

SERIE
DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN EGE

“EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA
ARGENTINA DURANTE LOS ‘90”

Autor: Lic. Mariana Sangermano¹

Río Cuarto y Rosario, Febrero 2006

Abstract

Para entender las causas del default argentino de 2001, en el presente documento se analiza la evolución de la deuda durante los ‘90. El establecimiento del régimen de convertibilidad impidió que se emitiera dinero para financiar el déficit fiscal, de modo que el mismo tuvo que cubrirse con endeudamiento. El desequilibrio del sector público creció debido al aumento del gasto público, a la reforma previsional, a la suba de las tasas de interés internacionales y a los resultados de las finanzas provinciales.

En relación con la política fiscal, el atraso cambiario fue señalado como la otra razón de la acumulación de deuda durante la década. El gobierno, preocupado por la pérdida de competitividad que ello significaba, buscó compensar a los productores de bienes transables reduciendo su carga tributaria. La sobrevaluación también provocó déficits de cuenta corriente, que en principio se sostuvieron gracias al ingreso de capitales privados, pero que necesitaron del endeudamiento público con el exterior durante las recesiones de mediados y fines del decenio.

Y en cuanto a la influencia de las condiciones externas en el endeudamiento, nuestro país se mostró vulnerable a la orientación de los flujos de capitales y a la evolución de precios relativos. En particular, desde 1995 las crisis mexicana y rusa fueron determinantes de la pérdida de confianza de los inversores en los países emergentes, mientras que en 1999 la apreciación del dólar, la devaluación en Brasil y la caída de los términos de intercambio empeoraron las cuentas externas. Estos shocks provocaron pérdida de reservas internacionales, salida de capitales, aumento del riesgo país y, con ello, de las tasas de interés.

¹ Licenciada en Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística, Universidad Nacional de Rosario.

Abstract

In order to understand the causes of the Argentinean default of 2001, the present document analyzes the evolution of the debt during the nineties. The setting-up of a fixed exchange rate regime prevented from printing money to finance the budget deficit, which had to be covered with debt. The public deficit grew due to the increase in the public expenditure, the reform in the social security, the rise in the international interest rates and the results of provincial finances.

As regards the fiscal policy, the decrease in the rate of exchange was indicated as the other reason for the growing debt during the decade. The government tried to compensate producers of tradable goods for the loss of competitiveness by reducing their taxes. The low exchange rate also resulted in deficits on current account, which at first were financed by private capital inflows, but during the recessions of the middle and end of the decade public indebtedness was necessary.

Concerning the influence of external conditions, our country became vulnerable to the direction of capital inflows and the evolution of relative prices. In fact, since 1995 the Mexican and Russian crises determined the loss of confidence by investors in emerging countries, while in 1999 the appreciation of dollar, the devaluation in Brazil and the falling terms of exchange worsened external accounts. These shocks led to a decrease on international reserves, capital outflows, a rise in sovereign risk and, therefore, in interest rates.

Índice

I. Introducción.....	3
II. Política fiscal y cuentas públicas.....	4
III. Tipo de cambio real y cuentas externas.....	12
IV. Impacto de los shocks externos y endeudamiento.....	20
V. Bibliografía.....	23

I. Introducción

En este documento se analizará el incremento de la deuda desde el Plan Brady. Es decir, se supondrá que la crisis de los '80 fue parcialmente solucionada con la implementación de aquel programa y se pasará a considerar la acumulación de deuda durante la década del '90 para luego explicar el default de fines de 2001 como una nueva crisis, con menos efectos sobre América Latina que la moratoria mexicana pero más importante en cuanto a los montos involucrados.

El paradigma económico argentino cambia en este período, signado por una inclinación a las ideas del neoliberalismo a partir de la implementación de reformas estructurales acordes a los postulados del Consenso de Washington. El mismo establecía una serie de recomendaciones para las economías latinoamericanas, que se pueden resumir en los siguientes puntos:

- disciplina fiscal para evitar que el déficit se financie con impuesto inflacionario;
- prioridad del gasto en áreas marginales pero con capacidad de generar altos rendimientos económicos y de mejorar la distribución del ingreso, tales como la atención primaria de la salud, la enseñanza básica y la infraestructura;
- reforma tributaria para aumentar los incentivos y promover la equidad horizontal;
- desregulación financiera, con el objetivo final de que las tasas de interés se determinen por el mercado;
- tipos de cambio unificados y competitivos que estimulen el crecimiento acelerado de las exportaciones no tradicionales;
- apertura y liberalización comercial, sustituyendo restricciones cuantitativas por aranceles que se reduzcan progresivamente;
- supresión de barreras a la entrada de empresas extranjeras y respeto a la propiedad intelectual para atraer inversiones externas;
- reducción de la intervención del Estado en la economía mediante privatizaciones de empresas públicas;
- eliminación de regulaciones que impidan la participación de nuevas empresas o restrinjan de alguna manera la competencia;
- reconocimiento de derechos de propiedad y mantenimiento de reglas de juego estables, dando confiabilidad a las instituciones.

En nuestro país, la experiencia hiperinflacionaria puso de manifiesto los costos del manejo monetario irrestricto y convirtió a la estabilización de precios en una prioridad. Ello justificó la adopción del Plan de Convertibilidad en abril de 1991, que no sólo exigía la solvencia fiscal intertemporal para mantener el tipo de cambio fijo, sino que también restringía la posibilidad de aplicar una política monetaria activa. Las reformas estructurales y el plan de estabilización provocaron una fuerte reactivación de la inversión y el consumo, que se vieron impulsados por la expansión del crédito ante la caída de la inflación.

El crecimiento económico en los primeros años fue grande, pero a fines de 1994 la devaluación en México generó efectos contagio que sirvieron de advertencia sobre fallas del esquema de convertibilidad. También otras crisis externas (del Sudeste Asiático, de Rusia, de Brasil) dejaron al descubierto la vulnerabilidad de la economía argentina a los flujos de capitales extranjeros e incluso a las variaciones exógenas de

precios relativos (en especial, el deterioro de los términos de intercambio y la fortaleza del dólar).

Con el fin de explicar por qué el nuevo rumbo tomado no evitó la explosión de deuda pública que finalizó en la suspensión de su pago nos enfocaremos en dos aspectos fundamentales de la política económica de los '90: el déficit fiscal y el atraso cambiario.

II. Política fiscal y cuentas públicas

Para entender las causas y los efectos del endeudamiento público es preciso analizar la restricción presupuestaria del gobierno, dada por la igualación de gastos y fuentes de financiamiento². Los primeros comprenden: gasto operativo G (en salarios, bienes y servicios, y gasto de capital); pago de intereses sobre la deuda pública interna i.D; y pago de intereses de la deuda pública externa i*.D*.

El financiamiento puede provenir de: ingresos I (tributarios, no tributarios y de capital); incremento de la base monetaria ΔB; aumento de la deuda pública interna ΔD; y acrecentamiento de la deuda pública externa ΔD*. Siendo E el tipo de cambio nominal utilizado para expresar todas las variables en términos de la moneda nacional, podemos formular:

$$G + i.D + i*.E.D* = I + \Delta B + \Delta D + E.\Delta D*$$

Se define el déficit consolidado DC como el déficit primario (derivado de la diferencia entre gasto operativo e ingresos) más los pagos por intereses. Es decir, cuando el sector público incurre en déficit decide endeudarse, ya sea utilizando deuda interna que no paga intereses (ΔB), o deuda no gratuita -interna y/o externa-. Entonces, se puede reescribir:

$$(G - I) + (i.D + i*.E.D*) = DC = \Delta B + \Delta D + E.\Delta D*$$

A partir de la ecuación anterior pueden obtenerse los determinantes del endeudamiento interno, despejando: $\Delta D = DC - \Delta B - E.\Delta D*$. Por otro lado, suponiendo que no hay movimiento de capitales ni acumulación de reservas, la variación del endeudamiento externo resultará de extraer del pago de intereses externos lo que corresponda al saldo del balance comercial BC, de modo que: $\Delta D* = i*.D* - BC*$.

La teoría dice que la variación de deuda pública debe ser igual al déficit fiscal. En función de las formulaciones previas, podemos presentar el incremento de deuda a través de la siguiente expresión:

$$\Delta D = DC - \Delta B - i*.E.D* + E.BC* = G + i.D + E.BC* - (I + \Delta B)$$

Esto significa que el aumento del endeudamiento del sector público surge de la diferencia entre gastos (operativo, para pagar intereses sobre la deuda interna y para comprar divisas según el saldo comercial) e ingresos, convencionales (I) y no convencionales (impuesto inflacionario).

Con este marco teórico analizaremos en esta sección cómo las variables fiscales influyeron en el nivel de deuda de los '90. En particular, observaremos la evolución de los gastos operativos, los pagos de intereses y los ingresos convencionales. El incremento de la base monetaria no se considerará, pues el Plan de Convertibilidad estableció la prohibición de financiar el déficit fiscal con creación de dinero. Por otra

² En esta parte se sigue el marco conceptual usado en [Artana , Libonatti y Rivas, 1990].

parte, en la próxima sección se verá la contribución de las cuentas externas al aumento del endeudamiento.

Antes de comenzar es necesario aclarar que, como no se cuenta con series oficiales y homogéneas de las cuentas públicas argentinas, se recurrirá a datos estimados por diversos autores que han trabajado sobre el tema. Otro asunto digno de mención es que en la práctica no se ha cumplido con la identidad entre la variación del stock de deuda pública y las cifras de déficit consolidado³ durante la convertibilidad. En el siguiente cuadro se puede ver que la mayor diferencia se acumula hasta 1994, principalmente debido al reconocimiento de deudas -previsionales y con proveedores del Estado- devengadas en períodos anteriores.

Cuadro 10: Diferencia entre el déficit consolidado y la variación de deuda pública (Base devengado, en millones de US\$, a precios corrientes)

	1992-1994	1995-1997	1998-2001	Total
Déficit del sector público consolidado	3.247	20.815	45.835	69.897
Variación de la deuda pública bruta	25.094	22.659	52.817	100.570
Discrepancia (1+2+3+4+5)-(6+7)	21.847	1.844	6.982	30.673
Deudas anteriores (1)	22.859	3.892	5.947	32.698
Intereses capitalizados (2)	2.255	3.135	1.624	7.014
Diferencias de cambio (3)	-599	-3.381	-5.665	-9.645
Variación de activos (4)	3.205	2.842	-152	5.895
Otros factores (5)	3.561	-4.604	5.228	4.185
Rescate por privatizaciones (6)	7.111	40	0	7.151
Quita del Brady (7)	2.323	0	0	2.323

Nota: La variación de la deuda del Banco Central con los organismos multilaterales no se incluye aquí porque no tiene origen ni uso fiscal.

Fuente Elaboración propia basada en datos de Damill, Frenkel y Juvenal (2003)

Asimismo, Teijeiro (2001) señala que desde el gobierno se practicó una “contabilidad pública errónea y arbitraria”⁴ a lo largo del período en estudio, de modo que las cifras oficiales no son del todo confiables para sacar conclusiones. Ello se hizo, según el autor,

³ El resultado del Sector Público Consolidado está formado por los resultados del Sector Público Nacional no Financiero y de las provincias.

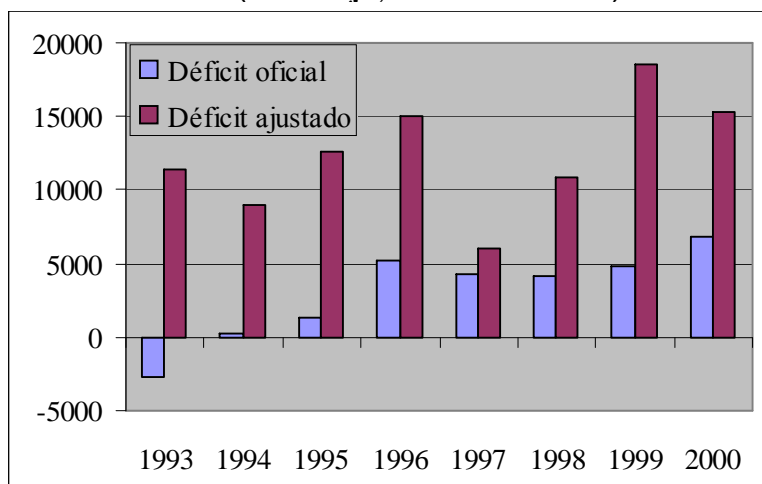
⁴ Entre los mecanismos de “contabilidad creativa” encontramos: la omisión de pagos realizados entregando bonos, la no registración de intereses sobre la deuda pública que se capitalizaban, la contabilización de lo obtenido por privatizaciones como si fuera ingreso corriente, el tratamiento de gastos financiados por organismos multilaterales como gastos extra-presupuestarios y la exclusión de los déficit provinciales.

para dar una imagen de ortodoxia y recuperar la confianza, en tanto se aumentaba el gasto público y el déficit para lograr una pronta recuperación económica.

En el período 1991-2000 el déficit oficial acumulado fue de \$ 33.000 millones, pero ajustado por los cálculos de Teijeiro sobrepasó los \$100.000 millones. El 40% de la diferencia se explica por la omisión de los pagos con bonos, que se justificó diciendo que se trataba de un reconocimiento de deuda vieja y por ello no constituían un déficit del período en que se instrumentó la deuda.

La versión oficial del resultado fiscal adoleció de cierta inconsistencia, pues mientras que para la mayoría de los rubros se usaba el criterio de caja, para los pagos con bonos se siguió el criterio de devengamiento. El gráfico a continuación muestra el contraste notorio entre las cifras oficiales de déficit fiscal⁵ y el resultado corrigiendo los errores y omisiones en la contabilidad del gobierno.

Gráfico 5: Discrepancias en las estimaciones de déficit fiscal (Base caja, en millones de \$)



Fuente: Elaboración propia según Teijeiro (2001) y Nofal (2002)

Ahora pasaremos a analizar cada una de las variables que intervienen en la determinación del déficit fiscal. Comenzaremos con el gasto público, que entre 1991 y 2000 se incrementó en más de \$ 41.500 millones, lo que representa un alza de casi 105% en una década. Pero la suba no fue pareja a lo largo del período, ya que -como puede verse en el cuadro- entre los años 1991 y 1994 el gasto total aumentó alrededor de \$ 31.300 millones, en tanto que en la fase 1994-2000 lo hizo en \$ 10.200 millones aproximadamente.

⁵ Se refiere al resultado del Sector Público Nacional no Financiero, que incluye el resultado del Sector Público no Financiero (Administración Central, Instituciones de Seguridad Social, Organismos Descentralizados, Empresas Públicas y otros) junto con el resultado cuasifiscal del BCRA.

Cuadro 11: Evolución del gasto público durante la década del '90 (en millones de \$)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gto.Cte. Primario	31.017	47.490	56.151	61.995	57.315	59.087	64.438	66.563	68.518	66.738
Gasto de Inversión	3.994	3.940	4.150	4.355	3.863	3.595	4.008	3.910	3.801	3.097
Pago de Intereses	4.727	4.727	3.973	4.788	5.810	6.454	7.315	8.122	8.122	11.502
Apoyo a la Banca	-145	-513	-271	-176	2.233	1.173	-285	100	40	-149
Gasto Total	39.593	55.644	64.004	70.961	69.221	70.309	75.476	78.695	80.481	81.187

Fuente: Elaboración propia en base a datos utilizados por Teijeiro (2001)

Las razones del acrecentamiento de las erogaciones públicas fueron distintas en cada etapa. Hasta 1994 la mayor parte del incremento se justificó por el aumento del gasto corriente primario, en particular de los gastos de seguridad social. Ello ocurrió a partir de la reforma previsional⁶, que consistió en el pasaje a un sistema obligatorio y mixto en el que coexisten prestaciones de reparto y de capitalización brindadas por entes públicos y privados⁷.

Si bien la reforma contribuyó al objetivo de desarrollar un mercado de capitales de largo plazo basado en el ahorro local, significó un altísimo costo fiscal pues desde 1994 los pagos públicos a los jubilados excedieron los ingresos por contribuciones al sistema. Esto se transformó en un factor de desfinanciamiento transitorio, es decir, hasta que la evolución demográfica equilibrara el sistema.

El traspaso de los aportes personales hacia el nuevo sistema privado produjo un exceso de fondos en las AFJP a expensas de una reducción en los recursos fiscales y el aumento del déficit público. Ello, junto con la rebaja de contribuciones patronales en 1994, generaba déficit previsional que debía financiarse con bonos que las AFJP compraban en el mercado a tasas altas y así se profundizaba más aún el desequilibrio.

De acuerdo con Teijeiro, la reforma previsional sirvió para blanquear de modo parcial la deuda implícita que el gobierno tenía con jubilados y pensionados bajo el régimen estatal de reparto. Aunque perdió recaudación, el sector público dejó de endeudarse con los aportantes que pasaron al sistema privado. Es decir, el Estado aumentó su deuda explícita a cambio de una disminución parcial en la deuda implícita.

Otros autores [Galiani, Heymann y Tomás, 2003] también reconocen que mientras que la deuda pública bajo el régimen previsional anterior no tenía un monto establecido contractualmente, los bonos que vendía el gobierno para “financiar la transición”

⁶ Los factores que obligaron a plantear tal reforma se relacionaban con el agotamiento del excedente previsional de la primera época de su desarrollo, su uso para el financiamiento del Estado, la descontrolada extensión de la cobertura, y cuestiones demográficas y macroeconómicas. Pero la principal causa de la crisis previsional radicaba en su diseño híbrido entre la proporcionalidad y el reparto. De hecho, simultáneamente al criterio de que la población activa debe sostener a la pasiva mediante un “contrato intergeneracional”, se disponía que los beneficios mantuvieran cierta relación con los ingresos de la persona durante su vida activa.

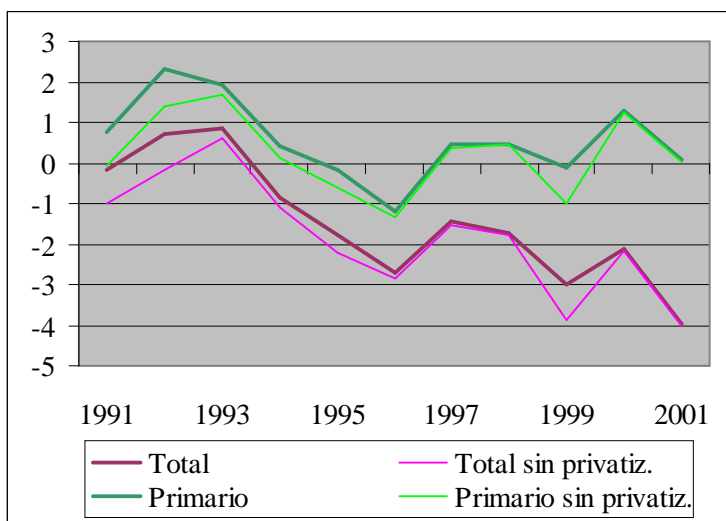
⁷ En 1993 mediante la ley 24.241 se creó el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, por el cual los aportes personales pueden destinarse alternativamente al sistema público de reparto, al sistema público de capitalización (administrado por el Banco de la Nación Argentina) o al sistema privado de capitalización (a cargo de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones -AFJP-).

representaban compromisos fijos, mayoritariamente denominados en dólares. Y en este sentido, la reforma no sólo endureció la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno sino que incluso la hizo más dependiente del comportamiento del tipo de cambio real.

Por otra parte, los pagos por intereses no aumentaron notoriamente al principio de la década debido a las quitas resultantes del Plan Brady, la caída en las tasas de interés internacionales y el uso de los ingresos por privatizaciones como fuente de financiamiento del déficit fiscal. Pero desde 1995 los intereses crecieron rápidamente, tanto por la suba en la tasa internacional como por la necesidad de renovar a tasas de mercado la deuda compulsiva barata tomada previamente.

El gráfico a continuación muestra el resultado total de las cuentas públicas y el resultado primario -en términos del PBI-, donde la diferencia entre ambos se explica por el monto correspondiente a pagos de intereses sobre la deuda. Se nota a simple vista cómo a partir de mediados de la década la distancia que separa las líneas gruesas se incrementa cada vez más.

Gráfico 6: Resultado del sector público nacional no financiero (Base devengado, en % del PBI)



Fuente: Elaboración propia según Cetrángolo y Jiménez (2003)

Los intereses de la deuda demandaban crecientes recursos tributarios para afrontarlos (véase Cuadro 12), dándose un incremento evidente desde 1997. Esto último se debió principalmente al aumento en la tasa de interés promedio sobre la deuda pública, pero también tuvo que ver con la disminución de ingresos fiscales como consecuencia de la recesión del momento.

En cuanto a la recaudación impositiva, la misma aumentó fuertemente en los primeros años de la convertibilidad gracias a la estabilización de los precios y a la reactivación económica que siguieron al plan y derivaron en un incremento del producto, con lo cual pudo abolirse el impuesto inflacionario. La estabilidad también facilitó la administración tributaria, lo cual se reflejó en la recomposición de la capacidad recaudatoria.

A partir de 1990 se había implementado una reforma impositiva que tenía como principal objetivo centrarse en el cobro de unos pocos tributos y consideraba que reduciendo las alícuotas se lograría una mayor y más eficiente recaudación. Las

medidas fundamentales fueron: ampliación de la base del IVA, reducción de alícuotas del impuesto a las ganancias, eliminación de retenciones, modificación del gravamen a los combustibles y fortalecimiento de la Dirección General Impositiva (DGI).

Pero la creencia de que existía una curva de Laffer duró muy poco (desde febrero a noviembre de 1990) y a medida que la reforma fue avanzando el gobierno incrementó las alícuotas de los dos impuestos coparticipados más importantes: IVA y ganancias. Como resultado, entre 1991 y 1992 los recursos tributarios nacionales crecieron un 64% mientras que la recaudación del IVA aumentó un 160% y la del impuesto a las ganancias se cuadruplicó [Cetrángolo y Jiménez, 2003]. En el Cuadro 12 puede apreciarse que la presión tributaria, en términos del PBI, se intensificó hasta 1994.

Cuadro 12: Presión tributaria y carga de los intereses de la deuda total del sector público consolidado

Año	Presión tributaria (% del PBI)	Intereses/ Ingresos tributarios (%)
1991	18,8	5,6
1992	20,8	8,3
1993	21,3	6,0
1994	21,1	6,9
1995	20,9	9,2
1996	19,6	9,7
1997	21,0	10,9
1998	21,4	12,2
1999	21,9	15,9
2000	21,1	18,5

Nota: La presión tributaria toma datos base caja e incluye las contribuciones al sistema previsional público.

Fuente: Elaboración propia según datos de Damill, Frenkel y Juvenal (2003)

Los ingresos públicos también estuvieron garantizados durante la primera época de la convertibilidad por el dinero obtenido de las privatizaciones de empresas públicas⁸ (véase Gráfico 6), cuyo marco normativo fue la ley de reforma del Estado. El país se benefició en varios aspectos con el programa de privatizaciones. En primer lugar, demostró concretamente el viraje ideológico hacia la economía de mercado, lo cual mejoró su reputación en el mundo de los negocios.

En segundo lugar, tuvo un impacto positivo en las cuentas públicas, a corto plazo porque generó ingresos extraordinarios al Tesoro Nacional o se canjeó por deuda pública, y a largo plazo porque las empresas dejaron de ser deficitarias para pasar a ser contribuyentes al sistema impositivo. En tercer lugar, se eliminaron o explicitaron en el presupuesto los subsidios implícitos en la política de precios de las antiguas empresas estatales, los cuales representaban un costo para la sociedad.

⁸ Éstas comprendían compañías de teléfono, de aviación comercial, ferrocarriles, complejos siderúrgicos y petroquímicos, rutas y puertos, etc.

En cuarto lugar, en algunos casos el Estado debió ceder presión tributaria para favorecer la desregulación de los sectores (como ocurrió con los combustibles). Finalmente, la productividad se incrementó por el cierre en la brecha tecnológica y organizativa que existía debido a la falta de inversión y financiamiento en las anteriores empresas estatales.

Con todo, aunque la privatización pudiera ser una idea acertada, los recursos obtenidos de ella se usaron mal, pues en vez de repagar la deuda pública se financió con ellos el aumento en los gastos corrientes. Aparte, en lugar de establecer regímenes competitivos se crearon monopolios privados con capacidad de cobrar tarifas superiores a los estándares internacionales.

Las privatizaciones dejaron de servir como fuente de ingresos desde 1995 y el crecimiento de los intereses obligó a tomar medidas de emergencia tributaria. Éstas comprendían: el aumento de la alícuota del IVA (del 18% al 21%), la reversión parcial de la rebaja en las contribuciones patronales, el incremento de aranceles a la importación, la reducción de los reintegros a las exportaciones y del subsidio a los bienes de capital, y la ampliación de la base imponible de los impuestos a las ganancias y a los bienes personales.

Se pensaba que para reducir el déficit era necesario aumentar los impuestos, pues la mayor solvencia fiscal reduciría el riesgo país, atrayendo capitales que compensarían el efecto recesivo del menor déficit. Esta fórmula pareció ser la correcta en el período 1996-1997, bajo un contexto de precios internacionales favorables, fuerte demanda brasilera, dólar débil frente al euro y buen caudal de capitales externos⁹.

En 1998 se implementó un nuevo “paquetazo impositivo” por medio del cual se amplió la base imponible del IVA y se crearon los siguientes impuestos: a la ganancia mínima presunta; a los intereses pagados y al costo del endeudamiento empresarial; a los automotores, motos, embarcaciones y aeronaves; y el monotributo. Pero como la situación fiscal seguía siendo preocupante, a fines de 1999 se aprobó otra reforma tributaria.

Se amplió la base del impuesto a las ganancias y se eliminaron algunas exenciones, se creó un impuesto de emergencia sobre las altas rentas y se aumentaron las alícuotas del impuesto sobre los bienes personales y de algunos impuestos internos. No obstante, esta vez no se repitió el éxito anterior porque las condiciones exógenas fueron bastante adversas, dadas por el deterioro de la competitividad y la resistencia del mercado internacional a invertir en países emergentes como consecuencia de las sucesivas crisis financieras que venían desatándose.

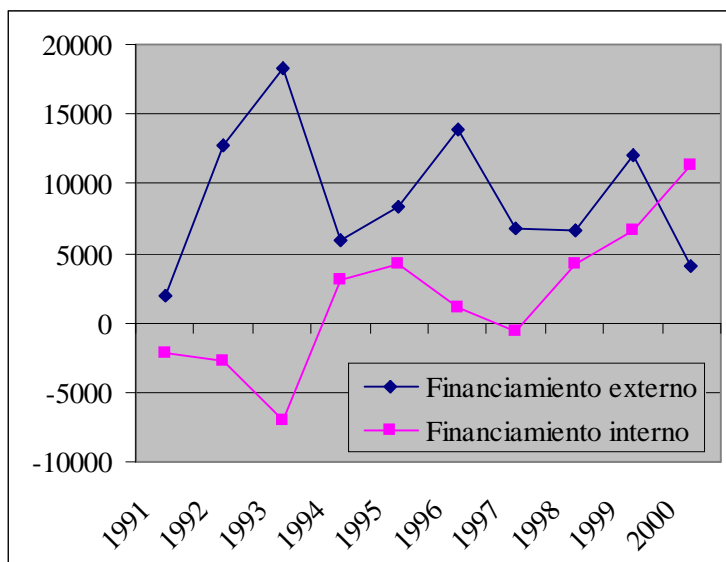
Desde octubre del año 2000 se reconoció que los ajustes fiscales acentuaban la recesión, de modo que se procedió a reducir el impuesto a los intereses y se aceleraron las devoluciones de IVA sobre bienes de capital. Pero esta idea duró poco, ya que en 2001 se volvieron a aplicar tributos distorsivos, como el impuesto a las transacciones en cuenta corriente (o impuesto al cheque).

Ahora analicemos el origen de los fondos públicos. Durante la década más del 80% del déficit se financió con recursos externos, pero la estructura del financiamiento no fue homogénea a lo largo de los ‘90 sino que estuvo determinada en gran medida por las condiciones del contexto. Entre 1991 y 1994 la financiación externa se vio facilitada por

⁹ Sin embargo, pese a la recuperación de la actividad económica desde mediados de 1996, la persistencia de desequilibrios en las cuentas públicas obligó a aplicar medidas adicionales que consistieron en el aumento del impuesto a las naftas y la reimplantación del impuesto al gasoil. Los recursos obtenidos de estas reformas se destinaron al sistema de seguridad social.

la baja en las tasas de interés internacionales y la gran liquidez en los mercados mundiales de capitales, las privatizaciones realizadas con capitales extranjeros o repatriados, y la renegociación de la deuda externa a través del Brady.

**Gráfico 7: Financiamiento del déficit ajustado
(en millones de \$)**



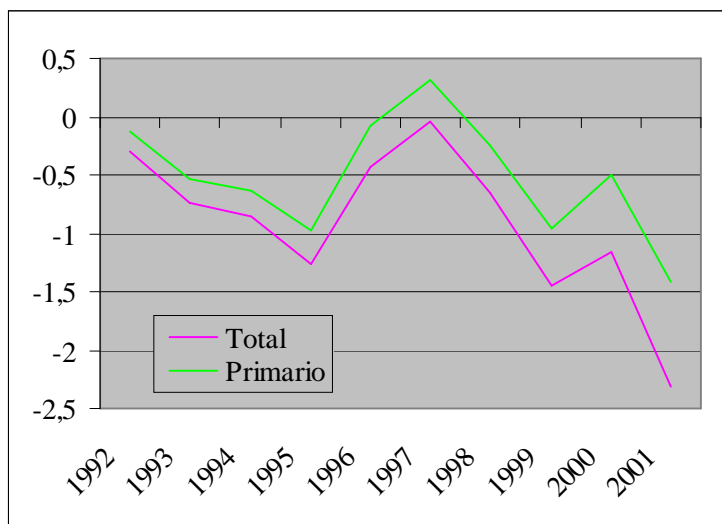
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Teijeiro (2001)

Sin embargo, con la devaluación mexicana y su impacto en la economía argentina, los recursos provenientes de los organismos multilaterales de crédito y la colocación de deuda en el exterior resultaron insuficientes, de modo que hubo que optar por pedir prestado en el mercado doméstico. Además, los ingresos por privatizaciones menguaron y la presión del déficit fiscal sobre el sistema financiero local derivó en un aumento de tasas de interés internas y una menor disponibilidad de créditos para el sector privado.

En 1996 y 1997 el país volvió a incorporarse en el mercado internacional de capitales, pero desde 1998 se tornó más difícil endeudarse con el exterior. No sólo era difícil acceder a los mercados sino que además las tasas de interés subieron considerablemente. En consecuencia, el financiamiento doméstico (en especial, con el sistema previsional privado y los bancos) fue nuevamente la alternativa para solventar los déficits fiscales.

Antes de terminar, veamos rápidamente qué sucedió en las finanzas provinciales durante el período en estudio. A lo largo de los '90, la evolución fiscal de las provincias mostró, al igual que en el caso nacional, un creciente desequilibrio que resultó difícil de financiar por dos motivos: la imposibilidad de licuar los pasivos con la suba de precios, y la reorganización de la banca provincial, que al ver restringidos los redescuentos que otorgaba el Banco Central, perdió capacidad de financiamiento de los déficits públicos. Esto motivó un incremento explosivo de la deuda pública provincial.

Gráfico 8: Resultado fiscal consolidado y primario de las provincias (en % del PBI)



Fuente: Elaboración propia según Cetrángolo y Jiménez (2003)

El gasto público del consolidado de provincias aumentó a una tasa relativamente estable entre 1993 y 1999, con preponderancia de los gastos en personal y los pagos de intereses de la deuda. Por su parte, los ingresos públicos crecieron hasta mediados de la década impulsados por los recursos no tributarios, especialmente regalías que beneficiaron a provincias con recursos naturales no renovables. Pero en este mismo lapso los recursos de capital cayeron debido a diferentes pactos y modificaciones tributarias que derivaron recursos coparticipables al financiamiento de gastos nacionales (principalmente, del sistema de previsión social).

Durante el Tequila las cuentas provinciales mejoraron y llegaron a equilibrarse en 1997, cuando se alcanzó el único superávit primario del decenio, gracias a los mayores recursos tributarios, a las regalías y a los ingresos extraordinarios por privatizaciones. En el período 1997-1999 el incremento del gasto se debió a una política permisiva de autorización del endeudamiento garantizado con recursos coparticipados¹⁰, que llevó a una profundización del déficit consolidado. Pero desde el año 2000 el gasto público se redujo -a pesar de la suba de intereses- a través de un recorte en las erogaciones de capital y bienes y servicios.

III. Tipo de cambio real y cuentas externas

Comenzaremos con un análisis de las interrelaciones de largo plazo entre el gasto público, el déficit fiscal y el tipo de cambio real. Vamos a demostrar que el atraso cambiario está directamente relacionado con la política de ingresos y gastos del sector público. Se tomará el caso de una economía de tipo de cambio fijo, pues este marco conceptual servirá de base para estudiar la etapa de convertibilidad en Argentina¹¹.

¹⁰ Este mecanismo, por un lado, incentivó un creciente endeudamiento provincial al facilitar el acceso a los mercados de crédito y, por el otro, significó para las provincias una pérdida de su capacidad de fijar prioridades presupuestarias mensualmente, pues el pago a los acreedores se efectuaba en forma automática.

¹¹ El modelo para el caso de tipo de cambio flexible puede verse de [Rodríguez, 1980].

En principio, definamos la restricción presupuestaria del gobierno como la condición de que el gasto nominal (G) sea igual a los recursos obtenidos mediante sus tres fuentes de financiamiento: impuestos directos (I), crédito del Banco Central o emisión monetaria (\tilde{C}_b)¹² y crédito externo¹³ (\tilde{C}_E). Entonces, el déficit del sector público será la diferencia entre sus gastos y sus ingresos por impuestos: $D = G - I = \tilde{C}_b + \tilde{C}_E$.

Suponiendo ausencia de crecimiento y de inflación internacional, en el largo plazo debe haber equilibrio monetario y estabilidad de las reservas internacionales. La primera condición requiere que el aumento de la oferta monetaria -que es igual al flujo de crédito del Banco Central al gobierno sumado a la adquisición de divisas (\tilde{R})¹⁴- sea cero, lo cual puede expresarse como: $\tilde{M} = \tilde{C}_b + \tilde{R} = 0$.

La segunda condición viene dada por: $\tilde{R} = \tilde{C}_E + T = 0$, donde T es el superávit de balanza comercial. En consecuencia, bajo tipo de cambio fijo el Banco Central no puede financiar el déficit fiscal, pues el único valor de largo plazo consistente con las dos condiciones preestablecidas es $\tilde{C}_b = 0$. Por ende, el déficit del sector público deberá financiarse exclusivamente con crédito externo.

Y como la tasa de creación de dinero puede también igualarse al déficit público más el superávit comercial ($\tilde{M} = D + T = \tilde{C}_b + \tilde{C}_E + T$), se concluye que $D = -T$, es decir que el déficit fiscal resulta ser el único determinante del déficit de cuenta corriente¹⁵. De modo que en el largo plazo, el tipo de cambio real no es el determinante fundamental del saldo de la balanza comercial sino que debe acomodarse para que la misma alcance el nivel requerido por el déficit fiscal.

No obstante, es preciso recordar que el déficit de balanza comercial surge de la diferencia entre el gasto total (público y privado, B) en bienes comerciables internacionalmente y el valor de la oferta doméstica de dichos bienes (Y_C). Entonces, la condición de equilibrio que determina el valor de largo plazo del tipo de cambio real es:

$$D = G_C + B_C - Y_C = -T \quad (1)$$

Esta condición se obtuvo a partir del requerimiento de equilibrio en el mercado de dinero y en el de bienes comerciables. La ley de Walras indica que si dos de los tres mercados están en equilibrio, necesariamente el tercero (de bienes no comerciables, N) también deberá estarlo, de manera que $G_N + B_N = Y_N$. Como formalmente esta expresión es idéntica a (1), la usaremos para determinar el valor de equilibrio del tipo de cambio real. Empecemos definiendo:

$G_N = g_N \cdot g \cdot Y$, donde g_N es una fracción constante del gasto dedicada a bienes no comerciables y g es la participación del gasto público en el ingreso nacional (Y).

¹² La notación \tilde{C} indica la derivada de la variable C con respecto al tiempo, es decir, $\delta C / \delta t$. Esto se aplica a todas las variables con el mismo símbolo sobre ellas.

¹³ Supondremos que el crédito externo se obtiene en el mercado internacional a una tasa real de interés nula, lo cual implica que no existe límite al endeudamiento público.

¹⁴ Para simplificar, se admite que el multiplicador de la base monetaria sea igual a 1.

¹⁵ Al parecer, el modelo supone que el déficit de balanza comercial es el principal determinante del saldo de la cuenta corriente, de allí que utilice indistintamente ambos conceptos.

$B_N = a(e).(1-t).Y$, siendo $a(e)$ la porción del gasto privado dedicado a bienes no comerciables -que a su vez es función decreciente del precio relativo de esos bienes¹⁶- y siendo t el cociente de impuestos al ingreso nacional.

$Y_N = b(e).Y$, con $b(e)$ como la parte del ingreso generada por el sector de no comerciables -que se supone que aumenta cuando sube el precio relativo del sector-.

Si reemplazamos en la ecuación de equilibrio en el mercado de bienes no comerciables y cancelamos las Y , obtenemos: $a(e).(1-t) + g_N.g = b(e)$. El lado izquierdo de la expresión es la demanda -como fracción del ingreso- por bienes no comerciables, mientras que el lado derecho es la oferta de dichos bienes. Al sustituir t por su equivalente $(g - d)$, llamando d al cociente del déficit fiscal al ingreso, conseguimos la siguiente identidad: $a(e) + d.a(e) + [g_N - a(e)].g = b(e)$.

En la ecuación se puede ver que el gobierno afecta a la demanda por bienes no comerciables, y a través de ella al tipo de cambio real, de tres formas:

- Por un cambio en la forma de financiamiento del gasto (d): si el déficit se incrementa debido a que el gobierno reduce impuestos y financia su gasto con un mayor endeudamiento externo, el tipo de cambio real cae. Al mantenerse el nivel de gastos y disminuirse los impuestos, crece la demanda agregada y el sector privado gasta parte de su mayor ingreso disponible en bienes no comerciables, de modo que sube su precio relativo de equilibrio.
- Por un aumento del gasto público (g): siempre que dicha alza se financie con crédito externo, y no varíe la composición del gasto, disminuye el tipo de cambio real. Esto es así porque la transferencia de recursos desde el exterior expande la demanda agregada y, como parte de ella, la demanda de bienes no comerciables, con lo cual se eleva su precio relativo.

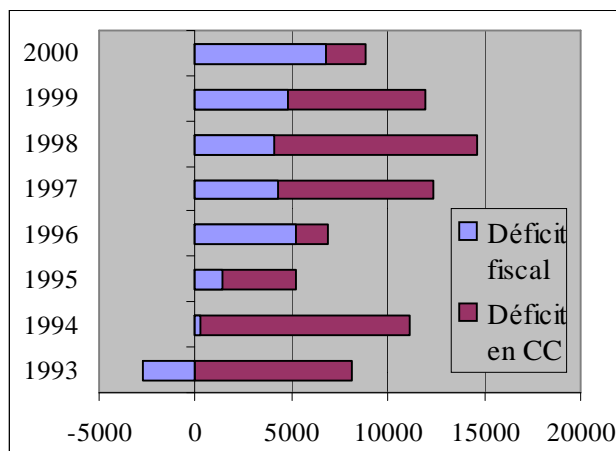
Sin embargo, un incremento del gasto financiado con impuestos disminuye el tipo de cambio real sólo de si la propensión marginal del gobierno a gastar en bienes no comerciables es mayor que la del sector privado. Ello se debe a que, dada la transferencia de recursos desde el sector privado hacia el gobierno, aquél contrae sus gastos en bienes comerciables en la proporción $a(e)$ y éste los aumenta en la proporción g_N . Si $a(e)$ es menor que g_N , se amplía la demanda por dichos bienes y su precio sube.

- Por un cambio en la composición del gasto (g_N): cuando el gobierno se desplaza hacia bienes no comerciables, dejando constante el nivel del gasto, aumenta la demanda por dichos bienes y con ello su precio relativo, cayendo así el tipo de cambio real.

Estos tres casos muestran cómo el accionar del gobierno puede influir en el atraso cambiario. Vamos a aplicar este marco teórico a la realidad argentina mientras reinaba la convertibilidad. En primer lugar, comprobaremos si se ha cumplido que el déficit fiscal determina al déficit de cuenta corriente. En el gráfico se ve que, en la práctica, sólo en 1996 y 2000 se estuvo cerca de verificar la identidad $D = -T$. El resto de los años presentan grandes desigualdades entre ambos resultados y, en especial, en 1993 se registró superávit fiscal a pesar del déficit de cuenta corriente.

¹⁶ El precio relativo de equilibrio entre bienes comerciables y no comerciables es el tipo de cambio real y viene dado por la expresión: $e = E.P^*_C / P_N$, siendo E el tipo de cambio nominal y $(E.P^*_C)$ el precio en pesos de los bienes comerciables. El tipo de cambio real es el principal determinante de cuánto se gasta en cada tipo de bien y de cuánto se produce de cada uno.

Gráfico 9: Contribución del déficit fiscal al saldo de cuenta corriente (en mill. de U\$S)



Nota: Aunque las cifras originales de déficit fiscal se expresan en pesos, a los fines de la comparación se formulan en dólares, dado que corresponden al período de convertibilidad con paridad 1 a 1.

Fuente: Elaboración propia según datos de Nofal (2002)

Ahora trataremos de entender el por qué de los déficits de cuenta corriente durante los '90. A principios de la década, como el Plan de Convertibilidad había logrado acabar con la inflación, la reaparición del crédito a tasas más accesibles y la recuperación del poder adquisitivo de los salarios contribuyeron a la reactivación de la demanda. El exceso de demanda derivó en un cambio en el saldo de la balanza comercial, que pasó de un superávit de U\$S 8.275 millones en 1990 [Gerchunoff y Llach, 2003] a un déficit de U\$S 4.139 en 1994 (véase Cuadro 13).

La incorporación al Plan Brady había generado expectativas favorables para el ingreso de capitales que permitían sostener el déficit comercial¹⁷. Pero hacia mediados de 1994 surgieron algunas dudas sobre la posibilidad de mantener la convertibilidad en un contexto de creciente desequilibrio en las cuentas externas, al que se sumaban los intereses de la deuda, requiriendo grandes transferencias al exterior.

El gobierno relativizaba el inconveniente déficit externo argumentando que en realidad era consecuencia del incremento en la inversión y de la mayor importación de bienes de capital. El propio Cavallo decía:

No sólo no me preocupa el déficit comercial sino que en la medida que refleje un rápido crecimiento económico, un alto nivel de inversión, va a ocurrir como en Japón, Alemania, Italia, España y Corea. Todos son países en los que (...) hubo déficit comercial mientras ingresaban capitales del exterior. Luego, a medida que fueron construyendo una gran capacidad productiva por altos niveles de inversión, y aumentaron la productividad y la eficiencia, penetraron cada vez más en los mercados internacionales y a partir de un cierto momento generaron superávit comercial, pero no por caída de la demanda interna como los que generábamos nosotros en el pasado, sino por un vertiginoso aumento de la producción y por ende de las exportaciones.¹⁸

¹⁷ El ingreso de capitales también sirvió para aumentar las reservas internacionales. Damill (2000) señala que la colocación de deuda pública durante la convertibilidad permitió financiar la acumulación de reservas, y con ello, la expansión de dinero y crédito interno.

¹⁸ Extraído de un reportaje publicado en la revista *Novedades Económicas* (Mayo de 1992).

La preocupación oficial pasaba más bien por la pérdida de competitividad que significaba la apreciación del tipo de cambio. Como una devaluación no era posible, se tomaron las siguientes medidas: desregulación de varios mercados; reducción o anulación de impuestos internos, específicos y laborales; eliminación de aranceles a la importación de bienes de capital.

Para recuperar la balanza comercial se restablecieron reembolsos y reintegros a la exportación. Además, se redujeron las contribuciones patronales y se aprovechó la reforma previsional para impulsar el aumento en el ahorro privado como forma de mejorar las cuentas externas. Estas medidas, aplicadas a partir de 1994 y hasta 1997, se denominaron “devaluaciones fiscales” y tenían el objetivo de reducir la carga tributaria, especialmente sobre los sectores productores de bienes transables, a fin de compensarlos por el deterioro de la rentabilidad resultante del atraso cambiario.

Volviendo a la teoría presentada al inicio de esta sección, es claro que la apreciación cambiaria de los primeros años de convertibilidad estuvo relacionada con el aumento del gasto público financiado externamente, que fue el motor del fuerte crecimiento económico hasta 1994. De hecho, la mayor demanda interna derivada del efecto reactivante de la política fiscal expansiva hizo que tanto la actividad como los precios y salarios domésticos se incrementaran, cayendo el tipo de cambio real.

Aunque algunos autores señalan que el problema estuvo en la implementación de un esquema de tipo de cambio fijo, Teijeiro (2001) indica que con un tipo de cambio flexible igualmente hubiera ocurrido la apreciación de la moneda, aunque a través de otro mecanismo. En efecto, en vez de aumentar los precios y salarios internos, con tipo de cambio flotante la sobrevaluación real hubiera resultado de la apreciación nominal derivada del masivo ingreso de capitales¹⁹.

Por otra parte, cabe pensar que las reducciones de impuestos que se hicieron con el fin de mejorar la competitividad de la economía doméstica no sólo profundizaron el déficit fiscal sino que también pudieron contribuir al atraso cambiario. Es decir, como la rebaja impositiva aumentaba el ingreso disponible del sector privado, el incremento de su gasto, y en particular de la demanda de bienes no transables, reducía el tipo de cambio real ante la suba del precio relativo de dichos bienes.

En síntesis, el atraso cambiario impulsó un perfil de crecimiento económico basado en el desarrollo del mercado interno, específicamente concentrado en el sector de bienes no transables, cuyas actividades no generaban las divisas necesarias para servir la deuda externa. Otra complicación era que la mayoría de las exportaciones argentinas no se destinaba a EEUU, pero gran parte de la deuda externa estaba dolarizada.

Para colmo, el gran endeudamiento en moneda extranjera se tomó a altas tasas y se dedicó no a inversiones para exportar sino a financiar gastos de consumo o inversiones en mercados locales. Como consecuencia, se dio un fuerte incremento de los intereses de la deuda externa en relación a las exportaciones, pasando el coeficiente del nivel de 22,6% en 1992 al 32,9% en 1998 [Damill, 2000].

El crecimiento de los intereses externos, especialmente acelerado desde 1995, también resulta evidente si analizamos el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos. En particular, la partida de Renta de la Inversión²⁰ fue estructuralmente deficitaria

¹⁹ Lo que ocurre en este caso es que la expansión de la oferta de moneda extranjera reduce el precio relativo de los bienes transables en términos de los no transables.

²⁰ Esta partida depende de factores exógenos (en especial, de las tasas de interés internacionales) o predeterminados (como por ejemplo, el stock de deuda externa a comienzos del período).

durante la convertibilidad debido a que, por un lado, los residentes argentinos eran deudores netos del resto del mundo -lo cual generaba un flujo negativo de intereses- y, por otro lado, el país era receptor de inversiones extranjeras directas (IED) -que generaban un flujo neto negativo de utilidades y dividendos-.

Cuadro 13: Déficit de cuenta corriente y su composición (en millones de U\$S)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Mercancías (Bza. Com.)	-1.396	-2.364	-4.139	2.357	1.760	-2.123	-3.097	-795
Servicios reales	-2.557	-3.326	-3.779	-3.436	-3.562	-4.408	-4.490	-4.151
Renta de la Inversión	-2.473	-3.067	-3.690	-4.690	-5.500	-6.199	-7.383	-7.468
Otras Rentas	11	11	11	12	10	-4	-5	11
Transf. Corrientes	789	552	497	597	483	515	465	454
Cuenta Corriente	-5.626	-8.193	-11.100	-5.159	-6.810	-12.218	-14.510	-11.949

Fuente: Elaboración propia basada en datos del INDEC

En cambio, la cuenta de Mercancías -al tener una fuerte correlación con el ciclo económico y ser determinada por la alta elasticidad-ingreso de las importaciones- mostró cierta dinámica, deteriorándose en las fases de expansión y mejorando en las recesiones. En el Cuadro 13 se ve que la partida dejó de ser deficitaria en 1995 y 1996, coincidiendo con el lapso de contracción resultante del efecto Tequila, para volverse nuevamente negativa a partir de la recuperación en 1997.

También el cuadro muestra que las partidas de Otras Rentas²¹ y Transferencias Corrientes involucraron montos reducidos, en tanto la cuenta de Servicios Reales tuvo un comportamiento de corto plazo similar al de la cuenta de Mercancías, aunque fue constantemente deficitaria. En consecuencia, las variaciones de corto plazo en el resultado de la cuenta corriente se explican principalmente por las fluctuaciones del saldo de la partida de Mercancías, es decir, por la balanza comercial.

Con todo, aunque los períodos de expansión 1991-1994 y 1996-1998 se reflejaron en deterioros de la cuenta corriente, las recesiones de mediados y fines de los '90 no tuvieron efectos semejantes. Ello se explica, en parte, por la evolución de los precios internacionales²². Entre 1995 y 1996 los precios promedio de los bienes exportables eran altos, pero declinaron acentuadamente en el último bienio de la década. En consecuencia, a pesar de la fuerte contracción en el volumen de importaciones, en 1999 no se alcanzó un superávit comercial como en 1995 (véase Cuadro 13).

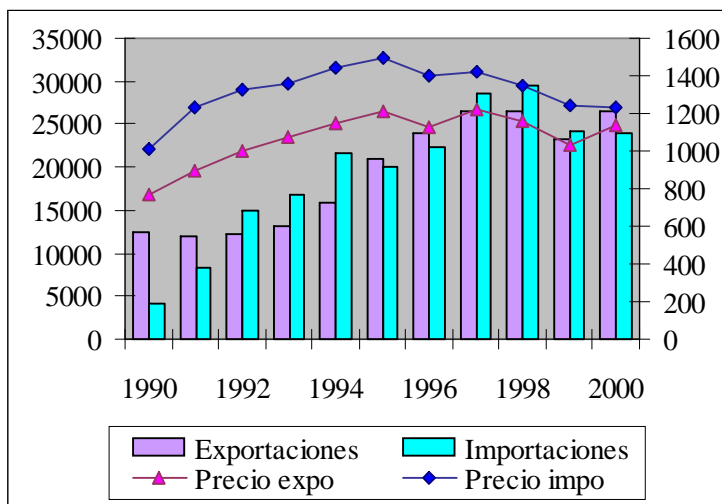
En el gráfico a continuación se puede apreciar la caída en el precio de los productos exportables luego del pico alcanzado en 1997, cuyo nivel fue apenas superior al de 1995. Además, podemos observar que en 1999 las importaciones superaron a las

²¹ Es necesario aclarar que esta partida pertenece al rubro Rentas, que también comprende a Rentas de la Inversión, pero que aquí se han presentado por separado a los fines del análisis.

²² También el desempeño de la economía de Brasil -importante destino de las exportaciones argentinas- permite entender la diferencia entre ambas recesiones, pues mientras que en 1995 ese país se expandía aceleradamente, a fines de los '90 se encontraba atravesando una recesión.

exportaciones y aunque las compras externas se redujeron en comparación a las de 1998, también las ventas al exterior resultaron menores que en aquel año.

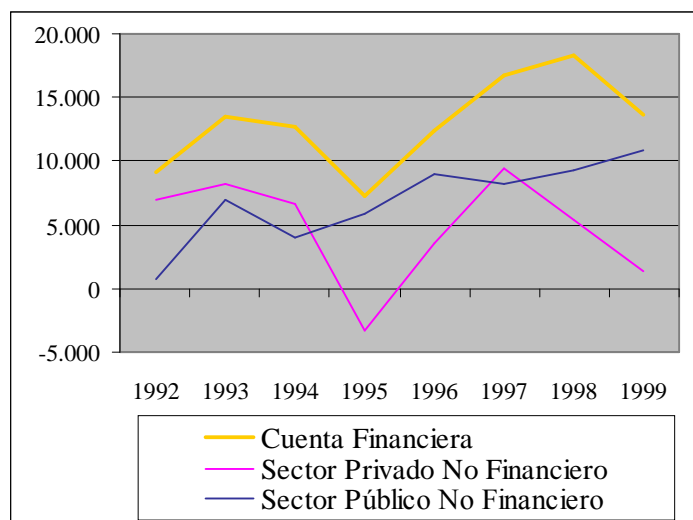
Gráfico 10: Exportaciones, importaciones (en mill. de U\$S corrientes) e índices de precios (1900=100)



Fuente: Elaboración propia según Gerchunoff y Llach (2003)

Por otra parte, durante la década del '90 los déficits de cuenta corriente tuvieron como contrapartida superávits en la cuenta capital y financiera. Los ingresos netos de capitales rondaron en torno a los U\$S 12.700 millones anuales, aunque presentaron una marcada variabilidad [Damill, 2000]. En el Gráfico 11 se expone el resultado de la Cuenta Financiera para el período en estudio, pues la Cuenta Capital registró valores de escasa representatividad. Asimismo, se dejó de lado la partida correspondiente al Sector Bancario a fin de mostrar el contraste entre los sectores público y privado.

Gráfico 11: Saldo de la Cuenta Financiera, público y privado (en millones de U\$S)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Es notable la tendencia creciente del ingreso de capitales por parte del sector público, mientras que el comportamiento de los capitales privados fue semejante a la evolución

del saldo global de la Cuenta Financiera. Además, el gráfico muestra claramente que el flujo de capitales privados superó al del gobierno en el período 1992-1994 y de nuevo en 1997, mientras que el sector público generó el saldo más importante en las fases recesivas, es decir durante 1995-1996 y 1998-1999.

En base a este análisis, se puede pensar que el endeudamiento público jugó un rol compensatorio del financiamiento externo al sector privado, puesto que en los años en que este último fue menos fluido o negativo, aquél se incrementó notoriamente. También es importante distinguir que la expansión de los primeros años de convertibilidad se apoyó mucho en la entrada de capitales privados, en tanto que en la fase expansiva entre 1996 y 1997 los fondos dirigidos al financiamiento público tuvieron un protagonismo mayor.

A lo dicho anteriormente cabe agregar que mientras el país tuvo acceso a los mercados de capital, fue receptor privilegiado de inversión extranjera directa, la cual representa alrededor de la mitad del saldo acumulado en la cuenta capital y financiera a lo largo del período 1992-1999. Pero lo más destacable es que la reinversión de las utilidades devengadas sobre la IED haya permanecido relativamente estable cuando dicha inversión crecía de manera sostenida. En realidad ocurrió que, aunque las utilidades totales tendieron a aumentar, la reinversión permaneció casi constante debido al incremento de la remisión de utilidades al exterior.

Cuadro 14: Reinversión y remisión de utilidades sobre la IED (en millones de US\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inv. Extr. Directa	4.384	2.763	3.490	5.315	6.522	8.755	6.526	23.153
Utilidades totales (1)	1.133	1.678	1.820	1.893	1.762	2.331	2.465	2.298
Reinversión (2)	813	870	840	609	355	716	813	888
Remisión (1-2)	320	808	980	1.284	1.407	1.615	1.652	1.410

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Damill (2000)

Fanelli (2002) advierte que la apertura de la economía argentina a los flujos de capitales fue mayor que el grado de apertura al comercio. Y agrega que podría tildarse de irracionales a los países desarrollados que otorgaron grandes créditos a un país cuyos productos no le interesaban, pues era probable que teniendo proteccionismo²³ fuera difícil cumplir con las obligaciones financieras. De todos modos, aunque la integración a los mercados de capital fuera mayor, era también imperfecta, pues los flujos de fondos eran afectados por los efectos contagio e interrumpidos repentinamente.

²³ De hecho, el coeficiente de apertura era uno de los más bajos de América Latina, debido a la política de industrialización sustitutiva de importaciones aplicada durante mucho tiempo y a que las reformas estructurales de inicios de los '90 no resultaron demasiado exitosas en este sentido, pues se mantuvieron los aranceles altos, se dejó apreciar el tipo de cambio y se restringió el comercio al Mercosur, siendo que el socio más importante -Brasil- presentaba una economía bastante cerrada.

IV. Impacto de los shocks externos y endeudamiento

Inicialmente, la implementación de la convertibilidad y las reformas estructurales generaron suficiente credibilidad como para reducir la prima de riesgo país. Rodríguez [Ávila, Almansi y Rodríguez, 1997] indica que entre 1990 y 1991 el riesgo país promedio disminuyó de alrededor de 20% a poco más de 5%. Incluso, el autor estima que una caída del riesgo país en un punto se asociaba a un incremento anual de US\$ 440 millones en la entrada de capitales, principalmente por la repatriación de activos y las privatizaciones.

Pero la economía argentina se volvió vulnerable a los shocks externos debido a la expansión del gasto público y a la persistencia de déficit en la cuenta corriente. La primera perturbación que enfrentó el sistema de convertibilidad fue la devaluación mexicana a fines de 1994. Durante ese año las reservas internacionales de México venían cayendo a raíz de la suba de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal, la conflictiva coyuntura socio-política del país y el inadecuado manejo del gobierno saliente (continuos déficit externos, insolvencia del sistema financiero, crecimiento de la deuda pública y acumulación de vencimientos de corto plazo de la deuda externa).

Para frenar la pérdida de divisas el nuevo gobierno mexicano devaluó la moneda doméstica y luego optó por la flotación, lo cual acentuó los problemas de los bancos, generó pánico en los inversores extranjeros, disparó la inflación, aumentó fuertemente los intereses -por el mayor riesgo país- y derrumbó las cotizaciones de acciones y títulos de deuda pública. El default se evitó gracias a un préstamo de emergencia del FMI y del Tesoro estadounidense.

Las repercusiones en Argentina fueron la caída del precio de los bonos y de las acciones líderes, la reducción de las reservas del Banco Central, un masivo retiro de depósitos de los bancos, el alza en la prima de riesgo país y la suspensión de los inlujos de capital, el cual incluso comenzó a fugarse. Dado que la convertibilidad limitaba la capacidad de utilizar la política monetaria para propósitos de prestamista de última instancia e impedía modificar el tipo de cambio para absorber el exceso de demanda de moneda extranjera, el gobierno optó por hacer anuncios de austeridad fiscal y reordenamiento financiero.

Las políticas domésticas fueron apoyadas mediante un amplio y rápido paquete de créditos multilaterales. De todos modos, el gobierno buscó extender los plazos de sus deudas y programar la emisión de bonos a fin de contar con fondos para usar ante una repentina escasez de oferta internacional de crédito. Además, el Banco Central negoció una línea contingente de crédito externo para reforzar la disponibilidad de recursos en caso de otro shock, y las regulaciones financieras aumentaron los requerimientos de capital y liquidez de los bancos.

A mediados de 1997 se desató una crisis en el Sudeste Asiático, originada por la devaluación de la moneda tailandesa y la especulación contra las monedas de Malasia, Indonesia y Corea del Sur, que sufrían los efectos de la recesión en Japón. Las debilidades estructurales de estas economías residían en el escaso crecimiento de la productividad, la mala regulación bancaria, el riesgo moral en el endeudamiento y la debilidad de la ley de quiebras.

Todos los países de la región, excepto Malasia, solicitaron ayuda al FMI y recibieron préstamos a cambio de cumplir con ciertos requisitos (mayor interés, menor déficit fiscal, reformas estructurales). Como resultado hubo una fuerte recesión económica que derivó en superávit de cuenta corriente ante la caída de las importaciones.

No obstante, los efectos de la crisis asiática en nuestro país se restringieron a los mercados financieros, gracias a las sólidas bases de la economía y las reformas adoptadas desde 1995. Las consecuencias más negativas fueron alzas momentáneas en las tasas de interés, leve contracción de los depósitos en moneda doméstica y caída transitoria en las reservas internacionales.

La incertidumbre de los mercados de capitales no se trasladó a la economía real, pues la producción y la inversión siguieron en aumento. Es más, ese año resultó uno de los momentos de máxima confianza internacional en el futuro del país, según se evidenció en la exitosa colocación de bonos en plazas doméstica e internacional. Pero la constante toma de deuda comenzó a generar señales negativas para los inversores sobre la sustentabilidad de la misma²⁴.

En agosto de 1998, el efecto contagio de la moratoria de la deuda pública rusa²⁵ tuvo como consecuencia para los países emergentes la caída en los flujos de capital e IED, lo cual encareció la financiación externa debido al incremento del riesgo país y de las tasas de interés. Bajo la convertibilidad argentina, a medida que aumentaba la probabilidad de devaluación, los préstamos se daban a tasas de interés más altas para compensar a los otorgantes de crédito por el mayor riesgo. A su vez, las mayores tasas aumentaban el riesgo de incumplimiento, lo cual elevaba más los intereses y así sucesivamente.

En 1999 tres sucesos exógenos golpearon a la economía argentina: la sobrevaluación del peso ante el aumento del valor del dólar respecto del euro, la devaluación del real y la recesión en Brasil, y la caída en los términos de intercambio a raíz de la reducción en el precio de las exportaciones (véase Gráfico 10). El dólar fuerte no sólo afectaba al peso argentino sino que también presionaba sobre el tipo de cambio real brasileño.

Brasil tenía problemas con su deuda pública, ya que la especulación contra el real había aumentado los intereses y los déficit fiscales. Como en 1998 habían comenzado a caer las reservas internacionales, el FMI ayudó a crear un fondo de estabilización para defender la moneda doméstica e incrementar las reservas. Pero el plan fracasó y a principios de 1999 se devaluó el real y luego se dejó que flotara libremente. La devaluación del real agravó la situación para Argentina por dos motivos: dificultó la competencia de las exportaciones nacionales y contrajo la demanda interna del vecino país.

Si bien es cierto que la simultaneidad de las perturbaciones externas empeoró sus efectos, también lo es que Argentina no estaba preparada para absorber las consecuencias. El gobierno respondió a los shocks tratando de diferenciarse de los países en crisis y buscó reducir el riesgo país por medio del recorte del déficit fiscal, que a su vez mejoraba la capacidad de repago de la deuda y permitía acceder a nueva refinanciación del FMI. Pero las medidas de ajuste terminaron agudizando la recesión y deteriorando la confianza de los inversores.

El ritmo de endeudamiento entre 1993 y 1999 fue superior a la tasa de expansión del PBI (a precios corrientes), que para dicho período fue del 3% anual frente a tasas de variación de las obligaciones externas (públicas y privadas) superiores al 11% anual [Damill, 2000]. En consecuencia, el coeficiente deuda externa/PBI pasó de un 28% en 1993 a un 43% en 1999 (véase Cuadro 15). No obstante, dicho coeficiente estaba dentro

²⁴ La calificadora Moody's indicaba que invertir en títulos públicos argentinos era más riesgoso que en deuda soberana de Jordania, Rumania, Rusia o Turquía, y sólo apenas preferible que en la de Pakistán. La calificación de riesgo de tipo "especulativo" no sólo aumentaba la tasa de interés, sino que también excluía a ciertos inversores institucionales cuyas regulaciones le impedían adquirir esos títulos.

²⁵ Este tema se verá detalladamente en el Capítulo 5.

de los estándares latinoamericanos y ciertos países de la región en situación semejante a la de Argentina no dejaron de pagar sus obligaciones con el exterior.

La particularidad del caso argentino residía en el alto valor de la relación deuda a exportaciones, que se mantuvo en un promedio de 447% a lo largo de la década, con un mínimo en 1997 y un máximo en 1999. El siguiente cuadro compara la evolución de ambos coeficientes.

Cuadro 15: Deuda en términos del PBI y de las exportaciones (en %)

	Deuda/PBI	Deuda/Export.
1991	26,6	422,4
1992	22,1	414,4
1993	28,0	505,1
1994	30,3	497,9
1995	32,7	402,0
1996	35,4	405,1
1997	34,6	384,2
1998	37,6	424,8
1999	43,2	524,8
2000	45,3	489,2

Fuente: Elaboración propia según Bruno (2004)

Fanelli (2002) indica que el endeudamiento argentino surgió de la necesidad de cubrirse del riesgo más que de la demanda de ahorro externo para financiar inversiones internas. De hecho, ante las crisis externas y la posibilidad de sufrir efectos de contagio, los agentes se protegían de la potencial devaluación de la moneda recurriendo a los activos extranjeros.

Según el autor, la búsqueda de cobertura se reflejaba en el hecho de que los activos que el sector privado mantenía en el exterior representaban en el año 2002 alrededor del 75% del valor de la deuda externa, en gran medida correspondiente al gobierno. La asimetría existente entre el alto endeudamiento público y el volumen de activos extranjeros del sector privado era una fuente de la inestabilidad que sufrió el país.

IV. Bibliografía

Artana D., Libonatti O. y Rivas C., “Algunas consideraciones sobre el endeudamiento y la solvencia del sector público argentino”, Documento de trabajo n° 26, FIEL, 1990.

Ávila Jorge (comp.), Almansi Aquiles y Rodríguez Carlos, *Convertibilidad. Fundamentación y funcionamiento*, Argentina, CEMA Instituto Universitario, 1997.

Benecke Dieter y Nascimento Renata, “El Consenso de Washington revisado”, en Diálogo Político, año XX, n°2, julio 2003, páginas 13-29.

Bruno, Eugenio, *El default y la reestructuración de la deuda*, Argentina, Editorial Nueva Mayoría, 2004.

Cavallo, Domingo, “Con el Brady recuperamos el crédito público”, en Novedades Económicas, n° 137, mayo 1992, páginas 15-21.

Cavallo, Domingo, *Volver a crecer. Un desafío y un compromiso para todos los argentinos: bienestar sin inflación*, 4° edición, Buenos Aires, Editorial Planeta, 1991.

Cetrángolo Oscar y Jiménez Juan Pablo, “Política fiscal en Argentina durante el régimen de convertibilidad”, Serie Gestión Pública n° 35, CEPAL, mayo 2003.

Conesa, Eduardo, “Atraso cambiario, deuda externa y desempleo. El caso argentino”, Universidad de Buenos Aires, julio 1997.

Damill, Mario, “El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad”, en Boletín Informativo Techint, n° 303, julio-septiembre 2000, páginas 69-88.

Damill Mario, Frenkel Roberto y Juvenal Luciana, “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina”, en Desarrollo Económico, vol. 43, n° 170, julio-septiembre 2003, páginas 203-229.

Fanelli, José María, “Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina”, en Revista de la CEPAL, n° 77, agosto 2002, páginas 25-44.

Gastaldi Santiago y Ferro Gustavo, “La crisis mexicana de diciembre de 1994 y las dificultades de la convertibilidad y del sistema financiero argentino” (versión preliminar), marzo de 1995.

Gerchunoff Pablo y Llach Lucas, *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*, 1° edición, Buenos Aires, Ariel, 2003.

Glusman, Diana, “Deuda externa: redefinición del problema y soluciones factibles”, Tesina de Grado, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario, 1996.

Jarach, Dino, *Finanzas Públicas. Esbozo de una teoría general*, Buenos Aires, Editorial Cangallo, 1978.

Krugman P. y Obstfeld M., *Economía Internacional. Teoría y Política*, 5° edición, Madrid, Pearson Educación, 2001.

Martín, Julio, *Temas de finanzas públicas*, 4° edición, Rosario, UNR Editora, 1992.

Nofal, Beatriz, “Las causas de la crisis de la Argentina”, en Boletín Informativo Techint, n° 310, mayo-agosto 2002, páginas 81-109.

Orsini, Germán, “Evolución de la deuda externa argentina durante el período 1991-2001”, Tesina de Grado, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario, 2003.

Rodríguez, Carlos, “Gasto público, déficit y tipo real de cambio: un análisis de sus interrelaciones de largo plazo”, Documento de trabajo nº 18, CEMA, octubre 1980.

Teijeiro, M., “Una vez más la política fiscal”, Centro de Estudios Públicos, junio de 2001.