

**Análisis del Balance de Pagos**  
**- Indicadores de Vulnerabilidad Externa y Fiscal -**

**Gerencia de Deuda Pública**

**Auditoría General de la Nación**

**Septiembre de 2005**

<u>I. INTRODUCCIÓN</u> .....	3
<u>II. SOBRE LOS INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA Y FISCAL</u> ...	7
<u>II.1 Indicadores que se propone estimar, y algunos comentarios</u> .....	7
<u>III. LAS APERTURAS FINANCIERAS Y EL ENDEUDAMIENTO DE LA ARGENTINA EN LA SEGUNDA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA</u> .....	14
<u>III.1 La deuda externa argentina en el largo plazo</u> .....	14
<u>III.2 Tres etapas</u> .....	19
<u>IV. LA MACROECONOMÍA ANTES Y DESPUÉS DEL DEFAULT, Y LOS PROCESOS DE AJUSTE FISCAL Y EXTERNO EXPERIMENTADOS POR LA ARGENTINA.</u> .....	31
<u>IV.1 El balance de pagos y la deuda pública bajo la convertibilidad</u> .....	31
<u>IV.2 La deuda externa, pública y privada</u> .....	33
<u>IV.3 El fin del régimen de convertibilidad</u> .....	35
<u>IV.4 El desempeño macroeconómico después de la devaluación y el default</u> .....	38
<u>IV.5 La recuperación económica</u> .....	38
<u>IV.6 Las principales características de la fase de recuperación</u> .....	42
<u>IV.7 Ajuste externo y fiscal</u> .....	43
<u>IV.8 Necesidades de financiamiento sectoriales y vulnerabilidad financiera</u> .....	47
<u>IV.9 La cuestión del financiamiento de la inversión</u> .....	49
<u>IV.10 Un escenario de menor fragilidad, pero no consolidado aún</u> .....	52
<u>V. LA DEUDA PÚBLICA DESPUÉS DE LA REESTRUCTURACIÓN, Y PROYECCIONES DE INDICADORES</u> .....	54
<u>V.1 Simulación de trayectorias</u> .....	56

## I. INTRODUCCIÓN

El propósito general de este trabajo es, a partir del análisis del Balance de Pagos y del sistema de Cuentas Nacionales, proponer criterios e instrumentos prácticos para monitorear la evolución de la vulnerabilidad financiera externa y fiscal de la economía argentina.

La nueva estructura del endeudamiento público, posterior al canje de títulos cerrado en junio de 2005<sup>1</sup>, se manifiesta en tres aspectos principales:

- ✓ **será mucho mayor la proporción de la deuda en pesos**, lo que atenúa el impacto de eventuales fluctuaciones cambiarias sobre el valor de los pasivos estatales, actuando así como un factor estabilizador<sup>2</sup>;
- ✓ **será mucho mayor la proporción de la deuda pactada a tasas fijas y relativamente bajas**; esto también constituye un factor estabilizador, en tanto atenúa el impacto de fluctuaciones de las tasas de interés internacionales sobre los pagos de servicios financieros;
- ✓ **tendrá una duración media mayor** a la que fuera característica en el pasado reciente, debido al largo período de maduración de los títulos emitidos para el canje reciente.

Sin embargo, al dato fundamental de la estructura y el nivel del endeudamiento del sector público argentino que resulta del canje, cabe añadir algunos **lineamientos estratégicos** que se infieren a partir de las acciones producidas por los gestores de la política económica en la actualidad.

Dos de ellos surgen como los más importantes en relación con los objetivos de este proyecto.

---

<sup>1</sup> No se presentaron al canje títulos por valor de U\$S 19.500 millones, cuyo resultado es de difícil predicción.

<sup>2</sup> En la discusión sobre fragilidad financiera externa y sus conexiones con la vulnerabilidad fiscal algunos autores han llamado “el *pecado original*” de las economías subdesarrolladas al hecho de que la deuda –en especial la del gobierno– tiende a ser en gran proporción *externa* y a que se encuentra, también en proporción muy elevada, *denominada en moneda extranjera*. Estas características son en sí mismas fuente de inestabilidad, puesto que contribuyen a amplificar los efectos negativos de perturbaciones externas desfavorables, tanto de naturaleza “real” cuanto financiera. Es de esperar que la Argentina pueda, en

El primero es el propósito manifiesto de que el sector público argentino **prescinda en el futuro de la colocación de nueva deuda neta**. Es decir, sólo se debería colocar deuda a los fines de obtener los recursos necesarios para cubrir vencimientos de capital, total o parcialmente, pero no para el financiamiento de desequilibrios fiscales.<sup>3</sup>

Habida cuenta de la muy negativa experiencia del país en materia de endeudamiento externo y público a lo largo de los últimos treinta años, que se describirá sucintamente más adelante en este trabajo, parece razonable asumir que este criterio debería tomar la forma de una política de estado por un largo período, atravesando posiblemente varias administraciones. Si fuese así, por un período bastante prolongado, de no menos de diez años, algunos de los indicadores más habituales de endeudamiento público deberían mostrar una nítida y persistente tendencia declinante.



Más precisamente, los aspectos que quedan definidos con el canje, juntamente con esta idea estratégica, permiten anticipar algunas trayectorias. Cabría esperar, por ejemplo, una tendencia a la reducción gradual del endeudamiento medido por indicadores usuales como el cociente entre la deuda pública y el PBI, o entre la deuda pública y la recaudación tributaria. Cabría también esperar un paulatino incremento de la proporción de la deuda interna en el total, y posiblemente, aunque de un modo menos seguro, también de la deuda denominada en moneda nacional.

Un segundo lineamiento adoptado por las autoridades que también podría también considerarse estratégico, es el propósito de mantener **un tipo de cambio relativamente alto y estable**, lo que sobre todo significa procurar evitar procesos de intensa y brusca apreciación del peso como los experimentados en diversas ocasiones por la Argentina en el pasado, con graves consecuencias sobre la fragilidad externa y el crecimiento. El nivel del tipo de cambio real y su tendencia son variables cruciales para determinar la vulnerabilidad de la economía nacional ante eventuales cambios desfavorables en el contexto externo.

---

adelante, consolidar este cambio hacia una mayor presencia de obligaciones en pesos entre los pasivos del sector estatal.

<sup>3</sup> A lo que se agrega la idea de un progresivo “desendeudamiento” en relación con el Fondo Monetario Internacional, tema muy presente en la escena actual debido al reinicio de las tratativas con esa institución en torno a la negociación de un nuevo acuerdo.

Y un tercer lineamiento está constituido por **la disposición para adoptar medidas que permitan desalentar o restringir los ingresos de capitales financieros desde el exterior**, durante períodos de auge o bonanza.

Estos elementos abren, también, la posibilidad de encarar el problema de fragilidad financiera, especialmente en el caso del sector público, con una **perspectiva de largo plazo**.

¿Qué significa esto, en concreto, en lo que se refiere al diseño y estimación de indicadores de fragilidad? En esencia, significa que algunos de los indicadores que se resuelva estimar y monitorear, especialmente los relativos al endeudamiento público, tendrían referencias claras con las que ser comparados. En efecto, un problema habitual con estos instrumentos es el de que, más allá de la forma en que se calculen, sus valores absolutos son poco significativos, dicen relativamente poco. Adquieren más sentido cuando se establecen comparaciones, con el pasado, por ejemplo, o entre países. Sin embargo, en el contexto de la Argentina “post default”, los indicadores de endeudamiento, por ejemplo, podrían compararse directamente con los resultantes de las trayectorias “ideales” de largo plazo que sería posible trazar a partir de tres conjuntos de elementos:

- ✓ La nueva estructura de la deuda
- ✓ Los lineamientos estratégicos de política ya mencionados
- ✓ Algunos supuestos básicos (o escenarios alternativos, eventualmente) sobre la evolución macroeconómica probable.

En otros términos, como criterio general, sostenemos que los indicadores de fragilidad que se estimen no deberían confrontarse con límites o parámetros cuantitativos más o menos arbitrarios (¿qué nivel de la relación entre la deuda y el PBI, por ejemplo, es “alto”?), sino que cabría referirlos a las trayectorias que puedan proyectarse razonablemente a partir de los resultados finales del proceso de reestructuración de la deuda pública.

Como se ha indicado, la estructura de la deuda resultante, combinada con un conjunto (o un par escenarios) de proyecciones razonables para variables clave como el PBI y el tipo de cambio, permitiría definir *trayectorias* (que podríamos llamar provisoriamente deseables, o “metas”) de indicadores de fragilidad escogidos. Una vez definidas estas trayectorias ideales (por ejemplo, un sendero declinante de la relación entre la deuda pública y el PBI que debería llevarla a un porcentaje “x” del producto después de cierto número de años), **el indicador que se calcule período a período debería compararse con esa trayectoria**. El monitoreo se ejercería, de este modo, sobre *los desvíos*. Desvíos importantes en relación con esas tendencias requerirían, en el futuro, ser explicados. Como se ha indicado arriba, este parece un enfoque interesante porque toma como referencia criterios (u objetivos) de largo plazo, cosa que ha estado totalmente ausente por mucho tiempo de la formulación de las políticas económicas.

Definido ese encuadre general, la siguiente pregunta es *qué hay que mirar* a futuro, es decir, qué indicadores específicos conviene calcular, cuáles son más productivos en materia de información y alerta sobre tendencias problemáticas.

En este plano, no parece recomendable alejarse demasiado de un conjunto de indicadores de uso bastante habitual, como los que se han mencionado más arriba, más allá de que puedan introducirse algunas correcciones o ajustes en alguno o algunos de ellos. Hay, en efecto, un conjunto de indicadores habituales que hacen mucho sentido y que, por otra parte, quienes toman decisiones financieras utilizan en la práctica. La propuesta, como se ha indicado, apunta a medirlos y compararlos siempre con una trayectoria “ideal” resultado de la reestructuración, es decir, en función de una especie de meta de endeudamiento público de largo plazo.

En lo que sigue desarrollamos estas ideas en mayor detalle. El capítulo siguiente presenta un conjunto de indicadores de fragilidad financiera externa y fiscal estándar con alguna nueva variante o agregado. Luego el capítulo III describe la evolución del endeudamiento externo y fiscal con una perspectiva de largo plazo, procurando obtener un conjunto de lecciones y conclusiones básicas para mostrar la utilidad de algunos de esos indicadores. Allí se plantea, por ejemplo, una interpretación de los procesos que llevaron al colapso de la convertibilidad y se observa qué mostraron los indicadores más usuales de fragilidad a lo largo de esos acontecimientos.

Más adelante, en el capítulo IV, presentamos una descripción de la evolución macroeconómica antes y después del default, que sirve como marco para examinar el proceso de ajuste de las cuentas públicas experimentado en los últimos años, así como el ajuste del balance de pagos (y del balance cambiario) y la disminución de algunos aspectos de la fragilidad externa.

Finalmente, el capítulo V describe sucintamente la situación del endeudamiento público con posterioridad al canje, y se perfilan, mediante ejercicios de simulación, las trayectorias esperables de algunos indicadores básicos de endeudamiento, con el propósito principal de ilustrar acerca del criterio sugerido de monitorear los desvíos de dichos indicadores en relación con dichas tendencias proyectadas.

## **II. SOBRE LOS INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA Y FISCAL**

### ***II.1 Indicadores que se propone estimar, y algunos comentarios***

En lo que sigue presentamos de manera sucinta los principales indicadores que se recomienda estimar, incluyendo algunos comentarios acerca de sus características.

#### ***✓ Relación entre el endeudamiento y el PBI***

Este indicador convencional de endeudamiento puede estimarse tanto para la deuda externa total cuanto para la deuda pública total.

Se trata de un indicador utilizado muy corrientemente y ciertamente útil. Posiblemente su principal inconveniente, que resalta a la luz de la experiencia argentina que examinamos en el capítulo siguiente, es que depende del tipo de cambio real, lo que puede “oscurecer” la lectura de ciertos fenómenos. Ilustramos a continuación el punto considerando el caso de la deuda externa. La fórmula del indicador “deuda externa/PBI” puede expresarse así:

$$D/Y = (d/P^*) \cdot (1/y) \cdot [(E \cdot P^*)/P],$$

donde  $D$  es la deuda externa medida en pesos y “ $Y$ ” es el PBI medido también en pesos (a precios corrientes).

Del lado derecho de la expresión tenemos tres elementos en los que cabe descomponer el cociente “ $D/Y$ ”. Estos elementos son: en primer lugar, la deuda externa medida en dólares de poder adquisitivo constante (calculada a su vez como “ $d/P^*$ ”, donde  $d$  es la deuda en dólares, y  $P^*$  el nivel de los precios internacionales –medidos por ejemplo por el IPC de los Estados Unidos); en segundo lugar, la inversa del PBI medido a precios constantes ( $1/y$ ), y, en tercer lugar, el tipo de cambio real  $[(E.P^*)/P]$ . Allí,  $E$  es la paridad nominal y  $P$  el nivel de los precios internos. Está claro entonces que el indicador ( $D/Y$ ) puede, por ejemplo, aumentar, no sólo si se toma nueva deuda en dólares (es decir, si se incrementa  $d$ , o el cociente “ $d/P^*$ ”), sino también si cae el producto real o, aún más importante tomando en cuenta la experiencia macroeconómica argentina, si sube el tipo de cambio real. Por supuesto, puede declinar si baja el tipo de cambio y así siguiendo. De manera que el país puede estar tomando deuda externa de modo agresivo (es decir, “ $d$ ” podría estar subiendo rápidamente), pero si al mismo tiempo se experimentara una apreciación considerable del peso, ese fenómeno podría no ser revelado por el indicador ( $D/Y$ ), es decir, por el cociente “deuda externa/producto” calculado convencionalmente.

Atendiendo a este problema, nos parece pertinente introducir una variante que es muy interesante porque permite presentar de una manera sintética buena parte de esta información. Sugerimos calcular la relación “deuda/producto” “a tipo de cambio de paridad”. Conceptualmente, esto equivaldría simplemente a sustituir el tipo de cambio real *corriente*, en la expresión anterior, por lo que podríamos provisoriamente llamar “tipo de cambio de paridad”, o “de PPP”, por la expresión en inglés “purchasing power parity”. Es claro, sin embargo, que si bien esta noción tiene un sentido teórico definido, no es sencillo darle una referencia empírica precisa. A los efectos prácticos, al estimar ese indicador para la economía argentina y examinar su capacidad explicativa, en el capítulo siguiente, definimos operacionalmente al “tipo de cambio real de paridad” (o de PPP) como el tipo de cambio promedio del período 1935-2003. El tipo de cambio nominal de PPP actual es así entendido como el que igualaría el tipo de cambio real actual a ese valor promedio.



Por cierto, un indicador semejante puede también calcularse para la deuda pública. Tanto para la deuda pública cuanto para la externa, conviene obtener en cada caso un par de indicadores “deuda/producto”: uno de ellos a precios corrientes, y el otro a tipo de cambio de PPP. La comparación de ambos refleja, naturalmente, los efectos de las apreciaciones y depreciaciones cambiarias.

✓ ***Otros cocientes de endeudamiento***

Otros cocientes convencionales y útiles de peso de la deuda la vinculan con otras variables de flujo, distintas del PBI.

En el caso de la deuda externa, un indicador más o menos natural es “deuda/exportaciones”, puesto que vincula las obligaciones financieras con el exterior con la capacidad de generación de divisas. En este caso, se sugiere que además de examinar el indicador en sí mismo, se establezca su relación con el promedio observado para el conjunto de las economías latinoamericanas. En el caso de la deuda pública, un indicador equivalente es el cociente entre las obligaciones totales del sector público y sus ingresos corrientes, o, más específicamente, sus ingresos tributarios.

✓ ***Indicadores “flujo/flujo”***

Los cocientes mencionados hasta aquí vinculan un stock (el total de deuda) con una variable-flujo (como el producto o las exportaciones). En este apartado se plantean indicadores estrechamente vinculados a los anteriores pero que comparan flujos de servicios financieros con otras variables de flujo.

En materia de fragilidad externa, el más típico de estos cocientes es el que conecta los pagos de servicios financieros (de la cuenta corriente del balance de pagos) con las exportaciones. En informes anteriores propusimos calcular especialmente los

indicadores “pagos de intereses de la deuda/exportaciones”, y “pagos totales de servicios financieros/exportaciones”.

Se propuso calcular estos cocientes que toman en cuenta los “pagos” y no los “pagos netos” puesto que, en el caso argentino, el balance de pagos registra importantes ingresos de pagos financieros del exterior que corresponden a la remuneración que reciben los residentes por sus tenencias de activos (reales y financieros) en o contra el resto del mundo; sucede que buena parte de esos ingresos permanecen en el exterior, por lo que de hecho, en el balance de pagos, se contabilizan como un crédito en la cuenta corriente, pero se debitan en algún rubro en la cuenta de capital. En otros términos, en gran medida y salvo períodos excepcionales, esos recursos no se suman a la oferta de divisas con que pueden contar las actividades económicas internas. Por esta razón, tiene sentido obtener indicadores que dejen de lado esos ingresos.

Siempre en referencia al sector externo, corresponde calcular y monitorear la evolución del saldo en cuenta corriente como proporción de las exportaciones y, nuevamente, puede corregirse ese cociente dejando de lado, al obtener el resultado en cuenta corriente, los ingresos de servicios financieros provenientes del exterior que refleja el balance de pagos, por las razones ya apuntadas.

Al pasar a considerar la situación del sector público, el cociente equivalente a la razón entre los intereses externos y las exportaciones es el que conecta los intereses totales sobre la deuda pública con los ingresos corrientes del sector, o bien con la recaudación tributaria.

#### ✓ *Otros indicadores relacionados con el Balance de Pagos*

También es recomendable el cálculo de algunos indicadores que reflejaran la relación entre los pagos externos y las reservas (como “saldo de cuenta corriente del Balance de Pagos sobre reservas totales”, y “pagos corrientes totales sobre reservas”). Estos cocientes contribuyen también a perfilar el grado de vulnerabilidad externa de la economía. Adicionalmente es recomendable seguir también la evolución de la estructura de superávit agregado de la economía.

Como se sabe, para la economía como un todo, la sumatoria de los superávits agregados debe ser nula. Si se consideran tres sectores, el gobierno (G), el sector privado (P) y el resto del mundo (E), se tiene que:

$$\text{SUPG} + \text{SUPP} + \text{SUPE} = 0.$$

Además, el superávit del resto del mundo es igual al resultado de nuestra cuenta corriente, cambiado de signo y expresado en pesos. Si llamamos a este último CC\$, tenemos:

$$\text{SUPE} = -\text{CC\$},$$

Y por lo tanto podemos escribir:

$$\text{SUPG} + \text{SUPP} = \text{CC\$}.$$

Si a esa ecuación le ponemos números, tenemos una descripción cuantitativa de la estructura de superávits sectoriales agregados de la economía, lo que constituye un dato esencial de la configuración macrofinanciera y resulta imprescindible para un buen diagnóstico acerca de la sostenibilidad de la posición externa y fiscal de la economía. Más adelante, en el capítulo IV, examinamos la evolución reciente de la estructura de superávits sectoriales de la Argentina como forma de ilustrar este punto.

Otro indicador “estructural” de fragilidad externa que es muy útil obtener es el de composición del financiamiento de la inversión. Partimos del balance de pagos, expresado en pesos y de manera conveniente:

$$-\text{CC\$} = \text{ID\$} + \text{VAR (DXLP\$)} + [\text{VAR (DEXCP\$)} - \text{VAR.R\$}].$$

Esa expresión dice que el déficit en cuenta corriente (-CC\$) tiene contrapartida en (o “se financia mediante”) el saldo neto de ingresos en concepto de inversión directa (ID\$), o mediante variaciones de la deuda de largo plazo (VAR (DXLP\$), calculada neta de las salidas de fondos privados), o mediante variaciones del término incluido en el corchete de la derecha. Este último refleja el incremento de la deuda de corto plazo (VAR

(DEXCP\$)), neto de la acumulación de reservas (VAR.R\$). En esencia, este último elemento corresponde a la variación de la posición de liquidez en divisas de la economía nacional (aunque no se contemplan allí las posiciones líquidas en activos externos del sector privado). Pero falta introducir aún algunos elementos. La cuenta corriente cambiada de signo corresponde básicamente a lo que en cuentas nacionales se denomina “ahorro externo” (AE). Es decir:

$$-CC\$ = AE,$$

y además se tiene que:

$$AE + ANAC = I,$$

donde ANAC significa “ahorro nacional” e “I” es la inversión agregada. En otros términos, la inversión tiene contrapartida en la suma del ahorro nacional y el ahorro externo. Considerando lo planteado hasta aquí, podemos escribir:

$$I = ANAC + ID\$ + VAR (DXLP\$) + [VAR (DEXCP\$) - VAR.R\$],$$

de donde surge, naturalmente, que:

$$(ANAC/I) + (ID\$/I) + [VAR (DXLP\$/I)] + \{[VAR (DEXCP\$) - VAR.R\$/I]\} = 1.$$

La estimación de los términos incluidos en esa expresión nos permite determinar cuán dependiente es la inversión interna, en determinado momento, de la obtención de recursos externos, y de recursos externos de qué naturaleza. Así por ejemplo, si el primer sumando, (ANAC/I), fuese igual a la unidad (siendo, por supuesto, igual a cero la suma de los términos restantes a la izquierda de la igualdad), eso indicaría que el total de la inversión se cubre con recursos provenientes del ahorro de los agentes residentes. Es un financiamiento muy sólido de la acumulación de capital. Los restantes sumandos, a medida que nos movemos hacia la derecha, indican una vulnerabilidad creciente. Así, la inversión directa extranjera puede “financiar” en sentido macroeconómico una parte de la inversión agregada. Eso indica una mayor dependencia en relación con los recursos externos, pero menor que si se estuviese generando mayor deuda. La situación

puede presentarse más complicada si el término que en la última expresión está entre llaves resulta positivo. Eso indica que una parte de la inversión agregada está de hecho financiándose a partir de recursos de corto plazo, potencialmente volátiles, o de las reservas. Es decir, en este caso el país está, “macroeconómicamente hablando”, financiando una parte de la inversión a costas de un deterioro de su posición de liquidez en divisas, lo que ciertamente involucra un riesgo. También en este caso, en relación con el financiamiento de la inversión, ilustramos el punto más adelante, en el capítulo IV, a partir de los datos recientes de la Argentina, aunque sin descomponer el ahorro externo como hiciéramos arriba.

Otros indicadores que es deseable estimar y seguir se refieren a la composición de la deuda según distintos cortes: deuda a tasa fija o variable, deuda por moneda. También es interesante monitorear la evolución de las tasas de interés, medias y marginales, del plazo promedio del endeudamiento, y de la “duration”. Por supuesto, la secuencia de vencimientos futuros es muy importante, puesto que la concentración de la madurez de las obligaciones en determinados períodos puede resultar difícil de afrontar. Sin embargo, en este caso no tiene mayor sentido intentar condensar la información acerca de dicha estructura de vencimientos en un único indicador. Como es práctica habitual, es razonable monitorear todo el “dibujo” correspondiente, a lo largo de un número considerable de años.

En las secciones siguientes presentamos algunos de los indicadores reseñados en este capítulo, estimados para la Argentina, y los utilizamos, a título ilustrativo, para explicar ciertos aspectos de la evolución de la economía nacional, mostrando así su eventual utilidad.

### **III. LAS APERTURAS FINANCIERAS Y EL ENDEUDAMIENTO DE LA ARGENTINA EN LA SEGUNDA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA**

#### ***III.1 La deuda externa argentina en el largo plazo***

Comenzamos por el examen de algunos indicadores de vulnerabilidad externa, con una perspectiva de largo plazo. Puede decirse que, antes de insertarse en el proceso que se conoce como “segunda globalización financiera”, la Argentina presentaba indicadores de endeudamiento externo bajos y estables. La deuda total, pública y privada, contraída hasta entonces fundamentalmente con organismos multilaterales y gobiernos, osciló en un rango de 10 a 15% del PBI entre comienzos de los años sesenta y mediados de los setenta, según puede verse en el gráfico 1.

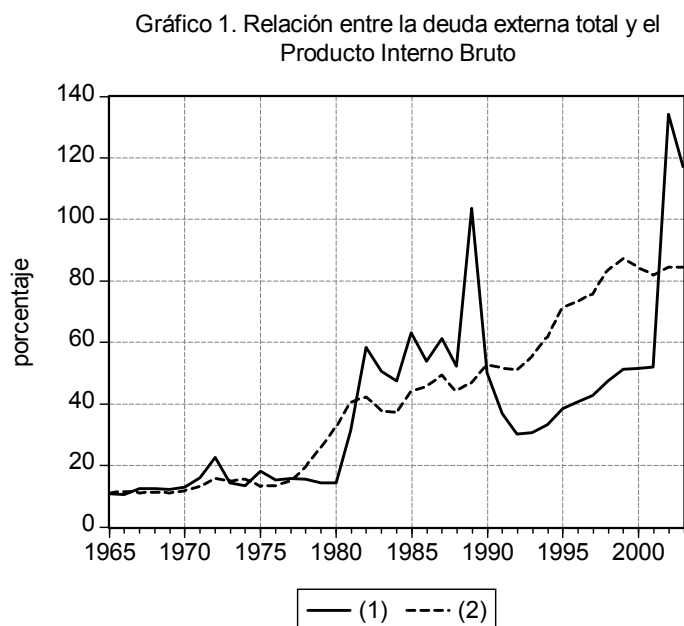
Desde entonces, varios factores confluyeron para dar inicio a una nueva etapa, marcadamente diferente de la anterior. En primer lugar, la fuerte expansión del euromercado, luego del *shock* petrolero de 1973, abrió la posibilidad de un acceso fluido al crédito internacional. Mientras tanto, en el plano interno, se destacaba la profunda reforma financiera llevada a cabo en 1977 (que liberó las tasas de interés y redujo sensiblemente el papel del Banco Central en la asignación del crédito, ampliando sustancialmente el papel de los bancos en esa materia), seguida algo después por el progresivo levantamiento de los controles cambiarios a las operaciones privadas por cuenta de capital, entre 1978 y 1980. Estos cambios confluyeron para modificar de manera radical la forma de vinculación de la Argentina con los mercados financieros internacionales.

Como ilustra el gráfico siguiente, la relación entre la deuda externa y el producto comenzó a presentar una nítida tendencia a incrementarse, en especial si se la mide a “tipo de cambio de paridad”<sup>4</sup>: creció sostenidamente, a un ritmo medio próximo a 3 puntos del PIB al año entre 1976 y 2001. Si el cociente se mide considerando los tipos de cambio corrientes, la curva es mucho más fluctuante, con violentas subas a

---

<sup>4</sup> Como ya hemos señalado, la referencia empírica de la noción de “tipo de cambio de paridad” o “de PPP” no puede definirse sin ambigüedad. Aquí y en el resto del trabajo llamamos tipo de cambio nominal de PPP al tipo de cambio real promedio del período 1935-2003, nominalizado.

comienzos y a finales de los años ochenta, y nuevamente en 2002, y una fuerte caída en 1990-93. Estos saltos reflejan la inestabilidad del tipo de cambio real característica del período, que puede constatar en el gráfico 2.<sup>5</sup>



(1) Deuda externa en dólares, multiplicada por el tipo de cambio corriente y dividida por el PIB a precios corrientes.

(2) Deuda externa en dólares dividida por el PIB en dólares calculado al tipo de cambio de paridad de poder de compra (PPP).

Nota: el tipo de cambio de PPP se calculó como el promedio del tipo de cambio real del período 1935-2003, obtenido a su vez considerando la evolución de los índices de precios al consumidor de EE.UU. y la Argentina.

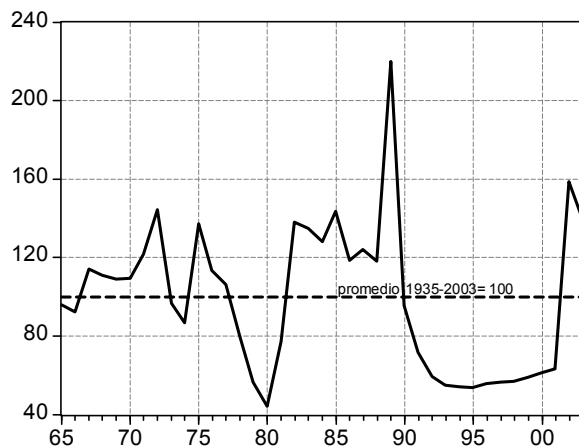
**Fuente:** elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

Otro indicador habitual de endeudamiento, la razón entre la deuda externa total y las exportaciones, complementa la evidencia anterior. A partir de 1977 ese cociente, representado en el gráfico 3, se deteriora de manera abrupta, y lo hace de forma especialmente aguda entre 1977 y 1982. Este cambio no se revertirá posteriormente, de modo que el promedio del indicador en el lapso 1976-2001 duplica con creces el nivel

<sup>5</sup> Nótese que, como señaláramos en el capítulo precedente, el cociente de endeudamiento se define como:  $(d.P^*.E/y.P)$ , donde  $d$  es la deuda externa en dólares constantes,  $P^*$  el nivel de los precios internacionales,  $E$  el tipo de cambio nominal, “ $y$ ” el PBI real y  $P$  el nivel de los precios internos. De modo que ese cociente es afectado por las variaciones del tipo de cambio real ( $P^*.E/P$ ). Una depreciación real aumenta, *ceteris paribus*, la razón de endeudamiento, y una apreciación la reduce.

registrado en la etapa de relativo aislamiento financiero concluida hacia mediados de los años setenta.

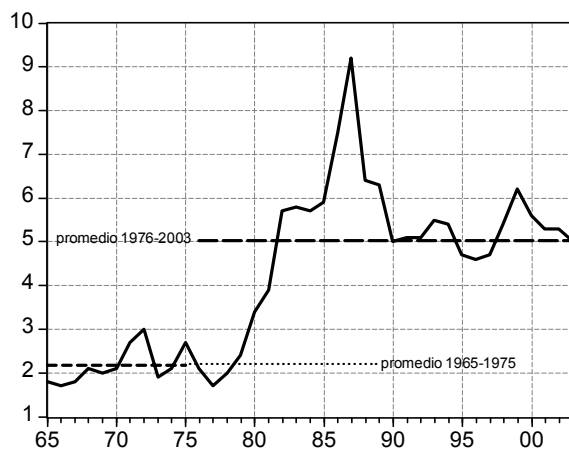
Gráfico 2. Tipo de cambio real corriente y su promedio 1935-2003



Nota: el tipo de cambio real fue calculado como  $E \cdot IPCUS / IPC$ , donde E es el tipo de cambio nominal, IPCUS el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos e IPC el índice local de precios al consumidor.

**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Gráfico 3. Relación entre la deuda externa total y el valor de las exportaciones anuales de bienes

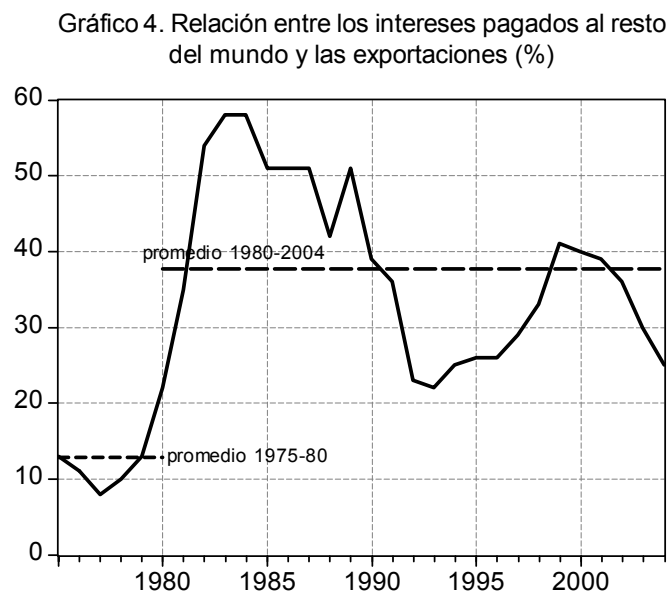


Nota: el tipo de cambio real fue calculado como  $E \cdot IPCUS / IPC$ , donde E es el tipo de cambio nominal, IPCUS el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos e IPC el índice local de precios al consumidor.



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Otros indicadores de vulnerabilidad externa muestran comportamientos similares. En el gráfico que sigue incluimos, por ejemplo, el cociente entre los servicios de intereses al exterior y las exportaciones, que se correlaciona fuertemente, como es lógico, con el anterior.

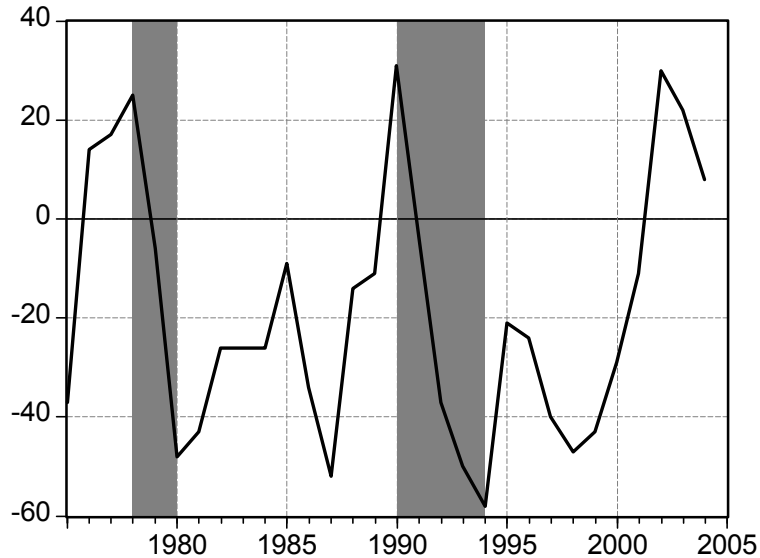


**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Como se ve, el promedio de ese indicador en el lapso transcurrido desde 1980 hasta aquí triplica los niveles anteriores. El único período donde se observó una declinación de importancia es el de fines de los años ochenta y comienzos de la década siguiente, durante el cuál las tasas de interés internacionales declinaron sensiblemente. Algunos otros de los indicadores sugeridos (como “pagos financieros externos sobre exportaciones”, por ejemplo), muestran perfiles semejantes al que acabamos de presentar.

Una lectura muy interesante, aunque posiblemente algo menos clara, remite al indicador ilustrado en el gráfico 5, que corresponde al resultado de la cuenta corriente del balance de pagos, expresado como porcentaje de las exportaciones totales.

Gráfico 5. Resultado de la cuenta corriente del balance de pagos como porcentaje de las exportaciones totales



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

En el gráfico se han destacado en gris los dos períodos en los que se produjeron los mayores deterioros en ese indicador. Como es de esperar, corresponden a las dos fases de intensa apreciación cambiaria: 1978-80 y 1990-94. Ambos períodos culminaron en corridas contra el peso, pérdida de reservas y crisis financieras, aunque en 1995 el apoyo financiero externo permitió evitar una crisis cambiaria. Pero nótese que, además, en otras dos oportunidades el cociente graficado alcanzó valores negativos superiores al 40% en valor absoluto. Eso sucedió, en primer lugar, en 1987, y preludió la pérdida de los frágiles equilibrios macroeconómicos alcanzados con el Plan Austral, a camino de las hiperinflaciones 19889-90. En segundo lugar, se observó nuevamente en 1997 y 1998, prelujiendo en este caso la “gran depresión” argentina de finales del régimen de libre convertibilidad a una paridad de 1 a 1 entre el peso y el dólar.

Sin aferrarnos necesariamente a valores cuantitativos que no pueden ni pretenden ser precisos, podríamos de todos modos concluir, a partir de esas observaciones, que fuertes declinaciones del saldo en cuenta corriente, así como niveles elevados de la relación entre el déficit de dicha cuenta y las exportaciones (superiores al 40%, como el gráfico

sugiere) son ciertamente indicadores de vulnerabilidad externa, según muestra la experiencia de nuestro país.

### ***III.2 Tres etapas***

Retornemos ahora al examen del nivel del endeudamiento. Si observamos el comportamiento de la deuda a largo plazo con más detalle, es posible distinguir a grandes rasgos tres períodos principales en el lapso que va desde mediados de los años setenta hasta el presente.

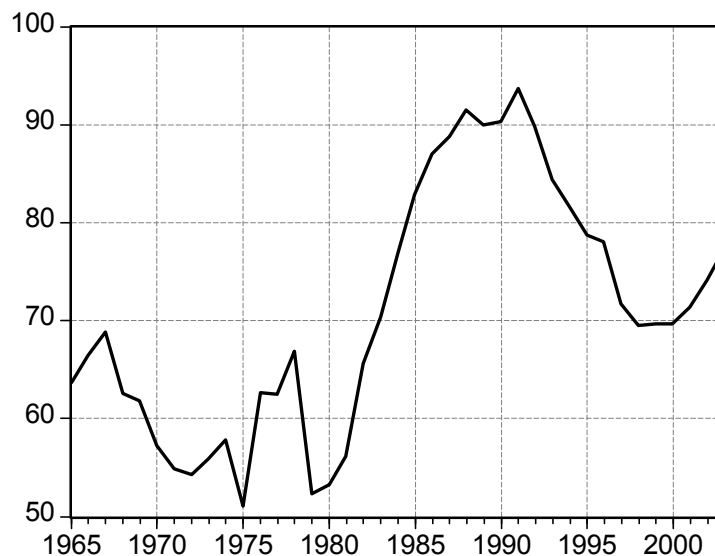
En primer lugar, la Argentina atravesó una fase de apertura financiera y endeudamiento acelerado entre 1977 y 1982, la que concluyó en fugas masivas de capitales, crisis cambiaria y financiera, devaluación y *default*. Le siguió un largo período de racionamiento en los mercados externos de fondos entre 1982, el año de la crisis de la deuda latinoamericana, y 1990. Sobrevino luego la tercera etapa: se trató nuevamente de un lapso de apertura financiera y endeudamiento acelerado, entre 1991 y 2001, en el que se observan nuevamente muchas características que habían estado también presentes en la fase que concluyera en 1982. Esta es la etapa de la convertibilidad, que desembocaría en fugas de capitales, crisis cambiaria y financiera, *default* y devaluación, llevando finalmente al reciente proceso de reestructuración de la deuda.

Planteamos a continuación los principales rasgos estilizados de esas etapas, algunos de los cuales contrastan con la interpretación más convencional del proceso de endeudamiento argentino y de las crisis. El principal propósito de este análisis, en términos de la evaluación de fragilidad, es el de identificar configuraciones macroeconómicas problemáticas, que implican mayores riesgos de inestabilidad, y al mismo tiempo observar el desempeño de algunos indicadores de vulnerabilidad en los episodios históricos considerados.

Un primer hecho que merece destacarse es que en las dos fases de endeudamiento acelerado el papel del sector privado en la generación de obligaciones financieras externas fue inicialmente el más dinámico. Como puede verse en el gráfico 6, la participación del gobierno en las obligaciones totales declina entre 1978 y 1980. Algo

semejante se observa a partir de 1991, aunque en este caso el proceso resultaría mucho más prolongado. A pesar del fuerte aumento del endeudamiento externo público en los años noventa, su participación declinó en más de 20 puntos porcentuales.

Gráfico 6. Participación porcentual del sector público en el endeudamiento externo total



Fuente: elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Un segundo elemento importante, vinculado con el anterior, se refiere a que no tiene sustento sólido la difundida posición según la cuál cabe considerar al desequilibrio fiscal como causa primaria de las crisis cambiarias y financieras y de los episodios de *default* que pusieron fin a las dos fases de endeudamiento acelerado. Volveremos a esta cuestión un poco más adelante, en esta misma sección, al enfocar en mayor detalle lo sucedido en los años noventa.

Un tercer elemento relevante para la comprensión del proceso de endeudamiento resulta del hecho de que la Argentina ingresó a la segunda globalización financiera como un país con inflación alta, y presentaba el mismo fenómeno a comienzos de los años noventa. Como consecuencia de esto, en ambas fases de liberalización financiera, a fines de los setenta y nuevamente a comienzos de la década pasada, la apertura de la cuenta de capitales se adoptó en forma simultánea con el lanzamiento un programa antiinflacionario (y con diversas medidas de reforma liberalizante en los mercados de

bienes, de capitales y financiero). También en ambos casos, la pieza central de la política de estabilización fue la fijación del tipo de cambio nominal, utilizado como ancla del sistema de precios.<sup>6</sup>

Un cuarto hecho, en realidad un conjunto de hechos, se refiere a ciertas características de las fases de apertura que derivan de la confluencia de varios factores ya mencionados, en especial de un contexto financiero externo de abundante liquidez y una política de estabilización basada en la fijación del tipo de cambio y la apertura comercial y financiera.

Las estabilizaciones con anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo. Inicialmente, la fijación del tipo de cambio y la menor incertidumbre alientan el arbitraje financiero y se producen ingresos de capitales privados atraídos por el diferencial de tasas de interés internas e internacionales. La demanda agregada se expande al tiempo que la inflación baja, pero la inflación residual se traduce en apreciación cambiaria. Como resultado de la apreciación, y también de la expansión agregada, que hacen crecer el flujo de importaciones netas, se deteriora el resultado en cuenta corriente. Las necesidades de financiamiento se incrementan y se acumula deuda externa. En otros términos, aumenta progresivamente la vulnerabilidad de la economía ante posibles cambios negativos en el contexto financiero internacional. La reversión del ciclo puede detonarse por cambios exógenos, como sucediera reiteradamente en la Argentina. El intento fallido de estabilización con anclaje cambiario de fines de los años setenta chocó, por ejemplo, con el escollo de una crisis financiera interna que se desató en 1980. A partir de ella la política macroeconómica de estabilización con apertura financiera inició su derrumbe, que la llevaría a su fin en 1981. Esa experiencia dejó entre sus saldos una pesada carga de obligaciones financieras externas.

En el cuadro 1 se presentan las cifras relativas a las variaciones de los coeficientes de endeudamiento, incluyendo los factores que las explican: el incremento de la deuda en dólares y las variaciones del tipo de cambio real y del PBI, según la desagregación del índice “deuda/PBI” presentada en el capítulo anterior. Puede verse allí que entre 1975 y 1980 el coeficiente de endeudamiento aumentó en más de 19 puntos del producto,

---

<sup>6</sup> Nos referimos al programa de “la tablita” de devaluaciones prefijadas implementado desde fines de 1978 y al programa de convertibilidad del peso con el dólar a una paridad de 1 a 1.

medido a tipo de cambio de PPP (pasó de sólo 13,2% a 32,4%). Las cifras del mismo cuadro muestran que, sin embargo, ese hecho resultaba oscurecido por la fuerte apreciación cambiaria, puesto que el coeficiente de endeudamiento calculado considerando el tipo de cambio corriente no sólo no subía, sino que incluso declinaba en casi 4 puntos del PBI en ese mismo período.

**Cuadro 1**  
*Variaciones de los coeficientes  
de endeudamiento y sus factores explicativos*

Período	Deuda Externa/ PIB (a PPP) (Variación en p.p.)	Deuda Externa/PIB (Variación en p.p.)	Deuda Externa (Variación %)	Tipo de cambio real (Variación %)	PIB real (Variación %)
75-80	19,2	-3,8	125,2	-67,8	11,8
80-82	9,9	44,1	37,2	212,8	-8,4
82-90	10,1	-8,3	4,9	-30,8	-2,7
90-01	29,4	2,1	66,6	-33,3	43,0
01-03	2,6	65,0	1,1	118,0	-3,1

**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

En 1981 la política de estabilización basada en el ancla cambiaria fue abandonada y se inició una fase conocida como “de ajuste caótico”, con eje en masivas devaluaciones del peso. Estas llevaron la deuda externa medida a precios corrientes a un pico cercano a 60% del PBI en 1982. Las cifras del cuadro anterior ponen en evidencia que el salto sufrido por el coeficiente de endeudamiento entre 1980 y 1982 (de más de 44 puntos del producto según la medición que considera el tipo de cambio corriente) se debió en gran medida a un aumento del valor real del dólar de más de 200 por ciento.

No es posible subestimar, sin embargo, el impacto negativo de la abrupta suba de las tasas de interés internacionales a partir de 1979, al calor de la política monetaria contractiva impulsada por la Reserva Federal, que potenció el daño causado por los errores internos de política macroeconómica. Entre 1980 y 1982, la deuda en dólares aumentó en 37%, en parte por este factor.

Por esos años se observó también un notable salto de la participación estatal en la deuda externa (gráfico 6). En relación con este punto, cabe indicar que la situación de *default* de comienzos de los años ochenta no fue aliviada por ninguna quita de deuda para el sector público (la que recién llegaría, en dosis homeopáticas y de modo muy tardío, con

el acuerdo Brady de 1992-93). Muy por el contrario, éste acabó absorbiendo de hecho, en 1981-82, con el beneplácito y en parte por presión de los bancos acreedores, una considerable fracción de la deuda externa privada contratada en la fase anterior, lo que explica en buena medida ese salto en la participación del sector público en la deuda total.

A partir de 1982, en el lapso de racionamiento del crédito internacional de fuentes privadas, la deuda medida a tipo de cambio de PPP continuó incrementándose, aunque a un ritmo atenuado. Creció en el equivalente a 10 puntos del PBI entre 1982 y 1990 (cuadro 1). Las obligaciones externas en dólares siguieron aumentando a pesar de la falta de acceso a los mercados internacionales (aunque a un ritmo mucho menor que en las etapas anteriores), lo que en combinación con la tendencia estancada del producto explica el referido aumento.<sup>7</sup>

Más tarde, en los años noventa, el ritmo de incremento del endeudamiento volvió a acentuarse, en especial a partir de 1992. El acuerdo Brady no significó un alivio significativo al sobreendeudamiento heredado de las malas políticas de fines de los años setenta. La quita obtenida fue prácticamente insignificante y el principal impacto favorable se verificó en la cartera de los bancos acreedores, que pudieron transformar en títulos los créditos contra el país, incluyendo los intereses impagos acumulados.<sup>8</sup>

En el período 1990-2001, el cociente entre la deuda externa y el PBI, medido a tipo de cambio de PPP, aumentó en casi 30 puntos del producto (cuadro 1), debido en su totalidad al incremento de la deuda en dólares, que superó a la tasa de crecimiento acumulada del PBI. Sin embargo, puede verse que, medida a tipo de cambio corriente, esa razón de endeudamiento apenas subió, lo que refleja la fuerte apreciación real experimentada.

---

<sup>7</sup> Si bien el acceso al financiamiento externo voluntario estaba cerrado, parte de los flujos de intereses de la deuda devengados en los años ochenta se fueron acumulando en la práctica como nueva deuda, es decir, como financiamiento involuntario de los bancos acreedores, y acabarían siendo reconocidos e instrumentados en títulos con el acuerdo Brady. En los años ochenta, el país no lograba cubrir la totalidad de esos servicios debido a que, pese al importante ajuste externo realizado, no se logró equilibrar la cuenta corriente del balance de pagos.

<sup>8</sup> En 1992, antes del acuerdo, los títulos en circulación equivalían a sólo 17% de la deuda pública total, mientras que en 1993 habían pasado a constituir casi el 65%. Los títulos denominados en moneda extranjera, por su parte, no llegaban a 13% de la deuda pública en 1992, pero equivalían a aproximadamente 57% de ese total en 1993.

Algunos rasgos de las configuraciones macroeconómicas de las fases de endeudamiento acelerado que se han examinado hasta aquí son semejantes y conviene resaltarlos. Son ellos: apreciación cambiaria (en contextos de tipo de cambio nominal fijo o cuasi fijo), deterioro sostenido de la cuenta corriente del balance de pagos, marcado incremento del endeudamiento externo privado (en contextos de libre movilidad de capitales, es decir, de ausencia de barreras o limitantes, por ejemplo, a los ingresos de capitales de corto plazo. Es importante destacar esa constelación de factores porque, en su presencia, no es necesario un déficit fiscal importante para desencadenar una situación crítica. No faltan ejemplos de crisis generados por configuraciones semejantes a la que acaba de describirse, en los que la situación fiscal era superavitaria o presentaba a lo sumo un desequilibrio reducido. Sucedió así, por ejemplo, con la crisis chilena de comienzos de los años ochenta, la mexicana de 1994, algunas de las registradas en el sudeste de Asia en 1997, y también con la experiencia argentina de 1995, en la que la situación fiscal tuvo escasa vinculación con la crisis.

Volviendo ahora a considerar los datos del cuadro 1, destaquemos, para concluir esta sección que, en forma semejante a lo que se había observado durante el ajuste caótico de 1981-82, el endeudamiento medido convencionalmente daría un salto de 65% en el período 2001-2003, debido centralmente a la depreciación real: la suba del valor real del dólar se acercó al 120%.

### ***III.3 La deuda pública en los años noventa***

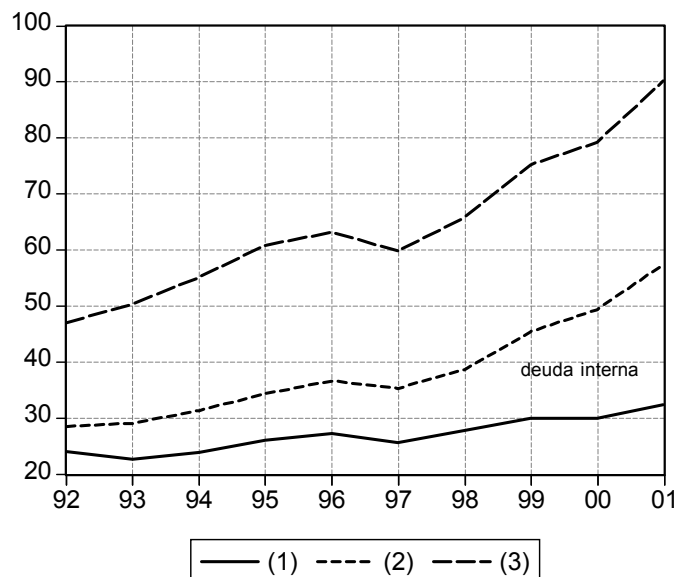
Acabamos de ver que la deuda externa total, medida a tipo de cambio de PPP, aumentó en casi 30 puntos del PBI entre 1990 y 2001. Alrededor de 60% de ese incremento se debió al sector privado. En los tempranos años noventa, además, ese rasgo fue aún más acentuado: el sector privado originó aproximadamente el 70% del aumento de las obligaciones financieras externas entre 1990 y 1995.

Sin embargo, la colocación de deuda por parte del sector público adquirió mucho mayor peso en la segunda mitad de la década, en especial a medida que las condiciones financieras internacionales se hacían más desfavorables. Además, en esos años comenzó a tener también un papel más importante la colocación de deuda pública en los



mercados internos. El gráfico siguiente ilustra el comportamiento del endeudamiento estatal en el período.

Gráfico 7. Endeudamiento público como porcentaje del PIB (1992-2001)



- (1) Deuda externa pública
- (2) Deuda pública total
- (3) Deuda pública total (utilizando PBI a tipo de cambio de PPP)

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Producción.

Las series del gráfico y las cifras de los cuadros 2 y 3, que incluimos a continuación, nos permitirán describir los principales hechos estilizados del endeudamiento del sector público argentino en la década de convertibilidad.

**Cuadro 2**  
**Resultado fiscal consolidado (Nación, Provincias y Ciudad de Buenos Aires)**  
*(Promedios por período, en porcentaje del PBI)*

Período	Sector Público Nacional				Total Sector Público Consolidado (3)
	Resultado Primario sin Seg. Soc. (1)	Resultado Primario	Pagos de Intereses	Total Sector Público Nac. (2)	
Promedio 1981-90	nd	-4,4	1,9	-6,2	-7,0
Promedio 1991-94	2,1	1,3	1,2	0,1	-0,6
Promedio 1995-97	1,7	-0,3	1,7	-2,0	-2,6
Promedio 1998-01	3,1	0,5	3,1	-2,7	-4,1
Promedio 1991-01	2,3	0,6	2,0	-1,5	-2,4

(1) Resultado primario excluyendo ingresos y egresos específicos del sistema provisional público.

(3) = (2) + resultado de provincias y Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

**Fuente:** Elaborado a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción, y de Cetrángolo y Jiménez (2003) y Gaggero (2003).

**Cuadro 3**  
**Déficit fiscal y variación de la deuda pública total**  
*(en millones de dólares a precios corrientes)*

Período	Déficit del Sector Público Cons. (1)	Variación de la Deuda Pública Bruta (2)	Discrepancia (3)	Deudas de otros periodos (4)	Quita del Plan Brady (5)	Rescate de deuda por privatizaciones (6)	Otros factores (7)
1992-1994	3247	25094	21847	22859	2323	7111	8422
1995-1997	20815	22659	1844	3892	0	40	-2008

Nota: la columna (2) no incluye la deuda del Banco Central.

(2) – (1) = (3)

(3) = (4) – (5) – (6) + (7)

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Producción, de Melconíán et al. (1997), Cetrángolo et al. (2000) y Teijeiro (1996).

En primer lugar, el examen de las cuentas fiscales permite distinguir tres períodos en los años noventa. En una primera etapa se observa un muy fuerte ajuste de las cuentas públicas. El déficit promedio, que fuera equivalente a alrededor de siete puntos del producto en los años ochenta, bajó a menos de 1% del PBI en el período 1991-94. Como evidencian las cifras del cuadro 2, eso se debió centralmente a una mejora de 6 puntos del producto en el saldo del Sector Público Nacional, explicado en un 90% por lo acontecido con su resultado primario.

El año 1994 fue una divisoria de aguas en la década pasada, por varias razones. En primer lugar, se instrumentó entonces la reforma previsional que creó las administradoras privadas de fondos de pensión. Una de las consecuencias de esa reforma fue una pérdida importante de aportes de los trabajadores activos al subsistema público. En segundo lugar, culminaba por entonces la expansión iniciada en 1990: al año siguiente la Argentina experimentaría la recesión asociada al efecto tequila. En tercer término, el gobierno tomó una serie de medidas fiscales destinadas a compensar algunos efectos negativos de la combinación de apertura comercial con fuerte apreciación cambiaria. Lo hizo aligerando la carga tributaria sobre los sectores productores de bienes transables. Todos estos factores incidirían negativamente sobre las finanzas públicas. Pese a ello, entre 1995 y 1997 el déficit fiscal medio resultó sólo dos puntos del PBI más elevado que el de la etapa anterior. Esa cifra se asemeja mucho al aumento del desequilibrio del subsistema previsional público debido a la reforma.

Después de 1997, sin embargo, el panorama fiscal cambiaría considerablemente. El impacto de la crisis rusa y brasileña en 1998 y 1999 se reflejó en un nuevo salto de las primas de riesgo país, que ya habían emprendido un curso ascendente desde mediados de 1997 con las crisis del sudeste de Asia. Esto, por una parte, afectó negativamente a la demanda interna y desencadenó una nueva recesión. Por otra, incrementó la vulnerabilidad financiera de los deudores, incluyendo al sector público pero también a muchos agentes privados que mantenían una posición deudora neta.

Antes de examinar en mayor detalle esta etapa, veamos la conexión entre el resultado fiscal y la evolución de la deuda pública, con la ayuda de las cifras del cuadro 3. Una primera observación importante se refiere a la existencia de una significativa discrepancia, superior a los US\$ 30.000 millones, entre la variación de las obligaciones financieras del sector público en los años noventa y el déficit fiscal acumulado. Las cifras muestran también cuál es la principal razón: el reconocimiento de deudas contraídas en períodos anteriores, en especial con proveedores y con beneficiarios del sistema previsional. Éstos habían sido afectados por liquidaciones incorrectas o por atrasos en los pagos, especialmente durante el convulsivo período de descontrol inflacionario de 1989-90, cuando la economía atravesó por dos breves episodios de hiperinflación. Se observa que, tal como mencionáramos más arriba, la quita nominal obtenida con el acuerdo Brady fue extremadamente modesta.

El reconocimiento de deudas pasadas se concentró fundamentalmente en la etapa inicial, entre 1991 y 1994. Es destacable el hecho de que, aún así, la deuda pública, medida como porcentaje del PBI, se mantuviera relativamente estable hasta 1994, en torno de 30% (en el caso de la deuda total) y de 25% en el de la deuda externa (gráfico 7).

La fase 1991-94 se caracterizó, en síntesis, por una muy fuerte mejoría de las cuentas públicas en relación con lo que fuera característico de los años ochenta, y por la absorción relativamente ordenada de un gran volumen de deuda generada principalmente en otros períodos, es decir, por una normalización de pasivos, muchos de ellos litigiosos. Si algo parece claro de estas cifras, es que los indicadores habituales de vulnerabilidad financiera no mostraban evidencias de insostenibilidad fiscal hacia 1994, cuando la economía es alcanzada por el *shock* externo derivado de la crisis de México.

Sin embargo, es innegable que el elevado endeudamiento heredado de la fase anterior, una suerte de pecado fiscal original de los años noventa, está en parte oculto por el velo de la apreciación cambiaria. El gráfico 7 muestra el cálculo de la deuda pública como porcentaje del PBI, estimada valuando el producto en dólares a tipo de cambio de PPP, según propusiéramos en el capítulo anterior. Como se ve, esa curva cruza la línea del 50% ya luego de 1993. La dolarización de la deuda pública establece un vínculo directo entre la fragilidad externa y la fragilidad financiera fiscal, puesto que los ingresos fiscales son en moneda nacional. La relevancia de este vínculo resalta debido a la apreciación cambiaria.

Entre 1995 y 1997 la razón entre la deuda pública y el PBI sube, en parte como resultado de la recesión de 1995, y también del importante paquete de ayuda financiera, de alrededor de U\$S 11.000 millones, articulado por el FMI y el gobierno argentino, que permitió dejar rápidamente atrás el episodio de contracción y crisis que siguió al efecto tequila. Como se ve en el gráfico 7, sin embargo, una vez superado ese episodio, en la fase expansiva que siguió, la relación de endeudamiento parecía tender a estabilizarse nuevamente, y en un nivel relativamente bajo en comparación internacional, entre 35 y 40%. Nuevamente, y a pesar del aumento del déficit corriente y del desbalance del sistema provisional público, los indicadores convencionales de

endeudamiento distan de sugerir un riesgo de insostenibilidad fiscal hacia 1997, antes del inicio de la depresión. La deuda medida a tipo de cambio de paridad alcanzaba ya, sin embargo, niveles equivalentes a 60% del producto.

Como se señaló antes, el panorama macroeconómico de la Argentina cambiaría drásticamente poco después, en especial a partir de la crisis rusa de agosto de 1998. El cuadro 4 ayuda a comprender algunos rasgos centrales de la evolución fiscal en esta etapa. El déficit del sector público ingresa en una trayectoria marcadamente ascendente, que lo llevaría a rondar los 6 puntos del PBI en 2001. Ello a pesar de las varias rondas de políticas fiscales contractivas, procíclicas, instrumentadas con la intención de revertir esa tendencia.

En dicho cuadro se compara el desequilibrio promedio del período depresivo con el registrado en 1994, el último año de la fase inicial de los años noventa. El déficit anual promedio de 1998-2001 (que, según el criterio de lo devengado, ascendió a U\$S 11.458 millones) resultó superior al de 1994 en U\$S 7.112 millones. ¿Dónde se originó ese incremento? Como puede verse, la cuota mayor de la explicación corresponde al aumento de los pagos de intereses (+ U\$S 6.784 millones) y, en segundo lugar, a la ampliación de la brecha del sistema de seguridad social (+ U\$S 4.867 millones).

**Cuadro 4**  
*Comparación del déficit público promedio de 1998-2001 con el de 1994*  
*(base devengado, en millones de dólares a precios corrientes)*

(1) Variación del déficit consolidado	7112
(2) Variación del déficit de la Seguridad Social	4867
(3) Variación del déficit primario del S. Público Nacional sin Seg. Soc.	-5131
(4) Variación del déficit primario provincial	592
(5) Variación de los pagos de intereses del S. Público consolidado	6784

**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción y de Cetrángolo et al. (2000).

El cuadro 4 sugiere también que las políticas fiscales pro cíclicas implementadas no fueron inefectivas: permitieron un sustantivo incremento del superávit primario, de más de U\$S 5.000 millones en promedio anual (sin considerar la seguridad social pública),

aunque eso no resultó suficiente para compensar el aumento de los intereses y del desequilibrio provisional.

El comportamiento explosivo de la cuenta de intereses de la deuda pública se observa también en el cuadro 5, incluido más abajo, que incluye algunos de los indicadores de fragilidad financiera del sector público sugeridos en el capítulo precedente.

El peso de los intereses sobre los recursos tributarios, que ya había aumentado algo luego de 1994, comienza una vertiginosa carrera ascendente después de 1996. En 2000, antes del desenlace de la crisis, ese cociente se acercaba al 19%, duplicando el valor que había tenido a mediados de la década. Eso se debió en parte a la reducción de los ingresos tributarios por la recesión, pero se originó fundamentalmente en la suba de la tasa de interés promedio sobre la deuda pública total. Esa tasa pasó de 5,8% en 1996 a 9,4% en 2001. Puesto que esa es una tasa media, se concluye que la suba de los intereses fue, en el margen, extremadamente fuerte.

Impulsada por la suba de la prima de riesgo país (con la que se correlaciona muy estrechamente en el período 1997-2001), la trayectoria ascendente de la tasa de interés a la que se ha hecho referencia se refleja en el déficit consolidado y también en el sendero explosivo que asume entonces la deuda pública, ilustrado en el gráfico 7. Entre 1997 y 2001, en sólo cuatro años, el cociente entre la deuda pública total y el PBI aumenta en más de 20 puntos porcentuales, en rauda marcha hacia la cesación de pagos.

**Cuadro 5**  
**Intereses de la deuda del sector público consolidado, presión tributaria y prima de riesgo soberano**  
*(en porcentajes)*

Año	Presión Tributaria (% del PIB) (1)	Tasa media de interés sobre la deuda pública (%) (2)	Intereses sobre ingresos tributarios (%) (3)	Prima de riesgo de la deuda soberana (% prom. anual)
1991	18,8	s.d	5,5	9,6
1992	20,8	6,6	8,3	6,9
1993	21,3	5,0	6,0	4,9
1994	21,1	5,5	6,9	5,9
1995	20,9	6,1	9,2	12,4
1996	19,6	5,8	9,7	6,5
1997	21,0	6,7	10,9	3,3
1998	21,4	7,6	12,2	5,8
1999	21,4	8,3	15,9	7,2
2000	21,9	8,9	18,5	11,5
2001	21,0	9,4	23,4	14,8
2002	19,2	5,2	13,3	--
2003	23,1	1,9	9,6	--

- (1) Según los datos en base caja. Incluye las contribuciones al sistema previsional público.  
(2) Estimada como el cociente entre los pagos de intereses de cada año y el *stock* de deuda al final del año anterior.  
(3) Los ingresos tributarios incluyen las contribuciones al sistema previsional público.

**Fuente:** Elaboración propia en base a Ministerio de Economía y Producción y Gaggero (2003).

#### **IV. LA MACROECONOMÍA ANTES Y DESPUÉS DEL DEFAULT, Y LOS PROCESOS DE AJUSTE FISCAL Y EXTERNO EXPERIMENTADOS POR LA ARGENTINA.**



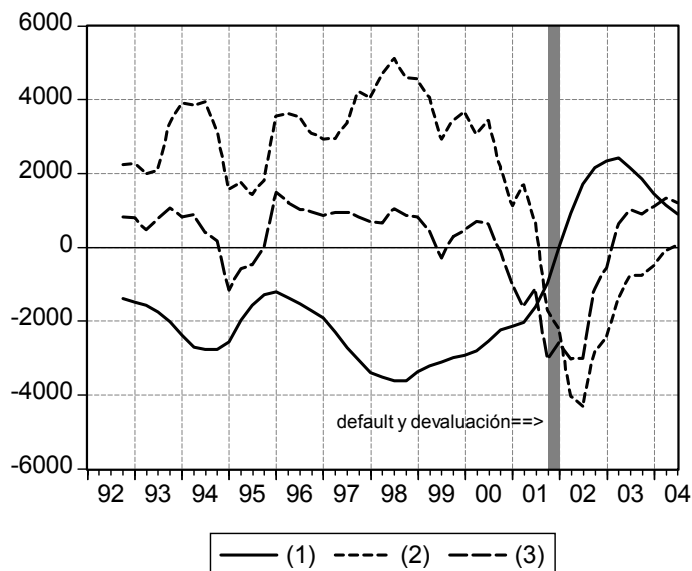
##### ***IV.1 El balance de pagos y la deuda pública bajo la convertibilidad***

En el gráfico 8, incluido más abajo, presentamos los resultados de las principales cuentas del balance de pagos en los años noventa. Sirven de complemento a nuestra discusión previa, al ilustrar algunos aspectos relevantes de la dinámica de comportamiento de la economía bajo el régimen de convertibilidad.

Empecemos con una breve referencia a los primeros años de la década del noventa. Los sucesos macroeconómicos de 1991-95 encajan claramente con el ciclo descrito en el capítulo previo. El crecimiento derivado del ingreso de capitales duró hasta 1994, cuando la decisión de la Reserva Federal de elevar la tasa de interés desde febrero en adelante empezó a afectar negativamente a los flujos de fondos y, como consecuencia del creciente déficit de cuenta corriente, las reservas internacionales dejaron de crecer.

Posteriormente, el contagio de la crisis mexicana de diciembre de 1994 provocó una salida masiva de capitales a comienzo de 1995, elevando bruscamente las tasas de interés. Las reservas internacionales empezaron a caer, como puede observarse en el gráfico, y con ellas la actividad. La recesión, sin embargo, duró poco. Como fue mencionado previamente, el voluminoso paquete de ayuda financiera acordado con el FMI permitió cambiar el estado de las expectativas.

Gráfico 8. Balance de pagos: cuenta corriente, ingresos netos de capitales y variación del stock de reservas (medias móviles de cuatro trimestres en millones de dólares)



- (1) Resultado en cuenta corriente.
- (2) Ingresos netos de capitales.
- (3) Variación de reservas.

**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Gracias a los efectos favorables de la ayuda financiera externa fue posible preservar el régimen monetario y ya para fines de 1995 la economía estaba iniciando una nueva fase



de expansión. Los elementos de la dinámica cíclica estaban otra vez en marcha. Aún cuando esta nueva fase expansiva mostró los mismos hechos estilizados que la primera, su duración fue menor. La prima de riesgo soberano volvió a saltar a mediados de 1997, después de la devaluación de Tailandia. Luego, tras la crisis rusa, empezó la recesión.

#### ***IV.2 La deuda externa, pública y privada***

Más allá de sus diversas similitudes, el segundo ciclo de los 90 fue distinto del primero en varios aspectos. Llamamos la atención sobre uno de ellos: los papeles disímiles jugados por los sectores público y privado en la obtención de divisas que dio lugar a la acumulación de reservas internacionales (variable clave en la dinámica macroeconómica bajo un régimen de caja de conversión).

Como ya hemos visto, durante la primera etapa expansiva de principios de los 90, los ingresos de capitales privados resultaron predominantes a pesar de la importante afluencia de fondos generada por las privatizaciones de empresas públicas. El financiamiento externo al sector público se volvió más significativo en la recesión de 1995 gracias a la asistencia multilateral recién comentada. Desde entonces, el flujo de capitales captado por el sector público se mantuvo en altos niveles hasta el final del régimen. Así, la segunda etapa expansiva de los 90 fue impulsada principalmente por capitales externos dirigidos a financiar al gobierno nacional.<sup>9</sup> El flujo neto dirigido al sector privado se recuperó lentamente y desde mediados de 1998 se redujo de manera significativa. Desde fines de 2000, de hecho, se observó una salida neta.

Como muestra el cuadro 6, el incremento de la deuda externa pública durante la convertibilidad superó los U\$S 35.000 millones. Esta suma, sin embargo, es bastante próxima al aumento de las obligaciones externas del sector privado no financiero, que alcanzó a unos U\$S 32.700 millones. Si a ésta suma se le adiciona la suba de los pasivos externos del sector financiero, se alcanzan los U\$S 44.400 millones, pese a la

---

<sup>9</sup> Nótese que el canal principal no era vía financiamiento externo del gasto público, sino un mecanismo monetario: la emisión del sector público de nueva deuda externa sobrepasaba el nivel de sus necesidades externas. Al vender este excedente al Banco Central, el Tesoro cubría las necesidades externas netas del sector privado y alimentaba la acumulación de reservas, esencial para la expansión de la oferta monetaria y del crédito doméstico. Este mecanismo es discutido en Damill (2000).

importante reducción de pasivos externos experimentada en el período 2000:4-2001:4. El incremento de la deuda externa pública (incluyendo al Banco Central) explica, entonces, alrededor del 44% del cambio en el *stock* total; o bien, el 38% si se excluye del cálculo al año 2001.

El sector público desempeñó, como acabamos de señalar, un papel crucial en la provisión de divisas para la acumulación de reservas durante los años noventa. El incremento de la deuda externa del sector privado no fue menos relevante, aunque una parte significativa de ella tuvo como contrapartida una salida privada de fondos. En efecto, la deuda privada experimentó un importante aumento, pero lo mismo sucedió con los activos externos de este sector. El cuadro 6 muestra que éstos crecieron más que los pasivos en el caso del sector privado no financiero. La demanda neta de divisas del sector resultó positiva en el agregado.

**Cuadro 6**  
*Variaciones en la deuda externa y los activos externos, por sector y período*  
(en millones de dólares)

Período	Deuda Externa del Sector				Activos Externos del Sector		Deuda Neta del Sector
	Público (1)	Financiero	Privado (2)	Total	Financiero	Privado (3)	Privado (2) - (3)
1991:4 a 1994:4	8.529	5.726	10.321	24.576	1.728	566	9.755
1994:4 a 1995:4	5.924	2.952	4.361	13.237	821	11.174	-6.813
1995:4 a 1998:2	9.222	11.579	15.607	36.408	15.307	15.050	557
1998:2 a 2000:4	8.523	-555	3.139	11.107	-4.274	11.876	-8.737
2000:4 a 2001:4	2.975	-8.053	-688	-5.766	-10.665	12.865	-13.553
Total del período	35.173	11.649	32.740	79.562	2.917	51.531	-18.791

(1) Incluye al Banco Central.

**Fuente:** estimaciones propias a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción

La acumulación de activos externos por parte del sector privado fue pequeña entre 1991 y 1994. Se incrementó en la segunda mitad de la década, luego del efecto Tequila. Como se desprende del cuadro, durante la segunda etapa expansiva (1995-98), la deuda privada aumentó rápidamente, en unos U\$S 15.600 millones. Pero la tenencia de activos externos por parte de este sector se elevó casi en la misma cuantía (unos U\$S 15.000 millones). De allí en adelante, la deuda externa neta privada declinó sustancialmente. En síntesis, en la segunda mitad de los años noventa, la acumulación de reservas y la

liquidez interna se volvió cada vez más dependiente del acceso del sector público al fondeo internacional.<sup>10</sup>

### ***IV.3 El fin del régimen de convertibilidad***

Como frecuentemente ocurre en una crisis, su desarrollo encadena una densa sucesión de eventos, que incluyen muchas decisiones de política de carácter contradictorio (como lo atestigua el año 2001) y diversas marchas y contramarchas. Mencionamos aquí algunos aspectos cruciales de estos procesos.

En diciembre de 1999, asumió un nuevo gobierno. Como mencionamos arriba, la administración entrante adhirió a la tesis de que la causa principal de la recesión era el desequilibrio fiscal y no la apreciación cambiaria y la vulnerabilidad financiera a *shocks* externos. Esta percepción condujo al gobierno a adoptar una política fiscal austera como estrategia para sacar a la economía de la recesión. Expusimos antes los argumentos detrás de esta decisión y los resultados esperados.

En esta fase se realizaron enormes esfuerzos para equilibrar las cuentas públicas y evitar el default de las obligaciones financieras del gobierno. En aras de restablecer las vías de acceso al financiamiento internacional, se implementaron sucesivos paquetes de medidas fiscales contractivas durante 2000 y 2001, fundados en una visión “fiscalista” de la crisis. No nos detendremos aquí en una descripción detallada de éstos, aunque sí conviene mencionar algunos episodios que ilustran la voluntad oficial de cumplir con los acreedores, tanto internos como extranjeros.

---

<sup>10</sup> La fuga de capitales y la dolarización de los portafolios privados también han sido una característica central de la crisis de apertura financiera de los años setenta. Ambas experiencias desembocaron, entre otras cuestiones, en una fuerte desnacionalización de la riqueza privada. En rigor, una importante tasa de acumulación de activos externos por parte del sector privado debería agregarse, como un rasgo adicional, a nuestra caracterización, planteada en el capítulo anterior, de la configuración problemática “recurrente” de las fases de endeudamiento acelerado de la Argentina. Cabe destacar, finalmente, que al considerar la evolución de la deuda privada, en esta sección, no se ha utilizado la nueva estimación que se ha hecho disponible recientemente, y que implica un mayor monto de pasivos externos, puesto que los datos con la nueva metodología no están disponibles para todo el período examinado y la comparación que acabamos de realizar no resultaría entonces factible.

Los esfuerzos para sortear el *default* incluyeron, entre otras medidas, la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada a fines de 1999, que exigía al sector público reducir paulatinamente su déficit hasta llegar a cero en algunos años. Alzas de impuestos y recortes de gastos fueron implementados con ese propósito. Posteriormente, cuando a mediados de 2001 el gobierno quedó virtualmente racionado de los mercados financieros (externo y local), se aprobó una ley de “déficit cero”, que obligaba a la administración nacional a equilibrar sus cuentas inmediatamente, de modo que el flujo de gastos se adaptara a los ingresos corrientes. La norma garantizaba la cobertura de determinados rubros del gasto, en especial el pago de intereses, y también las transferencias a provincias y los sueldos y jubilaciones inferiores a quinientos pesos, dejando que el resto se adecuara endógenamente a la evolución de los ingresos. Para cumplir con esta nueva regla fiscal, se decidió un recorte inicial del 13% sobre todos los rubros de gasto no “protegidos” (fundamentalmente sobre los sueldos y jubilaciones superiores a quinientos pesos). El esperado *shock* de confianza nunca se materializó. Con la economía estancada en una recesión y atorada en una trampa de deuda, las sucesivas sesiones de política fiscal contractiva no hicieron más que profundizar el escenario deflacionario y las expectativas pesimistas, como hemos explicado.

Durante 2000 y 2001, el gobierno intentó complementar las medidas fiscales con algunas iniciativas en el frente financiero. Consiguió asistencia financiera externa e implementó dos operaciones de reestructuración voluntaria de títulos. A fines de 2000, obtuvo un importante paquete de ayuda financiera (el “blindaje”) que cubría, con fondos locales y externos, los vencimientos de 2001 y parte de 2002 por unos U\$S 40.000 millones. El FMI lideró la operación con una ampliación hasta U\$S 13.700 millones del crédito stand-by vigente desde marzo de 2000. Los acreedores locales, fundamentalmente bancos y fondos de pensión (AFJP), tuvieron también una importante participación. El efecto positivo de esta acción sobre las expectativas tuvo corto alcance. Dos meses después de su anuncio, tras el resurgimiento de tensiones financieras en Turquía, la prima de riesgo país volvió a aumentar.

A mediados de 2001, se llevó a cabo un importante y costoso canje voluntario de deuda (el “mega-canje”) en manos de tenedores privados (locales y extranjeros). La operación, que recibió la venia del FMI, alcanzó a un total de U\$S 30.000 millones en bonos públicos (alrededor del 24% del total de la deuda del Sector Público Nacional). El canje

permitió extender el plazo promedio de los instrumentos, pero al costo de elevar el valor nominal de la deuda en unos U\$S 2.000 millones e incrementar el peso de intereses. En vez de aliviar la restricción financiera, las mayores tasas de interés pactadas contribuyeron a consolidar la percepción de que la trayectoria de la deuda pública se había vuelto insostenible.

Finalmente, en noviembre de 2001, se llevó a cabo una segunda operación voluntaria de canje, que estuvo dirigida a tenedores locales, principalmente bancos y AFJP, que aceptaron canjear algo más de U\$S 42.000 millones de títulos públicos por igual cantidad de préstamos garantizados con ingresos tributarios, que brindaban menores tasas de interés y plazos mas largos. La operación no pudo impedir, sin embargo, los procesos divergentes en curso.

La salida de depósitos bancarios y la contracción de las reservas internacionales habían comenzado en octubre de 2000, con la renuncia del Vicepresidente Álvarez. Luego de una efímera recuperación lograda gracias al anuncio del blindaje, el proceso se intensificó a partir de marzo de 2001 y se extendió hasta mediados de junio, cuando el gobierno volvió a emitir una nueva “señal” –el mega-canje– para revertir las expectativas negativas. Como comentamos recién, los efectos estabilizadores de esta operación fueron de muy corto alcance. A comienzo de julio, la fuga de depósitos y la corrida contra las reservas volvieron a reanudarse. La intensificación de estos procesos no pudo ser detenida ni con la nueva ampliación en U\$S 8.000 millones del crédito stand-by vigente con el FMI anunciada en agosto, ni con el canje de deuda en noviembre.

Esta situación condujo a que el gobierno finalmente impusiera, a comienzos de diciembre, fuertes restricciones al retiro de fondos de los bancos (el llamado “corralito”) y a las operaciones de cambio. Estas medidas buscaban evitar tanto una quiebra masiva del sistema financiero como la violación de la regla monetaria establecida por la caja de conversión. Los principales objetivos de estas medidas fueron, sin embargo, limitar la demanda de divisas, preservar el *stock* de reservas y evitar la devaluación de la moneda (es decir, el abandono formal de la Convertibilidad). Ese fue también el último y drástico intento para evitar el *default* de la deuda pública. No obstante, las medidas constituyeron, en los hechos, el fin del régimen. Hacia fines del 2001, se decidió la

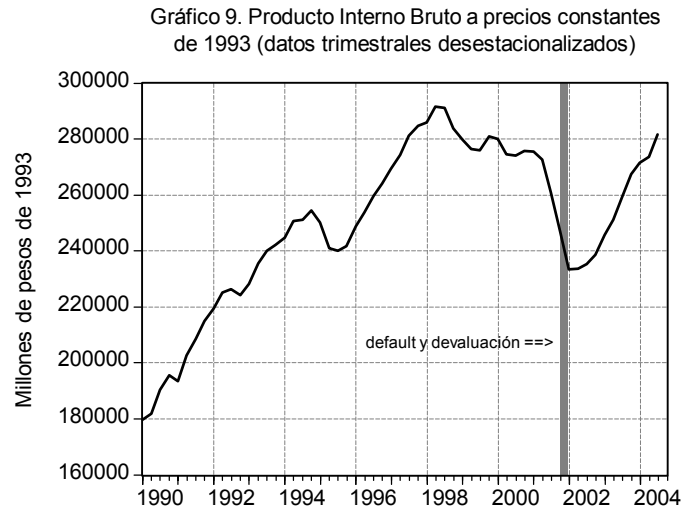
suspensión parcial del servicio de la deuda pública y se abandonó formalmente el régimen de convertibilidad y la paridad de un peso por dólar.

#### ***IV.4 El desempeño macroeconómico después de la devaluación y el default***

Luego de tres años de recesión, la actividad económica sufrió una abrupta caída adicional desde mediados de 2001. La masiva huida hacia activos externos que tuvo lugar en el segundo semestre precipitó el colapso del régimen de convertibilidad y desembocó en el *default* y la devaluación del peso. El gráfico 8 muestra la fuerte declinación de las reservas de divisas experimentada a lo largo de ese año, que comprimió rápidamente la liquidez. Luego de implantado el corralito se produjo una verdadera interrupción de la cadena de pagos. El producto y el empleo acompañaron la trayectoria de violenta contracción de las reservas de divisas y la liquidez. Indicadores sociales como las tasas de desempleo y los índices de incidencia de la pobreza y la indigencia, que habían desmejorado considerablemente a lo largo de la década de los noventa, sufrieron un nuevo y brusco deterioro adicional, alimentando también las tensiones sociales y la crisis política que puso fin al gobierno del presidente Fernando De la Rúa.

#### ***IV.5 La recuperación económica***

La caída vertical del producto y del empleo continuó luego de la ruptura de la convertibilidad, pero sólo por un muy breve período. En efecto, contrariando la mayor parte de las opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, los traumáticos episodios políticos y económicos que pusieron fin al régimen de convertibilidad no fueron seguidos por una depresión aún más profunda sino por una recuperación extraordinariamente veloz, que se inició apenas un trimestre después de esos eventos, según puede verse en el gráfico siguiente.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Se constata allí la trayectoria en “V” configurada por la fase de colapso económico de los últimos trimestres de la convertibilidad, y por el rápido repunte posterior. Como acabamos de señalar, el repunte del PBI se inició muy poco después de la depreciación cambiaria que puso fin a la década de convertibilidad (unos tres meses después, según puede verse en los indicadores mensuales de actividad disponibles). El detonante de la recuperación fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables. En el inicio de la fase, la recuperación fue impulsada por la sustitución de bienes importados por bienes producidos internamente.

Más allá del cambio de precios relativos, el mérito de la rápida recuperación económica que siguió a la crisis se debe también a un conjunto de políticas que, aún con errores, marchas y contramarchas, apuntaron generalmente a recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos.

Entre las políticas que jugaron papeles muy importantes en esta etapa (de las que vale la pena también señalar que, en casi todos los casos, debieron enfrentar la oposición del Fondo Monetario Internacional) cabe mencionar: la reimplantación de controles cambiarios (los que por un lado forzaron a los exportadores a liquidar en el mercado local buena parte de las divisas generadas por el comercio internacional, y por otro limitaron las salidas de fondos por cuenta de capital); el establecimiento de impuestos a

la exportación (retenciones), que capturaron para el fisco una parte del efecto favorable de la devaluación sobre los ingresos de los productores de bienes transables (contribuyendo así grandemente a la recomposición del equilibrio fiscal), atenuando el impacto sobre los precios internos y, por ende, sobre las remuneraciones reales; una política monetaria flexible que permitió, por una parte, asistir a los bancos en la fase de crisis y, luego, alimentar la recomposición de la demanda de dinero, apuntalando la recuperación; una política cambiaria que procuró evitar la apreciación del peso mediante la intervención del Banco Central (y luego también del Tesoro, con recursos fiscales) cuando el mercado de divisas comenzó a presentar un exceso de oferta.

El FMI insistió en la libre flotación del peso y el gobierno adoptó este régimen por un breve lapso. Una vez instaurada la flotación del peso la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a \$4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial para contener la burbuja cambiaria. Forzando a los exportadores a liquidar divisas internamente, y limitando las salidas de fondos, el gobierno consiguió, hacia mediados de 2002, estabilizar el tipo de cambio nominal.

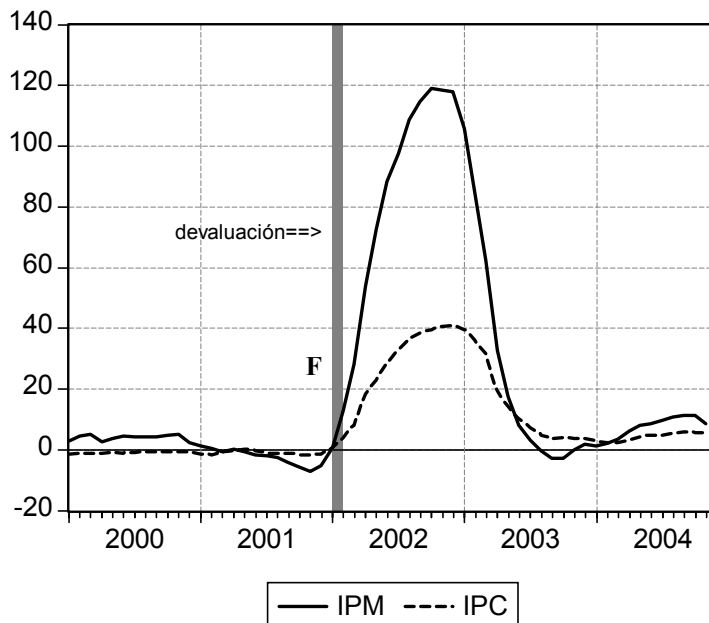
Rápidamente, en cuanto se hizo perceptible que esa situación podía persistir, la demanda de pesos comenzó a recomponerse y el mercado de divisas a mostrar un exceso de oferta. La interrupción de la burbuja en el mercado de cambios contribuyó decisivamente a contener las subas de los precios. En el mismo sentido operaron, por un lado, el congelamiento de las tarifas públicas<sup>11</sup> y, por otro, las elevadísimas tasas de desempleo, que mantuvieron contenidos a los salarios nominales en el sector privado. Todos estos fenómenos hicieron posible una rápida caída de las tasas inflacionarias ya desde la segunda mitad de 2002, como puede verse en el gráfico siguiente.

---

<sup>11</sup> Muchas de las cuales estaban dolarizadas, ajustándose por la inflación de los EE.UU., según rezaban los contratos establecidos al llevarse a cabo las privatizaciones.



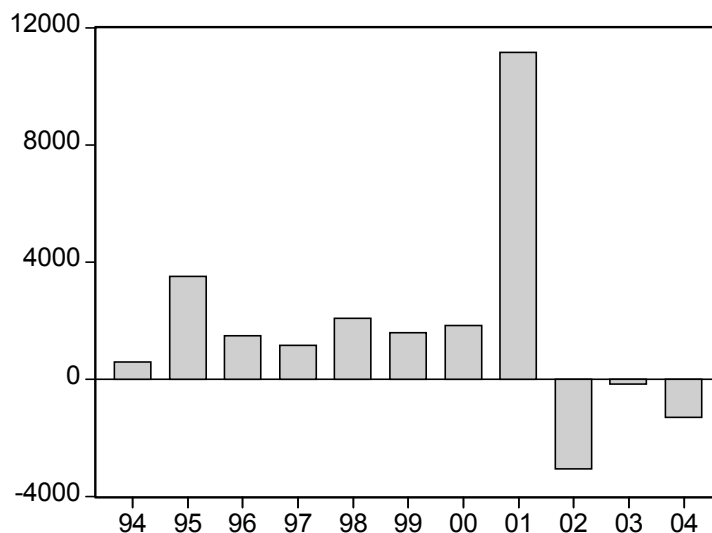
Gráfico 10. Tasas interanuales de variación de los precios al consumidor (IPC) y mayoristas (IPM), datos mensuales, en porcentajes



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Un punto adicional importante que involucra las relaciones del país con los organismos multilaterales se refiere a los flujos de financiamiento neto recibidos por la Argentina de esas instituciones. En este plano se observó un cambio sustancial luego del abandono de la convertibilidad. En concreto, en la fase posterior al *default*, el financiamiento neto del Fondo y de los restantes organismos se tornó negativo. El punto se evidencia en el gráfico siguiente.

Gráfico 11. Financiamiento neto anual recibido de organismos multilaterales en el período 1994-2004 (en millones de dólares)



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

Mientras que en el período 1994-2001 la Argentina recibió financiamiento neto de los organismos multilaterales por más de U\$S 23.000 millones (40% de los cuales se concentraron en 2001), en la fase 2002-2004, al contrario, se pagaron más de U\$S 4.600 millones, en términos netos.

#### ***IV.6 Las principales características de la fase de recuperación***

El repunte del PBI iniciado en la primera mitad de 2002 tuvo una breve fase inicial en la que la demanda global apenas aumentó, y todos los componentes del gasto interno (consumo privado, consumo público, inversión) siguieron contrayéndose, como habían hecho sostenidamente a lo largo de la depresión anterior, aunque a un ritmo menor. De modo que no fue el gasto interno lo que detuvo la declinación del nivel de actividad. Los factores que actuaron expansivamente fueron principalmente las variables de comercio internacional: exportaciones e importaciones, y en especial estas últimas. La demanda comenzó a ser abastecida en mayor medida por bienes producidos internamente, y esta sustitución de importaciones benefició en particular al sector manufacturero. Sin embargo, luego de una corta etapa inicial, la fuente del dinamismo

económico se desplazó claramente hacia los componentes de la demanda interna, en especial a la inversión, que creció a un ritmo anualizado cercano al 40% entre 2002 y 2004, y también al consumo privado.

Es frecuente que se haga referencia al favorable contexto externo como uno de los elementos importantes por detrás de la recuperación económica. En algunos análisis se suele atribuir a un conjunto de factores positivos “exógenos” el grueso de la explicación del repunte. Este, en tales interpretaciones, se estaría verificando a pesar de lo que, desde esa perspectiva, se interpreta como una política económica plagada de errores (falta de plan, excesivo intervencionismo, empleo de instrumentos inadecuados como impuestos “distorsivos”, demoras en la renegociación de la deuda, y en la implementación de “reformas pendientes”, etc.). Si bien la contribución de los factores externos (los altos precios de algunas *commodities* en particular) ha sido indudable, al menos hasta recientemente, el hecho de que el dinamismo de la expansión resida sustancialmente en los factores de demanda interna quita sustancia a esa interpretación.

Debe resaltarse, que la recuperación del consumo y la inversión se dio en un contexto de marcado racionamiento del crédito, tanto externo cuanto interno. La inversión estuvo aparentemente alimentada por mayores ganancias retenidas por firmas y productores, aunque seguramente contribuyó también el “efecto riqueza” derivado de las importantes tenencias de activos externos por parte del sector privado residente. Estos activos, que superan largamente los U\$S 100.000 millones en la actualidad, se valorizaron con la depreciación cambiaria, medidos en pesos, o en comparación con activos internos como inmuebles y tierras. Este mismo factor fue seguramente uno de los que alimentaron la recuperación del gasto privado de consumo.

#### ***IV.7 Ajuste externo y fiscal***

El ajuste experimentado por el sector externo argentino en los últimos años fue, en gran medida, anterior a la devaluación, como puede verse en el gráfico 8, incluido más arriba, donde se aprecia la mejora en el saldo de la cuenta corriente a partir de 1998.

En efecto, la violenta contracción que caracterizó al final de la convertibilidad generó un enorme superávit comercial. El balance de mercancías presentaba un déficit de más de U\$S 3.000 millones en 1998; a partir de entonces se redujo rápidamente y pasó a convertirse en superávit, merced a la reducción del volumen de importaciones. En 2002 ese saldo superaba los U\$S 17.000 millones, y se mantuvo por encima de los U\$S 16.000 millones en 2003 y de U\$S 12.000 millones en 2004. El superávit del comercio revirtió también el signo del saldo de la cuenta corriente, que ha sido positivo los últimos años, aún contabilizando los intereses devengados sobre la deuda en *default* (tal como se hace en las cifras del gráfico 8). En realidad, un problema para la política económica en esta última etapa ha sido el de mantener la paridad cambiaria real, a fin de preservar los incentivos para la inversión en los sectores productores de bienes transables, en un contexto de exceso de oferta de divisas.

En paralelo con el proceso de ajuste externo al que acabamos de hacer referencia, se ha venido produciendo también un fuerte ajuste de las cuentas públicas, que puede constatarse en las cifras del cuadro 7, que se incluye a continuación.

La mejora en el resultado global del Sector Público Consolidado producida entre 2001 y 2004 fue equivalente a nada menos que 10 puntos del PBI. En efecto, se pasó de un déficit global de 5.6% del producto en 2001 a un superávit de 4.5% en 2004.

¿Qué factores explican ese ajuste en el resultado de la caja fiscal? En un 40% se origina en una mejora en las cuentas de los fiscos de provincias, que resulta a su vez del aumento de la recaudación tributaria facilitado por la reactivación y la suba de precios, y de la relativa contención del gasto nominal. De los seis puntos de ajuste en el presupuesto del Sector Público Nacional, entre tanto, un 60% lo explica la mejora del resultado primario (+3,7% del PBI), y el resto se debe a la contracción en los pagos de intereses (-2,4% del PBI) asociada esencialmente al *default* de la deuda soberana.

**Cuadro 7**  
**Ajuste fiscal: Resultado del Sector Público Consolidado (SPC)**  
*(en % del PBI)*

Concepto		2001	2004 (*)	Variation (2004-01)
Sector Público Nacional	Recaudación Tributaria	13,8	18,6	4,7
	Impuesto s/export.	0,0	2,3	2,3
	Imp. al cheque (**)	0,0	1,4	1,4
	IVA	3,1	3,4	0,3
	Impuesto a las Gcia.	2,5	3,4	0,9
	Otros Impuestos	8,2	8,1	-0,1
	Otros ingresos	5,0	4,8	-0,2
	Ingresos totales	18,8	23,3	4,6
	Gasto Total	22,0	20,5	-1,6
	Gasto Primario	18,2	19,1	0,8
Intereses	3,8	1,4	-2,4	
Resultado Primario	0,6	4,3	3,7	
Resultado Total SPN	-3,2	2,9	6,1	
Provincias (***)	-2,4	1,6	3,9	
Resultado Total del SPC	-5,6	4,5	10,1	

(\*) Estimado a partir de datos para el período enero-septiembre.

(\*\*) Impuesto sobre débitos y créditos bancarios

(\*\*\*) Incluye a la Ciudad de Buenos Aires.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía y Producción.

El aumento del superávit primario nacional es explicado a su vez, principalmente, por una mejora de los ingresos tributarios (+4,7% del PBI). Es interesante observar que si bien los ingresos por tributos tradicionales como el IVA y Ganancias se incrementaron de modo importante, no lo hicieron de manera tan considerable medidos como proporción del producto. Entre 2001 y 2004 aumentaron en 1,2% del PBI, tomados conjuntamente. La cuenta que explica decisivamente el aumento de los ingresos tributarios es la que resulta de la reimplantación de los impuestos a la exportación. Las retenciones eran insignificantes en 2001, pero generaron ingresos fiscales equivalentes a 2,3% del PBI en 2004. De ese monto, casi la mitad provenía de las retenciones sobre las exportaciones generadas por el complejo productor de soja y derivados.

De esta manera el sector público capturó parte del efecto de la devaluación sobre la rentabilidad del sector productor de exportables y se benefició también de los elevados precios de algunos productos de exportación como la propia soja y el petróleo. También

fue muy relevante la contribución del impuesto a las operaciones financieras, implantado en 2001; el aumento de la recaudación correspondiente explica un 30% de la mejora en la recaudación total.

Los pagos de intereses sobre la deuda pública merecen un párrafo aparte. Como puede verse en el cuadro, ese flujo pasó de representar casi 4% del PBI en 2001 a sólo 1,4% en 2004, sin considerar, naturalmente, los intereses devengados sobre la deuda en *default* (el cuadro refleja los flujos de caja y no los devengamientos). Sin embargo, los efectos fiscales de la suspensión parcial de pagos del servicio de la deuda son bastante mayores que lo que surge de esa cuenta. Este cálculo no puede hacerse de manera precisa, entre otras cosas porque fue importante la emisión de nueva deuda luego de la cesación parcial de pagos, según se describe en el capítulo siguiente. Pero, a título ilustrativo, puede de todos modos estimarse que el monto de intereses sobre la deuda pública, contabilizados al tipo de cambio de 2004, de no mediar el *default*, habría ascendido en ese año a cifras de entre 9 y 11 puntos del PBI, lo que es equivalente a aproximadamente la mitad de toda la recaudación fiscal del año y, claramente, hubiese resultado incompatible con la recuperación económica y con el restablecimiento de cierto orden social.

Como se señalara más arriba, un aspecto central de la vulnerabilidad financiera fiscal devenía de la altísima proporción de deuda en moneda extranjera, con la consiguiente exposición de las cuentas públicas al impacto de las variaciones cambiarias. La sustancial depreciación cambiaria de 2002 habría tenido, así, un impacto demoledor sobre el equilibrio financiero del sector público. Considerando este aspecto, puede decirse que el “ahorro” fiscal que permitió la suspensión de pagos y la posterior reestructuración ha sido, medido en moneda doméstica o como proporción del PBI, muy considerable.

Sin embargo, los hechos relativos a la evolución macroeconómica expuestos en esta sección muestran que el efecto más importante del *default* y de la ruptura del régimen macroeconómico de los años noventa fue la recuperación de instrumentos de política económica que tuvieron importancia crucial para sacar progresivamente a la economía del negro período marcado por la agonía y el colapso final de la convertibilidad.

#### *IV.8 Necesidades de financiamiento sectoriales y vulnerabilidad financiera*

Los desequilibrios externo y fiscal, cuyo ajuste en los últimos años acabamos de analizar, son determinantes fundamentales de las necesidades de financiamiento sectoriales y, en consecuencia, de la fragilidad financiera de la economía. Dedicamos esta sección al examen de esas necesidades de financiamiento con una perspectiva de conjunto, o de consistencia macroeconómica, según se sugiriera en el capítulo II. Este punto es importante, entre otros aspectos, para evaluar la vulnerabilidad de la trayectoria expansiva actual de la economía ante shocks que puedan afectar negativamente la disponibilidad de recursos financieros.

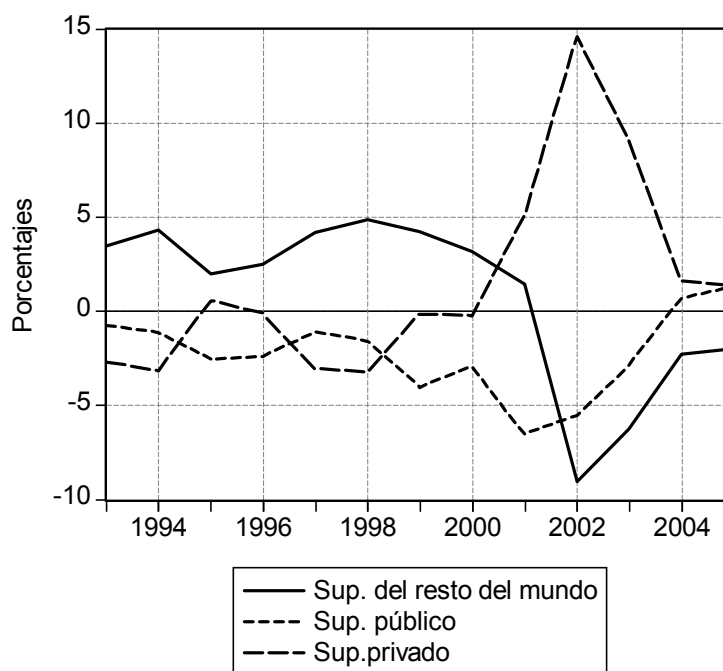
Para comenzar, conviene recordar que el ahorro que realiza cualquier sector económico menos su gasto en bienes de capital (es decir, su inversión en los términos de las cuentas nacionales) es su superávit. Dado que el superávit de un sector tiene que tener contrapartida en el déficit en alguna otra parte del sistema (un déficit es un “superávit negativo”), la suma de los superávit sectoriales en la economía tiene que ser necesariamente nula, como se señalara ya en el capítulo II. Los sectores superavitarios son fuente de fondos netos para los restantes, que son, entonces, usuarios netos de fondos.

Considerando tres sectores (público, privado y resto del mundo), las cifras de la economía argentina presentan las trayectorias de los superávit agregados que se ilustran en el gráfico 12, incluido más abajo. Allí también se constata, naturalmente, el drástico cambio producido en los últimos años. En primer lugar, el superávit del resto del mundo (que es igual al ahorro externo según la convención de las Cuentas Nacionales o, en otros términos, al resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo) pasa de positivo a negativo. La principal contrapartida de ese movimiento fue, inicialmente, la muy fuerte suba del superávit privado en 2002-2003, pero luego también contribuyó la recuperación del resultado del sector público, al tiempo que el superávit privado tendía a declinar, aunque manteniéndose aún en terreno positivo.

Según puede preverse a partir de los comportamientos recientes y actuales, en 2005 la economía tendría una estructura de superávit marcadamente diferente a la de los años

noventa: ahorro externo negativo del orden de 3 puntos del PBI, o un poco por debajo de esa cifra (frente a valores positivos de un orden de magnitud semejante en el promedio de los noventa), con contrapartida en resultados positivos tanto del sector público cuanto del sector privado residente. Esa configuración no tiene precedentes a la vista. Esos superávits serían, en ambos casos, relativamente pequeños, aunque posiblemente el superávit público estimado para 2005 resulte una subestimación, habida cuenta de la trayectoria de las cuentas fiscales en los últimos trimestres.

Gráfico 12. Evolución de los superávits sectoriales como porcentajes del PIB a precios corrientes (2005, proyectado)



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Las perspectivas para 2005-2007 indicarían que la tendencia previsible al aumento del ahorro externo tendría como contrapartida, esencialmente, una reducción del superávit privado. Este se tornaría negativo, alcanzando cifras del orden de 2% del PBI o algo mayores en valor absoluto. En cambio, cabe esperar que el superávit público se mantenga en la zona positiva, en cifras del orden de 1 a 2 puntos del PBI, habida cuenta del lineamiento estratégico de no emisión de nueva deuda neta que ya hemos



mencionado. Estas cifras no pretenden precisión cuantitativa, sino contribuir a definir los trazos cualitativos básicos del escenario central esperable para el lapso mencionado. Lo esencial de estas observaciones es indicar que las necesidades de financiamiento-flujo de los agentes residentes son en la actualidad, luego del fuerte ajuste externo y fiscal producido en los últimos años, y posiblemente serán en lo inmediato, considerablemente menores que en el pasado, lo que reduce mucho la vulnerabilidad de la economía, en particular frente a perturbaciones financieras externas de carácter negativo.

Ya hemos señalado también que otra orientación clave de la política macroeconómica vigente es la de mantener como una meta intermedia la preservación del tipo de cambio real. Esta política tiene diversos otros objetivos (en materia de crecimiento, inversión y empleo), pero también apunta a evitar la dependencia del ahorro externo que caracterizara, por ejemplo, a la configuración macroeconómica de los años noventa.

#### ***IV.9 La cuestión del financiamiento de la inversión***

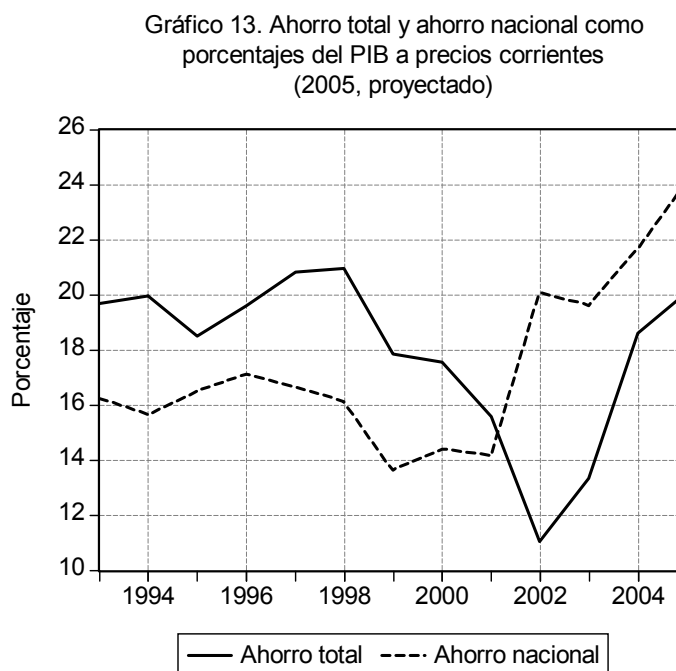
En el capítulo II sugerimos que en el análisis de vulnerabilidad externa resulta relevante examinar la participación de recursos externos en el financiamiento de la inversión bruta interna.

La inversión ha venido recuperándose velozmente a lo largo de la reactivación económica en curso. En un plano agregado, el desempeño reciente de esa variable dista mucho de ser decepcionante. Sin embargo, frecuentemente se escucha argumentar que “falta inversión”, y el argumento se apoya a veces en que esta enfrentará un límite en la capacidad de ahorro interno. Es imprescindible, se dice, la contribución del ahorro externo, porque el que pueden hacer los agentes residentes es insuficiente. Para evaluar esta cuestión, comenzaremos por el examen del comportamiento del ahorro macroeconómico en los últimos años.

En primer lugar, cabe recordar que, como señaláramos en el capítulo II, la inversión (I) es, en el cómputo de cuentas nacionales, igual al ahorro total (ATOT), que a su vez es el ahorro nacional (ANAC) más el ahorro externo (AE):

$$I = ATOT = ANAC + AE.$$

El gráfico que sigue presenta la evolución del ahorro total y de sus principales componentes.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

El cambio en el comportamiento observado en los últimos años es muy notable. El ahorro total se desplomó luego de 1998, en la fase de depresión, y se ha recuperado fuertemente en el último bienio. Al igual que la inversión total, retornará probablemente, en el corriente año, a un nivel comparable al promedio del período 1993-97.

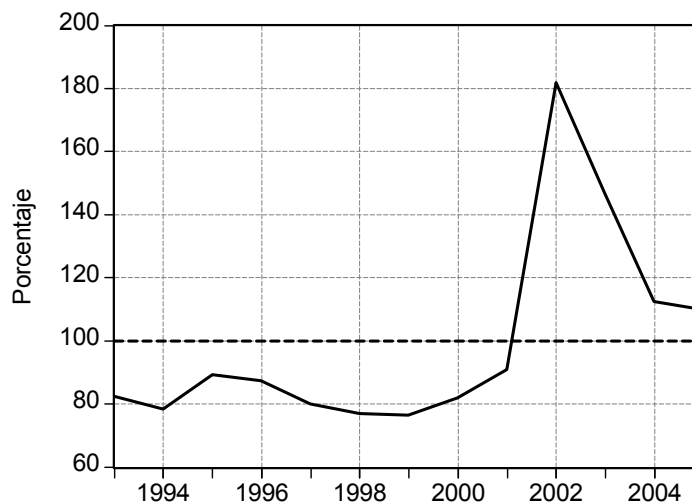
Sin embargo, aún más notable es el cambio en su composición. La diferencia entre las dos curvas del gráfico 13 representa al ahorro externo. Este era positivo hasta 2001 (promedió 3,3% del PBI entre 1993 y ese año) pero se hizo negativo posteriormente.

Este año rondaría una cifra de entre dos y tres puntos del PBI en valor absoluto.<sup>12</sup> Obsérvese que de niveles de más de 3% del PBI en los años noventa, el ahorro externo ha pasado a ubicarse actualmente en cifras de un orden de magnitud parecido, pero negativas. Es decir que el ajuste externo realizado en los últimos años se ubica en torno de los seis puntos del PBI.

Otra forma de ver esto mismo es considerando qué proporción de la inversión total se financia con ahorro nacional. Presentamos ese dato en el gráfico siguiente.

La ilustración muestra que, luego de haber financiado alrededor de 80% de la inversión total a lo largo de la década pasada, el ahorro nacional no sólo ha pasado a cubrir la totalidad de la inversión sino que además compensa un flujo de ahorro externo negativo que equivaldrá, en el corriente año y en el próximo, a cifras superiores a 10% de la inversión total.

Gráfico 14. Porcentaje de la inversión total financiado con ahorro nacional (2005, proyectado)



<sup>12</sup> Recuérdese que el ahorro externo es idénticamente igual, en el sistema de cuentas nacionales, al superávit externo del que acabamos de hablar en la sección precedente. La cuestión que discutimos aquí está entonces, naturalmente, conectada muy íntimamente con la que acabamos de considerar. Cabe también mencionar que la serie de ahorro externo que utilizamos es la elaborada por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, que se corresponde con el resultado en cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo (en otros términos, una cuenta corriente deficitaria indica que el país está utilizando ahorro externo, mientras que un superávit en cuenta corriente expresa lo contrario). En el cálculo del saldo en cuenta corriente se han venido computando, en el período 2002-2004, restando, los devengamientos de intereses sobre la deuda en default, según la práctica habitual. Si estos no se consideraran, el superávit en cuenta corriente de esos años resultaría más abultado, y el ahorro externo, por ende, sería también mayor en valor absoluto, aunque siempre negativo.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

#### ***IV.10 Un escenario de menor fragilidad, pero no consolidado aún***

La descripción del panorama macroeconómico actual que se ha planteado indica que hay muchos elementos favorables para la continuidad del sendero expansivo que la economía argentina viene transitando. En primer lugar, la inversión se está recuperando a ritmo notable y va a camino de retornar a niveles que podrían considerarse normales; y esa inversión se financia completamente con recursos internos de ahorro, los que incluso compensan un flujo importante de ahorro externo negativo. Esto último significa que la economía no enfrenta restricciones serias por el lado de la disponibilidad de divisas (la llamada “brecha externa”), que tantas veces en el pasado se constituyera en un limitante primordial del crecimiento. No los enfrenta tampoco por el lado fiscal, puesto que en este plano también puede esperarse una situación aproximadamente equilibrada y la ausencia de desplazamiento del sector privado, por parte del sector público, de los mercados de crédito.

En ambos planos, sin embargo, hay cuestiones importantes aún pendientes. En relación con el sector externo, el esquema de consistencia que acompaña al canje de la deuda que estaba en default supone el refinanciamiento parcial de obligaciones con los organismos multilaterales, que no está garantizado aún. Al contrario, el panorama de la negociación con el FMI se plantea, evidentemente, bastante complicado. Eso se debe en parte a la persistencia de una fracción de la deuda en default, debido a la renuencia de parte de los tenedores de bonos argentinos a aceptar las condiciones de la oferta argentina. Se debe también a la persistencia de la situación de indefinición en materia de tarifas y de renegociación de muchos contratos de servicios en áreas privatizadas en los años noventa. Este punto se vincula también con el sector externo, puesto que afecta los flujos de inversiones directas hacia el país. Por otra parte, si bien se han venido observando algunos signos alentadores hacia fines de 2004, las exportaciones no han presentado un comportamiento muy dinámico en los últimos años. Es de esperar que la respuesta al incentivo cambiario opere con cierto rezago, por lo que sería posible que la aceleración reciente se consolide en el futuro. Eso es esencial para evitar un aumento de la vulnerabilidad externa, que se reflejaría en un deterioro de indicadores como

“resultado de la cuenta corriente/exportaciones”, que hemos considerado más arriba en el trabajo. Por esta razón, fundamentalmente, es de gran relevancia el lineamiento estratégico de preservación de un nivel elevado de la paridad cambiaria real.

En el plano fiscal, un punto importante es que buena parte del ajuste alcanzado recae en impuestos llamados “distorsivos” (retenciones, impuesto al cheque), que el gobierno se ha comprometido, además, a eliminar progresivamente. Y, adicionalmente, también contribuyó al equilibrio de las cuentas públicas el deterioro de las remuneraciones reales de los trabajadores estatales. Estos factores ejercen cierta presión sobre la configuración presente de la situación fiscal y ponen en evidencia que se requerirá cierto esfuerzo para mantener el equilibrio financiero del gobierno corrigiendo progresivamente estos problemas.

Volviendo al tema de la continuidad de la expansión, cabe señalar que los principales factores determinantes de la demanda agregada, entre los que se destaca el cuadro de incentivos que derivan de los precios relativos vigentes, se mantienen relativamente estables, lo que abona la idea de continuidad de la recuperación. Más aún, el incipiente repunte y a buen ritmo, del crédito interno, puede contribuir en el mismo sentido. Las subas de precios que han creado cierta preocupación a comienzos de 2005 no configuran aún propiamente un escenario inflacionario (es decir, de un alza permanente de los niveles de precios), aunque seguramente darán lugar a cierto ajuste, en un sentido de mayor austeridad, de la política fiscal en particular. Sin embargo, dado el fuerte ritmo de incremento del producto, es probable que ese cambio moderado de orientación pueda provocar cierta desaceleración, pero casi seguramente no una reversión de la tendencia expansiva.

En las dos expansiones previas (extendidas desde 1990 a 1994, la primera, y desde fines de 1995 a mediados de 1998, la segunda), la reversión de la tendencia expansiva estuvo asociada con contextos de fragilidad financiera y externa y con shocks externos negativos, que fueron los detonantes de la inflexión. Si bien la actual expansión también puede enfrentar, naturalmente, la amenaza de shocks externos negativos importantes, las condiciones de vulnerabilidad financiera interna y externa de la economía son, como acabamos de analizar, mucho más favorables que las de los años noventa y atenuarían mucho el impacto de ese eventual shock. Los principales aspectos de esta mayor

fortaleza son el tipo de cambio depreciado (y el régimen de tipo de cambio flotante, que da un margen mayor de respuesta ante perturbaciones externas negativas), el superávit en la cuenta corriente y la consecuente menor dependencia financiera externa, y el superávit fiscal.

## V. LA DEUDA PÚBLICA DESPUÉS DE LA REESTRUCTURACIÓN, Y PROYECCIONES DE INDICADORES

El cuadro que sigue presenta las principales cifras relativas a las variaciones de la deuda pública desde el *default* hasta el momento posterior al reciente cierre del canje.

**Cuadro 8**  
*La deuda pública después del canje reciente*  
*y los principales factores de variación desde la cesación de pagos*  
*(en millones de dólares)*

Deuda Bruta al 31/12/2001	144453
+ Emisión nueva deuda	20712
Bodenes	19375
Bocones	1336
+ Nueva deuda con el BCRA	3220
+ Bono Garantizado Provincial	10454
+ Var. por tipos de cambio	5142
+ Acum. de atrasos de intereses	21126
Subtotal	205195
(-) Pesificación (incluye ajuste por CER)	-3362
(-) Reducción de deuda por Canje	-40432
(-) Pagos netos a Orgs. Internacionales	-3522
(-) Otros	-11212
Deuda después del Canje (incluyendo "holdouts") (a)	146668
(-) Quita de capital estimada sobre los "holdouts" (b)	-17181
Deuda después del Canje con quita sobre los holdouts	129487

- (a) Incluye el valor nominal total de los bonos en situación de default, no presentados al canje, más intereses devengados.
- (b) Asumimos una quita tal como la que resultaría si todos los bonos no canjeados fuesen sustituidos por bonos con descuento con características similares a los del canje ya realizado.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y de AGM Finanzas.

Tal como se indica allí, la deuda pública total superaría los 146 mil millones de dólares luego del canje, pero eso en caso de incluir el valor nominal total de los títulos. Si se asume, como hacemos en el cuadro, que todos esos papeles acaban siendo canjeados por bonos con descuento de las mismas características de los ofrecidos en la reestructuración reciente, la correspondiente quita dejaría a la deuda total en un valor algo inferior a los 130 mil millones de dólares, estimativamente.

Vale la pena mencionar, sin embargo, diversas cuestiones pendientes que hay que tomar en cuenta, además de esas cifras en sí mismas. Por una parte, además de los bonos no presentados al canje, cuyo destino está aún por definirse, hay también otras deudas pendientes de regularización, que suman más de 7.600 millones de dólares, de los cuales casi dos tercios corresponden a pasivos con gobiernos nucleados en el Club de París. Además, existen pasivos contingentes que pueden hacer que ese valor de deuda resulte una subestimación. Por un lado, hay un gran número de demandas ante el CIADI, por un monto total que ronda los 20 mil millones de dólares. Por otro, el canje involucró también la emisión de unidades de deuda ligadas al PBI, cuyo flujo de pagos futuros dependerá del curso que tome la economía. Estas obligaciones no están contempladas en el cuadro 8.

Además de la quita reflejada en esas cifras, la **estructura del endeudamiento público** se ha modificado significativamente. En primer lugar, la **tasa de interés** promedio sobre la deuda en títulos se redujo de 9,5% a aproximadamente 4,3% anual (aunque buena parte de la deuda emitida en pesos se ajusta por precios internos, lo que hace que esa comparación no resulte del todo precisa). El costo promedio de toda la deuda baja, por ese factor, de aproximadamente 7,25% a 4,45% anual, aunque con la misma salvedad relativa a que es significativa la participación en el total de obligaciones ajustables por precios internos. En segundo lugar, la reestructuración implicó un importante alargamiento del **plazo medio** de la deuda en bonos, que se incrementó en aproximadamente 18 años (de poco más de 10 años a poco más de 28), aunque el efecto sobre la deuda total es bastante menor, puesto que pasa de alrededor de 8 años de plazo promedio a aproximadamente 10,4 años. En tercer lugar, y como ya se mencionó, fue muy importante también el aumento de la participación de la **deuda en pesos**. Esta representaba una fracción insignificante (aproximadamente 1,25%) de la deuda elegible para el canje, pero constituye un 47% de la deuda reestructurada, y aproximadamente un

33% de la deuda total luego de esta operación. En cuarto lugar, se incrementó la proporción de la deuda pactada a **tasas de interés fijas**, la que pasó de 60% a alrededor de 73% del total, y se acercaría al 90% si los “holdouts” acabasen siendo canjeados por títulos a tasa fija de características similares a los bonos con descuento ofrecidos en el canje reciente, aunque esto parece muy poco probable en lo inmediato.

### *V.1 Simulación de trayectorias*

Los datos de nivel y estructura del endeudamiento permiten definir trayectorias posibles de algunos de los indicadores de fragilidad cuyo cálculo y monitoreo proponemos. Para ello son necesarios, sin embargo, varios elementos adicionales.

En primer lugar, es imprescindible partir de ciertos supuestos sobre la trayectoria de un conjunto de variables macroeconómicas: producto, resultado fiscal primario, recaudación tributaria, inflación, tipo de cambio nominal y real. Esos supuestos pueden tratarse en la forma de “escenarios” alternativos. Cada escenario involucra un conjunto de supuestos sobre esas variables, que deben ser consistentes, es decir, deben guardar cierta correspondencia entre sí y con otras variables no mencionadas. En segundo lugar, son necesarios algunos supuestos adicionales de naturaleza financiera. Los más importantes son el nivel de las tasas de interés a la que podrá colocarse nueva deuda (aunque sólo se la emita para cancelar deuda que va venciendo), y la secuencia de pagos netos a las instituciones multilaterales, cuestión que está todavía abierta y de resultado incierto.

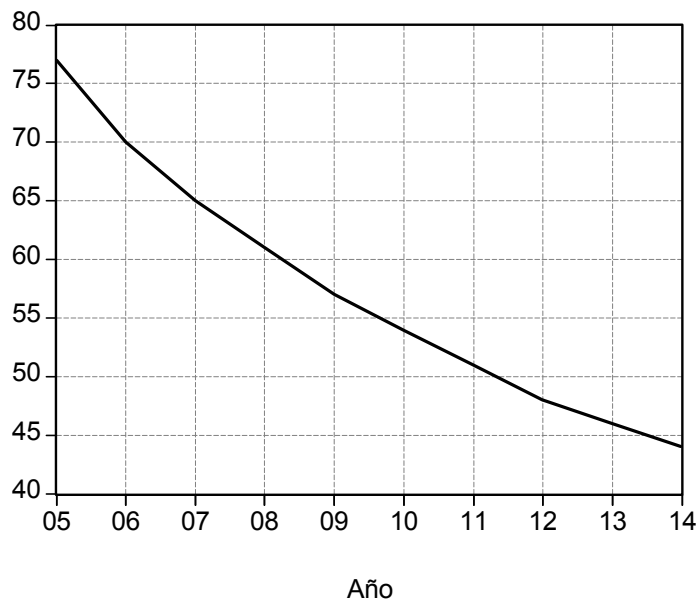
Puede diseñarse un modelo sencillo de simulación en el sea posible introducir y cambiar dichos supuestos, para dar lugar a distintos ejercicios que permitan explorar las trayectorias posibles de los indicadores de fragilidad, bajo diferentes escenarios. A fin de ilustrar esa posibilidad, hemos realizado algunos ejercicios, basándonos en los supuestos macroeconómicos que forman parte del “escenario base” del gobierno argentino, y en algunos supuestos adicionales. Asumimos que la nueva deuda que va sustituyendo a la que amortiza se coloca al 8% anual en dólares. Asumimos también pagos netos anuales de 500 millones de dólares sobre el capital adeudado a las instituciones financieras multilaterales. Cabe acotar que los supuestos macroeconómicos



del escenario base del gobierno nacional son consistentes con los “lineamientos estratégicos” mencionados en la introducción del informe. En particular, con la idea de no colocar nueva deuda pública neta por muchos años, y la de mantener un nivel relativamente elevado del tipo de cambio real.

Con esos elementos como punto de partida, trazamos las trayectorias probables de algunos indicadores de endeudamiento, que presentamos a continuación. Los indicadores proyectados corresponden a la deuda pública y a los intereses de esa deuda, pero no alcanzan a las obligaciones privadas con el resto del mundo, cuya formulación presenta un poco más de dificultad puesto que requerirían proyecciones más detalladas del sector externo a largo plazo, que son ciertamente factibles pero van más allá de los objetivos alcanzables en este trabajo en particular.

Gráfico 15. Proyección de la relación entre la deuda pública total y el PIB (%)

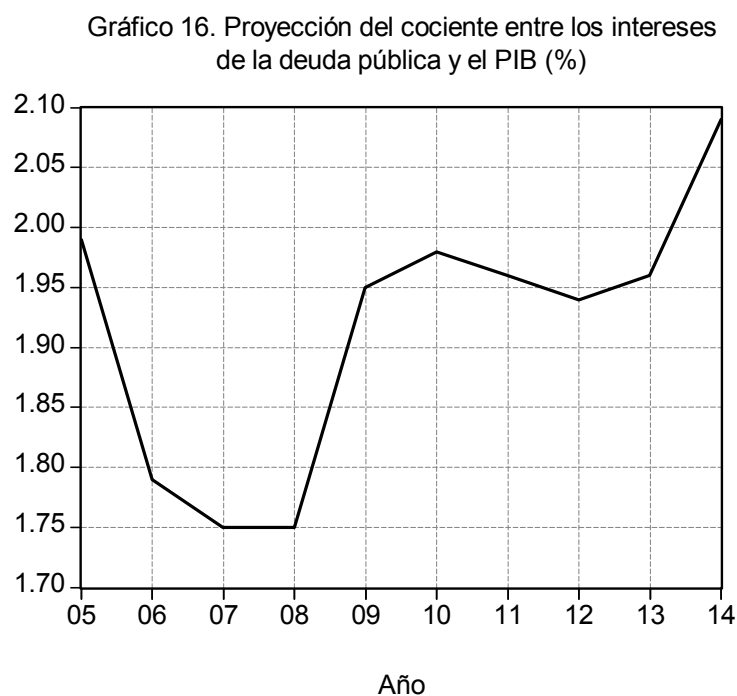


**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía, de AGM Finanzas y estimaciones propias.

Como se ve en la ilustración, la deuda total (considerando una quita sobre los títulos no canjeados tal como la indicada en el cuadro 8), rondaría este año en valores de entre 75 y 80% del PBI. Pero a partir de allí, dados los supuestos que hemos mencionado (que incluyen aquellos contemplados en el “escenario macro base” del Gobierno Nacional)

debería declinar sostenidamente, cayendo por debajo del 45% del producto hacia el año 2014. Una mayor tasa de crecimiento del PBI, un mayor superávit primario o una mayor apreciación del peso acentuarían la caída en ese indicador de endeudamiento. No presentamos aquí el cálculo de la relación de endeudamiento calculada a tipo de cambio de PPP, pero cabe señalar que, en el punto de partida, es decir, en 2005, ese indicador resultaría de aproximadamente 55% (unos 20 puntos por debajo del presentado en el gráfico), calculado de ese modo. Esto es así puesto que, naturalmente, el tipo de cambio actual es considerablemente más elevado que el promedio del período 1935-2003, tomado como base de comparación.

El gráfico siguiente muestra la relación proyectada entre los intereses de la deuda pública y el PBI.



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía, de AGM Finanzas y estimaciones propias.

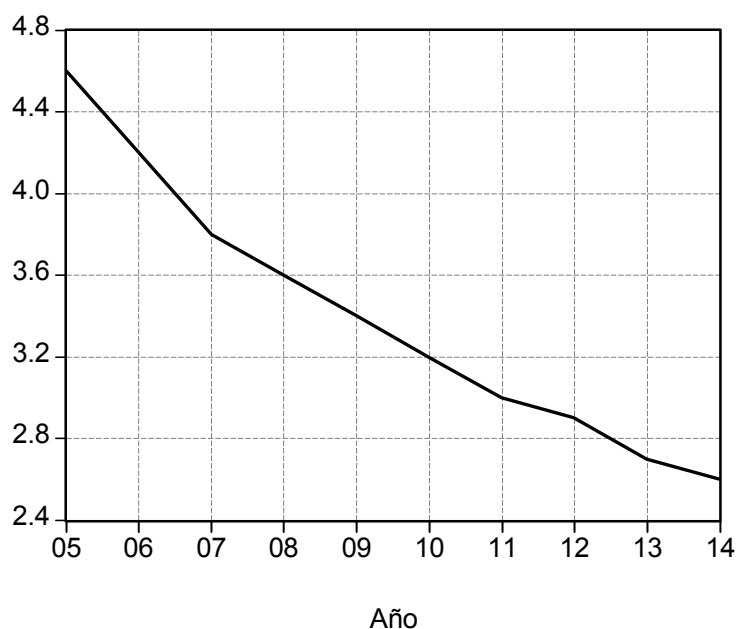
Este gráfico presenta un perfil bien diferente del anterior. Luego de una caída inicial, el peso de los intereses tiende a subir, lo que se debe en parte a que los instrumentos emitidos en el canje reciente tienen tasas de interés crecientes en el tiempo. Pero lo más

importante es constatar, en este caso, que aún en 1914 el peso de los intereses totales apenas supera los 2 puntos del PBI, cifra que se asemeja mucho al promedio del lapso 1980-2001, y es aproximadamente equivalente a dos tercios de la carga promedio en el período 1998-2001. Por otra parte, la carga promedio proyectada para el período 2005-2014 es de 1,9% del PBI.

Los dos gráficos siguientes presentan, por último, los cocientes proyectados entre la deuda pública total y la recaudación tributaria, en primer término, y entre los intereses de la deuda pública y la recaudación, luego. Los presentamos para ilustrar el orden de magnitud de esos cocientes, más que las trayectorias, puesto que estas son similares a las observadas más arriba, en el caso de los cocientes entre esas variables de endeudamiento y el PBI. Esto es así porque en la proyección de la recaudación se ha asumido una carga tributaria efectiva constante, e igual a la observada en 2004.

Así, actualmente la deuda resultaría equivalente a poco más de cuatro veces y media la recaudación tributaria anual total (incluyendo las contribuciones a la seguridad social), pero ese cociente declinaría hasta ubicarse alrededor de 2 veces y media hacia mediados de la década próxima.

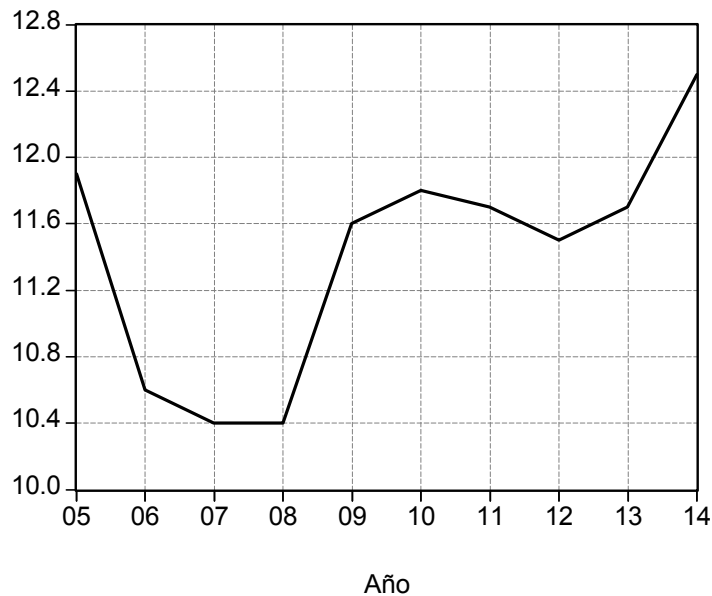
Gráfico 17. Proyección del cociente entre la deuda pública total y la recaudación tributaria del Gobierno Nacional



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía, de AGM Finanzas y estimaciones propias.

Por su parte, los intereses de la deuda promediarían 11,4% de la recaudación en todo el período considerado, cifra que si bien supera a lo observado a comienzos de los años noventa, resulta bastante menor a lo observado en el crítico período 1998-2001, y, en especial, equivale a menos de la mitad de lo observado en el último año de ese lapso, ya en la fase de crisis terminal del régimen de convertibilidad.

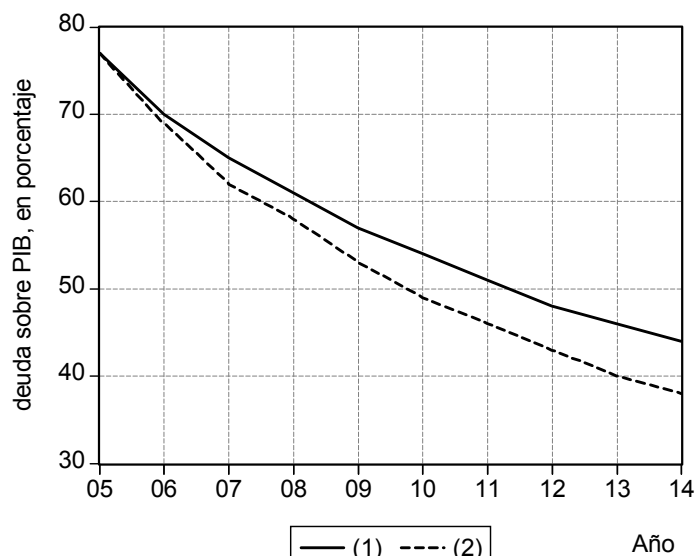
Gráfico 18. Cociente proyectado entre los intereses de la deuda pública y la recaudación tributaria del Gobierno Nacional (%)



**Fuente:** elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía, de AGM Finanzas y estimaciones propias.

Finalmente, conviene resaltar nuevamente que estas proyecciones son naturalmente sensibles a los supuestos utilizados. En el escenario base del Gobierno Nacional, por ejemplo, la tasa de crecimiento esperada del producto es de 4,3% en 2005 y declina luego lentamente hasta alcanzar un 3% en 2014. La tasa media de crecimiento del período 2005-2014 es de 3,4%. Si, en cambio, la tasa de crecimiento del PBI real alcanzase un 5%, la trayectoria declinante sería naturalmente bastante más acentuada. El punto se refleja en el gráfico siguiente.

Gráfico 19. Comparación de las proyecciones de endeudamiento con distintas tasas de crecimiento del PIB



Fuente: elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía, de AGM Finanzas y estimaciones propias.

Como se ve, con un crecimiento promedio de 5%, que no difiere significativamente, por ejemplo, del alcanzado por la Argentina en la larga fase de expansión 1964-74 (lo que señalamos para abonar la idea de que no es un ritmo de crecimiento poco factible), el cociente de endeudamiento ilustrado caería por debajo de 40% hacia mediados de la década próxima. Esta proyección no contempla, sin embargo, los mayores pagos que generarían, en este caso, las unidades vinculadas al PBI emitidas con el reciente canje.

