

Documento Técnico N° 11

Aprobado por el Colegio de Auditores de la AGN
en su sesión del 1° de Abril de 1997

INFORME SOBRE LAS POLITICAS DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y SU RELACION CON LAS METAS PRESUPUESTARIAS DEL AÑO 1995

AGN

AGENCIACIÓN

Gerencia General de Deuda Pública
Gerencia de Deuda Externa

AUTORIDADES DE LA AUDITORIA GENERAL DE LA NACION

Presidente

Dr. Enrique Paixão

Auditores Generales

Dr. Vicente Antonio Barros

Dr. Norberto Bruno

Lic. Julio C. Casavelos

Dr. José Augusto Lapierre

Dra. Emilia R. Lerner

Dr. Héctor Rodríguez

Auditor Interno

Dr. Ricardo Vázquez

Gerentes Generales

Dr. Domingo Avellaneda

Control del Sector Financiero y Proyectos Especiales

Dr. Jorge Forlano

Control del Sector Público Nacional no Financiero

Dr. Jorge Huidobro

Administración

Dr. Oscar Merbilháa

Planificación

Dr. Carlos Montero

Control Comunal, Entes Reguladores y Privatizaciones

Lic. Jorge Presman

Deuda Pública

Dr. Agustín Zbar

Secretario Legal, Técnico e Institucional

INDICE

I. OBJETO	4
II. ALCANCE	4
III. ACLARACIONES PREVIAS.	6
IV. ANALISIS	6
IV.1 Año 1994. Breve reseña.	7
IV.1.1 Tasa de interés.	7
IV.1.2 Reparación del déficit fiscal.	7
IV.1.3 Desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo.	8
IV.1.4 Balance de Pagos.	9
IV.1.5 Desaceleración del crecimiento de la monetización.	9
IV.2 Efectos de la crisis mexicana	9
IV.3 Ejercicio 1995	10
IV.3.1. 1er.Semestre. Proyecciones y principales medidas.	10
IV.3.2 Resultados del 1er. semestre.	14
IV.3.3 Proyección 2do. Semestre. Renegociación con el FMI - Metas convenidas.	19
IV.3.4 Resultados del 2do. semestre	1
IV.4 Política de endeudamiento público	25
V. CONCLUSIONES	33

En uso de las facultades conferidas por el artículo 118 de la Ley N°24.156 la AUDITORIA GENERAL DE LA NACION procedió a efectuar un examen en el ámbito del Ministerio de Economía y de Obras y Servicios Públicos con el objeto que se detalla en el apartado I.

I. OBJETO

Examinar la gestión de las políticas de endeudamiento público externo y su relación con las metas presupuestarias del ejercicio 1995.

II. ALCANCE

La tarea comprende un análisis periódico de los resultados operativos del Sector Público no Financiero (SPNF). Al mismo tiempo, se examinan las sucesivas medidas de política monetaria y fiscal en tanto éstas significaron modificaciones al Presupuesto del ejercicio y a las metas de endeudamiento. Asimismo, se han incorporado al análisis las metas acordadas con el FMI y su cumplimiento. Dicho examen se centraliza en la forma en que se cubrió el pago de los intereses de la deuda.

Se analizan además las metas y objetivos del financiamiento aprobados en el Presupuesto de Gastos del ejercicio y su ejecución. Dicho financiamiento comprende las operaciones de crédito público y la emisión de letras del Tesoro para cubrir deficiencias estacionales de caja en el monto fijado por el presupuesto general.

Como soporte al análisis se incluye una referencia sobre la situación monetaria y de balanza de pagos.

Previo al análisis, se realiza una breve descripción de las condiciones macroeconómicas al momento de elevarse el Proyecto de Presupuesto (resultado del año 1994) y los efectos de la denominada “crisis mexicana” como elemento condicionante de las variables económicas y explicativo de las modificaciones

presupuestarias.

Las tareas se desarrollaron entre el 5 de agosto y el 31 de octubre de 1996.

III. ACLARACIONES PREVIAS.

El 23 de diciembre de 1994 fue sancionada la Ley N° 24.447 que aprueba el Presupuesto General de Gastos y Cálculo de Recursos de la Administración Nacional del ejercicio 1995. El Decreto N° 2.360/94, de fecha 28 de Diciembre de 1994, distributivo del Presupuesto de la Administración Nacional dispuso a su vez una rebaja de \$ 1.007 millones sobre los gastos aprobados por la citada norma.

Asimismo, las sucesivas modificaciones al régimen impositivo y las medidas de restricción del gasto público dispuestas durante el año, implicaron una variación del cálculo presupuestario original, que de hecho no rigió, pues las medidas fueron adoptadas al inicio del ejercicio (Decreto N°290/95 de fecha 27 de febrero y medidas monetarias y fiscales del 13 de marzo). Por otra parte, las negociaciones con el FMI - iniciadas en marzo de 1995 y que culminaron con el acuerdo firmado en agosto - también significaron una reformulación del programa previsto en la Ley N°24.447.

Se aclara que, a los efectos del presente trabajo, se denomina Resultado Primario a la diferencia entre Recursos Totales (Ingresos Corrientes más Ingresos de Capital, excluidas privatizaciones) y Gastos Totales (Gastos Corrientes más Gastos de Capital, excluidos los intereses de la deuda); y se denomina Resultado Global, a la diferencia entre el Resultado Primario y los intereses de la deuda. Las definiciones, que siguen las utilizadas por el FMI, permiten expresar con más claridad la forma en que se cubre el pago de los intereses de la deuda. Este hecho importa a los efectos de verificar el cumplimiento de las disposiciones sobre crédito público. (Título III, Ley N° 24.156).

IV. ANALISIS

IV.1 Año 1994. Breve reseña.

Con relación a las principales variables económicas, el año 1994 se caracteriza por: una reversión de la tendencia de las tasas de interés internacionales, reaparición del déficit presupuestario, Desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo y Desaceleración del crecimiento de la monetización. En otro plano, se destaca la renuncia del gobierno al uso de los tramos faltantes del financiamiento del FMI (Acuerdo de Facilidades Extendidas).

IV.1.1 Tasa de interés.

En el contexto internacional, uno de los principales cambios operados durante 1994 fue la reversión de la tendencia de las tasas de interés registrada en el mercado financiero de Estados Unidos (EEUU) con el gradual incremento de las tasas de largo plazo¹. Estos incrementos introdujeron una alta inestabilidad en los mercados cambiarios y de bonos del Tesoro de los EEUU, llegándose a depreciar la moneda americana por debajo de los 100 yenes por dólar.

IV.1.2 Reparición del déficit fiscal.

El Resultado Global del Sector Público No Financiero, en 1994, terminó siendo deficitario en \$ 285,9 millones. A pesar del bajo monto, el resultado importa por lo que el cambio implicó respecto a los resultados de 1992 y 1993.

En efecto, medidos en términos del PBI, los Ingresos Totales comienzan a declinar en 1994, luego del crecimiento de los años anteriores, aunque en 1993 dicho aumento mostraba cierta desaceleración. A su vez, los Gastos Totales no acompañaban esa caída. Como consecuencia, el Resultado Primario llega a 1,99% del PBI en 1993 y pasa, en el año 1994, a 0,76%. Asimismo, si al Resultado Primario se lo corrige incluyendo privatizaciones resulta que en 1993 fue el 2,19% del PBI y pasa al 1,02%, en 1994.

En 1994, los ingresos por privatizaciones no pudieron volcarse a cancelar deuda pública, sino que debieron aplicarse íntegramente al financiamiento de los Intereses de la Deuda. O de otra forma, los U\$S 3.150,3 millones de intereses de la deuda pública fueron cubiertos en un 68% con Resultado Primario, 23% con

¹A partir del mes de febrero la Reserva Federal aumentó gradualmente las tasas de corto plazo, subiéndolas de 3% a 5,5% a fines de 1994. Dicho aumento impulsó un incremento paralelo en la tasa LIBOR (a 180 días) que, en el año 1994 aumentó 3,25 puntos porcentuales lo cual exigió, para la Argentina, de mayores recursos para el pago del servicio de la deuda.

privatizaciones y 9% con nueva deuda, lo que marca una diferencia con los años anteriores; en 1993 el Resultado Primario permitió atender los intereses de la deuda.² (Ver Cuadro n° 2).

La reaparición del déficit presupuestario en 1994 se explica por: a) desfasajes en la recaudación fiscal por efecto de una desaceleración en la recaudación del IVA y una reducción de la evasión menor a la esperada; b) desde el lado del gasto, por aumentos en el gasto previsional³ y por el aumento de los intereses de la deuda pública por el alza de la tasa de interés internacional. Para controlar el gasto fueron dictados, en el tercer y cuarto trimestre, los Decretos N° 1.545 y 2.034 de ajuste presupuestario: reducción de los créditos para el conjunto de las jurisdicciones⁴ y aumento de los destinados a atender las necesidades de la Seguridad Social, el servicio de la deuda y las transferencias de recursos a las provincias instituidas por la cláusula de garantía. Los aumentos de los créditos presupuestarios autorizados durante el ejercicio 1994 fueron:

Cuadro N°1
Aumentos en los créditos presupuestarios
Año 1994

	Aumento en millones de \$	Variac. sobre crédito inicial
Seguridad Social	1.166,00	6,10%
Provincias(*)	641,10	14,70%
Intereses Deuda Pública	212,20	6,90%
Resto Administ. Nacional	659,40	4,90%
Total	2.678,70	6,70%

(*) *sin coparticipación federal.*

Fuente: Informe Económico MEOySP

IV.1.3 Desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo.

En 1994 se modifica el perfil de la oferta y demanda agregada; hay una desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo (el consumo pierde participación en la demanda global pasando del 77,3% en 1993 al 75,5% en 1994), un aumento de la inversión (del 19,50%) y de las exportaciones (del 18%). El efecto fue una caída de la recaudación del IVA.

²En 1992 todavía no se había normalizado el pago de la deuda, realizándose pagos a cuenta. No obstante, el superávit primario de \$ 3.134 millones permitiría atender el 80% de los intereses.

³La situación fue declarada de emergencia previsional (Decreto N°2302/94).

⁴El Decreto N°2034/94 dispuso la indisponibilidad -a partir del 17 de noviembre - de los saldos no comprometidos del Presupuesto/94 y suspender las adjudicaciones, suscripción de contratos o realizar obras.

Además, pese a que el crecimiento del PBI anual fue del 7,40%, la tasa de crecimiento se desaceleró en el segundo semestre.

IV.1.4 Balance de Pagos.

Según las estimaciones del Balance de Pagos, el déficit de cuenta corriente alcanzó a U\$S 9.310,20 millones. El monto de capitales ingresado en Argentina en 1994 rondaría una cifra similar a la de su déficit de cuenta corriente, considerando que el nivel de reservas no se modificó sustancialmente entre fines de 1993 y fines de 1994. A su vez, la menor participación de los préstamos financieros en los ingresos de capital en relación a 1993 y el hecho de que las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) prácticamente no aumentaran en 1994, tiene su correlato con la Desaceleración en el crecimiento de la monetización.

IV.1.5 Desaceleración del crecimiento de la monetización.

Los Recursos Monetarios en moneda local (M3) aumentaron el 11,70% entre diciembre de 1993 y diciembre de 1994 (41,20% entre diciembre'92 y diciembre'93) en tanto que la Monetización Amplia, incluyendo depósitos en moneda extranjera, lo hizo en un 12,70% (50,50% en los doce meses previos).

A su vez, los activos nominados en moneda extranjera exhibían una mayor tasa de crecimiento, iniciando una profundización de la dolarización y un cambio en la estructura de activos y pasivos de los bancos por la pérdida de participación de los depósitos en moneda local. La Monetización Amplia representa el 18,50% del PBI

IV.2 Efectos de la crisis mexicana

Si bien la crisis en México comenzó a resolverse rápidamente con el apoyo de EEUU y con préstamos de organismos internacionales, tuvo consecuencias (medidas en términos de prima de riesgo-país) para las economías emergentes. Además, el aumento de las tasas de interés de EEUU es otra causal que estimuló las migraciones de capital. Para Argentina, el efecto de la crisis - como expresión de una convulsión financiera internacional y cambiaria mucho más extendida - fue el de

interrumpir el fuerte ingreso de capital financiero.

En efecto, el primer impacto se tradujo en una caída de 9,80% y 8,40% en las cotizaciones de los bonos FRB y Discount en la segunda quincena de diciembre de 1994. La pérdida de confianza repercutió particularmente en el sector financiero local por la caída de los precios de sus carteras de bonos, y por la pérdida de liquidez y solvencia ante el retiro de depósitos y divisas de algunas entidades crediticias.

La respuesta del gobierno para atenuar el impacto de la crisis mexicana sobre la economía, estuvo dirigida a lograr un “shock de credibilidad” que le permitiera neutralizar los efectos de un aumento del riesgo país evitando toda sospecha de devaluación⁵. Además, se creó una red de seguridad para solventar los problemas de liquidez del sistema bancario y, por ende, disminuir la tasa de interés; se promovieron fusiones de entidades privadas y se incentivó la privatización de los bancos provinciales y ajustes fiscales en las provincias.

Ante el deterioro de los resultados fiscales y para cumplir con las obligaciones financieras, fueron modificadas las proyecciones presupuestarias de la Ley N° 24.447.

IV.3 Ejercicio 1995

IV.3.1. 1er.Semestre. Proyecciones y principales medidas.

El ejercicio 1995 se inició en un marco de alta incertidumbre. En el plano internacional por las expectativas que despertaba la evolución de las tasas de interés y de la paridad del dólar respecto del marco⁶. En el plano nacional por la

⁵En este sentido el Ministro de Economía anunció desde New York la dolarización de los encajes bancarios.

⁶Para 1995, se presumía una disminución del ritmo de crecimiento de la economía norteamericana y un aumento del déficit comercial, factores que podían afectar la valorización del dólar respecto al yen y al marco alemán.

falta de liquidez y solvencia de algunas entidades financieras y por el hecho que la recaudación fiscal estaba por debajo de las metas.

Frente a la caída de los depósitos en caja de ahorro y plazo fijo en pesos (8,80% entre diciembre de 1994 y enero de 1995), la autoridad monetaria dispuso: a) expandir la capacidad prestable mediante la reducción de los encajes en pesos⁷, b) profundizar la dolarización facilitando la constitución de los encajes en dólares⁸, c) establecer “una red de seguridad” mediante un encaje adicional de 2 puntos sobre todos los depósitos en pesos y en dólares, para atender los problemas de liquidez de algunas entidades con dificultades para acceder al “call money”⁹. A su vez, se eliminó el “spread” que cobraba el BCRA en sus operaciones de compra-venta de dólares y se permitió la integración de encajes en bancos del exterior; se estimó que el abaratamiento implicaba unos U\$S 500 millones por año que serían absorbidos por las entidades financieras (Com. A 2298 BCRA del 12 de enero de 1995).

Cabe señalar que la Ley N° 24.447 preveía alcanzar el equilibrio presupuestario del ejercicio 1995 con \$ 1.550 millones de ingresos por privatizaciones¹⁰; los \$ 3.645 millones proyectados en concepto de intereses de la deuda se cubrirían en un 58% con Resultado Primario y en un 42% con privatizaciones.

El problema fiscal consistía en alcanzar dichas metas - ante la caída de la recaudación -, y en obtener fondos para renovar los vencimientos de capital. A tal efecto se dictó el Decreto N° 290/95 (del 27 de febrero de 1995) cuyo objetivo consistía en procurar un aumento de los ingresos de \$ 2.000 millones y, por el lado del gasto, lograr una reducción de \$1.000 millones¹¹.

El aumento de la recaudación se basaba, esta vez, en una ampliación de la base imponible (del impuesto a las Ganancias, IVA y Bienes Personales) previéndose también, un programa de presentación espontánea y de facilidades de pago previsional e impositivo. Se previó el uso de títulos públicos (BOCON) a valor técnico (nominal más interés) para cancelar hasta el 80% de las obligaciones de los deudores.

Pocos días después, el 13 de marzo, se anunciaron nuevas medidas fiscales, que se resumen en:

⁷La medida significaba liberar \$ 1.200 millones por la reducción de 10,5 puntos sobre los depósitos a la vista y caja de ahorro y 2 puntos en depósitos a plazo. Estos debían adicionarse a los \$ 750 millones liberados por reducción de los encajes en dólares dispuesto la última semana de diciembre.

⁸Durante el año 1994 la participación relativa de los depósitos en dólares pasó del 38,40% al 41,60%.

⁹La operatoria consistía en la compra de la cartera de entidades asistidas.

¹⁰Además, fueron suspendidos los pagos de las sentencias judiciales previsionales (Decreto N°2302/94).

¹¹Las medidas comprendían reducción de salarios de la Administración Pública, recortes en los gastos de bienes y servicios, en la inversión financiera (Yacyretá) y en las transferencias.

- a) aumentar las alícuotas impositivas para mejorar la recaudación: aumento de tres puntos de la alícuota del IVA (por el término de un año)¹², un aumento de 3 puntos en la tasa de estadística (para importaciones provenientes de países no miembros de Mercosur), un arancel de 10 puntos a las importaciones de bienes de capital y equipos de informática y telecomunicaciones no provenientes del Mercosur y un recorte de los reintegros a las exportaciones, entre otras.
- b) obtener de los organismos multilaterales apoyo financiero, a la vez que se instrumentaba con el FMI una ampliación y prórroga del Acuerdo de Facilidades Extendidas;
- c) mantener liquidez para el financiamiento de la economía;
- d) instrumentar un programa de facilidades de pago de deudas previsionales e impositivas, a través de la utilización de títulos públicos, y rever el esquema de reducciones de los aportes patronales sobre la nómina salarial.

Los resultados de estas medidas se estimaban de la siguiente forma:

- el Resultado Primario (de \$ 3.336,0 millones) permitiría cubrir el 91,50% de los intereses de la deuda pública del año 1995,
- los ingresos por privatizaciones por \$ 3.000 millones (es decir, \$ 1.500 millones más que las presupuestadas) se orientarían al rescate de la deuda pública.¹³

Estas estimaciones son comparadas, en el Cuadro N°2, con los resultados del año 1994 y con el compromiso del gobierno incluido en la carta de intención al FMI del mes de marzo de 1995.

Se observa que dicho compromiso era obtener un Resultado Primario de \$ 6.085 millones que, unido a los \$ 2.400 millones por privatizaciones, permitiera cubrir los \$ 4.080 millones de los intereses de la deuda estimados para el año (\$ 500 millones más que los incluidos en la Ley de Presupuesto) y atender los vencimientos de principal de abril a diciembre (\$ 3.720 millones). Como se observa en el Cuadro N°2, se trataba de triplicar el Resultado Primario de 1994.

Cuadro N°2
Sector Público No Financiero
Base Caja. Año 1994 y Previsiones 1995
(en millones de \$)

¹²A tal efecto se dispuso que el aumento de la alícuota no sería coparticipable. Ley N°24.468.

¹³Comprende la privatización de Yacretá, Salto Grande y las centrales atómicas, no incluidas en la Ley de Presupuesto de 1995.

	Año 1994	Proyecc.95	Carta de Intención FMI (estimado 1995)
I - Ingresos totales (sin privatizaciones)	50.345,30	51.911,00	54.345,00
II - Gastos Totales (sin intereses)	48.213,80	48.575,00	48.260,00
III - Resultado Primario (I-II)	2.131,50	3.336,00	6.085,00
IV - Intereses	3.150,30	3.645,00	4.080,00
V - Privatizaciones	732,90	3.000,00	2.400,00
VI - Resultado primario más privatizaciones	2.864,40	6.336,00	8.485,00
VII - Resultado global sin privatizaciones (III-IV)	-1.018,80	-309,00	2.005,00
VIII - Resultado global con privatizaciones	-285,90	2.691,00	4.405,00

Fuente: 1994. Datos históricos - Resumen Cuadro Anexo N°1, Informe Económico Nro.16 MEOySP.

1995 Proyecciones Oficiales. Argentina 95 -.

Acuerdo FMI Proyección Carta de Intención ,marzo de 1995.

La ayuda financiera, entre tanto, estaría orientada a atender los problemas de liquidez del sistema financiero privado y la reforma de la banca pública provincial (Fondos Fiduciarios)¹⁴. La carta de intención señala que ninguno de estos recursos serían utilizados para financiar operaciones del sector público.

Cuadro N°3 Respaldo financiero de los Organismos Internacionales Año 1995

FMI	U\$S 2.420 M.	<i>U\$S 420 millones provienen del acuerdo original no desembolsado en 1994. La mitad ingresaría en abril y el resto en julio y octubre.</i>
BM	U\$S 1.300 M:	<i>Primer desembolso en abril. U\$S 500 se destinarían al saneamiento de la banca provincial.</i>
BID	U\$S 1.300 M.	<i>Para programas provinciales de privatización y para ayuda social. U\$S 750 se destinarían al</i>

¹⁴Decreto N°445/95 (Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria) y Decreto N°286/95 (Fondo Fiduciario Para el Desarrollo Provincial).

		<i>Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (Dec.N°285/95)*</i>
Bono Argentina	U\$S 1.000 M.	<i>Tramo local, con desembolsos mensuales entre abril y julio para financiar el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria.</i>
Bono Argentina	U\$S 1.000 M	<i>Tramo extranjero para financiar el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria(Dec.N°445/95)</i>

Fuente: Convenios de préstamo y normativa legal vigente

**El Fondo se constituyó para asistir a los bancos provinciales sujetos a privatización y para fomentar la privatización de empresas provinciales.*

Este financiamiento se complementó con un préstamo puente del Banco de Acuerdos Internacionales de Basilea por U\$S 1.000 millones.

Cabe señalar, que el endeudamiento público debería aumentar menos que los U\$S 7.000 millones que representa el apoyo externo (sin computar los U\$S 1.000 millones del préstamo puente), por cuanto deben sustraerse U\$S 2.005 millones del Resultado Global sin privatizaciones que se aplicaría al pago de principal. Según la carta de intención, el aumento del endeudamiento público para 1995 sería del orden de los U\$S 2.400 millones.

IV.3.2 Resultados del 1er. semestre.

Durante el primer semestre de 1995, los indicadores macroeconómicos muestran: caída del nivel de actividad y empleo, dificultades fiscales, mejoramiento del resultado comercial del balance de pagos, muy baja tasa de inflación (deflación en algunos sectores), y un lento reflujó de los depósitos recién al final del periodo en un contexto de dificultades en el sistema financiero y en la cadena de pagos.

La baja de la tasa de interés de largo plazo en EEUU del primer trimestre - medida por el rendimiento del bono de 30 años del Tesoro de EEUU (que pasó del 8% anual de octubre a 7,50% en febrero) y por la tasa LIBOR (del 7% anual en diciembre al 6,50% en febrero)- no benefició mayormente a Argentina que vio aumentado el riesgo-país, medido por la caída de la cotización de los títulos de deuda pública externa¹⁵. Asimismo, el indicador "riesgo soberano", definido como el margen entre las tasas de rendimiento del país y las de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos para plazos similares, mostró una tendencia creciente durante el

¹⁵Por ejemplo, entre los 3 meses que van del 12 de enero al 10 de marzo de 1995 los bonos Floating Rate Bonds (FRB) y Discount ,cayeron un 38% y 31%, respectivamente.

primer trimestre (con valores máximos en el mes de marzo), señalando la desconfianza en la evolución de la economía argentina.

Finanzas Públicas.

Una de las consecuencias de la menor demanda interna fue la caída de la recaudación. El gasto público no acompañó dicha disminución; el resultado fiscal fue deficitario en el primer trimestre de 1995 y se obtuvo un equilibrio precario en el segundo trimestre, sobre la base de postergar el pago de los haberes de junio a los empleados públicos y adelantar el pago del primer anticipo del impuesto a los Bienes Personales.

En efecto, en el primer trimestre se obtuvieron recursos tributarios (DGI, ANA y Seguridad Social) por \$ 10.603,70 millones, 6,40% inferior a igual período del año 1994. El IVA - neto de reembolsos a las exportaciones - experimentó una caída del 0,30% respecto al período anterior y la recaudación del ANSeS fue inferior en un 26,30%. El Resultado Global del SPNF fue deficitario en \$ 739,80 millones; el Resultado Primario más los \$1,10 millones de privatizaciones, fue insuficiente para pagar los intereses de la deuda ya que cubrió sólo el 6,50% de dichas obligaciones.

En el segundo trimestre el Resultado Global del SPNF fue positivo en \$ 3,50 millones (sobre la base de trasladar al mes de julio los sueldos del mes de junio equivalente a \$ 750 millones). El aumento de los tres puntos del IVA (Ley N° 24.468) no llegó a equilibrar el efecto de la crisis, registrándose una caída de la recaudación del IVA neto de 2,10% respecto a igual período del año 1994. Asimismo, se observa una caída en la totalidad de los rubros de recaudación dando por resultado una merma en el total de 5,90% (equivalente a \$ 686,60 millones) respecto a igual período del año 1994.

Cuadro N°4
Resultado Financiero del SPNF 1er.semestre 1995
Base Caja, en millones de \$

	Trim I	Trim II	Semestre I
I Ingresos Totales (sin privatizaciones)	11.605,90	12.213,80	23.819,70
II Gastos Totales (sin servicios deuda)	11.555,50	11.282,40	22.837,90
III Resultado Primario (I-II)	50,40	931,40	981,80
IV Intereses de la deuda	791,30	1.051,90	1.843,20
V Privatizaciones	1,10	124,00	125,10
VI Resultado Primario más privatizaciones	51,50	1.055,49	1.107,00

VII Resultado Global (III-IV)	-740,90	-120,50	-861,40
VIII Resultado Global con privatizaciones (VII+V)	-739,80	3,50	-736,30

Fuente: Informe Económico Nro.14

Financiamiento

El financiamiento del déficit fiscal y el pago de las amortizaciones del primer trimestre se realizó, básicamente, a través del mercado doméstico. En efecto, durante el primer bimestre del año se realizaron operaciones de “repo” (venta de títulos públicos a determinados bancos con cláusula de recompra) destinadas a financiar al ANSeS por un monto de U\$S 820 millones. Complementariamente, se colocó deuda de corto plazo (vía Letras de Tesorería a 90 días, por \$ 848 millones). Si bien el Tesoro Nacional obtuvo los recursos demandados, debió aceptar un costo mayor respecto a las colocaciones realizadas en 1994¹⁶.

El financiamiento externo quedó restringido a la colocación de una Euroletra en francos franceses por U\$S 202 millones. Los desembolsos de los Organismos Internacionales (U\$S 425 millones) correspondieron a contratos originados en programas contraídos en años anteriores; la participación de este financiamiento en el trimestre alcanzó el 35%.

Luego de las medidas financieras y fiscales (del 27 de febrero y 13 de marzo) el Tesoro abandonó, para evitar la presión en el mercado financiero interno, el mecanismo de colocación de Letras de Tesorería, con el cual había previsto sustituir la menor disponibilidad de recursos externos, reemplazándolo por el objetivo de generar recursos genuinos para atender intereses y amortizaciones. Asimismo, abandonó desde marzo la estrategia de financiar al ANSeS con endeudamiento de corto plazo a través de operaciones “repo”. Para compensar esta falta de financiamiento, se postergaron las fechas de pago de jubilaciones para hacerlas coincidir con las fechas de cobro de las cargas sociales.

Cuadro N°5 Operaciones de Crédito. Primer semestre de 1995 en millones de U\$S

	Trimestre I	Trimestre II	Total Semestre
Amortizaciones	-1.856	-1.372	- 3.228

¹⁶La tasas de las tres primeras colocaciones del año, en febrero de 1995, fueron de 10,4%, 11,6% y 9,98% en tanto que las dos últimas del año 1994 (19-9-94 y 22-11-94) fueron de 6,2% y 7,6%, respectivamente.

Rescates	-.-	-1.685	-1.685
Emisión Euroletras	202	62	264
Ampliaciones	314	135,90	449,90
Bono Argentina	-.-	1.796	1.796
Desembolsos	711	2.937	3.648
Emisión Corto Plazo	848	465	1.313
Cancelación Corto Plazo	-530	-1.013	-1.543

Fuente: Boletín Fiscal. MEOySP

En el segundo trimestre Argentina vuelve a acceder al crédito de los Organismos Internacionales - luego del acercamiento al FMI - y a la colocación de deuda voluntaria (Bono Argentina), como principales fuentes de financiamiento: U\$S 1.796 millones provienen de la emisión de los dos tramos del Bono Argentina¹⁷, U\$S 1.639 millones desembolsados por el FMI (U\$S 420 millones del acuerdo original no desembolsado en 1994, y el resto del Acuerdo de Facilidades Extendidas) que fueron destinados al BCRA, y U\$S 426 millones desembolsados por el BIRF y BID destinados a los Fondos Fiduciarios.

Durante el periodo se rescataron bonos de consolidación por \$ 1.685 millones (\$289,90 millones por deudas previsionales y \$ 1.395,10 millones por deudas impositivas), de los cuales \$ 875 millones corresponden a la recaudación de los regímenes de presentación espontánea y facilidades de pago (cancelados mediante la presentación de bonos de consolidación).

Sistema Monetario.

En materia monetaria y financiera el primer trimestre mostró una fuerte desmonetización: los depósitos en moneda local y extranjera cayeron 15% entre fines de diciembre de 1994 y marzo de 1995 y la caída de los depósitos a plazos en pesos fue del 21%. A su vez, los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera que habían aumentado 1,60% en enero, disminuyeron un 7,40% en marzo. El drenaje de los depósitos bancarios alcanzó los \$ 8.100 millones, medidos entre diciembre de 1994 y marzo de 1995.

Entre el 23 de diciembre y el 31 de marzo el BCRA había perdido reservas internacionales por U\$S 5.596 millones (U\$S 1.871 millones en enero), mientras que la caída en los pasivos monetarios fue inferior al de las reservas (U\$S 4.255 millones) lo que implicó una pérdida en las reservas excedentes de U\$S 1.300 millones, con el consiguiente deterioro en la calidad de las reservas (por aumento de la participación de los títulos públicos en los activos externos).

¹⁷De acuerdo con el Decreto N°445, de fecha 28 de marzo de 1995, el Bono Argentina financiaría el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria.

A partir de mayo se recuperaron alrededor de la mitad de los depósitos perdidos y al final del 1er semestre el nivel era 9,30% inferior al de diciembre. La tasa de interés "prime" aplicable a créditos en moneda extranjera (operaciones a 30 días) estaba al final de julio en el 12,30% anual, debajo del 20% observado a fin de marzo pero todavía por encima del 8% del tercer trimestre del año pasado. Sin embargo, la caída de la tasa de interés luego de la crisis acompañó la disminución de la demanda de financiamiento por el freno a la inversión y consumo.

Sector Externo.

En cuanto a la balanza de pagos, en el 1er. semestre se produjo una pronunciada reducción del déficit de cuenta corriente (que arrojó un resultado negativo de U\$S 816 millones) en relación al observado en igual periodo de 1994 que fue negativo en U\$S 5.101,30 millones. La recuperación de la cuenta corriente se sustentó en el superávit de la balanza comercial, en particular por el resultado de la cuenta mercancías que permitió atender una parte importante del déficit de servicios financieros.

Con relación a la cuenta capital, luego del superávit de U\$S 9.870 millones que arrojó el año 1994, el primer semestre fue deficitario en U\$S 2.614 millones por el egreso de capitales privados.

En el primer trimestre de 1995, influido por la crisis de confianza del verano, la caída de las reservas del BCRA (U\$S 5.835 millones) financió el flujo de egresos de capitales y el déficit de cuenta corriente; en el segundo trimestre, el resultado de la cuenta corriente arrojó un superávit de U\$S 952 millones y se hicieron efectivos los primeros aportes de fondos derivados del acuerdo con el FMI, Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Eximbank Japón y la banca privada del país y del exterior (vía suscripción del Bono Argentina).

IV.3.3 Proyección 2do. Semestre. Renegociación con el FMI - Metas convenidas.

La renegociación con el FMI se inició formalmente a fines de agosto, en coincidencia con una colocación de títulos de deuda pública nominada en marcos alemanes¹⁸, con la idea de que con la recuperación del acceso al crédito voluntario era innecesario un superávit de la magnitud del previsto en el acuerdo original, para atender la totalidad de las amortizaciones de la deuda pública. Es decir, que no era necesario obtener un Resultado Global sin privatizaciones de U\$S 2.005 millones en el ejercicio.

¹⁸Se trata de un bono por 1.000 millones de marco alemanes (alrededor de U\$S 765 millones) a un plazo de cinco años y con una tasa de 9,25% anual.

En los Cuadros Anexos 3 y 4 figuran las metas de los acuerdos de marzo y agosto; en el primer trimestre el déficit en el Resultado Global (sin privatizaciones) fue sensiblemente menor al esperado (\$ 739,80 millones contra \$1.260 millones) derivado del hecho de que el Resultado Primario fue positivo en \$ 50,40 millones y el Acuerdo preveía un resultado negativo de \$ 427 millones (hubo \$ 100 millones de aumento en los ingresos y \$ 375 millones menos en las erogaciones). Puesto que las metas comprometidas con el FMI tienen carácter acumulativo (el exceso de cumplimiento de un trimestre se acredita para el siguiente), el balance dejó un crédito a favor del gobierno que fue trasladado al segundo trimestre.

En el segundo trimestre el Resultado Primario fue positivo en \$ 931,40 millones y negativo en \$ 122 millones luego del pago de U\$S 1.052 millones de intereses. El ingreso por privatizaciones (\$ 124 millones) permitió un superávit en el Resultado Global de \$ 3,50 millones.

Sin embargo, la mejora fue aparente: los ingresos (\$ 11.714 millones) fueron 12,50% inferior a lo esperado y el resultado, que permitió aproximarse formalmente a las metas comprometidas con el FMI, se logró merced a postergar el pago de salarios y aguinaldo en junio (estimado en \$ 750 millones) y adelantar el pago del primer anticipo del Impuesto a los Bienes Personales. Alcanzar las metas de recaudación comprometidas en marzo exigiría un crecimiento del 42% en la recaudación en los últimos meses del año respecto a igual período de 1994.

Cuadro N°6
Acuerdo con el FMI - Metas Segundo Semestre
Resultado Financiero del SPNF
1995
en millones de pesos

	Trim III	Trim. IV	Preliminar 1er. Semestre '95	Total año
I Ingresos Totales (Sin Privatizaciones)	11.744	12.872	23.550	48.166
II Gastos Totales (Sin Intereses)	12.155	11.503	22.570	46.228
III Resultado Primario (I-II)	-411	1.369	980	1.938
IV Intereses	1.032	1.369	1.932	4.333
V Privatizaciones	390,90	1.880	125,10	2.396
VI Resultado Global (III-IV)	-1.443	0	-862(*)	-2.395
VII Resultado Global con Privatizaciones	- 1.052,1 0	1.880	-736,90(*)	1

Fuente: Memorando FMI agosto 1995

(): Ajuste por diferencia estadística \$ 90 millones*

El Cuadro indica las nuevas metas implícitas en el acuerdo con el FMI de agosto de 1995. Esto es, un Resultado Primario negativo para el tercer trimestre de \$ 411 millones y un Resultado Global negativo de \$1.443 millones que, vía ingresos por privatizaciones, se reduciría a - \$ 1.052,10 millones.

En el cuarto trimestre, de cumplirse con estas proyecciones, el pago de los intereses de la deuda se atendería con el Resultado Primario, sin requerir financiamiento alguno. A tal efecto, la meta de ingresos requería una recaudación media mensual de \$ 4.000 millones (un 12% más que la obtenida en igual período de 1994) aunque deberían deducirse \$1.000 millones que el gobierno pensaba obtener de las medidas fiscales del tercer trimestre.

Consecuentemente, el resultado para el total del año (según datos preliminares del primer semestre de 1995 y proyecciones para los dos últimos trimestres) equivaldría a pagar los intereses de la deuda en un 45% con Resultado Primario y en un 55% con privatizaciones.

IV.3.4 Resultados del 2do. semestre

Respecto al mercado cambiario internacional, luego del piso de abril y mayo, el dólar comenzó su recuperación en relación al yen y al marco¹⁹. La evolución de los mercados internacionales de capitales se presentó favorable para los llamados mercados emergentes; no obstante, en el ámbito local, en el segundo semestre continúan los signos del 1er. trimestre - acentuados en mayo y junio.

Finanzas Públicas

En el tercer trimestre del año 1995, el SPNF tuvo un Resultado Primario negativo en \$ 269,80 millones y un déficit en el Resultado Global de \$ 1.173,30 millones, que se explican por una caída interanual de los ingresos corrientes de 3,80% (equivalente a \$ 470 millones de los cuales el 30,10% corresponden a la disminución de la recaudación tributaria y un 42,60% menores ingresos por contribuciones a la seguridad social). Las razones de esta caída obedecen al menor nivel de ventas al mercado interno y menores importaciones, mora en el pago de los impuestos y aumento de las exportaciones; también impactan negativamente la reforma previsional - que quita fondos al sistema público de jubilaciones y pensiones.

Las erogaciones corrientes, por su parte, no acompañaron la caída de la recaudación (en los primeros tres trimestres aumentaron el 3,10% respecto a igual periodo del año 1994 y, si se excluye el pago de intereses, el aumento fue del 0,90%). En cambio, hubo una reducción de las erogaciones de capital (inversión real directa y financiera) aunque de escasa magnitud relativa. En el tercer trimestre se modificó el crédito presupuestario de la Administración Nacional, con un aumento neto de \$ 356,70 millones.

En el cuarto trimestre de 1995 el Resultado Primario (\$ 827 millones) fue insuficiente para pagar los intereses de la deuda (\$ 1.206 millones), a pesar que los ingresos incluyen anticipos bancarios por \$ 1.338,20 millones de pagos de la moratoria previsional y que se trasladaron al ejercicio 1996 los pagos jubilatorios de diciembre y una parte del pago del aguinaldo. Luego de computar ingresos por privatizaciones (\$ 915,30 millones), el Resultado Global arroja un superávit de \$ 536,30 millones.

Cuadro N°7

¹⁹En relación al marco alemán la recuperación del dólar fue más lenta por la política del Bundesbank de no reducir la tasa de interés.

Resultado del SPNF del segundo semestre 1995
Base caja en millones de \$

	Trim III	Trim IV	Semestre II
I Ingresos Totales (sin privatizaciones)	11.924,80	13.054,40	24.979,20
II. Gastos Totales (sin intereses)	12.194,60	12.227,40	24.422,00
III Resultado Primario (I-II)	-269,80	827,00	557,20
IV Intereses	1.034,30	1.206,00	2.240,30
V. Privatizaciones	130,80	915,30	1.046,10
VI. Resultado primario más privatizaciones	-139,00	1.742,30	1.603,30
VII. Resultado Global (III-IV)	-1.304,10	-379,00	-1.683,10
VII-Resultado Global con privatizaciones (VII+V)	-1.173,30	536,30	-637,00

Fuente: Informe Económico, MEyOSP.

Financiamiento

Durante el tercer trimestre se colocaron Letras de Tesorería a corto plazo por \$ 580 millones para renovar los vencimientos del mes por el mismo concepto.

A fin de agosto se colocaron dos bonos a 5 años por U\$S 1.705 millones (uno en marcos por un valor equivalente a U\$S 699 millones y otro en yenes por U\$S 1.006 millones) que, junto con los U\$S 203 millones del Bono Argentina (tramo local), totalizan U\$S 1.908 millones (equivalente al 66% de los desembolsos del mes). Los fondos del bono en yenes fueron destinados al rescate anticipado de los BIC, por un importe de U\$S 963 millones, realizado a partir de octubre, y los del bono en marcos fueron destinados a la recompra de diversos Títulos por \$ 346 millones.

Asimismo, se obtuvieron fondos de Organismos Multilaterales por U\$S 436 millones, de los cuales U\$S 384 millones provenientes del Fondo Monetario Internacional, estuvieron destinados al Banco Central de la República Argentina. Completan los desembolsos los créditos clasificados como bilaterales por U\$S 44 millones.

Como resultado de las privatizaciones del período (de Piedra del Aguila y de la Fábrica Militar de Tolueno) se rescató deuda por U\$S 17,87 millones.

Durante el cuarto trimestre se colocaron Letras de Tesorería a corto plazo por valor de \$ 2.314 millones, para resolver las dificultades de Caja del trimestre,

cancelándose otras por \$ 2.406. Para el ejercicio 1996 pasó un remanente de \$ 178 millones.

La colocación de Euronotas por U\$S 1.755 millones fue destinada, principalmente, a la operación de Recompra de Títulos Públicos. Además, se ampliaron las emisiones de BONEX'89 y BOTE por \$ 724 millones, con lo cual el financiamiento a través de la colocación de deuda voluntaria representó el 56% de las fuentes de financiamiento del trimestre.

Cuadro N°8
Operaciones de Crédito. Segundo semestre de 1995
(en millones de U\$S)

	Trimestre III	Trimestre IV	Total Semestre
Amortizaciones	-1.075	-1.570	-2.645
Rescates	-350	-2.133	-2.483
Emisión Euroletras	1.705	1.755	3.460
Ampliaciones	330	724	1.054
Bono Argentina	203	-.-	203
Desembolsos	491	1.472	1.963
Emisión Corto Plazo	580	2.314	2.894
Cancelación Corto Plazo	-580	-2.406	-2.986

Fuente: Boletín Fiscal MEOySP

Sistema Monetario

En el plano financiero el reflujo de fondos fue lento y altamente selectivo (dirigidos a las entidades mejor calificadas)²⁰. Sin embargo, aún persistían incertidumbres respecto al comportamiento de la economía; a pesar de la recuperación de los precios de los bonos argentinos durante el segundo trimestre de 1995, el indicador del riesgo soberano se ubicaba en niveles superiores a los de un año atrás (ver cuadro anexo N°10).

Respecto a los agregados monetarios la recuperación de los depósitos a fines de julio aún no alcanzaba el nivel de diciembre de 1994 (se encontraba un 9,20% por debajo). A fin de julio las Reservas alcanzaban a U\$S 12.805 millones y cubrían el 88% de la Base monetaria lo que implicaba una mejora de la cobertura respecto a junio.

²⁰Luego de la crisis financiera de principios de 1995 la cinco mayores entidades pasaron de reunir el 36,3% de los depósitos al 47,1% en agosto.

En materia monetaria y financiera, el tercer trimestre mostró una recuperación del agregado bimonetario M3 del 5,60% (fundamentalmente por el crecimiento de los depósitos en dólares del 12,30%); no obstante, se encontraba aún 7,90% por debajo de los de diciembre de 1994. La Tesorería rescató \$ 950 millones de los Bonos de Inversión y Crecimiento (BIC); el objetivo perseguido por el Gobierno era mejorar la liquidez.

El 31 de agosto se anunció la reforma del sistema de efectivos mínimos que deben guardar las entidades financieras, consistente en la eliminación gradual de las exigencias de integración de efectivo mínimo que afectan a los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro²¹ y su afectación a un 'requisito de liquidez'²². Los encajes formaban parte del Pasivo del BCRA y de la Base Monetaria, teniendo como contrapartida las Reservas Internacionales del BCRA (que éste recolocaba en bancos del exterior percibiendo intereses que ingresaba al Tesoro Nacional). En cambio, los requisitos de liquidez pueden ser aplicados a otros destinos (títulos del país, bonos de gobiernos de la OCDE, depósitos en el Deutsche Bank, pasivos pasivos del BCRA o letras de liquidez bancaria del Gobierno Nacional).

Desde el punto de vista macroeconómico, la medida provocó inicialmente una disminución de la Base Monetaria y de las Reservas Internacionales del BCRA que la respalda, por el retiro por parte de los bancos de los encajes del BCRA para transformarlos en los requisitos de liquidez: las Reservas Internacionales cayeron de U\$S 15.221 millones al 30/7/95 a U\$S 13.697 millones a fines de agosto, recuperándose en septiembre en U\$S 1.568 millones por la colocación de letras en yenes y marcos en el exterior y el desembolso del FMI.

Cabe señalar, que en la medida que las entidades opten por constituir los requisitos de liquidez como depósitos en el Deutsche Bank o en bonos de gobiernos de países de la OCDE, la disminución de la Base Monetaria y de las Reservas Internacionales del BCRA serán definitivas aún cuando aumentarán las reservas "privadas", esto es, la de los propios bancos. Si constituyen Letras de Liquidez Bancaria del Gobierno Nacional, el efecto será diferente. En este caso, el deudor de los bancos sería el Tesoro Nacional y los fondos se colocarían en el exterior (Deutsche Bank).

Sector Externo

En cuanto al balance de pagos, en el tercer trimestre de 1995 la cuenta corriente resultó negativa en U\$S 174 millones, lo que se explica, básicamente, por menores exportaciones (reducción del superávit comercial), observándose además

²¹Comunicación BCRA "A" 2350 y 2353. Comunicación BCRA "A" 2351

²²Los requisitos de liquidez son -como los encajes - inmovilizaciones pero, a diferencia de estos, son remunerados.

una reducción del saldo de la cuenta capital respecto al 2do. trimestre, en el que se efectivizaron los desembolsos de los organismos multilaterales. Se destaca, sin embargo, el desembolso de U\$S 1.693 millones correspondientes a colocaciones voluntarias de títulos en mercados internacionales de capitales, destinados a la cancelación anticipada del BIC y operaciones de recompra de deuda.

En los primeros nueve meses del año, el uso de reservas internacionales y el ingreso neto de capital del sector bancario y del sector público no financiero fueron las fuentes de financiamiento del déficit de cuenta corriente y de la salida de capital privado.

En el cuarto trimestre el déficit de la cuenta corriente se acentuó respecto al período anterior (con un resultado negativo de U\$S -1.287 millones), en tanto que el resultado de la cuenta capital y financiera fue notablemente superior (U\$S 4.413 millones frente a U\$S 409 millones) por efecto, principalmente, de la colocación de títulos en los mercados internacionales, desembolsos de Organismos Internacionales y privatizaciones.

IV.4 Política de endeudamiento público

En razón que la Ley de Presupuesto N° 24.447 preveía un resultado equilibrado - aplicando \$ 1.550 millones de privatizaciones -, no se preveía para el ejercicio, un incremento del endeudamiento neto.

Las Fuentes y Aplicaciones financieras previstas y la política de endeudamiento se detallan a continuación.

Cuadro N° 9
Fuentes y Aplicaciones Financieras. Ley N° 24.447
(en millones de \$)

Concepto	Adm. Central	Organ. Desc.	Instit.S egSoci	Total
----------	-----------------	-----------------	--------------------	-------

			al	
Fuentes Financieras	6.334,573	277,564	0	6.612,137
Disminuc.Inv.Financiera.	205,212	12,980	0	218,192
Endeudamiento Público	6.129,361	264,584	0	6.393,945
* Colocac. Deuda Interna Corto Plazo	2.000,000	0	0	2.000,000
* Colocac. Deuda Exter.Largo Plazo	3.204,710	0	0	3.204,710
* Obtención Préstamos Largo Plazo	924,651	236,070	0	1.160,721
Incremento Otros Pasivos	0	28,514	0	28,514
Aplicaciones Financieras	5.879,718	158,280	574,139	6.612,137
Inversión Financiera	573,343	89,851	0	663,194
Amortización Deuda	4.351,773	68,429	574,139	4.994,341
* Interna a Largo Plazo	175,587	0	574,139	749,726
* Externa a Largo Plazo	2.585,705	0	0	2.585,705
* Préstamos a Largo Plazo	1.590,482	68,429	0	1.658,911
Disminución otros Pasivos	954,602	0	0	954,602

Fuente: Ley 24.447, Art. 4

Las amortizaciones de deuda se preveían en \$4.994,34 millones, de los cuales \$1.658,91 millones correspondían a Organismos Multilaterales y Bilaterales (Club de París y Proveedores) y el resto, es decir, \$3.334,955 millones, a la cancelación de bonos (\$ 2.551,70 de títulos públicos en moneda extranjera y \$ 750 millones de bonos nominados en pesos). Además, se rescataría deuda por \$ 954,60 millones.

Para hacer frente a estos pagos el gobierno preveía obtener de los mercados internacionales y del nacional: \$2.000 millones por la colocación de deuda interna a corto plazo; \$ 3.204,71 millones, de la colocación de deuda externa a largo plazo, y \$ 1.160,721 millones, de préstamos de largo plazo.

La política de endeudamiento puede sintetizarse en²³:

a) atender rigurosamente los servicios de la deuda - pago de intereses y amortizaciones, lo que requiere una consistente política económica, en el orden fiscal y monetario,

²³ Mensaje del Proyecto de Ley.

b) iniciar el programa de colocación de valores públicos en el mercado como vía de captación de recursos de corto y largo plazo a fin de ir cambiando el perfil de la deuda,

c) no expandir el endeudamiento externo, estableciéndose, como objetivo de financiamiento, “que las amortizaciones de la deuda pública del período sean cubiertas, por una cantidad equivalente, en forma autónoma, con desembolsos del exterior, con recursos provenientes de privatizaciones y, eventualmente, con el uso del ahorro público”. En este sentido, se preveía una reducción de la deuda externa pública, para llegar a fin del año 1995 al 23% del PBI:

d) las fuentes de captación de recursos consistían en: ampliar el programa de Euronotas a mediano plazo y en la colocación de títulos en Estados Unidos, instrumentar la financiación del Tesoro a corto plazo en el mercado local mediante la emisión en pesos o en dólares, tratando de extender los plazos y mejorar la demanda.

e) el financiamiento vía organismos internacionales previsto consistía en orientar los préstamos hacia proyectos de desarrollo de las áreas sociales y/o de apoyo a las provincias, con “una gradual disminución de los préstamos de ajuste y - en menor medida - de los proyectos de inversión”.

Cabe señalar, que en enero de 1995 el MEOySP ajustó las proyecciones en concepto de amortizaciones llevándolas a \$ 5.240 millones según se consigna a continuación:

Cuadro N°10
Amortizaciones 1995 (Proyectado)
(en millones de pesos)

	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	TOTAL
Org. Multilaterales	210	350	220	340	1.120
Club de París	.-	200	90	190	480
Títulos en mon. extr.	820	390	670	830	2.710
Títulos en pesos	440	40	40	40	560
Otros	60	100	110	100	370
TOTAL	1.520	1.080	1.130	1.510	5.240

Fuente: Argentina 1995 - MEOySP.

Cuadro N°11
Fuentes de Financiamiento 1995
(en millones de pesos)

Bonex 95	1.200
Organismos multilaterales y proveedores	600
Nuevo BIC	500
Operación sindicación de bonos y acciones	900
Letras de corto plazo (90 y 180 días) *	2.000
Total	5.200

** empezando en febrero con licitaciones quincenales.*

Fuente: Argentina 1995 - MEOySP.

En el siguiente Cuadro se presentan en forma agregada, las proyecciones de los resultados fiscales, pago de intereses de la deuda y endeudamiento previsto, según las modificaciones sufridas a lo largo del ejercicio y el resultado del ejercicio.

Cuadro N° 12
Financiamiento SPNF
Previsiones y Resultado del Ejercicio

Concepto	Ley 24.447 (a)	Proyecciones marzo/95 (b)	Carta Intención FMI (c)	Acuerdo FMI (d)	Resultado del ejercicio (e)

1. Resultado Primario	2.145,00	3.336,00	6.085,00	1.938,00	1.539,00
2. Privatizaciones	1.500,00	3.000,00	2.400,00	2.396,00	1.171,20
3. Interés de la Deuda	3.645,00	3.645,00	4.080,00	4.333,00	4.083,50
4. Resultado Global *	0	2.691,00	4.405,00	1,00	-1.373,30
5. Endeud.Netto	0	-2.691,00	2.400,00	7.000,00	5.096,77

Referencias: * Resultado Global = (1) + (2) -(3); (b) y (c): según datos del Cuadro N°2; (d): según datos del Cuadro N°6; (e): según datos del Cuadro Anexo N° 1
Fuente: *Elaboración propia.*

Se observa que, con las medidas fiscales y monetarias del primer trimestre (columna b), se preveía aplicar casi todo el producido de las privatizaciones al programa de conversión de deuda pública en acciones (privatización contra bonos públicos), lo cual implicaba una disminución del endeudamiento de **\$ 2.691,00** millones. La estrategia de rescatar deuda pública estaba destinada a contrarrestar los efectos sobre la oferta, y por ende sobre la cotización, de las continuas emisiones de bonos de consolidación de deuda ya contraída. El operativo de conversión de deuda pública por acciones apuntaría, entonces, a compensar estos excesos y elevar la paridad de los bonos.

A su vez, el programa de privatizaciones incluía a Petroquímica Bahía Blanca, Indupa, Futaleufú, Salto Grande, Yacyretá, Pichi Picún Leufú y Centrales Nucleares y la venta de acciones remanentes de empresas privatizadas como EDENOR, EDESUR, Piedra del Aguila, Alicurá, Transportadora Gas del Norte, Gas Pampeana, Gas Ban y Transener).

Posteriormente, en marzo de 1995, según surge de la carta de intención firmada con el FMI, se previó un Resultado Primario y Global tal, que los U\$S 7.000 millones de apoyo, representarían un endeudamiento neto para el año de U\$S 2.400 millones, que se destinarían a resolver la crisis de liquidez. Es decir, el excedente del Resultado Primario luego del pago de los intereses más los ingresos por privatizaciones, se destinarían al pago de principal.

Estos resultados fueron revisados en el Acuerdo de agosto de 1995, observándose una fuerte caída en las proyecciones del Resultado Primario respecto a la estimación anterior. No obstante, los intereses de la deuda podían ser cubiertos con la aplicación de los ingresos por privatizaciones. (Es decir, los U\$S 4.333,0 millones de pagos de intereses se cubrirían 45% con Resultado Primario y 55% con recursos de privatizaciones). Dado que el Presupuesto terminaría siendo equilibrado, los U\$S 7.000 millones de apoyo extraordinario representarían el endeudamiento neto.

Los resultados del ejercicio exhibieron valores inferiores a dicha proyección:

- Los intereses de la deuda del año 1995 (de \$ 4.083,50 millones) se cubrieron con ingresos por privatizaciones, con Resultado Primario y con el anticipo bancario de la moratoria (de \$ 1.388,20 millones) que a tal efecto se computó como ingreso genuino.

- Los intereses de la deuda representaron el 8,4% del total de gastos del SPNF (en 1994 alcanzaron el 6,64%).

- Del total de los recursos por privatizaciones (\$ 1.171 millones) sólo \$89,7 millones fueron aplicados a las operaciones de rescate de bonos (correspondientes a la venta de acciones de Hidroeléctrica Futaleufú de la que se obtuvo un valor de \$ 225,60 millones) ²⁴. El endeudamiento neto del año, medido como resultado de los flujos (endeudamiento menos aplicaciones), alcanzó los U\$S 5.096,77 millones, tal como surge del siguiente cuadro:.

Cuadro N° 13
Endeudamiento Año 1995
(en millones de U\$S)

	TITULOS	MULTILATERALES	BILATERAL-CLUB	TOTALES
Endeudamiento	8.799,42	5.105,86	1.328,70	15.233,98(1)
Colocaciones	5.518,91			5.518,91
Ampliaciones	3.280,51			3.280,51
Desembolsos		5.105,86	1.328,70	6.434,56
Aplicaciones	7.882,54	1.228,87	1.203,80	10.315,21
Rescates	5.184,05			5.184,05
Pago de principal	2.698,49	1.228,87	1.203,80	5.131,16
Endeudamiento neto	916,88	3.876,99	124,90	4.918,77(1)

Fuente: Informe AGN sobre "STOCK DE DEUDA PUBLICA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1995", aprobado por Resolución N° 116/95

(1) A este valor deben adicionarse U\$S 178 en Letras de la Tesorería.

²⁴ En el mes de julio de 1995 se colocaron las acciones de empresa TGN por \$ 141,60 millones (equivalentes al 39% de las acciones), y en los primeros días de diciembre salieron a la venta la totalidad de las acciones (clase B) en manos del Estado Nacional de las empresas de electricidad EDENOR, EDESUR y TRANSENER. Se concretó la venta de la totalidad del paquete de EDESUR (\$ 390 millones) y el 49% del paquete de EDENOR (\$ 156,20 millones), mientras que la oferta por TRANSENER no fue aceptada por el Estado Nacional. Asimismo, en noviembre se pusieron a la venta los paquetes accionarios del Estado Nacional de las empresas PBB (51% del capital social) y de INDUPA (38,18% del capital social) obteniéndose \$ 357,5 millones.

Respecto a la política de financiamiento, a partir del segundo trimestre de 1995 el gobierno retomó el endeudamiento a través de los mercados de capitales internacionales, optándose por la captación de fondos en otras monedas vía la colocación de Euroletras en marcos alemanes, yenes, liras italianas, etc., frente a la reducción de la oferta de fondos en el mercado del dólar.

En los meses de noviembre y diciembre, para cubrir la brecha de financiamiento del año y obtener recursos líquidos para los primeros meses del año siguiente, se acentuó la suscripción y ampliación de emisiones de Euronotas denominadas en distintas monedas en el mercado internacional. También a fines de 1995 fue licitada la colocación de una ampliación de los Bonos Externos de la República Argentina (BONEX) 1989 en el mercado local.

Los desembolsos de Organismos Bilaterales y Multilaterales por U\$S 5.608 millones representaron el 43% del total de las colocaciones y desembolsos del período, significando un cambio respecto a la política de endeudamiento inicialmente programada. De este total, U\$S 1.050 millones fueron desembolsados para los fondos fiduciarios²⁵.

Durante el año se rescató deuda pública por U\$S 5.184,05 millones, recomprándose títulos emitidos en el marco del plan Brady y bonos de consolidación (previsionales y proveedores) en dólares estadounidenses con los fondos obtenidos de dos bonos (uno en marcos alemanes y otro en yenes). Asimismo, se rescataron todas las series de los Bonos de Inversión y Crecimiento (BIC).

Entre los objetivos que se perseguían con estas medidas se encontraban los de reducir el riesgo soberano y, por ende, disminuir los costos de financiamiento para el país. Asimismo, los fondos que se obtuvieron de los inversores locales tenían como objetivo inyectar liquidez en el mercado financiero (Considerandos de la Resolución S.H.N°98/95)²⁶

El monto de la deuda pública que al 31 de diciembre de 1994 ascendía a **U\$S 81.795,63 millones** representando el 29 % del PBI, pasó a igual fecha de 1995 a **U\$S 87.703,14 millones**, con un aumento de U\$S 5.907,51 millones. La deuda al 31 de diciembre de 1995 era equivalente al 32,40% del PBI.

Cuadro N° 14
Variación stock de deuda. Año 1995
(en millones de U\$S)

²⁵ Al 31 de diciembre de 1995 estaban pendientes de desembolso: el tercer tramo de los préstamos del BM y BID para el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (por U\$S 450 millones) y dos tramos del préstamo BID para el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria por un total de U\$S 333 millones.

²⁶Ver Informe Recompra de Títulos Públicos, Resolución AGN N° 78/96

	TITULOS	MULTILATERAL ES	BILAT-CLUB	TOTALES
Saldo al 31/12/94				81.795,63
Endeudamiento neto	916,88	3.876,99	124,90	4.918,77(1)
Ajuste tipo de cambio		-176,57	-336,12	-512,69
Capitalización	1.269,74			1.269,74
Incorporado al listado		10,70	42,92	53,62
Saldo al 31/12/95	58.284,55	15.830,65	13.409,94	87.525,14(1)

Fuente: Informe AGN sobre "STOCK DE DEUDA PUBLICA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1995", aprobado por Resolución N° 116/95

(1) A este valor deben adicionarse U\$S 178 en Letras de la Tesorería.

V. CONCLUSIONES

El cambio de la situación financiera internacional y la crisis mexicana, junto con una débil situación fiscal y bancaria en el orden interno, revirtieron las condiciones de los primeros años de la convertibilidad por: una salida de los depósitos que durante los años anteriores habían financiado la economía, una contracción del crédito y ruptura de la cadena de pagos. Consecuentemente, la menor demanda interna provocó una caída de la recaudación (dada la estructura tributaria basada en impuestos que gravan el consumo local) y una situación de déficit fiscal por cuanto el gasto público no acompañó la baja de la recaudación.

En 1995 se interrumpe el crecimiento sostenido del cuatrienio anterior (7,70% anual promedio) con una contracción del 4,40% del PBI, aunque la desaceleración de la expansión se había iniciado previo a la "crisis mexicana", en el segundo semestre de 1994, como consecuencia de cierta saturación de la demanda de algunos bienes (v.gr. durables). La expansión de las exportaciones durante 1995 (con un aumento del 32,4%) no alcanzó a compensar las caídas del consumo y la inversión.

A su vez, la balanza comercial, contrariamente a lo que sucede en la fase expansiva, pasó a ser superavitaria²⁷, favorecida además por el precio internacional de los *commodities* y el acceso al mercado brasileño. Asimismo, la declinación de las tasas de interés en EE.UU.- y en menor medida en Alemania y Japón - atenuaron las consecuencias de la crisis.

Luego del impacto inicial de la crisis mexicana, particularmente en el primer trimestre, el sistema financiero fue restableciéndose a lo largo del año, operándose un cambio en la estructura del mercado por la reducción de la cantidad de entidades en operación (entre fusiones, adquisiciones y quiebras desaparecieron más de cincuenta entidades).

Hacia fin de año los indicadores monetarios y financieros (Reservas líquidas, Recursos Monetarios) muestran los resultados de la recuperación. Asimismo, desde la implementación de la reforma monetaria (de agosto/95) no se registraron problemas de iliquidez en el sistema financiero; la reducción de las tasas de interés y un proceso persistente - aunque lento de remonetización - acompañaron la evolución del mercado. Sin embargo, la mayor oferta de fondos prestables por parte de las entidades financieras no tuvo mayor efecto, por la baja propensión a endeudarse que exhibieron los agentes.

²⁷En 1995 la balanza comercial de bienes tuvo un superávit de U\$S 924,7 millones frente a un déficit de U\$S 5.749,9 millones en 1994.

En este contexto no se pudieron llevar adelante las metas previstas en la Ley N° 24.447. En efecto, los intereses de la deuda (\$4.083,50 millones) se cubrieron en un 28% con ingresos por privatizaciones, en un 37% con Resultado Primario y en un 35% con el anticipo bancario de la moratoria (de \$ 1.388,20 millones) que se computó como ingreso genuino. La Ley, en cambio, preveía cubrir los intereses de la deuda estimados en \$3.645 millones en un 59% con Resultado Primario y 41% con privatizaciones.

A su vez, los intereses de la deuda representaron en el año 1995 el 1,51 % del PBI frente al 1,12% en el año 1994. Comparado con la totalidad de los gastos corrientes, los intereses de la deuda representaron, en 1995, el 8,43% (en 1994, el 6,63%).

Los servicios de la deuda (intereses y amortizaciones) alcanzaron los U\$S 9.214,66 millones (U\$S 5.131,16 millones en concepto de amortizaciones y \$ 4.083,50 millones de intereses).

Respecto a las provisiones presupuestarias representan un aumento de U\$S 575 millones (\$137 millones en concepto de amortizaciones y U\$S 438 millones por intereses de la deuda).

Con relación a las operaciones de crédito público previstas para el financiamiento del año en el Presupuesto y las realizadas se consigna una síntesis en el siguiente Cuadro:

Cuadro N°15
Endeudamiento y Aplicaciones. Ejercicio 1995
en millones de pesos

Endeudamiento	Presupuesto	Resultado del Ejercicio
* Colocac. Deuda Interna Corto Plazo	2.000,000	178,0
* Colocac. Deuda Exter.Largo Plazo	3.204,710	8.799,42
* Obtención Préstamos Largo Plazo	1.160,721	6.434,56
Aplicaciones		
Amortización Deuda	4.994,342	5.131,16
* A Largo Plazo	3.335,431	2.698,49
* Préstamos a Largo Plazo	1.658,911	2.432,67
Disminución otros Pasivos	954,602	5.184,05

Referencia: Cuadros N° 9 y 13 de este Informe.

El endeudamiento neto (\$ 5.096,77 millones) superó las metas

presupuestarias originales y aún lo convenido con el Fondo Monetario Internacional, dado que el presupuesto no preveía su aumento y las metas acordadas con el FMI lo estimaban en el orden de los U\$S 2.400 millones. El apoyo de los Organismos Internacionales tuvo en el año 1995 carácter extraordinario pues fue otorgado para paliar las consecuencias de la crisis mexicana, es decir, la crisis de solvencia del mercado financiero. El financiamiento vía organismos internacionales previsto en el Presupuesto consistía en orientar los préstamos hacia proyectos de desarrollo de las áreas sociales y/o de apoyo a las provincias, con “una gradual disminución de los préstamos de ajuste y -en menor medida- de los proyectos de inversión”.

El monto de la deuda pública que al 31 de diciembre de 1994 ascendía a **U\$S 81.795,63 millones** representando el 29 % del PBI, pasó a igual fecha de 1995 a U\$S **87.703,14 millones**, con un aumento de U\$S 5.907,51 millones. La deuda al 31 de diciembre de 1995 era equivalente al 32,40% del PBI.

FECHA DE FINALIZACIÓN DEL INFORME: 6 de diciembre de 1996

FINAL DEL DOCUMENTO