: Proporción del valor de las exportaciones de Brasil según destino:

Destino	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	2000
1. UNION EUROPEA	0,32	0,29	0,26	0,28	0,28	0,27	0,27	0,29	0,29	0,29	0,27
2. NAFTA	0,24	0,24	0,24	0,24	0,21	0,22	0,20	0,22	0,26	0,26	0,27
EE.UU.	0,20	0,20	0,21	0,21	0,19	0,20	0,18	0,19	0,23	0,23	0,23
3. MERCOSUR	0,07	0,11	0,14	0,14	0,13	0,15	0,17	0,17	0,14	0,14	0,14
4. ALADI (excl. Mercosur y México)	0,06	0,07	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06
5. ASIA	0,18	0,16	0,16	0,16	0,18	0,16	0,15	0,11	0,12	0,12	0,12
6. ORIENTE MEDIO	0,04	0,04	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
7. AFRICA	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
8. OTROS (4)	0,06	0,06	0,07	0,06	0,07	0,07	0,08	0,07	0,08	0,07	0,09
9. TOTAL		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

- Fuente : elaboración sobre la base de información del Ministerio de Economía de Argentina

Cuadro 2: Proporción del valor de las exportaciones de Argentina según destino

Destino	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Union Europea	0,25	0,21	0,19	0,16	0,18	0,21	0,18
NAFTA	0,13	0,1	0,1	0,1	0,1	0,14	0,14
EE.UU.	0,11	0,085	0,08	0,08	0,08	0,11	0,12
MERCOSUR	0,3	0,322	0,33	0,36	0,36	0,3	0,31
Otros	0,32	0,28	0,3	0,31	0,286	0,25	0,25
Total	1	1	1	1	1	1	1

- Fuente : elaboración sobre la base de información del Ministerio de Economía de Argentina

Cuadro 3: Tasas de interés pasivas (en % nominal mensual) de Argentina y Brasil

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiem	Octubre	Nov	Diciem b
Año 1994												
Argentina	8,07	6,44	7,03	7,69	7,83	8,08	8,44	8,55	8,33	8,27	8,72	9,55
Brasil	9.944,23	7.803,39	8.479,30	12,3	11.328	n.d	83,8	52,2	59,52	57,83	65,76	51,03
Año 1995												
Argentina	10,65	11,64	19,38	19,07	15,54	10,83	10,24	9,17	9,21	9,21	8,92	9,02
Brasil	52,99	44,71	70,91	65,96	61,61	61,31	59,08	50,59	44,08	44,08	40,2	40,41
Año 1996												
Argentina	8,62	7,62	7,27	7,11	6,66	6,55	6,67	7,45	7,76	7,76	7,44	7,53
Brasil	35,28	31,55	28,5	26,11	26,88	25,74	24,01	25,51	23,8	23,8	24,27	24,24
Año 1997												
Argentina	7,33	6,92	6,77	6,67	6,49	6,43	6,42	6,38	6,43	6,7	8,78	8,28
Brasil	23,13	24,68	20,67	20,81	21,58	20,91	20,92	21,17	20,32	22,1	40,35	35,45
Año 1998												
Argentina	8,43	8,04	7,81	7,6	7,58	7,54	7,4	8,35	13,25	12,25	9,45	9,33
Brasil	37,66	34,5	28,87	25,48	22,72	21,61	20,89	19,75	34,29	41,58	38,73	31,24
Año 1999												
Argentina	9,18	8,31	6,84	6,08	6,29	7,46	7,66	7,64	8,04	9,36	9,42	10,28
Brasil	35,63	43,52	40,81	31,25	24,28	20,61	20,59	19,86	19,14	18,76	18,95	18,87
Año 2000												
Argentina	7,86	8,24	7,29	7,22	8,05	7,62	7,35	7,25				
Brasil	18,43	18,47	18,38	18,12	18,38	17,65	16,44	15,88				

Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina.

Gráfico 1

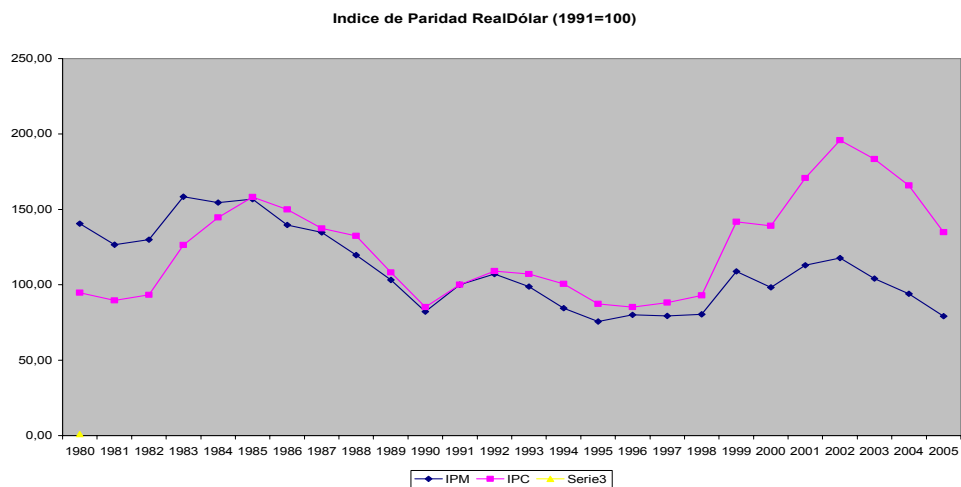
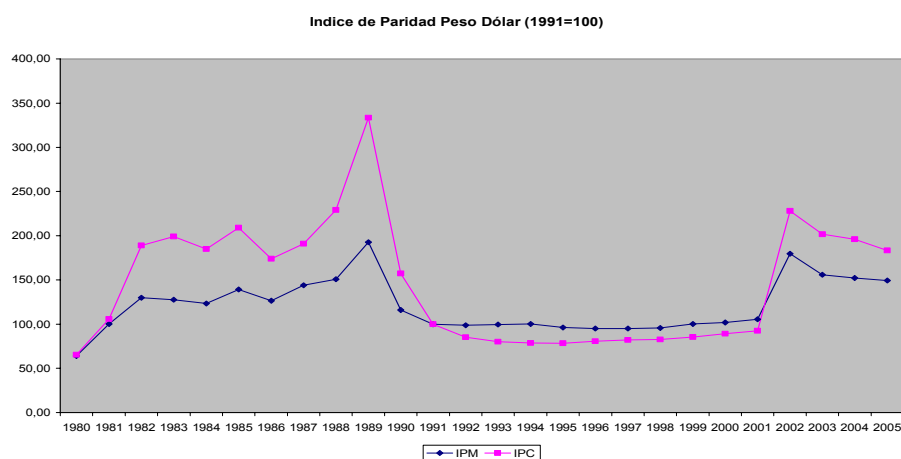


Gráfico 2



Cuadro 4: Cuenta Corriente del Balance de Pagos de Argentina y Brasil

(en millones de dólares)

Año	1995	1996	1996	1997	1998
Cuenta corriente					
<i>Argentina</i>	-5.191	-6.843	-12.328	-14.603	-12.312
<i>Brasil</i>	-17.972	-23.137	-30.833	-33.611	-24.375
Mercancías (FOB)					
<i>Argentina</i>	-5.191	-6.843	-12.328	-14.603	-12.316
<i>Brasil</i>	-3.352	-5.554	-6.765	-6.591	-1.198
Exportaciones					
Argentina	2.357	1.768	2.123	3.117	771
Brasil	46.506	47.747	52.990	51.140	48.011
Importaciones					
Argentina	18.804	22.283	28.554	29.558	24.103
Brasil	49.858	53.301	59.755	57.731	49.209
Servicios (netos)					
<i>Argentina</i>	-3.330	-3.445	-4.326	-4.398	-4.070
<i>Brasil</i>	-18.594	-20.483	-26.284	-28.798	-25.212
Intereses					
<i>Argentina</i>	-2507	-3.308	-4.215	-5.067	-5.875
<i>Brasil</i>	-8.158	-9.173	-10.390	-11.948	-15.170
Otros					
Argentina					
Brasil	-10.436	-11.310	-15.894	-16.850	-10.042
Transferencias corrientes (1)					
Argentina	425	331	338	297	268
Brasil	3.974	2.900	2.216	1.778	2.035

Fuente: elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía de la República Argentina.

Cuadro 5: La Cuenta Capital del Balance de Pagos de Brasil*(en millones de dólares)*

	1995	1996	1997	1998	1999
Cuenta Capital	28845	33984	25853	19867	13550
Inversiones directas	2753	10032	15515	22495	26608
Inversiones en cartera	10322	22060	11385	18246	7534
Incluyendo	311	249	2244	0	3000
reestructuración 1994					
Otros capitales a mediano y largo plazo	-1481	-3581	17912	6443	-16605
Otro capitales a corto plazo	17251	5473	-18957	-27314	-5987
Errores y omisiones	2093	-2109	-2893	-3556	38
Superávit (déficit)	12966	8738	-7873	-17299	-10786

Fuente: elaboración propia sobre la base de información del BCB

Cuadro 6: Cuenta Capital del Balance de Pagos de Argentina*(millones de dólares)*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Cuenta capital y Financiera	8.983	13.541	12.730	7.153	12.399	17.193	17.219	13.879
Sector Bancario	1.304	-1.694	1.992	4.617	-173	-1.074	3.613	1.275
BCRA	288	-3.064	444	1.922	1.003	-586	-512	-1.033
Otras entidades financieras	1.016	1.370	1.548	2.695	-1.176	-488	4.125	2.308
Sector Público no Financiero	940	7.074	4.058	5.840	9.032	8.125	9.368	10.838
Gobierno Nacional	1.496	6.440	4.431	6.310	8.763	6.768	9.528	10.057
Gobiernos Locales	43	875	190	394	733	1.733	150	1.365
Empresas y otros	-599	-241	-563	-864	-464	-376	-310	-584
Sector Privado No Financiero	6.739	8.161	6.680	-3.304	3.540	10.142	4.238	1.766
Errores y Omisiones Netos	6	-1.133	-889	-2.064	-1.675	-1.592	822	-366
Variación de Reservas Internacionales	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.273	3.438	1.201
Reservas Internacionales del BCRA	3.105	4.480	561	-69	3.782	3.062	3.442	1.094
Ajuste por tipo de pase	-169	230	-121	33	-100	-211	4	-108
ITEM DE MEMORANDUM								
Importaciones CIF.	14.982	16.872	21.675	20.200	23.855	30.450	31.404	25.508

(1) Cifras provisionarias.

figuran las deudas directas del sector privado y sus rentas, inversiones de no residentes en acciones y sus rentas, inversiones directas en el exterior del sector

Privado no financiero argentino y sus rentas, honorarios de operadoras en empresas privatizadas.

También se encuentran en revisión series como viajes, seguros y

Fuente: BCRA

Cuadro 7: Resultado Fiscal de Brasil

(en millones de U\$S)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000(*)
Resultado Primario	5.697	12.681	4.311	1.802	7.749	4.542	11.756	14.538
Intereses Netos	6.054	8.037	15.801	15.494	12.011	46.723	54.814	27.879
Resultado total	-357	4.644	-11.490	-13.693	-4.262	-42.181	-43.058	-13.341

(*)Primeros cinco meses del año (Enero- Mayo). Fuente: Elaboración propia sobre la base de Informe anual del BCB

Cuadro 8. Argentina, Situación Fiscal (en millones de dólares)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999 Junio-2000	
Ingresos totales	51.078,20	50.287,30	47.668,90	55.376,70	56.726,60	57.760,20	55.277,90
Resultado Primario	2.864,40	2.704,00	-655,6	1470,2	2.587,50	3.454,90	1039,7
Intereses Netos	3.150,30	4.083,50	4.608,80	5790,6	6.660,50	8.223,60	8.689,60
Resultado Total	-285,9	-1.379,50	-5.264,40	-4320,4	-4.073,00	-4.768,70	-7.649,90

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Informe anual del Ministerio de Economía (Argentina).

Cuadro 9: Producto Bruto Interno y tasa de desempleo de Brasil.

Año	Producto Bruto Interno (PBI) en millones de dólares	Tasa de variación anual del PBI real	Tasa media de desempleo
1994	543.087	5.7	3.42
1995	705.449	4.2	4.44
1996	775.475	2.8	3.82
1997	807.814	3.0	4.84
1998	787.499	-0.1	6.32
1999	529.398	0.8	6.28

Fuente : República Argentina. Ministerio de Economía. Indicadores Macroeconómicos

Cuadro 10: Producto Bruto Interno, tasa de empleo y subempleo de Argentina

	PBI (*) (en mill de dólares)	PBI Tasa anual de variación	Tasa de empleo(**)	Tasa de subempleo
			9,6	9,1
1993	236504	7,95		
1994	255307	-4,75	13,1	10,1
1995	243186	5,53	17,4	12,6
1996	256626	8,11	17,2	13,8
1997	277441	3,85	14,9	13,0
1998	288123	3,85	12,8	14,0
1999	278369	-3,39	14,2	15,2
2000	276172	-0,79	15,1	14,5

(**) Respecto de la población económicamente activa.

(*) A precios de 1993

Fuente : República Argentina. Ministerio de Economía. Indicadores Macroeconómicos

Cuadro 11 : Promedio anual de Créditos de entidades financieras (en mill de dólares) por sectores de Brasil.

Promedio anual	Sector Publico	Sector Privado	Total	Proporcion de prestamos incobrables (%) (*)
1994	33.378	127.022	160400	8.53
1995	35.022	175.679	210701	11.75
1996	40.903	205847	246.750	16.77
1997	46.068	203.949	250.017	11.57
1998	20.643	208.328	228.971	9.09
1999	11.841	141.533	153.374	9.78
2000	7.915	155.217	163.132	

Fuente: Boletín de Indicadores Macroeconómicos del MERCOSUR. Subgrupo de trabajo No 14. Ministerio de Economía (Argentina)

Cuadro 12: Evolución de la relación M₂/R de Brasil

Mes	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Enero	1,70	2,12	2,07	2,81	3,36	3,65
Febrero	1,70	2,23	2,08	2,85	3,12	3,60
Marzo	1,50	2,25	2,15	2,90	2,78	4,56
Abril	1,59	2,37	2,18	3,08	2,59	3,65
Mayo	1,49	2,27	2,19	2,92	2,70	3,59
Junio	1,53	2,39	2,23	3,03	2,81	3,92
Julio	1,73	2,09	2,33	2,95	2,91	3,91
Agosto	1,87	1,96	2,38	2,83	3,01	3,87
Septiembre	1,89	1,98	2,48	2,94	4,14	3,87
Octubre	1,96	1,95	2,50	3,38	4,50	4,17
Noviembre	2,00	2,03	2,52	3,39	4,87	4,16
Diciembre	2,21	2,13	2,67	3,48	4,68	5,36

Fuente: elaborado sobre la base de información del BCB.

Cuadro 13: Promedio mensual de depósitos (en millones de pesos- dólares) de Argentina

Año		Enero	Feb	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept	Oct	Nov	Dic
1994	Totales	42.112	42.895	42.323	43.009	44.210	43.459	44.690	44.914	44.952	45.482	46.124	44.940
	% moneda nacional	54	55	53	53	53	52	52	51	50	50	50	48
1995	Totales	44.212	43.000	38.447	38.054	39.165	39.145	40.517	40.625	40.721	42.404	43.088	42.605
	% moneda nacional	46	46,4	46,3	48,4	48,9	47	48	47	45	45	45	45
1996	Totales	46.073	47.546	47.295	48.920	49.666	50.183	51.143	50.920	50.521	51.726	52.607	52.758
	% moneda nacional	47	47,5	46,2	47,5	48,2	48,2	48	45,7	44,9	46,8	48,3	48,6
1997	Totales	55.909	56.257	57.408	58.957	61.409	63.009	64.534	65.623	66.159	66.785	68.365	68.493
	% moneda nacional	48,5	48,1	48	48,5	49,9	48,8	48,3	48,3	48,6	46,8	45,5	46,4
1998	Totales	70.757	70.472	71.898	71.598	73.848	75.954	75.941	76.370	77.120	76.205	76.325	76.933
	% moneda nacional	46,6	46,7	47	47,1	48,1	48,4	48	46,7	45	44,1	45	45,5
1999	Totales	77.474	77.630	78.379	77.772	78.729	80.603	80.618	80.394	80.748	80.478	81.082	78.662
	% moneda nacional	43,3	43,1	43,4	43,5	42,9	43,4	42,9	42,5	41,5	40,9	41,5	41,5
2000	Totales	80.689	80.978	81.407	81.224	83.182	84.299	83.927	84.120				
	% moneda nacional	41,5	40,9	41	40,3	40,5	40,6	40,1	39,8				

Fuente: Boletín de Indicadores Macroeconómicos del MERCOSUR. Subgrupo de trabajo No 14. Ministerio de Economía (Argentina)

Cuadro 14: Créditos de entidades financieras de Argentina por sectores y por monedas
(en millones de dólares)

1994	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	10.304	48.224	58.527
Proporción en moneda extranjera	0,63	0,52	
1995	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	10.664	50438	61.102
Proporción en moneda extranjera	0,608	0,565	0,58
1996	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	18855	60055	78.911
Proporción en moneda extranjera	0,76	0,59	0,63
1997	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	16561	59261	75.822
Proporción en moneda extranjera	0,75	0,6	0,63
1998	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	20901	67.882	88.784
Proporción en moneda extranjera	0,815	0,61	0,66
1999	Sector Publico	Sector Privado	Total
Total	23230	70828	94.058
Proporción en moneda extranjera	0,87	0,57	0,785

Fuente: Secretaría de Políticas Públicas. Ministerio de Economía de la República Argentina.

Cuadro No 15: Deuda Externa Pública y privada (en millones de dólares)

	1996	1997	1998	1999
Argentina				
Deuda externa Publica₁ (DEPU)	69131	74592	76278	81782
DEPU/ PBI	0,25	0,25	0,255	0,29
DEPU/DE	0,685	0,644	0,57	0,58
Deuda externa Privada₂ (DEPR)	31.759	41.225	58.877	59.332
DEPR/PBI	0,12	0,14	0,2	0,21
DEPR/DE	0,32	0,36	0,435	0,42
Brasil				
Deuda externa Publica₁	87 330	87 455	84 299	76 247
DEPU/ PBI	0,11	0,10	0,12	0,19
DEPU/DE	0,59	0,55	0,47	0,38
Deuda externa Privada₂	60 965	71 801	95 636	123 751
DEPR/ PBI	0,12	0,15	0,19	0,27
DEPR/DE	0,41	0,45	0,53	0,62

Nota: 1: Sector Público no financiero y Banco Central.

2: Sector Privado: financiero y no financiero (sin Banco Central

Cuadro 16:
Composición de la deuda externa de Argentina

Sector Público no Financiero y Banco Central	Jun-96	Jun-97	Jun-98	Jun-99	Jun-00
Bonos y Títulos Públicos (2)	0,60	0,65	0,68	0,69	0,71
Organismos Internacionales	0,22	0,21	0,21	0,22	0,22
Acreedores Oficiales	0,16	0,11	0,10	0,07	0,06
Bancos Comerciales	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Proveedores y otros					
Sector Privado no Financiero (3)					
Bonos y Títulos privados	0,43	0,44	0,47	0,47	0,47
Organismos Internacionales	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03
Acreedores Oficiales	0,10	0,09	0,07	0,06	0,07
Bancos Participantes	0,03	0,05	0,03	0,03	0,03
Deuda Bancaria Directa	0,34	0,34	0,35	0,35	0,33
Proveedores y Otros	0,06	0,05	0,06	0,06	0,07
Sector Financiero (sin Banco Central)(4)					
Bonos y Títulos(5)	0,24	0,25	0,26	0,26	0,30
Líneas de Crédito	0,48	0,39	0,29	0,37	0,29
Organismos Internacionales	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02
Depósitos	0,13	0,11	0,10	0,12	0,13
Obligaciones Diversas (6)	0,12	0,22	0,34	0,23	0,25

Fuente:BCRA

Cuadro 17:
Deuda externa de Argentina financiada con Bonos y Títulos Públicos y Privados.

	Jun-96	Jun-97	Jun-98	Jun-99	Jun-00
Total de Deuda Externa	100.890	115.817	135.155	141.114	144.452
Sector Público no Financiero y Banco Central	69.131	74.592	76.278	81.782	85.821
Bonos y Títulos Públicos (2)	41.660	48.694	52.001	56.384	60.712
ByTpu/DE	0.60	0.65	0.68	0.69	0,707425921
Sector Privado no Financiero (3)	19.100	24.283	33.547	36.994	35.671
Bonos y Títulos privados (ByTpr/DE)	8.199	10.668	15.730	17.518	16.758
ByTpr/DE	0.43	0.44	0.47	0.47	0,46979339
Sector Financiero (sin Banco Central)(4)	12.659	16.942	25.330	22.338	22.960
Bonos y Títulos(5)	3.029	4.240	6.601	5.848	6.988
ByT sfi/DE	0,24	0,25	0,26	0,26	0,30
Total de Deuda Externa	100.890	115.817	135.155	141.114	144.452
Total Bonos y Títulos	52.888	63.602	74.332	79.750	84.458
Proporción	0,52	0,55	0,55	0,57	

Fuente: elaboración propia sobre la base de información del BCRA

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS:

- De Gregorio J. Valdés. R. **Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila and Asian flu Crisis**. *World Bank*, 10: 1999.
- Dornbusch, R. Goldfajn I, Valdes, R. “**Currency Crisis and Collapses**”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1995.
- Dornbusch, R. Goldfajn I, Valdes, R (1995) “**Currency Crisis and Collapses**”. *Brookings Papers on Economic Activity*. p. 219-291.
- Dornbusch, R. **Brazil's Incomplete Stabilization and Reform**. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1997.
- Eichengreen B, Rose, A y Wyplosz CH. “**Contagious Currency Crisis**”. *Center for Economic Policy Research. Discussion Papers Series*, 8: 1997.
- Eichengreen B, “**Does Mercosur need a single currency?**” *Working Paper 6821, National Bureau of Economic Research*, 12: 1998.
- Flood, R y Marion, N: “**Perspectives on de Recent Currency Crisis**” *International Monetary Fund*, 9: 1997.
- Forbes K, Rigobon R. **Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues**. *Paper prepared for conference of financial Contagion*, 12: 1999.
- Goldfajn, I y Valdes, R: “**Are Currency Crisis Predictable?**” *International Monetary Fund*, 12: 1997.
- Hendry, D: “**Dynamic Econometrics**”. Oxford University Press. 1995.
- Heyman, D Navajas, F. **Interdependencias macroeconómicas entre Argentina y Brasil: los flujos comerciales**. Estudios argentinos para la integración en el Mercosur. CEI. Buenos Aires, 1993
- Hodrick, P and Prescott, H: “**Post War U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation**”. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 29, No 1, 2: 1997.
- International Monetary Fund. *World Economic Outlook* . “**International Financial Contagion**”, 4: 1999.
- Kaminsky, G, Lizondo, S y Reinhart, C: “**Leading Indicators of Currency Crisis**”. *International Monetary Fund*, 7: 1997.
- Kaminsky, G, y Reinhart, C. **The Center and the Periphery: Tales of Financial Turmoil**. *Paper prepared for International Monetary Fund and World Bank. First Draft, January 2000*.
- International Monetary Fund. **World economic Outlook**, 4:1 1999.
- International Monetary Fund. **Emerging Market Financing. Quarterly report on developments and prospects**. *Third quarter 2000*.
- Kydland, F and Prescott: **Business Cycles: “Time to Built and Aggregate Fluctuations”**. *Econometrica*. Vol. 50. No6, 11: 1982.
- Krugman, P: “**A model of Balance of Payments Crisis**”. *Journal of Money, Credit and Banking* 11, pp311-25.
- Krugman, P: “**Balance sheets, the transfer problem, and financial crisis**”. (*Preliminary draft, prepared for the festschrift volume in honor of Robert Flood*), 1: 1999.
- Lavagna, R “**Coordinación Macroeconómica, la Profundización de la Interdependencia y derivaciones para el MERCOSUR**”. *Desarrollo Económico*, 7: 1996.

O'Connell, A. Briozzo S. **Brasil. Informe de Coyuntura Económica. XVIII.** Centro de Economía Internacional. República Argentina. Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, 5:1997

Ozkan, F y Sutherland, A: "**A Model of the ERM Crisis**". CEPR Discussion Papers No 879, 1: 1994 .Presenti, P. and Tille, C **The Economics of Currency Crises and Contagion: Introduction.**FRBNY. Economic Policy Review , 9: 2000.

Sachs, J, Tornell, A y Velasco, A: "**Financial Crisis in Emerging Markets: The lessons from 1995**". Brooking Papers on Economic Activity, 1: 1996.